

# 央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

110.12.16

## 前 言

本(2021)年9月本行理監事會議以來，全球經貿持續復甦，惟因供應鏈瓶頸，通膨壓力續升。國內經濟因出口暢旺與民間投資表現亮麗，全年經濟成長率可望達6.03%，創2011年以來新高；物價方面，受國際油價走升與天候影響，預測全年CPI年增率為1.97%。展望明年國內經濟續穩健成長，物價則回穩。

「物價穩定」與「充分就業」是美國貨幣政策的雙職責，近期美國通膨率明顯升高，Fed從原先較關注勞動市場，轉為強調穩定物價。特分析相關情勢發展，掌握美國貨幣政策正常化的時程，俾便因應。

近來，民眾購買頻度較高的商品價格上漲，大家感受較深。爰彙整當前社會大眾關心的國內物價相關議題，從統計內涵、影響因素到因應措施逐項說明，期盼緩解各界的擔憂。

本年主要經濟體的通膨多走高，但壓力不盡相同，供需嚴重失調的歐美，通膨率迭創新高；至於亞洲國家，通膨率升幅較為和緩。一般預期，物價高漲的因素將於明年逐漸消退，通膨率可望於年中開始走緩。

近期國際間關心貨幣政策對分配不均的影響。長期以來，主要國家分配不均大抵與結構性因素有關，貨幣政策的影響不明確。央行如聚焦於核心職責，確保總體經濟與金融穩定，有助減輕不均。財政政策(包括稅負、公共移轉支出)、結構性政策(教育與勞動市場政策)及審慎政策對降低不均，可能更為直接且適當。

穩定幣雖強調是價格穩定的另類虛擬資產，但實際上並不穩定，也未扮演貨幣的核心功能。由於其形同大眾吸金，甚或在全球流通，引發國際監管機關的關注，特說明穩定幣的發展、風險與監管議題。

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	18
三、從「物價穩定」及「充分就業」政策目標觀察 Fed 貨幣政策展望	35
四、當前國內物價相關議題之說明—兼論台、美物價情勢比較	55
五、當前主要經濟體物價情勢之比較及明年展望	84
六、分配不均與貨幣政策：國際間對相關議題的看法	112
七、國際間穩定幣的發展、風險及監管議題	126

## 一、國際經濟金融情勢及展望

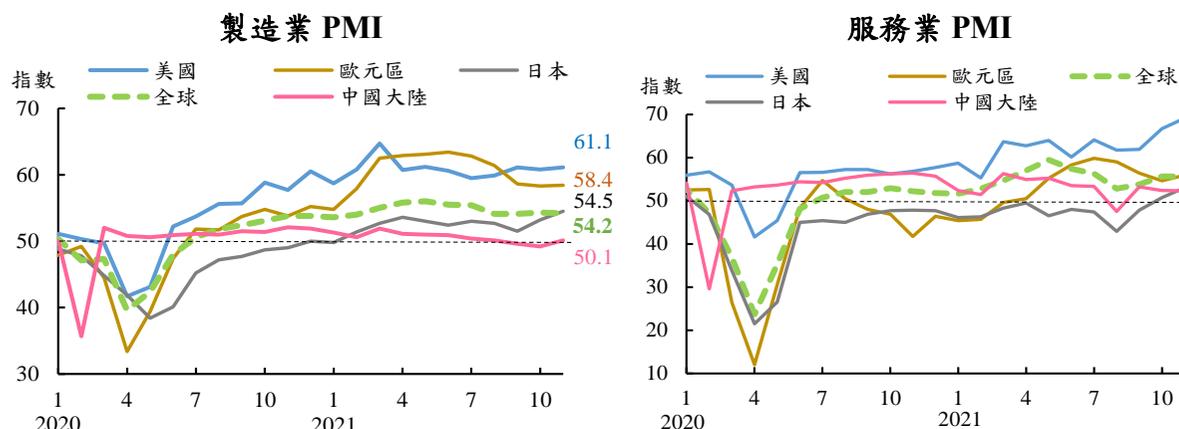
本(2021)年 9 月本行理事會會議以來，**全球經貿持續復甦**，惟**供應鏈瓶頸仍存**，美歐等經濟體**通膨續升溫**。近期市場預期美國聯準會(Fed)將加速縮減貨幣寬鬆政策，加以全球疫情再添變數，國際金融市場波動加劇，國際機構預期**明(2022)年經濟持續復甦**，惟**成長力道放緩**，且隨供應鏈失衡緩解，通膨將回穩。未來宜密切**關注全球疫情變化、主要經濟體貨幣政策動向**(尤其是**Fed 寬鬆政策之縮減情況**)及**美中關係發展**等影響全球經濟前景之不確定因素。

### (一)近期全球景氣擴張速度已趨溫和，預期明年經濟成長將略緩

#### 1. 景氣領先指標升勢放緩，預期全球經濟擴張力道將趨緩

全球各地因疫情反覆，加以在晶片短缺、物流受阻，以及**缺工**等造成**供應鏈瓶頸**問題持續影響下，全球**製造業採購經理人指數(PMI)**雖在榮枯線(50)之上，惟近期擴張力道平緩，而**服務業 PMI**則隨防疫管制措施逐步放寬而略上揚(圖 1)，惟仍需持續關注疫情後續發展；近期**OECD 國家景氣綜合領先指標**升抵疫情以來高點後下滑，**預警主要經濟體經濟成長動能恐已達高峰**(圖 2)，顯示疫情發展及供應鏈問題影響景氣復甦步伐。

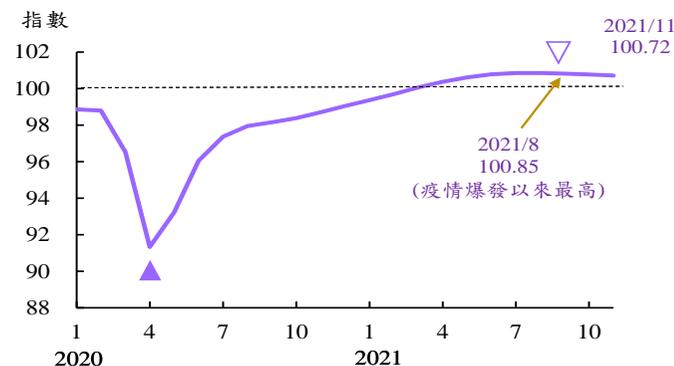
圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



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 11 月資料。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：OECD 國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator, CLI)具考量景氣循環及辨識轉折點等特性，提供經濟活動轉折之早期訊號。三角形代表轉折點，通常領先經濟活動實際轉折點約 6~9 個月，實心三角形代表已確認的轉折點。

資料來源：OECD

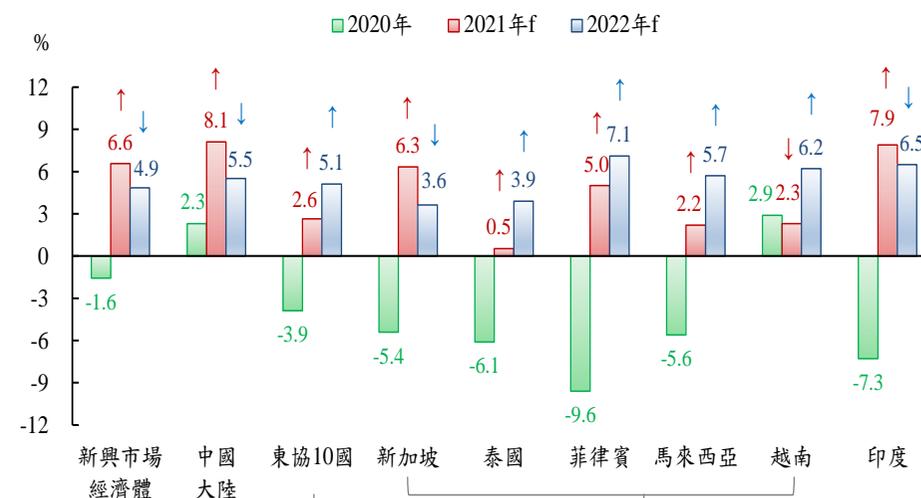
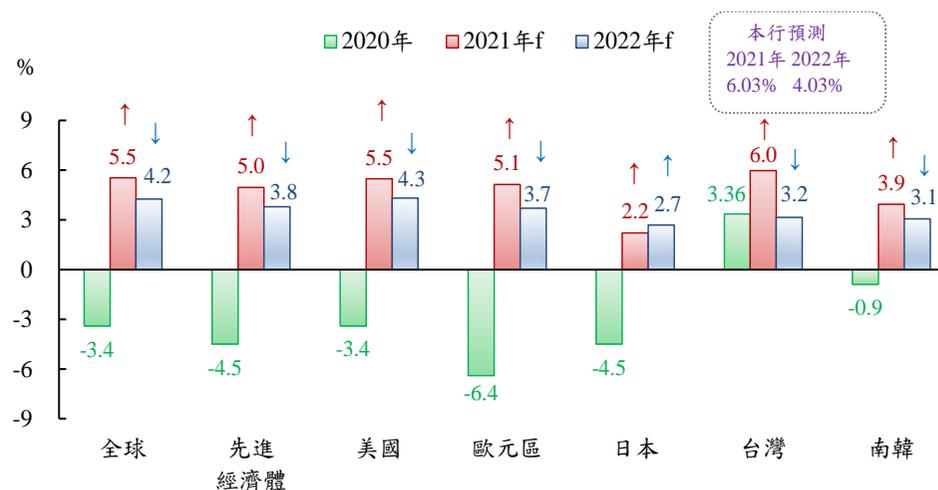
## 2. 本年全球經濟強勁成長，明年預測值低於本年

本年全球經濟復甦加快，貿易活動重回軌道。IMF 及 OECD 等國際機構多預測在本年高基期效應及供應鏈問題持續等因素影響下，明年經濟成長率將低於本年。

IHS Markit 預測本年**全球經濟成長率**由上(2020)年之**-3.4%**大幅升至**5.5%**，**主要經濟體皆大幅成長**；明年經濟可望維持**穩健復甦**，惟面臨**變種病毒擴散、供應鏈瓶頸延滯及物價持續上漲**等下行風險，**全球經濟成長率預測值**將降至**4.2%**，**先進經濟體與新興市場經濟體亦分別**回落至**3.8%、4.9%**(圖 3)。

- **美國**：需求強勁及中長期 1.2 兆美元基礎建設法案之**財政激勵**將續**支撐成長動能**，惟**疫情發展、勞動供給不足與供應鏈瓶頸**等**改善速度**，將**影響復甦步伐**。
- **歐元區**：在疫苗普及率提高與總體政策支持下，**經濟將持續復甦**，惟**近期變種病毒致疫情明顯升溫**，**高能源成本及供應鏈瓶頸**等均為**影響復甦**之**下行風險**。
- **日本**：新上任之岸田首相推出**規模達 78.9 兆日圓之大型經濟對策**，有助**激勵民間消費及企業投資信心**，**預期經濟將逐步回溫**。
- **中國大陸**：由於**政府嚴控疫情之措施**將持續**壓抑服務業及消費動能**，加以**產業監管及房市去槓桿政策延續**，**經濟恐由本年之強勁復甦降溫**。

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。

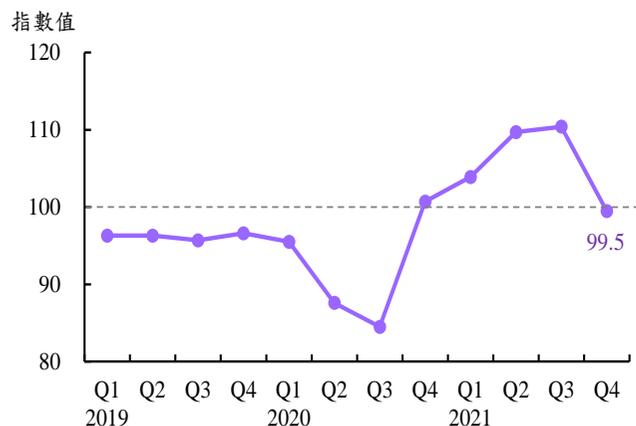
資料來源：2020年各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘實際值與預測值均來自 IHS Markit (2021/11/15)

### 3. 近期商品貿易成長動能趨緩；明年全球貿易量成長率預測值將自本年高點下滑，惟貿易量可望恢復至疫情前趨勢值

在港口壅塞與生產及供應中斷等問題影響下，本年11月 **WTO 商品貿易指標**(Goods Trade Barometer)<sup>1</sup>自近期高點**遽降至略低於趨勢值(100)**(圖4)，且包括汽車生產及銷售、貨櫃港口吞吐量等多項組成指標均下滑，本年第4季商品貿易成長動能恐趨緩。

除商品貿易外，疫情限制跨境旅遊服務，全球服務貿易仍疲軟，IMF 因此預測**明年全球貿易量成長率**將自本年之9.7%降至**6.7%**(圖5)；惟本年12月 **OECD 預測全球貿易量**，將於明年恢復至疫情前(2019年)預測之趨勢值(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11月係公布9月之指數值，可預示第4季之全球商品貿易成長狀況。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

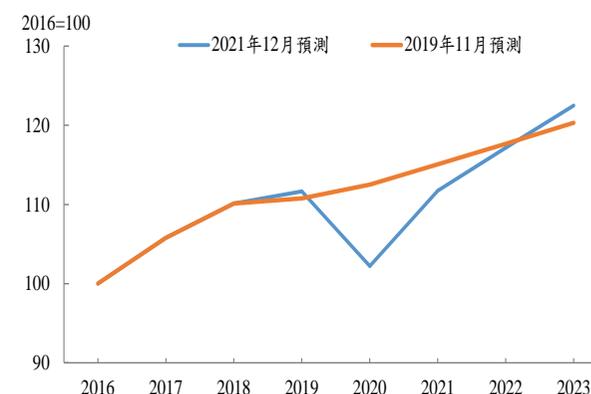
圖5 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2021/10)

圖6 全球貿易量趨勢預測



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：OECD Economic Outlook 110 Database and 106 Database

<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。

## (二)近期整體國際商品價格高點下滑；主要經濟體通膨壓力續升，美國尤大，惟明年多可望稍減

### 1. 國際油價自高點回落，預測明年將緩步下滑；穀價震盪走升

本年10月以來，**石油輸出國組織與盟國(OPEC+)**維持逐步**縮減減產(即增產)**協議<sup>2</sup>，且**全球經濟復甦**及**歐洲天然氣價格大漲推升原油需求**，帶動**油價上揚**。11月初以來，**美國原油產能逐步擴張**，且**美、日等國**<sup>3</sup>宣布將**釋出戰備儲油**，加以市場擔憂**Omicron**變異株引發嚴重疫情，進而抑制原油需求，致**油價重挫**(圖7)。主要機構對**本年油價預測值**平均為每桶**71.4**美元，大幅高於上年之**41.7**美元，預期**明年在美、俄等主要產油國持續增產**下<sup>4</sup>，原油市場**供不應求**情勢可望**紓緩**，油價將**緩步下滑**，**全年預測值**為平均每桶**75.2**美元。

穀價方面，10月中旬以來**穀價震盪走揚**，主要受**美國與巴西穀物出口需求暢旺**、**主要化肥廠因能源價格飆漲紛減產致肥料價格大漲**及**俄羅斯擬對小麥實施出口限額並調高關稅**等因素影響。代表整體國際商品價格之**R/J CRB**期貨價格指數隨原油等大宗商品價格波動，**呈先漲後跌走勢**(圖8)。

圖7 布蘭特原油現貨價格



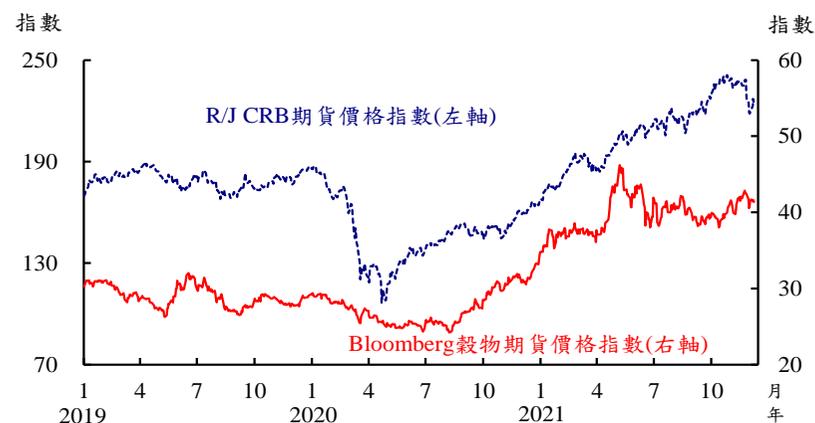
資料來源: Refinitiv Datastream

<sup>2</sup> OPEC+於本年12月2日決議明年1月原油日產量將持續逐月增產40萬桶。

<sup>3</sup> 包括美國、日本、中國大陸、印度、英國及南韓。

<sup>4</sup> 包括美國、俄羅斯、巴西、加拿大、挪威及蓋亞那等產油國。

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. 主要經濟體通膨升溫，美國通膨壓力尤大，明年多可望稍降溫

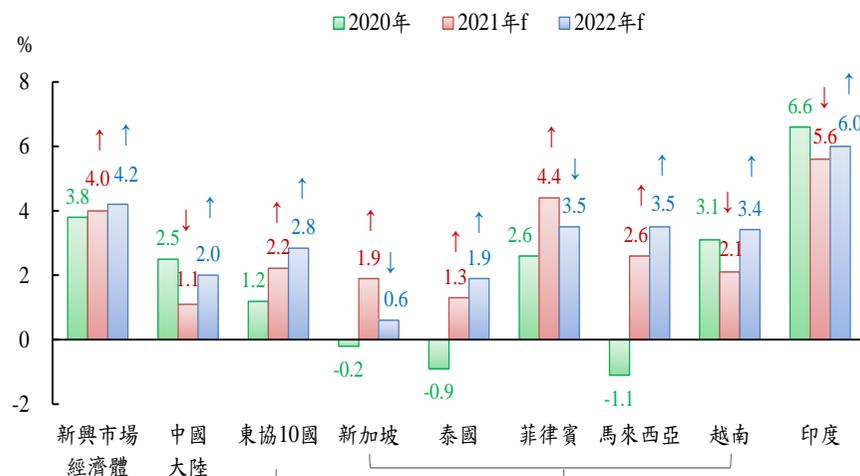
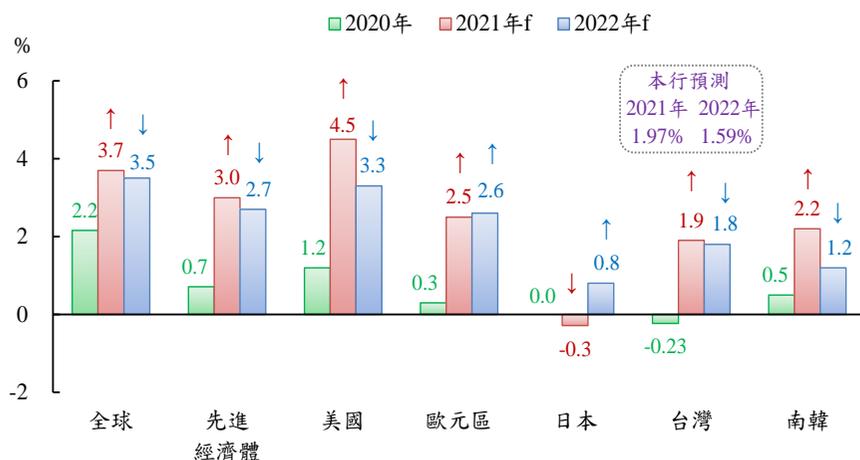
疫情爆發以來，各國**疫情控制成效對商品及服務需求面與供給面產生不同程度的影響**。近期各國**物價上漲走勢大抵反映能源價格波動幅度、供應鏈瓶頸嚴重程度、民眾商品類及服務類之消費組合變化，及政府發放現金與救助金之規模**等情況。跨國比較發現<sup>5</sup>，**美國**商品、勞動市場供需失衡較嚴重，其近月**通膨率升勢明顯**，而**疫情控制相對較好的亞洲國家(如台灣)**，**通膨率則未大幅上揚**。

IHS Markit 預測**本年全球通膨率**將由上年之**2.2%**大幅升至**3.7%**，且**主要經濟體通膨率多將高於上年**。

預期**明年在疫情可望逐步轉佳、供需失衡問題緩解，國際油價回跌下，全球通膨率預測值略降至3.5%**，**先進經濟體回降**，惟**新興市場經濟體則續升(圖9)**。

- **美國**：本年11月CPI年增率升至**6.8%**，為近40年以來新高，Fed主席Powell表示，**供應鏈瓶頸可能持續到明年**；隨**供需失衡緩解，通膨率將在明年下降**，惟**疫情發展將增添通膨的不確定性**。
- **歐元區**：本年11月通膨率升至**4.9%**，為有紀錄以來新高。歐洲央行(ECB)總裁Lagarde指出，**能源價格飆漲、需求復甦超過供給、德國暫時減免增值稅(VAT)致基期較低等拉升通膨因素，明年影響將減弱**，且**供應鏈瓶頸逐漸改善，明年通膨率將開始回落**。
- **日本**：本年10月通膨率由負轉正，主要係**能源價格上揚**。日本央行(BoJ)黑田總裁表示，隨明年年中產出缺口轉為正值，**通膨率預計將逐漸升至1%左右**，惟仍低於2%通膨目標。
- **中國大陸**：隨豬肉價格高漲之**基期效應消退，明年通膨率將回升**。

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：2020年各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘實際值與預測值均來自IHS Markit (2021/11/15)

<sup>5</sup> 詳細分析請參考本理監事會後記者會參考資料「五、當前主要經濟體物價情勢之比較及明年展望」。

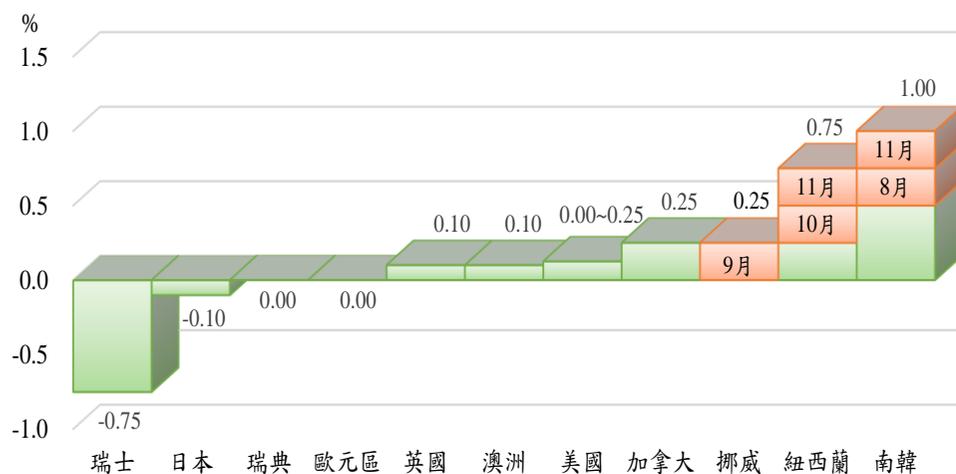
### (三)主要經濟體僅 Fed 縮減購債金額，部分新興市場經濟體因抗通膨或貨幣貶值而採緊縮政策

本年 10 月以來，Fed、ECB 及 BoJ 持續維持政策利率於低水準(圖 10)；除 Fed 縮減每月購債金額，且將討論加速縮減購債外，ECB 及 BoJ 持續購債(表 1)；中國人民銀行(以下簡稱人行)則調降存款準備率以支持經濟發展。

另部分先進經濟體(如紐西蘭、南韓)因考量通膨率持續超出其通膨目標而開始升息，新加坡則略調高新加坡元名目有效匯率(S\$NEER)區間之斜率(即年升值率)，以達緊縮效果，多數先進經濟體仍維持政策利率不變(圖 10)。

本年以來數度升息者多為新興市場經濟體(圖 11)，主要理由大抵為通膨率大幅攀升、本國貨幣大幅貶值或政府財政體質不佳等因素(相關分析詳附錄)。

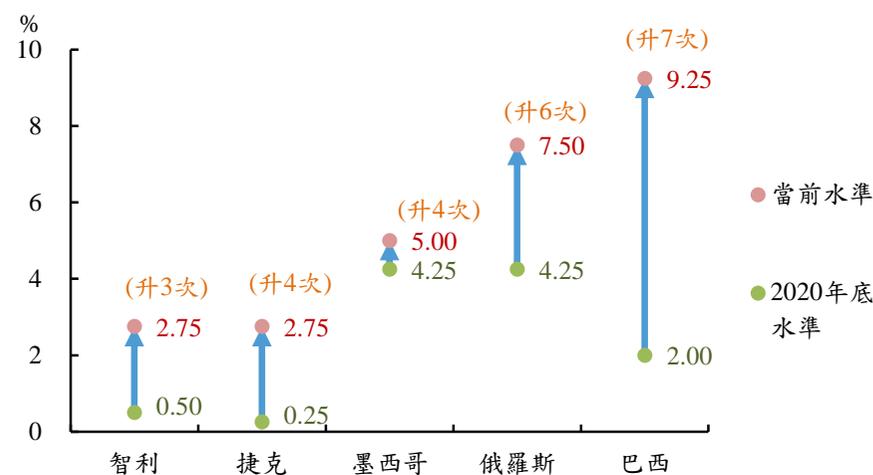
圖 10 當前先進經濟體政策利率水準



- 註：1. 歐元區為主要再融通操作利率。  
2. 本年升息情形以橘色方塊表達，例如紐西蘭於 10 月及 11 月各升息 0.25 個百分點，目前政策利率為 0.75%。

資料來源：各央行網站(截至 12 月 10 日資料)

圖 11 本年數度升息之其他經濟體政策利率水準



- 註：墨西哥本年 2 月先降息 1 次，自 4.25% 至 4.00%，嗣後 4 度升息，各 0.25 個百分點，至 5.00%。

資料來源：各央行網站(截至 12 月 10 日資料)

表 1 本年 9 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	11 月 3 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變。
	開始逐月減少每月資產購買金額	公債每月減少 100 億美元，機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)每月減少 50 億美元，惟若經濟前景出現變化，將再調整購債步調。
	澄清「通膨為暫時性」非指時間短暫，12 月會議將討論是否加速縮減購債	本年 11 月 30 日及 12 月 1 日主席 Powell 表示，隨供需失衡緩解，通膨率將在明年大幅下降。供應鏈瓶頸可能將持續到明年；近期疫情發展對就業及經濟活動帶來下行風險，並增加通膨的不確定性，如對病毒的恐慌可能降低勞工復工意願，進而拖累勞動市場復甦，並加劇供應鏈中斷。Powell 並澄清其所謂暫時性通膨係指通膨升溫不致產生永久性影響，而非指時間短暫，通膨持續偏高之威脅增加，或許現在是停止使用「暫時性」措辭的適當時候，隨近期美國經濟強勁且通膨壓力高，將在 12 月會議討論是否加速縮減購債，以提前數月結束該措施。儘管 Powell 預期明年下半年通膨率將走緩，惟仍指出通膨情況已更為廣泛擴散，Fed 將做好準備確保當前高通膨率不會根深柢固(entrenched)；而近期薪資雖大幅上升，惟上漲速度還未達到可能加劇通膨升溫的程度。
ECB	維持政策利率於極低水準不變	10 月 28 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。
	購債規模維持不變	每月 200 億歐元之資產購買計畫(APP)維持不變，並持續執行總規模 1.85 兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)至少到明年 3 月底，或 ECB 判斷疫情危機結束為止，若金融情勢足夠寬鬆，PEPP 的購債規模將不必全部用盡。
	預期明年通膨率開始回落	11 月 15 日總裁 Lagarde 表示，隨經濟持續復甦及供應鏈瓶頸緩解，預期商品及服務的價格壓力會正常化，明年薪資成長率可能較本年略提高，惟薪資物價間的第二輪效果(second-round effect)風險仍然有限。12 月 3 日重申，預期明年通膨將開始回落，明年升息的可能性不高，惟若通膨情勢符合利率前瞻指引，ECB 亦將採取必要的行動。
BoJ	維持政策利率於極低水準不變	10 月 28 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。
	通膨仍低迷，故維持強力寬鬆貨幣政策	11 月 15 日黑田總裁表示，日本實質 GDP 預期於明年上半年大抵能恢復至疫情前(2019 年)水準，且隨明年年中產出缺口轉為正值，通膨率預計將逐漸升至 1%左右，惟仍低於 2%通膨目標，因此將維持強力寬鬆貨幣政策。
人行	調降存款準備率	12 月 6 日宣布自 12 月 15 日起全面下調金融機構存款準備率 0.50 個百分點(已執行 5%存款準備率之金融機構除外)，約可釋出長期資金 1.2 兆人民幣，主要係為增加金融機構支持實體經濟(特別是中小微企業)發展之資金來源，並藉由降低金融機構資金成本進而降低社會融資成本。

資料來源：各央行網站

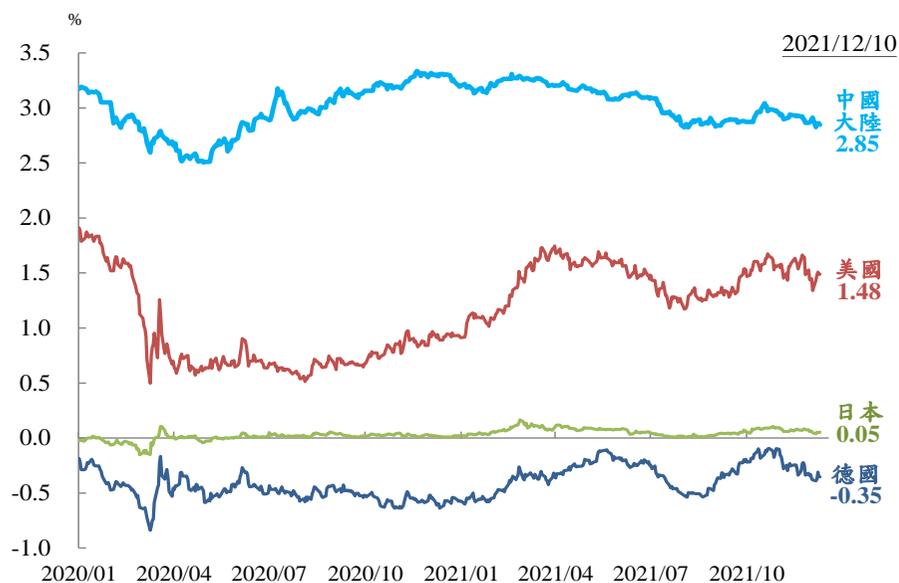
#### (四)主要經濟體 10 年期公債殖利率下滑，美元指數走升，股市高點震盪

##### 1. 近期主要經濟體 10 年期公債殖利率走低，美國公債殖利率曲線趨平坦

本年 10 月以來，國際油價上漲推升通膨預期，投資人擔憂主要央行將逐步退出寬鬆政策，美國、德國、日本及中國大陸 10 年期公債殖利率大抵走揚；11 月因變種病毒來襲，恐衝擊經濟活動，且 ECB、BoJ 與人行維持寬鬆政策立場，主要經濟體 10 年期公債殖利率多自近期高點下滑(圖 12)。

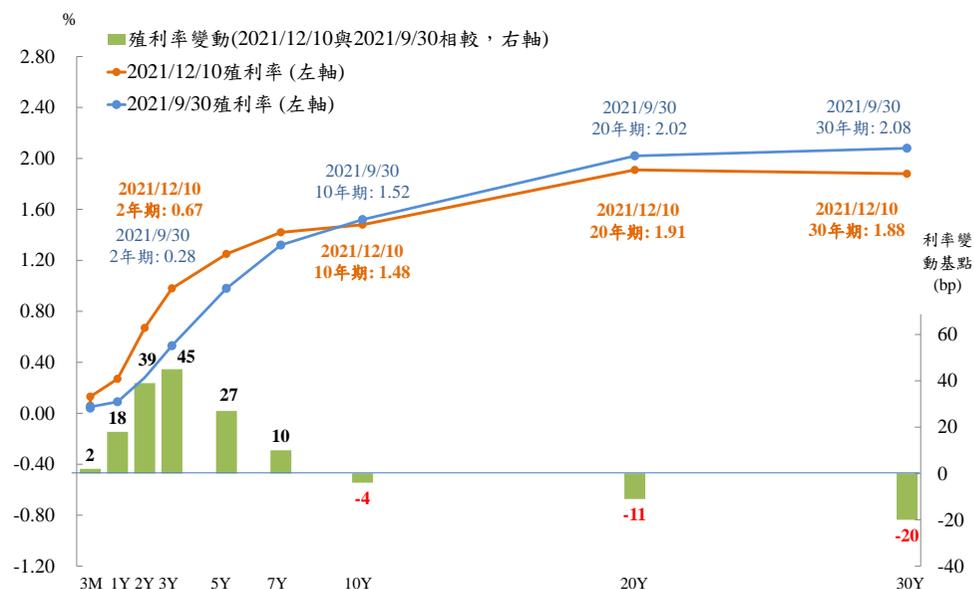
美國公債殖利率曲線近期明顯趨平坦，主因投資人一方面認為 Fed 將加速縮減購債或提前升息以維持物價穩定，致較短天期公債殖利率走升；惟此同時，變種病毒可能導致供應鏈瓶頸持續更長時間，影響經濟復甦步伐，避險資金流入長天期公債，致長天期公債殖利率走低(圖 13)。

圖 12 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 13 美國公債殖利率曲線



資料來源：美國財政部

## 2. 美元指數走揚，主要國家貨幣對美元匯率升貶互見

本年10月以來，**美國通膨壓力持續攀升**，11月3日Fed宣布，自11月中起每月縮減150億美元購債規模，另11月30日Fed主席Powell於國會聽證會表示，將考慮加快縮減購債速度，在Fed推進貨幣政策正常化的支撐下，**美元指數走揚**，12月10日收於96.10(圖14)。10月以來主要經濟體貨幣對美元匯率變動情形說明如下(圖15)：

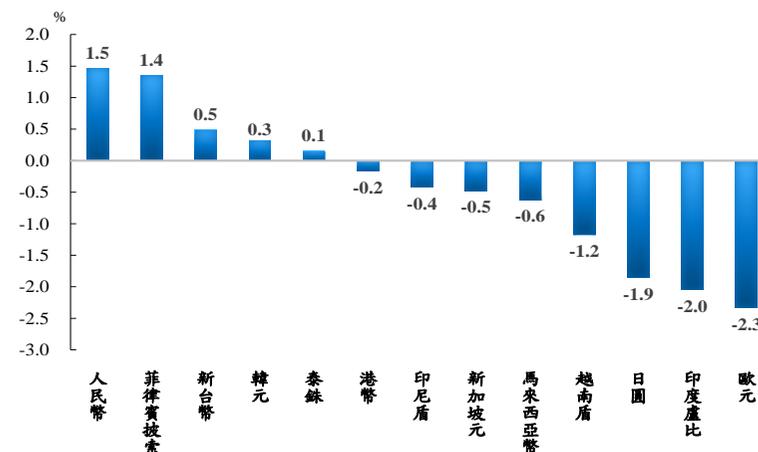
- **歐元**：**ECB預期明年歐元區通膨率將開始回穩**，重申維持寬鬆政策立場，**歐元對美元趨貶**。
- **日圓**：**美日利差因素致日圓震盪趨貶**，日圓對美元匯率於11月下旬一度貶至1美元兌115.43日圓，創2017年1月以來新低，嗣因**變種病毒引發金融市場動盪**，**資金流入日圓避險**，**日圓對美元貶幅縮減**。
- **人民幣**：中國大陸景氣降溫，惟商品**出口貿易暢旺**，公債殖利率高於其他主要經濟體，吸引資金流入，**人民幣對美元震盪走升**；嗣因人行12月9日宣布**調升**金融機構外匯存款準備率2個百分點至9%，人民幣**漲幅縮小**。
- **亞洲貨幣**：**亞洲國家貨幣對美元匯率升貶互見**，其中菲律賓經濟成長優於預期，加以年底海外勞工薪資匯回效應，菲律賓披索對美元升幅較大；印度則因國際能源價格走高，一度陷入缺電危機，印度盧比對美元貶幅較大。

圖14 DXY 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15 主要經濟體貨幣對美元匯率之升貶幅  
(本年12月10日與9月底比較)



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

### 3. 全球股市高點震盪，部分亞股疲軟

本年10月以來，美、歐企業財報表現良好，**新興科技應用**如元宇宙(Metaverse)、電動車等產業類股吸引資金流入，**帶動全球股市走高**；11月下旬因**Fed釋出加速縮減購債訊息**，復以**變種病毒擴散**影響，造成恐慌指數(VIX)**驟升**(圖16)，股市自高點下修，近期則因投資人擔憂情緒降溫，股市回穩。

**部分亞股表現較疲軟**，其中**日本**為避免變種病毒擴散而**加強邊境管制**，跌幅較大；另中國大陸對產業之監管政策致企業經營不確定性升高，加以**在港上市之中國大陸科技股財報表現不佳**，**香港股市持續走弱**(圖17)。

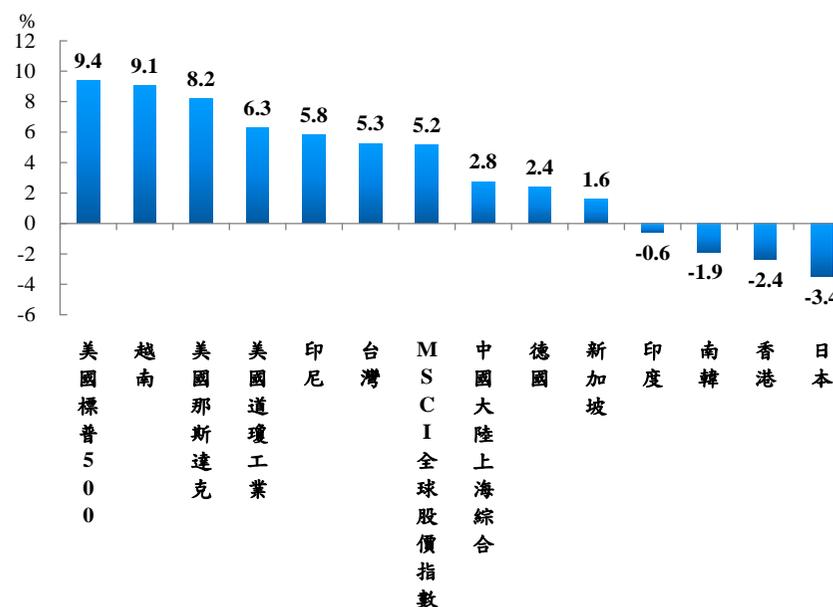
圖 16 本年 VIX 指數變動與市場風險事件



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 17 全球主要股價指數漲跌幅

(本年 12 月 10 日與 9 月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

## (五)全球經濟前景仍面臨下行風險

全球經濟雖持續復甦，惟前景仍面臨以下諸多下行風險<sup>6</sup>(圖 18)，這些風險一旦實現，將拖累全球經濟成長，宜密切關注。

圖 18 影響全球經濟前景之風險

### 變種病毒若大舉擴散使全球疫情再度趨緊

- ✓ 傳染力更強之變種病毒來襲，若大舉擴散，在全球疫苗分配不均或疫苗保護效力不足下，疫情傳播恐加速。
- ✓ 若多數經濟體重啟嚴格防疫管制措施，將影響全球生產及供應、阻礙貿易，不利經濟復甦。

### 通膨壓力若續升恐致主要央行更早緊縮貨幣政策

- ✓ 美國供需失衡若較預期更久，導致物價持續上漲及通膨預期升溫，可能使 Fed 提早且大幅緊縮貨幣政策，進而帶動其他主要國家跟進，引發金融市場大幅波動及金融情勢急遽緊縮，資產價格亦恐反轉向下修正。
- ✓ 新興市場經濟體可能面臨資本大量外流及借貸成本攀升，尤其對外融資需求大或外債高築者將首當其衝。

### 中國大陸監管措施可能導致其經濟成長大幅放緩

- ✓ 中國大陸採行反壟斷、共同富裕及能耗雙控等政策，加強對產業監管，且多家指標性房地產企業陷入財務危機，均將衝擊金融及相關產業，不利其經濟發展。
- ✓ 冬季為用電高峰，若再度限電導致製造業產能中斷，除衝擊其經濟活動外，亦將影響全球供應鏈運行。

### 美中維持競爭態勢及氣候變遷風險升高

- ✓ 美國近期雖考慮調降部分中國大陸進口品關稅，然美中在貿易、科技等領域之競爭態勢仍延續，對全球供應鏈及經濟復甦帶來不確定性。
- ✓ 全球天災頻率及強度增加，除將造成大規模經濟損失外，亦恐導致原油生產與運輸中斷、農作物歉收，推升油價及糧價，加劇通膨壓力。

<sup>6</sup> 參考 IMF (2021), *World Economic Outlook*, Oct. 12 ; IMF (2021), *Global Financial Stability Report*, Oct. 12 ; IMF (2021), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Oct. 19 ; EIU (2021), "Global Risk," *Global Forecasting Service*, Oct. 20 ; OECD (2021), *OECD Economic Outlook*, Volume 2021 Issue 2: Preliminary Version, Dec. 1 。

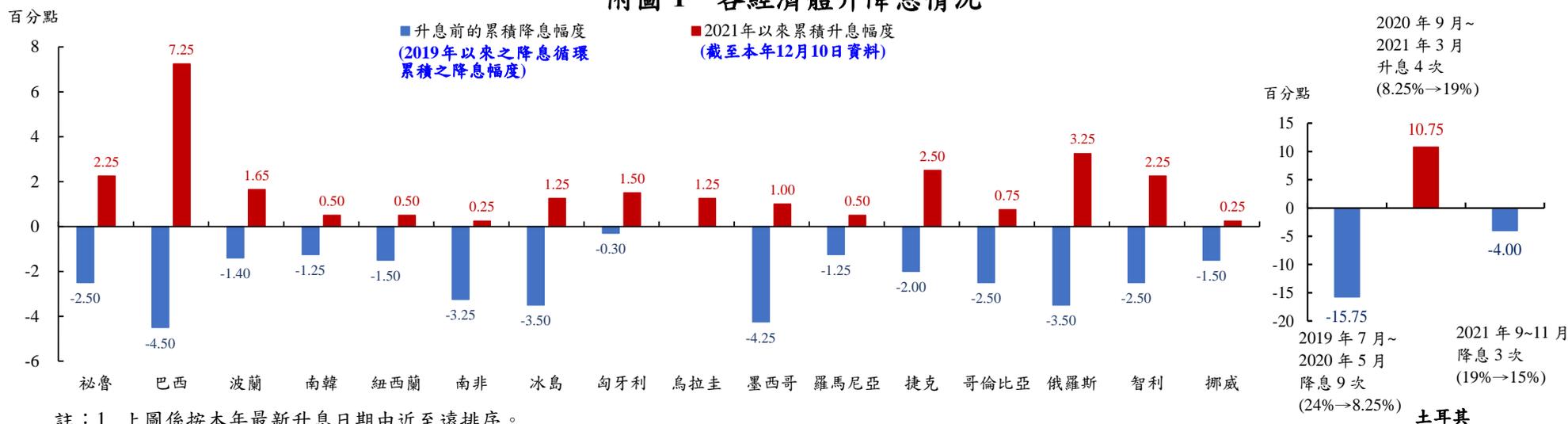
## 附錄 本年以來採緊縮(升息)貨幣政策經濟體之說明

本年以來為數不少之經濟體央行數度**升息**，其中多數為新興市場經濟體，且部分經濟體累積**升息幅度**已大於前次**降息循環**累積之**降息幅度**，渠等升息之共同理由多係**供應鏈衝擊**及**大宗商品價格上漲**帶動之**通膨率急遽上升**；然各經濟體經濟基本面情勢不同，如**本國貨幣嚴重貶值**、**經常帳逆差持續**，以及**政府債務擴大**等。本附錄整理各經濟體緊縮貨幣政策之考量並分析其經濟基本面情勢供參。

### 一、本年採行緊縮(升息)貨幣政策之經濟體及其政策考量

本年以來採升息政策之經濟體中，部分經濟體於**2019年**已開始**降息**(附圖1)，**上年**遭逢**COVID-19**疫情衝擊，多數經濟體為因應經濟下行風險而再度**大幅降息**，且多降**至歷史最低水準**。然而，**本年3月**開始，部分經濟體考量**通膨快速升溫**及**經濟活動逐漸恢復正常**，而**陸續轉向緊縮政策**，其中不少經濟體數度**升息**；另外，新加坡於**2019年10月**及**上年3月**略調降新加坡元名目有效匯率(S\$NEER)區間之斜率(即年升值率下調)，以寬鬆貨幣政策，**本年10月**則略調升S\$NEER區間之斜率，以達緊縮貨幣政策效果。

附圖1 各經濟體升降息情況



註：1. 上圖係按本年最新升息日期由近至遠排序。

2. 烏拉圭上年9月貨幣政策工具由貨幣總計數改為政策利率(4.50%)。

3. 土耳其與其他經濟體不同，2019年7月~上年5月降息，上年9月~本年3月升息，嗣因其總統堅持低利政策而撤換央行總裁，**本年9月**以來轉為**降息**。

資料來源：各央行網站、Bloomberg

前述經濟體經本年以來升息後，新興市場經濟體中，巴西、俄羅斯、烏拉圭及墨西哥當前政策利率已升至相當高之水準(附圖 2)，巴西央行本年 12 月甚至表示明年將繼續大幅緊縮貨幣<sup>7</sup>；先進經濟體中，南韓、紐西蘭及挪威當前政策利率仍處低檔，而多數經濟體則大致落在 2% 左右水準。

附圖 2 各經濟體當前政策利率水準

(截至本年 12 月 10 日資料)



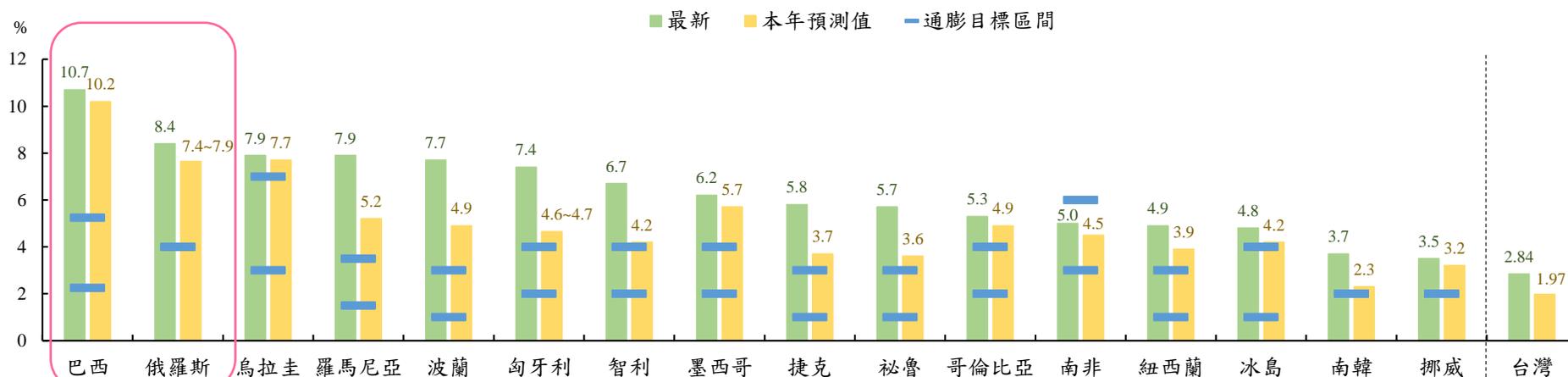
資料來源：各央行網站

<sup>7</sup> 巴西央行本年以來 7 度升息，且升幅遞增，分別為 0.75、0.75、0.75、1.00、1.00、1.50 及 1.50 個百分點，共計 7.25 個百分點，並預計下次再升息 1.50 個百分點，明年年中升至 11.75%，明年年底為 11.25%，2023 年年中降至 8%。

## 二、採緊縮貨幣政策經濟體之通膨升溫情勢明顯，台灣通膨走勢仍溫和

採行緊縮貨幣政策的經濟體，本年以來通膨率持續上升(附圖 3)，且最新公布之通膨率及本年通膨率預測值多逾通膨目標，為其貨幣政策調整的主要考量。其中，**巴西 11 月通膨率高達 10.7%，全年預測值亦達 10.2%**，皆大幅超出其通膨目標區間(2.25%~5.25%)，且因民眾對政府擴大支出之憂慮<sup>8</sup>，**通膨預期制約機制有鬆動(deanchoring)之虞**；**俄羅斯通膨率持續居高，本年 11 月通膨率達 8.4%，全年預測值為 7.4%~7.9%**，均大幅超出其通膨目標(4%)。反觀台灣的通膨情勢較為溫和，11 月通膨率為 2.84%，全年預測值為 1.97%，皆低於前述經濟體。

附圖 3 各經濟體通膨率



單位：%

本年以來平均通膨率	8.1 (1~11月)	6.5 (1~11月)	7.7 (1~11月)	4.5 (1~10月)	4.8 (1~11月)	4.9 (1~11月)	4.3 (1~11月)	5.3 (1~10月)	3.4 (1~10月)	3.7 (1~11月)	3.3 (1~11月)	4.3 (1~10月)	3.2 (Q1~Q3)	4.4 (1~11月)	2.3 (1~11月)	3.2 (1~10月)	1.91 (1~11月)
明年預測值	4.7	4.0~4.5	7.4	7.2	5.8	3.4~3.8	4.9	4.6	5.6	3.5	3.6	4.3	4.6	2.8	2.0	1.5	1.59

註：1. 上圖係按最新通膨率由高至低排序。

2. 預測值除烏拉圭採 IHS Markit (2021/11/15)資料外，其餘為各央行資料。

3. 通膨目標除巴西為逐年設定廣義物價指數(Extended National Consumer Price Index, ICPI)年增率外，其餘均採 CPI 年增率。

<sup>8</sup> IMF 預估本年巴西政府債務約為 GDP 之 82.6%，且預期中期將保持在該水準附近。參考 IMF (2021),“2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil,” *IMF Country Report*, No. 21/217。

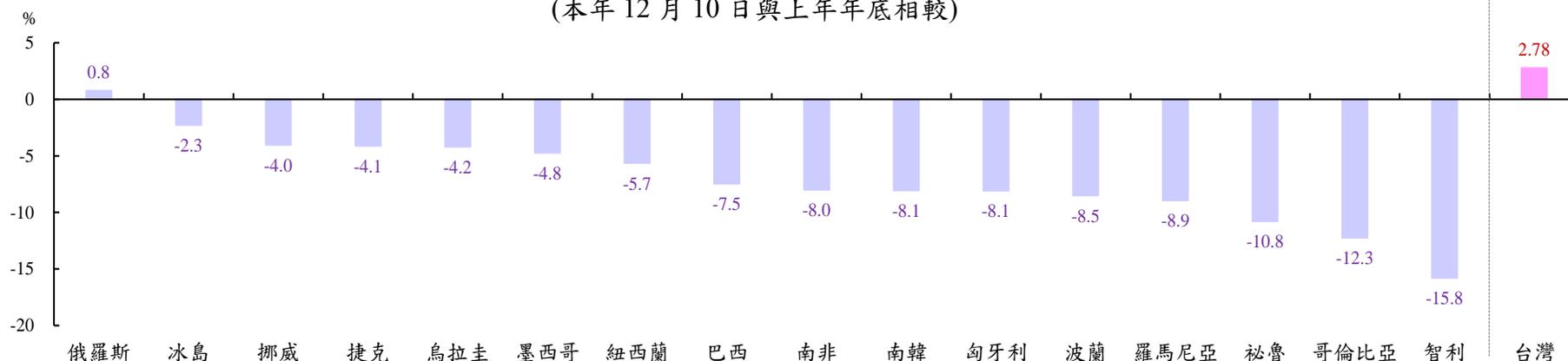
### 三、採緊縮貨幣政策經濟體之其他經濟基本面與台灣不同

本年以來，除石油與天然氣出口國俄羅斯因能源價格大漲<sup>9</sup>，致貨幣對美元升值外，其他採行緊縮貨幣政策的經濟體貨幣對美元多大幅貶值，且大部分近年政府負債龐大、政府收支短絀，失業率亦高<sup>10</sup>，經濟基本面較脆弱(附圖 4a)。反觀台灣，本年以來新台幣對美元升值達 2.78%，且政府負債與財政赤字對 GDP 比率分別為 30.79%與 2.35%，10 月失業率為 3.83%，經濟基本面相對前述經濟體穩健。

附圖 4 各經濟體其他經濟基本面數據

a 各貨幣對美元升貶幅

(本年 12 月 10 日與上年年底相較)



單位：%

政府負債對 GDP 比率	16.5	71.6	41.1	33.9	64.3	57.2	37.8	93.3	62.9	45.0	73.0	51.5	43.3	31.1	58.9	30.4	30.79
政府收支對 GDP 比率	-1.0	-5.1	0.1	-2.9	-3.7	-3.4	-4.1	-9.6	-7.8	-0.9	-5.1	-3.8	-7.1	-4.9	-5.2	-4.9	-2.35
失業率	4.3 (10月)	5.5 (10月)	4.2 (Q3)	3.3 (11月)	8.0 (10月)	3.9 (10月)	3.4 (Q3)	12.6 (Q3)	34.9 (Q3)	2.8 (10月)	3.9 (10月)	5.5 (10月)	5.3 (10月)	9.6 (8-10月)	11.8 (10月)	8.1 (8-10月)	3.83 (10月)

註：政府負債(general government gross debt)及政府收支對 GDP 比率為 2019~2020 年平均之資料。

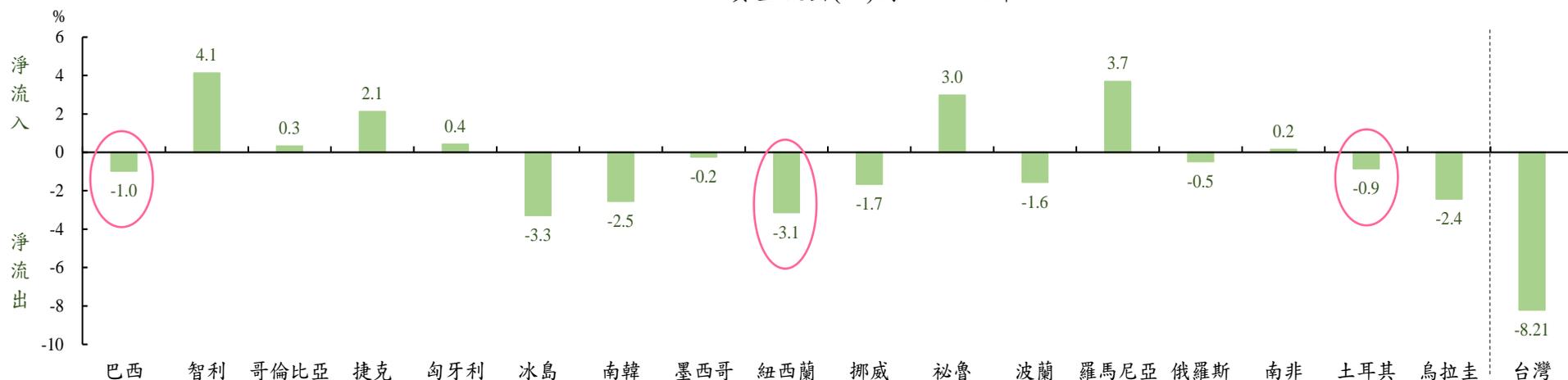
資料來源：各統計局、Refinitiv Datastream、IMF、中央銀行、主計總處

<sup>9</sup> 俄羅斯盧布隨國際油價波動明顯。參考 IMF (2021), *2020 External Sector Report*, Jul.。

<sup>10</sup> 南非近 20 年來失業率均逾 20%，上年以來經濟受疫情影響，致失業率續升，本年 7 月又發生大規模暴動，失業率進一步攀高。參考 Naidoo, Prinesha (2021), "South Africa Unemployment Rate Rises to Highest in the World", *Bloomberg*, Aug. 24；Karombo, Tawanda (2021), "What's behind South Africa's Shocking Unemployment Numbers," *Quartz Africa*, Aug. 25。

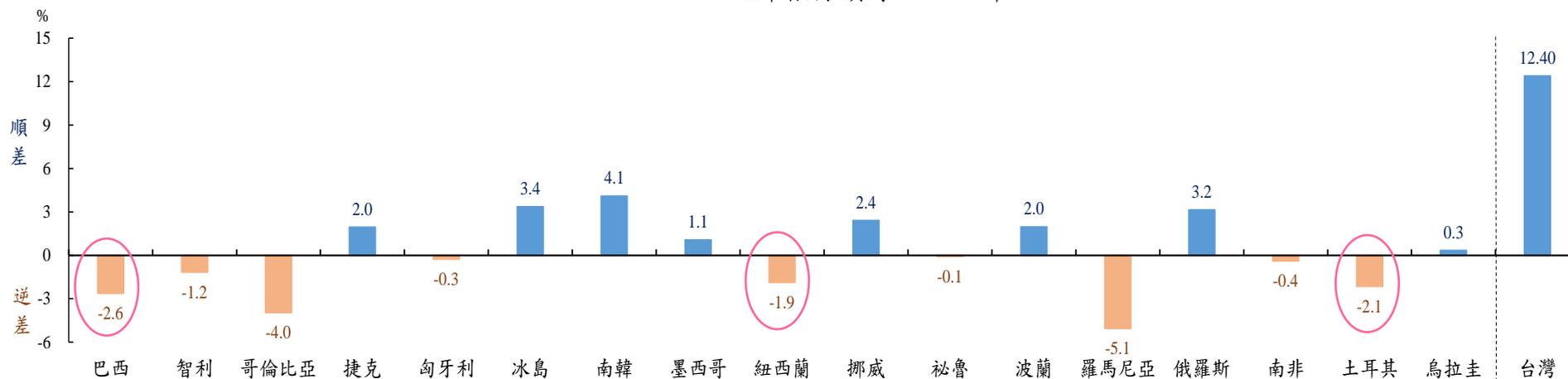
此外，部分採行緊縮貨幣政策的經濟體近年呈資金淨流出且經常帳逆差大，對外部門(external sector)基本面較脆弱(附圖 4b 與 4c)，台灣則相對強健。

b 資金流出(入)對 GDP 比率



註：資金流出(入)對 GDP 比率為 BOP 之證券投資淨資產(資金淨流出)或淨負債(資金淨流入)對 GDP 之比率，且以 2019~2020 年平均計算。  
資料來源：IMF、Bloomberg、中央銀行

c 經常帳餘額對 GDP 比率



註：經常帳餘額對 GDP 比率為 2019~2020 年平均之資料。  
資料來源：IMF、Bloomberg、中央銀行

#### 四、結論

前述採緊縮貨幣政策經濟體，主要考量除通膨升溫且上行風險顯著外，亦考量其他相關因素如下：

- 貨幣貶值：如巴西、南非、南韓、匈牙利、波蘭、羅馬尼亞、秘魯、哥倫比亞、智利等；
- 房價漲勢大：如紐西蘭、冰島等<sup>11</sup>；
- 近年政府財政體質不佳：如冰島、巴西、南非、匈牙利等；
- 近年對外部門較脆弱：如巴西、紐西蘭、土耳其等；

台灣為小型開放經濟體，國內物價易受能源及大宗商品帶動之進口價格上揚之影響，且國內疫情相對受控，生產活動正常，出口持續暢旺推升經濟成長，加上近月來防疫措施逐步解除後經濟活動漸趨熱絡，造成近期台灣物價上漲有感。然而台灣經常帳順差持續擴大，政府財政穩健，本年以來新台幣對美元匯率升值，經濟基本面佳。

---

<sup>11</sup> 渠等貨幣政策聲明稿均提及此因素。

## 二、國內經濟及通膨展望

本(2021)年受國內肺炎疫情影響，**民間消費成長低迷**，惟受惠**出口暢旺及民間投資表現亮麗**，本行預測**經濟成長率為 6.03%**。**展望明(2022)年**，在外需方面，全球景氣復甦，**新興科技應用擴展**，推升 5G 通訊、高效能運算與車用電子等產品需求，有助延續出口動能。內需方面，預期明年出口續成長，帶動主要半導體業供應鏈擴增產能，另國內綠能、5G 基礎建設等投資賡續進行，以及廠商配合環境、社會和企業治理(ESG)節能減碳趨勢，**民間投資動能持續**；此外，國內內需型**服務業可望逐漸復甦**，加以本年比較基期較低等因素，**民間消費成長將優於本年**，均挹注內需成長。本行**預測明年經濟成長率**為 4.03%，且受惠民間消費復甦及投資動能挹注，內需續為驅動經濟成長的主力。

受國際油價走升、機票上漲及天候因素影響，本行預測**本年 CPI 年增率為 1.97%**。展望明年，國內消費動能漸復甦，以及國內部分廠商反映成本上揚，調高產品售價，均增加國內物價上漲壓力，惟預期**明年國際油價漲勢減緩**，且本年比較基期較高，預估**明年 CPI 年增率**降至 **1.59%**。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

### (一)本年經濟成長率有望創 2011 年以來新高，明年經濟續穩健成長

#### 1. 本年經濟表現不俗，預期明年經濟穩健成長，且內需續為驅動經濟成長的主力

(1)本年因肺炎疫情致民間消費成長停滯，惟**民間投資與淨外需表現亮眼**，本行預測本年經濟成長率達 6.03%，民間投資與淨外需分別貢獻 3.72 及 1.41 個百分點(表 1)。

(2)展望明年，預期經濟穩健成長 4.03%，其中內需與淨外需分別貢獻 3.07 與 0.95 個百分點(表 1)。內需方面，**民間消費成長**可望**復甦**，將成為明年經濟成長主力，貢獻 2.33 個百分點。

表 1 台灣 GDP 成長率及其組成項目貢獻度預測值

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
2021 年	6.03	4.62	0.01	3.72	0.54	-0.10	0.45	1.41	9.75 / 8.34
2022 年	4.03	3.07	2.33	0.61	0.26	0.23	-0.36	0.95	2.30 / 1.35

註：\*包含政府及公營事業投資。

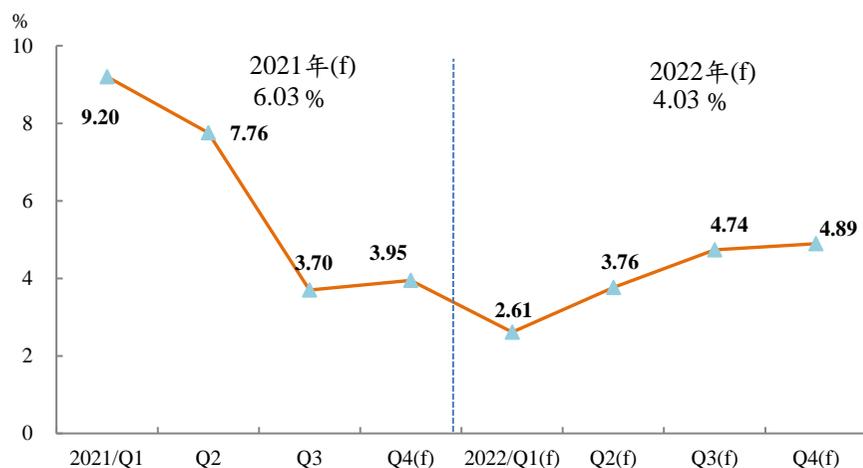
資料來源：中央銀行

## 2. 預期本年第 4 季經濟成長率升至 3.95%，明年經濟成長率大抵逐季上升

(1)本行預測本年第 4 季因內需增溫及輸出穩健成長，經濟成長率升至 3.95%。隨肺炎疫苗施打普及化，國內內需型服務業景氣可望逐步復甦，且半導體、綠能與節能減碳設備等投資延續，加以輸出成長動能穩定，**明年經濟將穩健成長**，預測**各季經濟成長率大致呈走升態勢**(圖 1)。

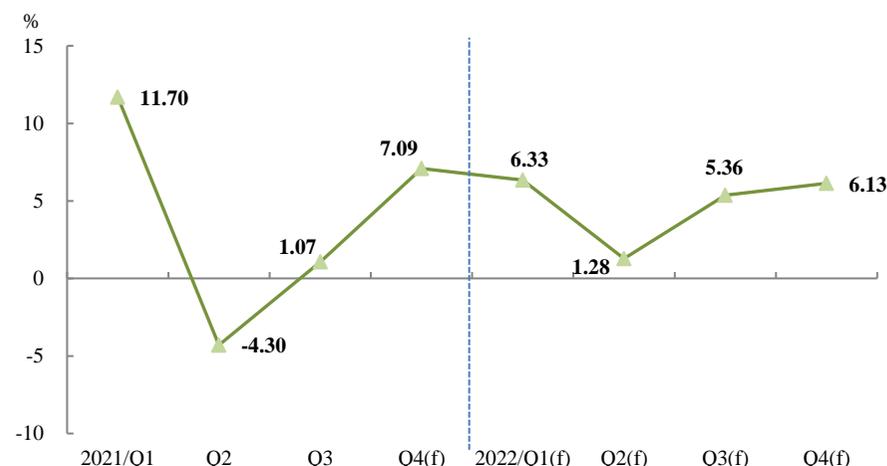
(2)各季經季調後折成年率(saar)之經濟成長率，明年各季介於 1.28%~6.33%之間(圖 2)。

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。

## (二)本年第 4 季內需成長動能可望增溫，明年內需穩健成長

### 1. 預期第 4 季民間消費動能回升，明年成長可望優於本年

#### (1) 防疫鬆綁、振興消費措施及勞動市場改善，挹注第 4 季民間消費動能

□ 隨著國內肺炎疫情平穩，管制措施陸續放寬，加以政府 10 月推出振興五倍券，業者擴大促銷活動，增添民眾消費意願。此外，勞動市場漸回溫<sup>1</sup>，有助維繫民間消費動能。

— 零售、餐飲業營業額均已從先前的衰退，恢復至正成長(圖 3)。

□ 預測第 4 季實質民間消費年增率為 3.46%，全年則為 0.03%。

圖 3 零售、餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部

<sup>1</sup> 10 月失業率連 4 降，為 3.83%；11 月底無薪假實施人數共 25,227 人，低於 10 月底的 29,988 人。

## (2) 明年民間消費穩健成長

- 隨肺炎**疫苗施打**更為普及，防疫**管制持續放寬**，國內經濟活動正常化，將增添民眾外出消費及旅遊意願。非製造業採購經理人指數(NMI)中的**零售、住宿餐飲業**未來6個月**展望持續擴張**(圖4)，國內內需型服務業景氣可望逐步復甦。
- 本年1至3季**上市櫃公司獲利表現亮眼**，增加明年獎金及股利發放意願，加以基本工資與軍公教薪資調升，可望帶動民間企業跟進，以及基本生活費調高<sup>2</sup>，有助挹注家庭可支配所得增加，帶動民間消費成長動能。
- 考量前述有利因素及本年**比較基期較低**，預測明年實質**民間消費成長率升至5.17%**(圖5)。

圖4 NMI零售、住宿餐飲業「未來6個月展望指數」

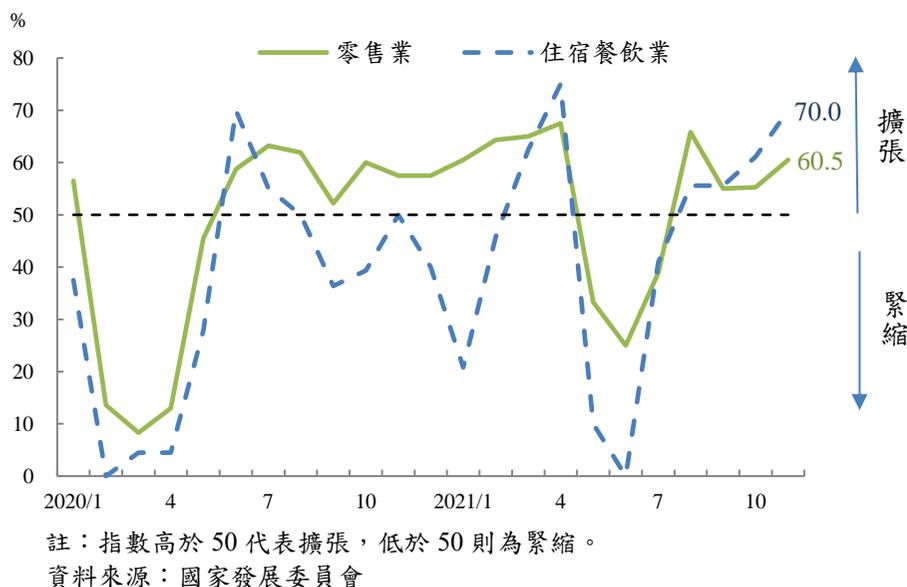
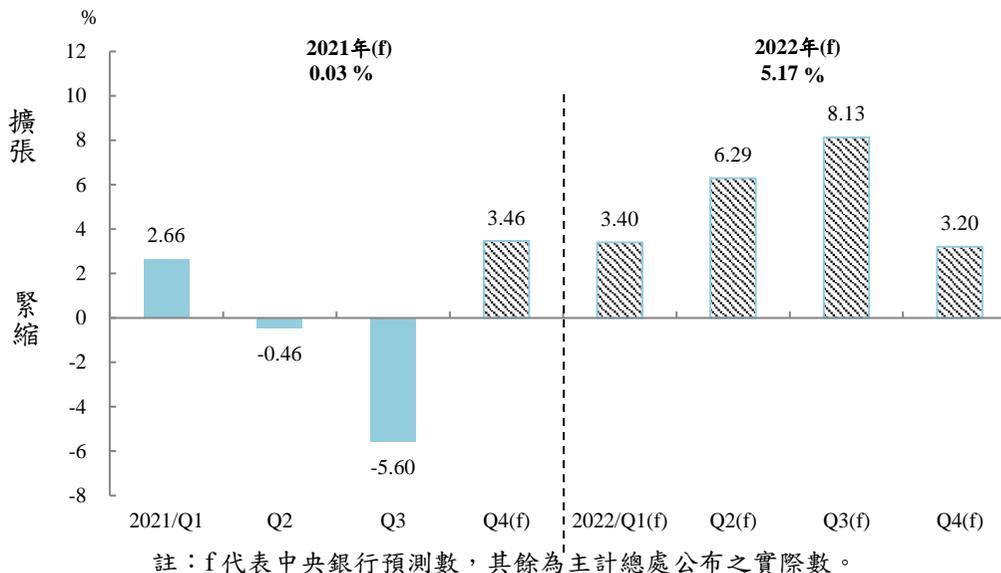


圖5 實質民間消費年增率



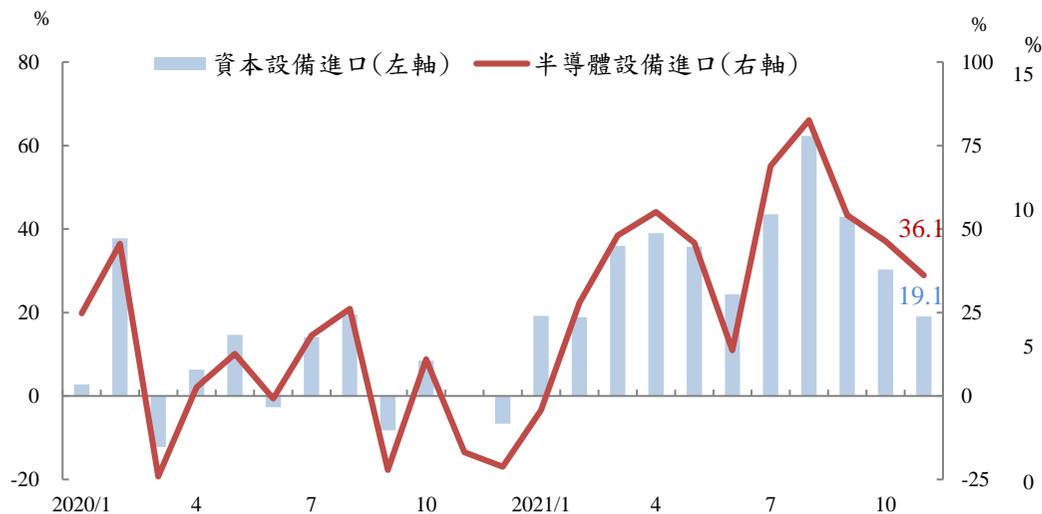
<sup>2</sup> 2021年度每人基本生活費將調高至19.2萬元，較2020年調高1萬元，為歷年調幅最大，明年申報綜合所得稅可享減稅優惠。

## 2. 預期第 4 季民間投資動能可望持續，明年成長溫和

### (1) 半導體相關供應鏈擴大投資及營建工程投資持續，挹注第 4 季民間投資成長動能

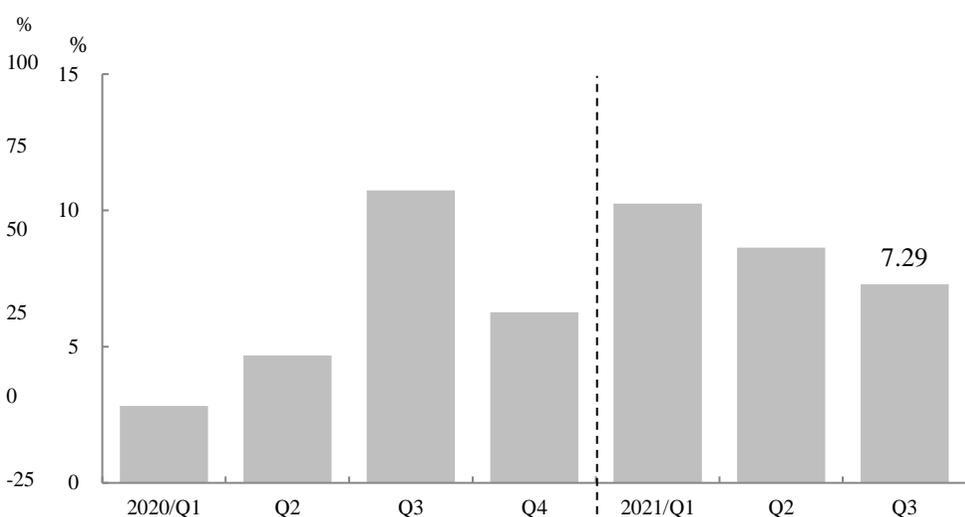
- 半導體相關供應鏈業者**維持製程領先，購置資本設備**，其中，半導體設備進口成長幅度超過 3 成(圖 6)，相關投資動能可望延續。
- **廠商擴增在台產能**，以及綠能相關工程、5G 基礎建設等投資陸續進行，與**住宅推案量續增**，**營建工程投資持續成長**(圖 7)。
- 考量前述有利因素及上(2020)年同期比較基期較低，預測第 4 季實質民間投資成長 18.35%，全年成長 18.92%。

圖 6 資本與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 營建工程投資年增率

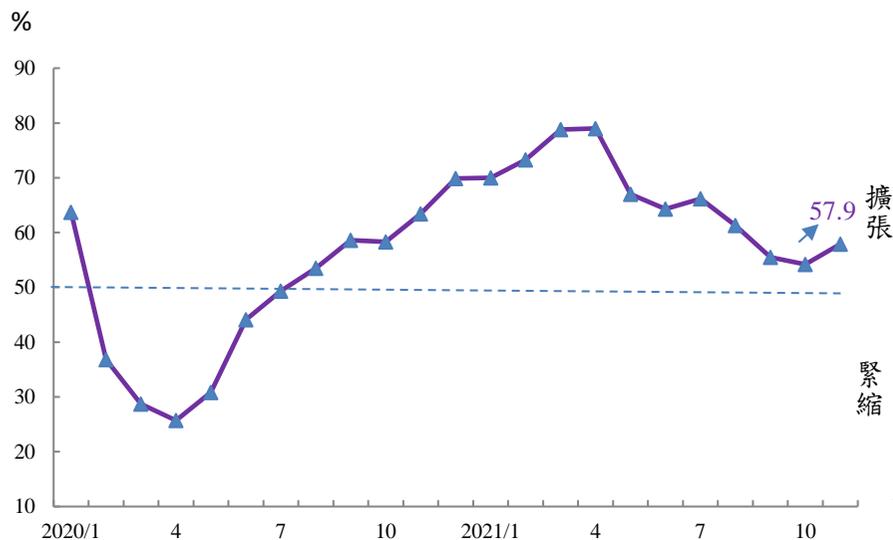


資料來源：主計總處

## (2) 明年民間投資溫和成長

- 主要半導體及相關供應鏈業者持續投資先進製程與擴充產能，與製造業者 5G 通訊及綠能投資態勢延續，以及因應 ESG 趨勢，廠商提升生產能效與投資節能減碳設備，加以預期明年外需動能持續成長，廠商對未來半年景氣看法樂觀(圖 8)，均有利帶動民間投資成長。
- 國外大廠續投資台灣，且政府引導產業創新轉型，通過產業創新條例修正草案、科技預算續擴編<sup>3</sup>，以及「投資台灣三大方案」可望延長，且附帶節能減碳計畫要求<sup>4</sup>等有利因素，均有助維繫民間投資動能。
- 惟本年比較基期墊高，預測明年實質民間投資成長率為 2.78%(圖 9)。

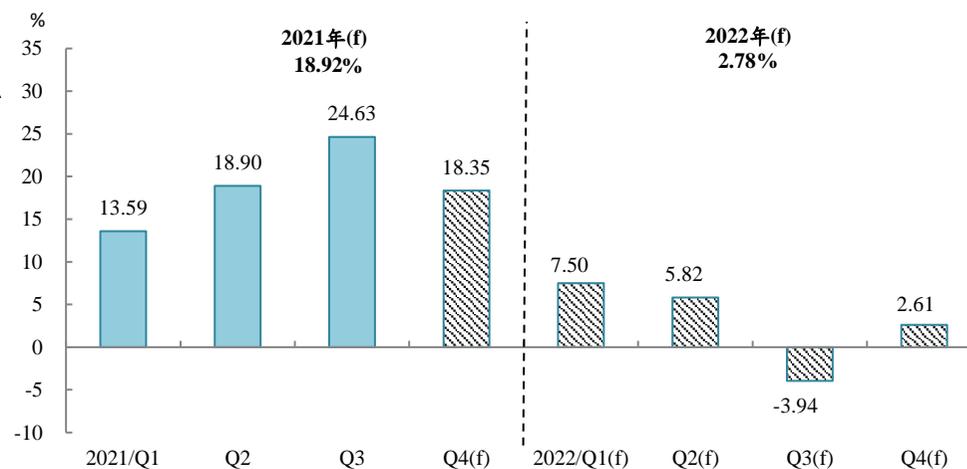
圖 8 製造業 PMI「未來 6 個月展望指數」



註：指數高於 50 代表擴張，低於 50 則為緊縮。

資料來源：國家發展委員會

圖 9 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>3</sup> 行政院將延長智慧機械、5G 系統投資抵減至 2024 年年底，且將資安產品項目納入稅額抵減優惠項目。明年科技發展預算編列 1,063 億元，年增約 15%。

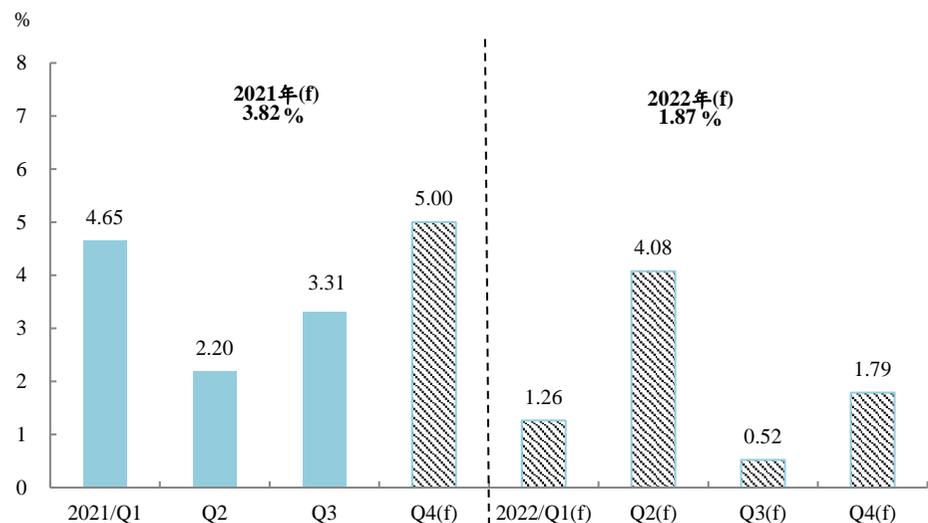
<sup>4</sup> 「投資台灣三大方案」將於本年年底到期，行政院擬再延長三年。

### 3. 第 4 季政府支出動能轉強，明年公共投資可望穩健成長

(1) 第 4 季實質政府消費成長動能續受政府防疫支出挹注，預期年增 5.00%，全年成長 3.82%。明年政府消費將溫和成長，年增 1.87% (圖 10)。

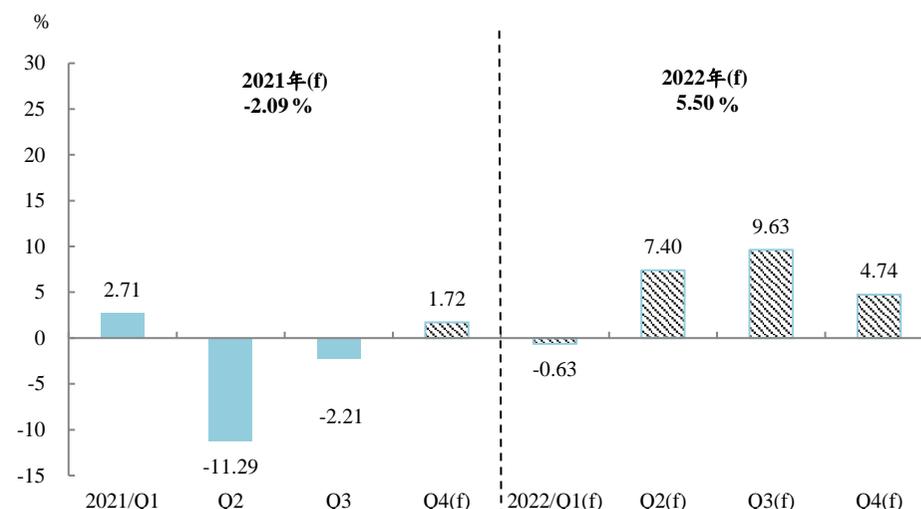
(2) 預期第 4 季實質公共(政府與公營)投資轉呈正成長，年增 1.72%；全年因肺炎疫情導致缺工、營建成本上漲等因素影響公共工程進展<sup>5</sup>，成長率為-2.09%。而本年比較基期較低，明年公共投資將穩健成長，年增 5.50% (圖 11)。

圖 10 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 11 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。

<sup>5</sup> 根據工程會列管一般公共建設計畫執行情形統計，截至本年 10 月底止，本年各部會經費達成率為 67.62%，不及上年同期之 73.40%。

#### 4. 預期第 4 季輸出暢旺，明年可望穩健成長

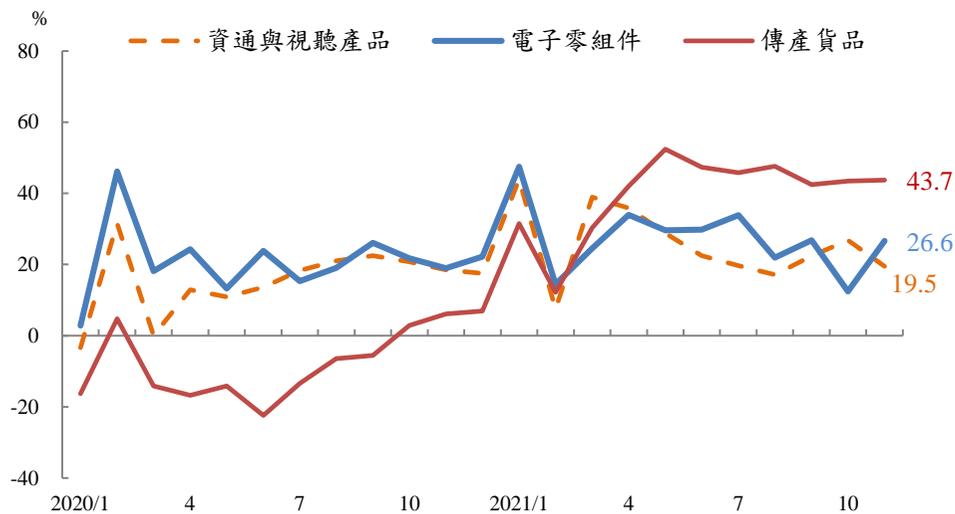
##### (1) 預期出口成長動能延續，第 4 季輸出成長續熱絡

□ 全球景氣回溫、主要國家相繼推動基礎建設以及適逢歐美採購旺季，加以 5G 等新興科技應用及數位轉型商機熱度不減，**資通與視聽產品、電子零組件**以及**傳產貨品**出口**成長續居高檔**(圖 12)，有利延續台灣出口成長動能。

—11 月台灣出口成長達 30.2%(圖 13)。

□ 預測第 4 季實質輸出年增率為 10.52%，全年為 16.80%。

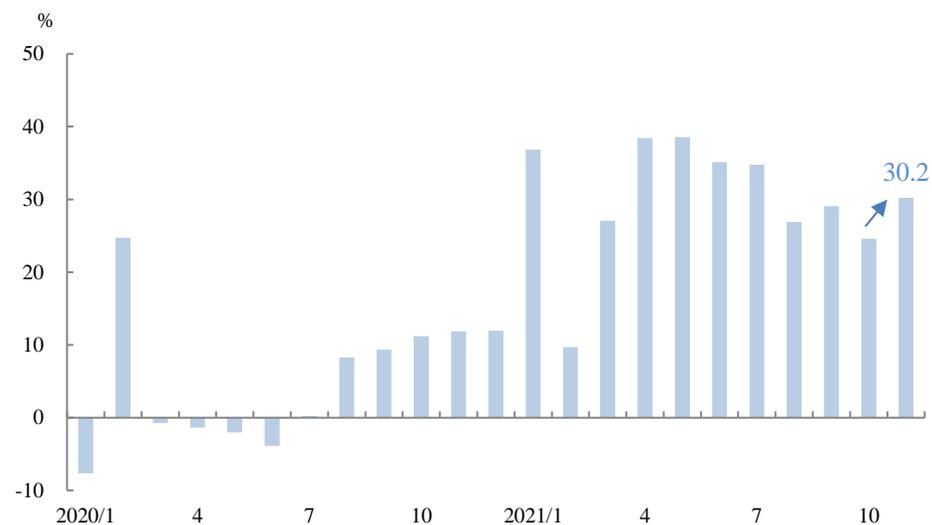
圖 12 資通與視聽產品、電子零組件及傳產貨品出口年增率



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 商品出口年增率



註：以美元計價。  
資料來源：財政部

## (2) 明年輸出穩健成長

- 10月IMF預測明年**全球經濟**將持續**成長**4.9%，加以主要國家逐步落實基礎建設計畫，有助維繫台灣傳產貨品出口成長動能。
- **新興科技應用續擴展**，推升5G通訊、高效能運算與車用電子等產品需求，且**數位轉型商機熱絡**，加以**半導體**高階產能陸續開出，廠商**調升在台產能**配置等因素，有利延續相關供應鏈出口成長動能。  
—11月製造業PMI調查之新增出口訂單指數回升至54.7%(圖14)，較上月增加4.1個百分點，顯示未來廠商**出口動能可望呈擴張態勢**。
- 考量本年比較基期墊高，**預測明年實質輸出成長**3.47%(圖15)。

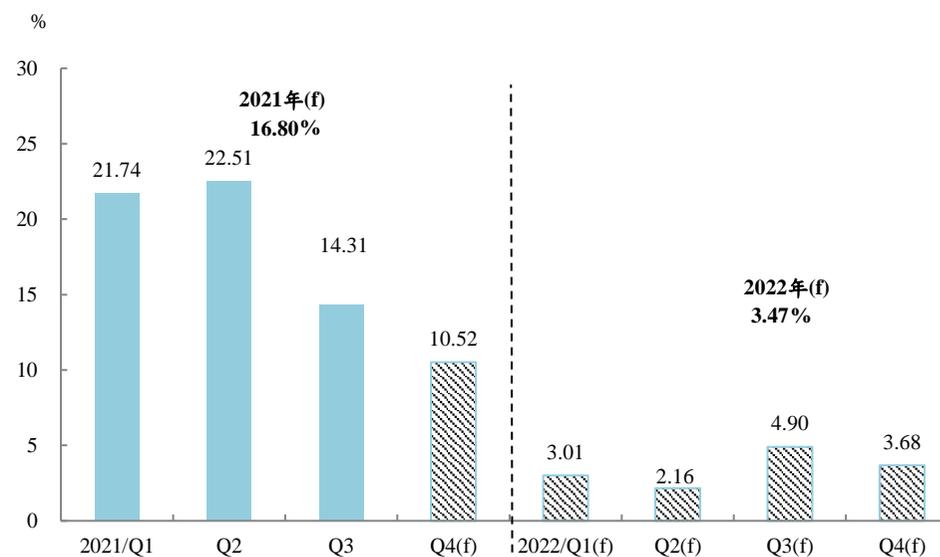
圖14 製造業PMI新增出口訂單指數



註：指數高於50代表擴張，低於50則為緊縮。

資料來源：國家發展委員會

圖15 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. 台灣經濟前景仍面臨諸多不確定性，惟國內外機構皆預測明年台灣經濟穩健成長

### (1) 國內外不確定因素

- **肺炎疫情後續不確定性**：肺炎病毒株恐持續變種，可能影響現有疫苗有效性，加以新興市場國家肺炎疫苗接種仍未普及，恐致全球疫情無法有效控制，管制措施若再度趨緊，將影響全球生產及供應、阻礙貿易，不利未來全球經濟復甦動能。
- **主要經濟體央行貨幣政策緊縮步調**：隨全球景氣復甦，原物料價格上揚，若全球供應鏈瓶頸持續更久，主要經濟體因應通膨壓力升高，可能提早且大幅調整貨幣政策緊縮步調及時程，將牽動未來國際資金流向，影響全球股匯債市穩定。經濟體質較差的新興市場將首當其衝，可能面臨資本大量外流及借貸成本攀升壓力。
- **國內肺炎疫情管制程度**：國內肺炎疫苗第二劑覆蓋率將影響警戒管制程度，與何時開放邊境等，影響國內經濟擴增力道。
- **氣候變遷衝擊**：近年來不穩定的降雨和降雪，與溫度攀升等極端天氣，除將造成大規模經濟損失外，亦可能影響農作物正常生長，導致其價格走揚，並使原油生產與運輸中斷，推升能源價格，加劇通膨壓力。
- **中國大陸監管措施之影響**：中國大陸採行能耗雙控等政策且加強產業監管，以及若干房地產企業陷入財務危機，均不利其經濟發展，恐影響全球經濟金融穩定。
- **國際政經情勢變化**：美國與中國大陸的貿易、科技等領域之競爭態勢延續，東歐地區邊境衝突(白俄羅斯與波蘭邊界難民問題、烏克蘭與俄羅斯邊境緊張局勢)等國際政經變化，恐影響全球經濟成長與金融穩定。

(2) 國內外機構預測本年台灣經濟成長率平均值為 6.06% (表 2)，且明年經濟穩健成長，成長率平均值為 3.53%。

表 2 國內外主要機構對本年及明年台灣經濟成長率之預測

單位:%

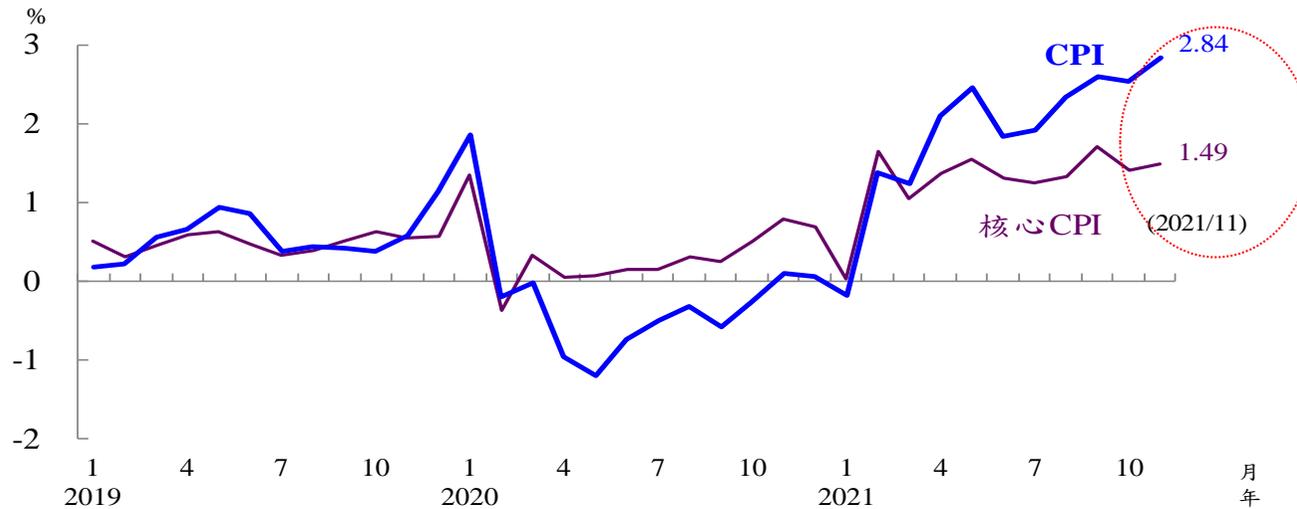
機構 (預測日期)	台經院 (11/8)	IHS Markit (11/15)	Morgan Stanley (11/17)	主計總處 (11/26)	中經院 (12/10)	BofA Merrill Lynch (12/13)	Goldman Sachs (12/13)	平均值 (不含 央行)	央行 (12/16)
2021 年	6.10	5.96	6.20	6.09	6.05	6.00	6.00	6.06	6.03
2022 年	4.10	3.15	3.80	4.15	3.67	2.61	3.20	3.53	4.03

### (三)當前 CPI 年增率走高，全年為 1.97%，預期明年回降

#### 1. 受國際油價及天候因素衝擊，CPI 年增率走高，核心 CPI 年增率維持溫和

(1)本年 8 月以來，**豪大雨超乎預期**重創**蔬果**等農漁牧產品，蔬果**價格大漲**，加以原油等原物料價格及貨運費持續上揚，**CPI 年增率呈走高趨勢**，11 月為 2.84%；核心 **CPI 年增率**則維持溫和走勢，11 月為 1.49%(圖 16)。

圖 16 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(2)本年以來國內物價上漲主要係來自供給面因素的衝擊

本年 11 月及 1~11 月 CPI 年增率分別為 **2.84%**、**1.91%**，主要係油料費、運輸費(機票)及蔬果價格上漲合計使 CPI 年增率分別上升 **1.64**、**1.09** 個百分點，貢獻 **58%**、**57%**所致(表 3、表 4)；顯示本年以來物價上漲主要來自**供給面的短期衝擊**。若剔除短期變動較大之蔬果及能源，則**核心 CPI**年增率維持**溫和**，本年 11 月及 1~11 月分別為 **1.49%**、**1.28%**。

- 國際原油等原物料價格上揚，加以比較基期較低，引發**輸入性通膨壓力**，油料費等相關商品反映調漲。
- 肺炎**疫情**影響，**機位供給大減**，導致供不應求，**推升機票價格**，使得運輸費走高。
- 颱風豪雨等**天候因素**造成蔬果價格大幅上漲。

表 3 影響本年 11 月 CPI 年增率主要項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	2.84	2.84
<b>油料費</b>	27	35.80	<b>0.78</b>
<b>水果</b>	20	24.74	<b>0.47</b>
<b>運輸費</b>	27	6.94	<b>0.20</b>
<b>蔬菜</b>	14	12.91	<b>0.19</b>
外食費	99	1.65	0.16
房租	143	1.02	0.15
肉類	22	5.16	0.12
家庭用品	39	2.79	0.11
娛樂服務	58	1.27	0.07
住宅維修費	11	5.39	0.06
成衣	37	1.20	0.05
合計			2.36
通訊設備	5	-7.36	-0.04
合計			-0.04
其他			0.52

資料來源：主計總處

表 4 影響本年 1 至 11 月 CPI 年增率主要項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	1.91	1.91
<b>油料費</b>	27	22.30	<b>0.49</b>
<b>運輸費</b>	27	12.31	<b>0.34</b>
<b>蔬菜</b>	14	15.07	<b>0.20</b>
房租	143	0.81	0.12
肉類	22	3.92	0.09
成衣	37	2.61	0.09
娛樂服務	58	1.58	0.09
外食費	99	0.73	0.07
<b>水果</b>	20	3.08	<b>0.06</b>
合計			1.55
通訊設備	5	-8.41	-0.04
合計			-0.04
其他			0.40

資料來源：主計總處

## 2. 本年 CPI 通膨率預測上修至 1.97%，預期明年回降

(1) 本年第 4 季，預期油價漲幅高於第 3 季，加以天候遞延影響蔬果價格上漲，本行預測 CPI 年增率升為 2.72%，核心 CPI 年增率維持溫和，為 1.53%；全年 CPI 及核心 CPI 年增率預測則為 **1.97%**、**1.31%**，仍屬溫和。

(2) 明年雖**基本工資**、**軍公教薪資**調高，挹注內需消費升溫，加以部分業者為反映投入成本而**調高商品售價**，惟預期國際油價漲勢減緩<sup>6</sup>(圖 17)，本行預測 **CPI 年增率降為 1.59%**，**核心 CPI 年增率則維持溫和，為 1.45%**(圖 18)。

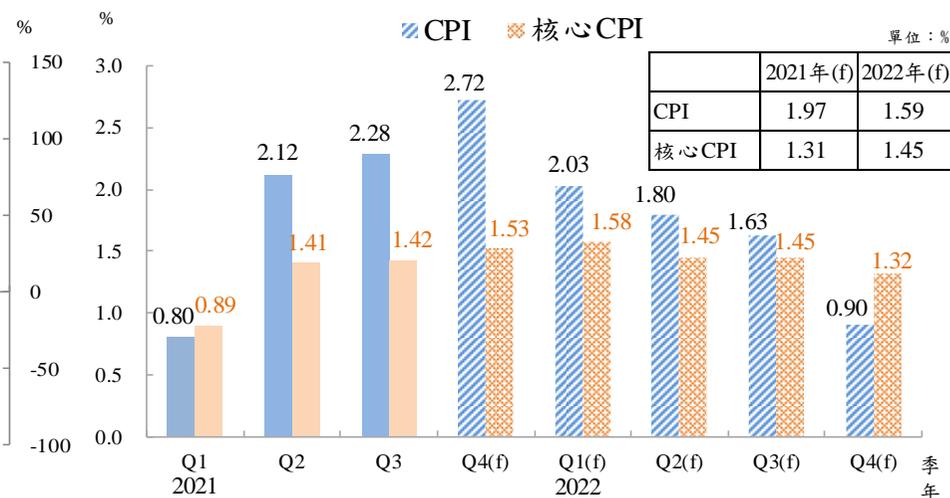
圖 17 布蘭特原油價格與年增率



註：f 係本年 12 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

圖 18 本行預測本年及明年 CPI 及核心 CPI 年增率

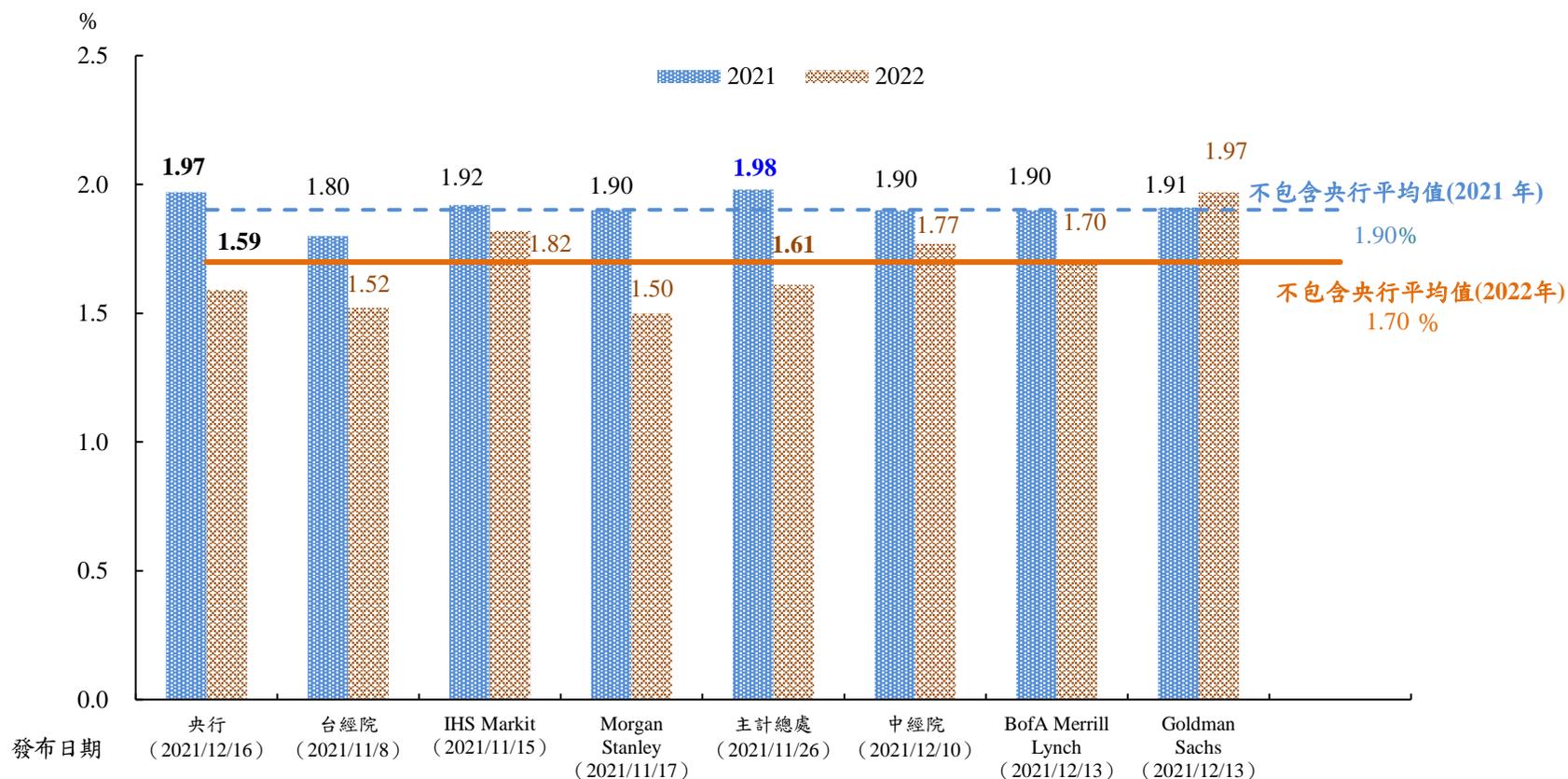


資料來源：實際數為主計總處、預測數為中央銀行

<sup>6</sup> 本年 11 月主要機構對本年及明年布蘭特(Brent)油價預測平均值分別由每桶 71.0 美元、73.1 美元上修為 71.7 美元、75.8 美元。若明年油價升至 80、85 美元，則明年 CPI 年增率預測將分別上修 0.10、0.17 個百分點，至 1.69%、1.76%。

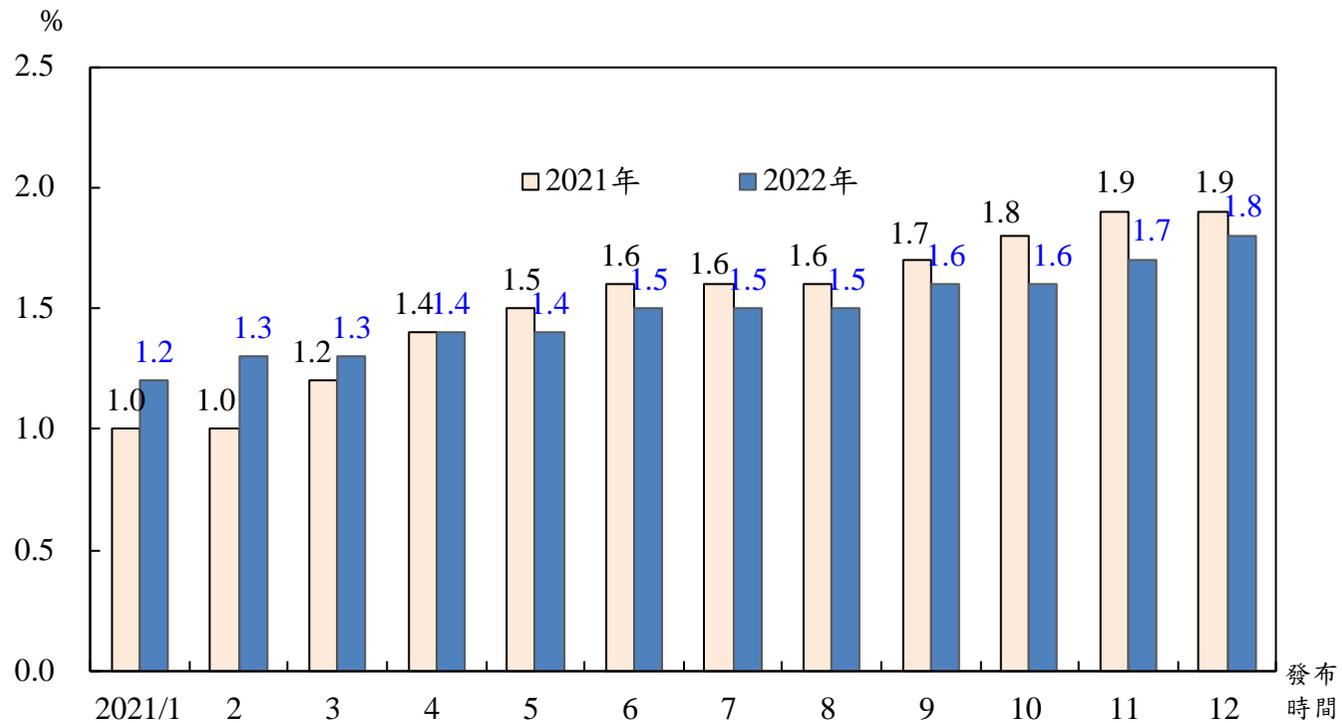
(3)主要機構對台灣**本年** CPI 年增率預測值介於 **1.80%至 1.98%**，平均為 **1.90%**，**明年**則將回降，至介於 **1.50%至 1.97%**，平均為 **1.70%**(圖 19)。

圖 19 主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率之預測



(4) **Consensus Economics** 每月發布之本年及明年台灣 **CPI 通膨率預測數平均值**呈上升趨勢，至 12 月分別為 **1.9%**、**1.8%**(圖 20)，**通膨壓力尚稱溫和**。

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



\*：係 10 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.

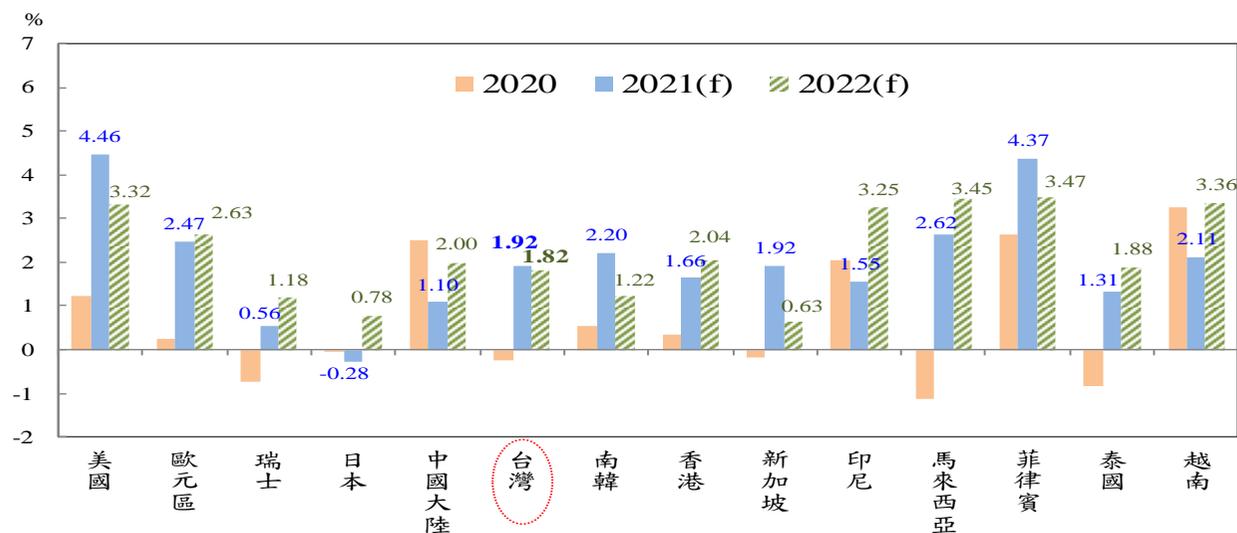
### 3. 供應鏈瓶頸持續，IHS Markit 上修本年及明年主要經濟體通膨率預測值

(1) 本年以來主要經濟體通膨升溫，但各國通膨率走勢並不一致，歐、美明顯走高，日本、中國大陸則較上年走低<sup>7</sup>。

(2) 台灣、新加坡及南韓等東亞國家通膨率相對溫和，主因：(i) 疫情控制較佳；(ii) 為全球製造業生產基地，受供應鏈瓶頸的衝擊較小；(iii) 較無勞動力短缺現象<sup>8</sup>。

(3) IHS Markit 預測明年主要經濟體通膨率走勢不一(圖 21)，漲幅仍屬溫和。

圖 21 主要國家 CPI 年增率



註：2020 年係實際值，2021 年及 2022 年係 IHS Markit(2021/11/15)預測值。

資料來源：各國政府統計、IHS Markit (2021/11/15)

<sup>7</sup> 日本因通訊費下降，中國大陸則因豬肉價格大跌。

<sup>8</sup> 詳參 Robin Harding (2021), "Asia is the Global Inflation Exception," *Financial Times*, November。

### 三、從「物價穩定」及「充分就業」政策目標觀察 Fed 貨幣政策展望

「物價穩定」係全球大多數央行的法定職責之一；另部分國家通常會基於經濟環境之巨大變動<sup>1</sup>來增修央行法定職責，如美國 1970 年代因遭遇**高通膨**及**高失業**的**停滯性通膨(stagflation)**現象，美國國會於 1977 年將「充分就業」納入 Fed 法定職責，自此 Fed 實行貨幣政策須同時考量「物價穩定」及「充分就業」之**雙重法定目標(dual mandate)**<sup>2</sup>。

上(2020)年初因 **COVID-19 疫情**爆發，拖累美國經濟陷入衰退，**失業人口增加逾 2,200 萬人**，Fed 因而緊急降息並推出大規模量化寬鬆政策，以穩定美國經濟及勞動市場。上年 8 月 Fed 並修改貨幣政策架構，採用**平均通膨目標(AIT)**，揭櫫貨幣政策目標為**縮減就業缺口**，並允許通膨可於一段時間內適度超過 2%，以達到中期平均通膨 2%的目標。本(2021)年 11 月初隨美國通膨上升與就業取得實質進展，Fed 宣布啟動**縮減購債**，惟主席 Jerome Powell 強調目前距「充分就業」仍有一段距離，尚非升息適當時機，並表示當時通膨水準尚未達到平均通膨目標。

鑑於近期美國經濟同時受到**耐久財消費需求上升**，以及運輸相關行業**勞動力短缺及塞港**等**供應鏈瓶頸問題**，致通膨持續上揚，美國財政部長 Yellen 近期並表示<sup>3</sup>，Omicron 變種病毒可能延長供應鏈問題及**高通膨**期間，**不宜**再將通膨描述為**暫時性**；而 Fed 主席 Powell 亦曾於 11 月 30 日國會聽證表示，當前**通膨上升風險增加**，將不再使用「暫時性」來形容較高通膨現象<sup>4</sup>，且在**勞動市場要回復至疫情前的狀態**，**需要物價保持穩定**，Fed 將**考慮加速縮減購債**。前述言論顯示，Fed 認為通膨風險的不確定性升高，故**從原先較為關注勞動市場情勢發展**，轉為**著眼於物價穩定**。

本文首先扼要說明**美國勞動市場**現況，包括**勞動力結構**、**疫情導致之勞動力參與率疲弱**等問題，其次分析美國通膨現況及**近期在供應鏈瓶頸下面對消費需求攀升之供需失衡問題**，並進一步檢視美國當前通膨風險及未來展望，最後說明 Fed 貨幣政策相關時程之可能調整，俾供各界參考。

<sup>1</sup> 如美國及澳洲央行實行「物價穩定」及「充分就業」雙重職責，紐西蘭央行亦於 2019 年由「物價穩定」之單一目標轉變為如美、澳央行之雙重目標。

<sup>2</sup> 美國國會於 1977 年修訂聯邦準備法(Federal Reserve Act)，明確訂定聯邦理事會及聯邦公開市場委員會的法定職責為追求「充分就業」及「物價穩定」之雙重目標(參見中央銀行(2020)，「本行的貨幣政策最終目標為何?」，貨幣政策簡介，3 月 18 日)。

<sup>3</sup> Rappeport, Alan and Madeleine Ngo (2021), “Janet Yellen Says It’s Time to Stop Calling Inflation ‘Transitory’,” *The New York Times*, Dec.2.

<sup>4</sup> Powell 主席指出，每個人對於暫時性的定義不盡相同，部分人士將其解讀為短暫的意思，惟我們通常是指，**不會演變成長期較高通膨而留下長遠的影響**(參見 Fed (2021), “Transcript of Chair Powell’s Press Conference,” Nov.3；Timiraos, Nick et al. (2021), “Powell Lays Groundwork for Faster End to Stimulus as Inflation Outlook Worsens,”*The Wall Street Journal*, Nov.30)。

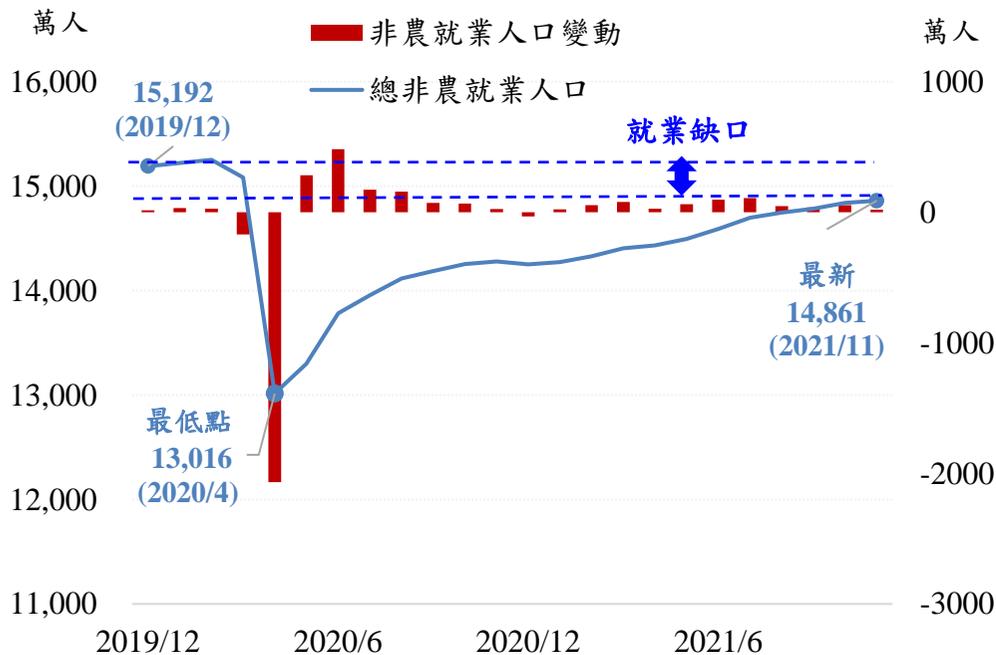
## (一) 美國勞動市場尚未達充分就業，失業率及勞動力參與率仍未回到疫情前水準

### 1. 美國勞動市場離「充分就業」仍有一段距離，與疫情前相比，就業缺口約有 330 萬至 356 萬人

#### (1) 機構調查(Establishment Survey)：調查對象不含農業就業人口

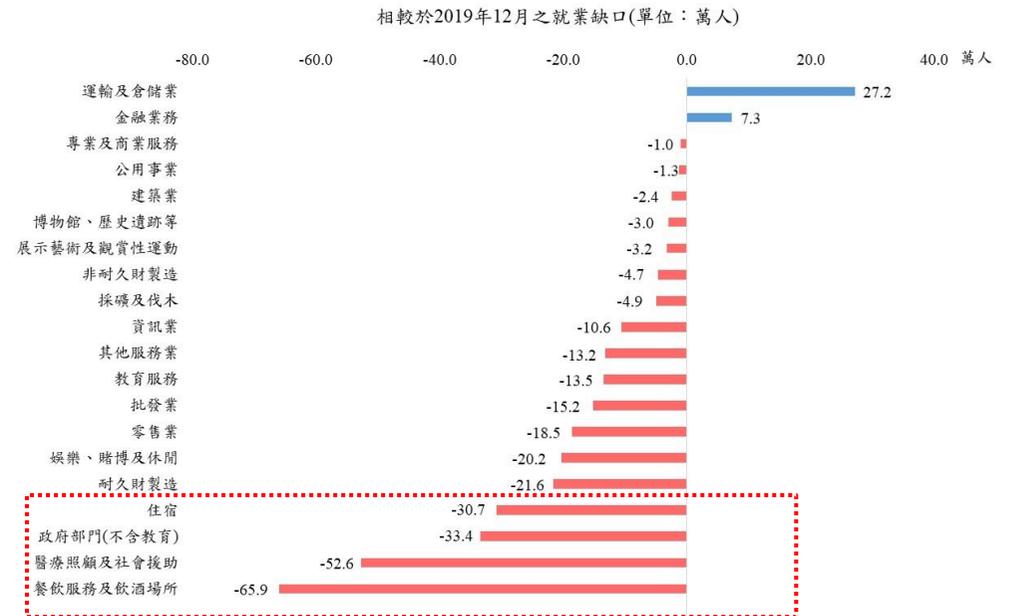
- 美國總非農就業人口：自 COVID-19 疫情爆發前(2019 年 12 月)的 **15,192 萬人**，大幅降至上年 4 月 13,016 萬人，後於本年 11 月回升至 **14,861 萬人**，惟當前就業相較充分就業之缺口(shortfall)可能仍有 **330 萬人**(圖 1)。
- 依產業別：與 2019 年 12 月非農就業水準相比，主要缺口來自於**高接觸服務業**，如**餐飲服務**、**醫療照顧**及**住宿**等產業之**就業缺口**分別為 **65.9 萬人**、**52.6 萬人**及 **30.7 萬人**，合計約 **149 萬人**(圖 2)。

圖 1 美國總非農就業人口及每月變動數



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 2 依產業別之非農業就業缺口

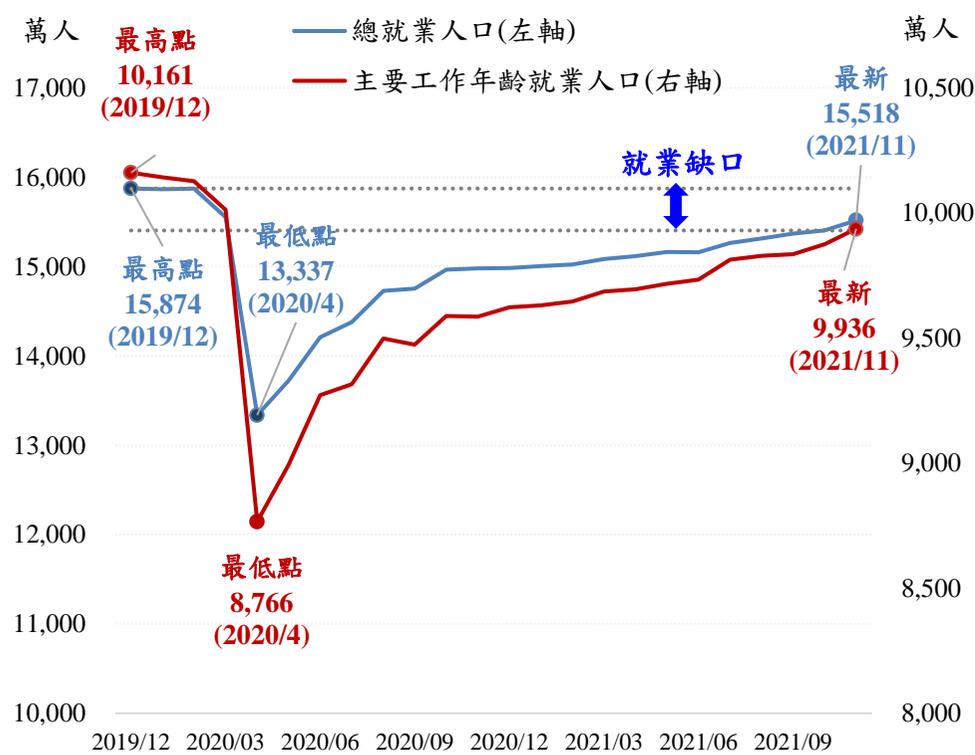


資料來源：BLS、Bloomberg

(2) 家計部門調查(Household Survey)：調查對象包含農業就業人口

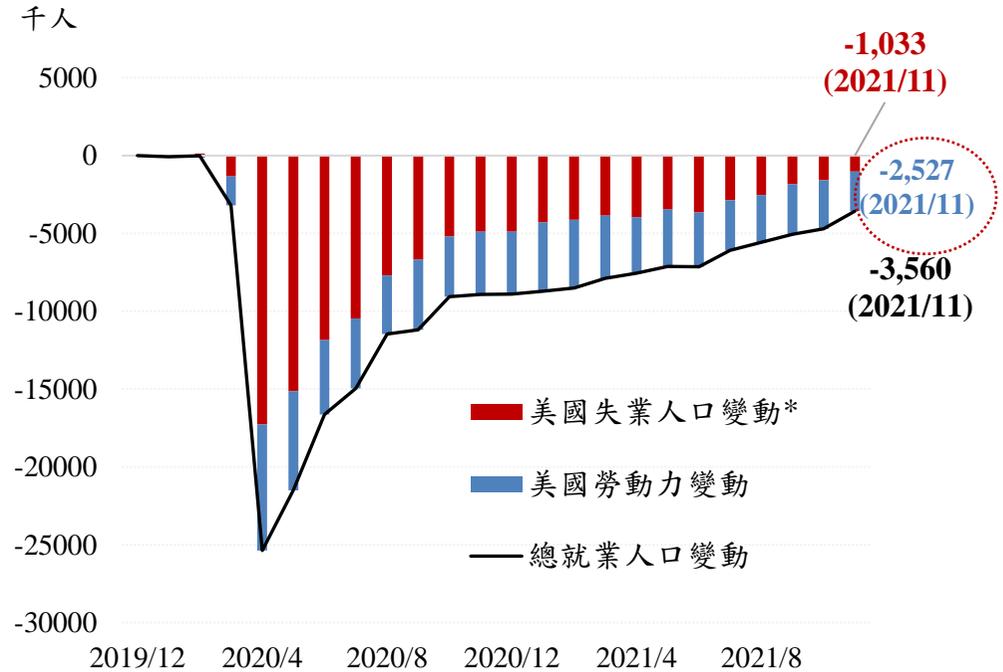
- **總就業人口**：自疫情前 15,874 萬人，降至本年 11 月 15,518 萬人，充分就業缺口約 **356 萬人**(其中約 63%係主要工作年齡就業缺口)(圖 3)。主要反映 **253 萬民眾退出勞動力**，另**失業人口約增加 103 萬**(圖 4)。
- **主要工作年齡(25-54 歲)就業人口**：本年 11 月為 9,936 萬人，較疫情前之就業缺口約 **225 萬人**(圖 3)。

圖 3 美國總就業人口及主要工作年齡就業人口



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 4 美國總就業人口、勞動力及失業人口變動\*



資料來源：BLS、Bloomberg

註：比較基準以 2019 年 12 月為基礎

\*此處失業人口變動負值表示，該月失業人口較 2019 年 12 月之累計增加數

## 2. 失業率尚未回到疫前充分就業水準；研究指出，美國勞動力參與率多在失業率下降後才緩步回升

- (1) 美國本年 11 月 U3 失業率及 U6 失業率分別降至 4.2% 及 7.8%<sup>5</sup>(圖 5)，與疫情前相比，**整體就業人口比率上升至 59.2%，仍低於疫情前 61.1% 約 1.9 個百分點**(圖 6)。
- (2) **勞動力參與率**通常在經濟復甦後期才會回升，且其會在失業率下降後才緩步回升<sup>6</sup>；惟本次**疫情**造成對染疫之擔憂及照護需求等**干擾因素**，可能影響**勞動力參與率**的**回升速度及幅度**與**充分就業**之水準。

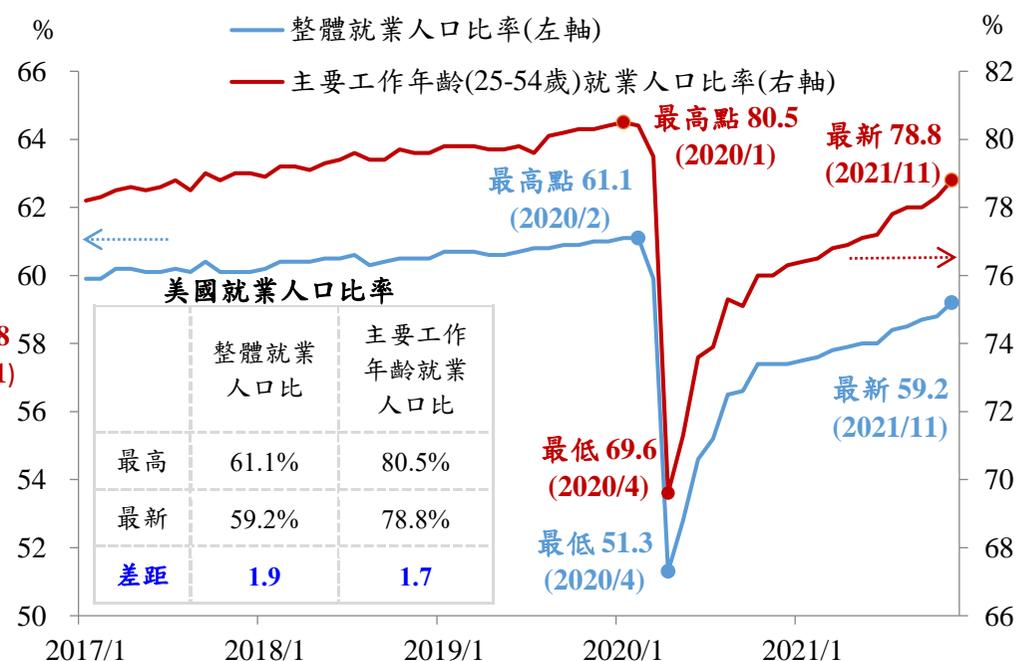
圖 5 U3 及 U6 失業率



資料來源：BLS、Bloomberg

註：本年 9 月經濟估測(SEP)顯示，失業率於 2021 年、2022 年、2023 年、2024 年及較長期中位數分別為 4.8%、3.8%、3.5%、3.5% 及 4.0%。

圖 6 美國整體及主要年齡之就業人口比率



資料來源：BLS、Bloomberg

<sup>5</sup> U3 失業率被稱為狹義失業率，其公式=當月失業人數/總勞動力；U6 失業率則稱為廣義失業率，其公式=(當月失業人數+非自願兼職人數+4 周前至 12 個月期間曾找工作人數)/(總勞動力+4 周前至 12 個月期間曾找工作人數)。

<sup>6</sup> Cajner, Tomaz et al. (2021), "The Long-Lived Cyclical of the Labor Force Participation Rate," *Federal Reserve FEDS*, Jul.6. ; Bart Hobijn and Aysegul Sahin (2021), "Maximum Employment and the Participation Cycle," Sep.4. ; Bengali, Leila et al. (2013), "Will Labor Force Participation Bounce Back?" *FRBSF Economic Letter*, May13.

### 3. 美國勞動力參與率明顯低於疫前水準，主係因對疫情的擔憂與疫情衍生的照護需求，進而影響勞動市場復甦

(1) 美國**整體勞動力參與率**大幅下滑至本年11月之**61.8%**，較**疫情前高點** 63.4%**減少 1.6 個百分點**(圖 7)。

(2) 影響**美國勞動力參與率**主要有四大因素，其**發展將左右勞動市場復甦速度**，進而**影響通膨與貨幣政策**。

- **離職潮**：疫情期間因工作型態改變、勞資合約調整及染疫憂慮，致民眾辭職靜待返回職場時機，形成高離職率的大辭職時代(the Great Designation)。
- **照護需求**：主要工作年齡勞動力參與率較**疫情前減少 1.2 個百分點**(圖 7)，主要係**照護需求**而退出勞動市場；該族群中**女性勞動力參與率下降較男性更為明顯**<sup>7</sup>(圖 8)。

圖 7 美國整體及主要工作年齡之勞動力參與率

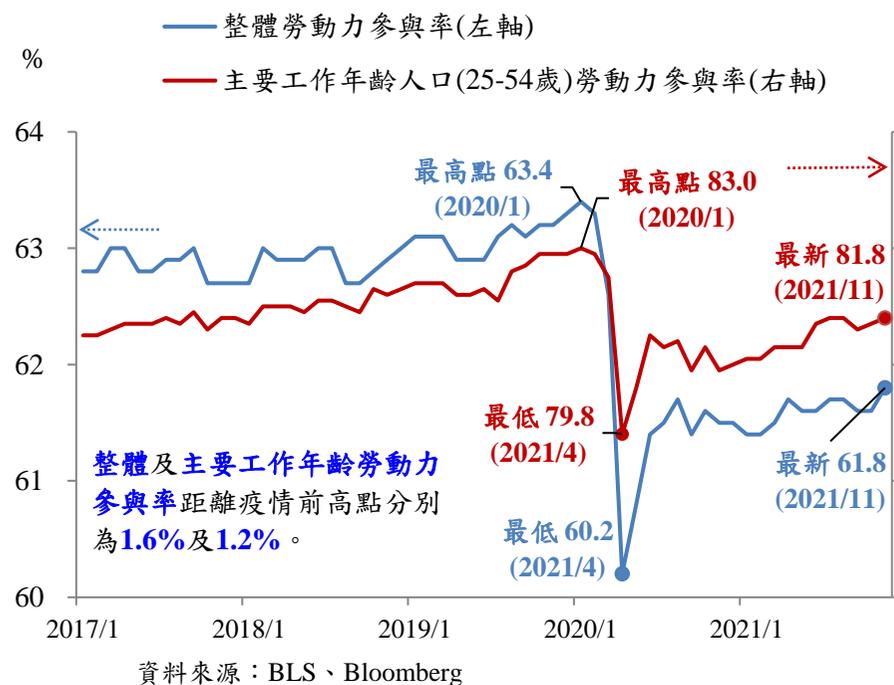
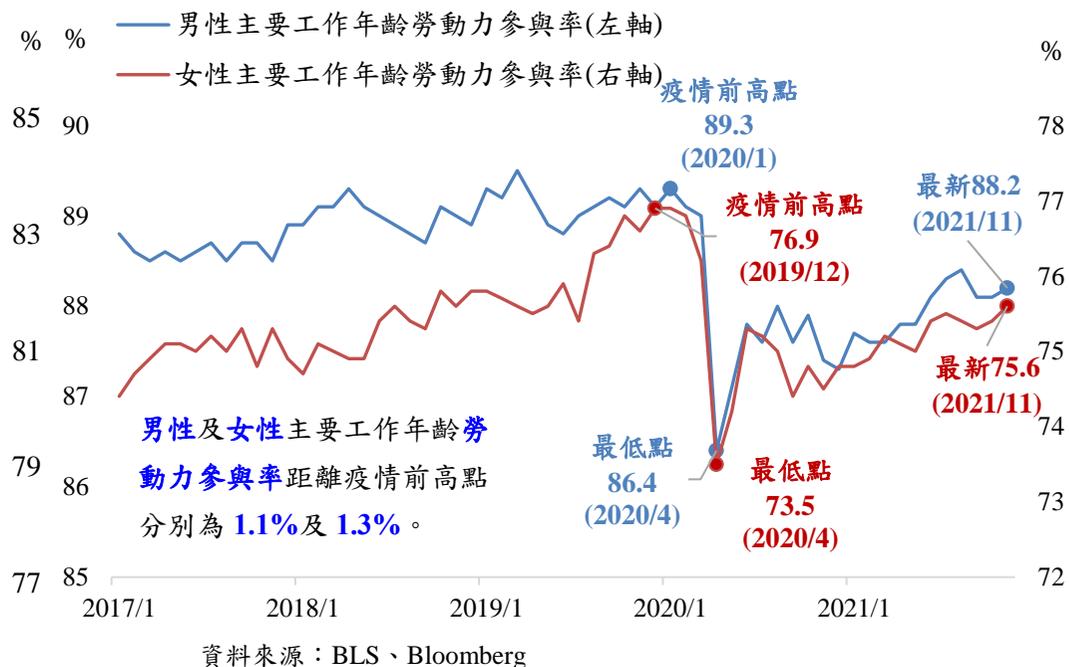


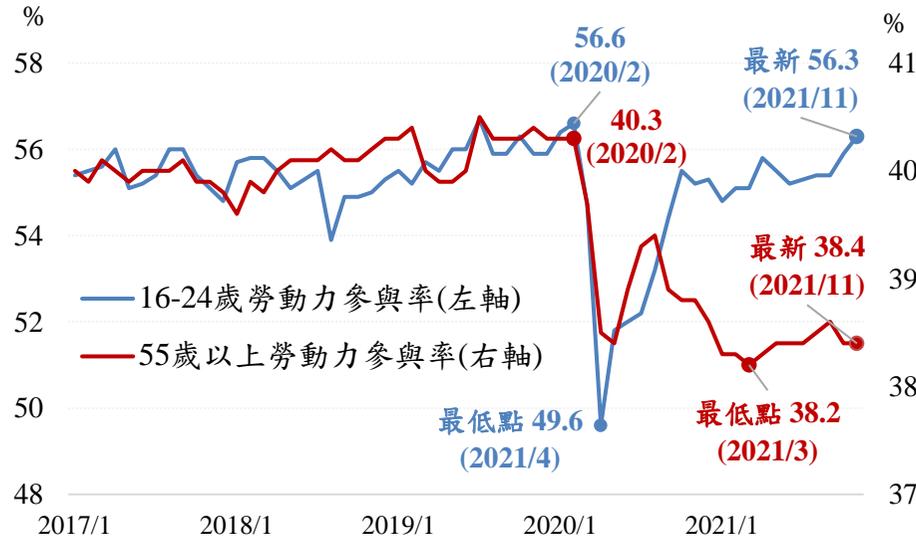
圖 8 美國男性及女性主要工作年齡之勞動力參與率



<sup>7</sup> 尤其是家庭年收入低於 5 萬美元的婦女，勞動力參與率降低近 9 個百分點。

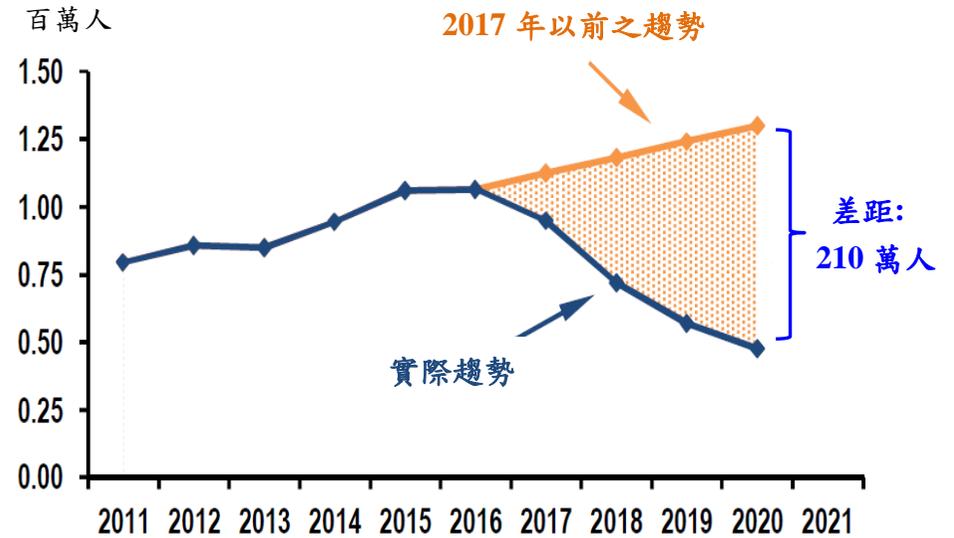
- **提前退休**：55 歲以上退休人數顯著增加，自上年 2 月至本年中，**退休人口比率增加 1.3 個百分點**；根據 Kansas City Fed 研究<sup>8</sup>顯示，渠等因擔憂染疫死亡風險，致**返回勞動市場人數大幅減少**(圖 9)。
- **移民勞工大量減少**：美國擔憂疫情自境外移入而強化邊境管制，加以川普時代減少發放工作簽證政策，致**2020~2021 年美國工作簽證發放數量較 2018~2019 年短少約 120 萬人**<sup>9</sup>；另一項研究亦指出<sup>10</sup>，2020 年新移民對美國人口成長貢獻，較 2017 年以前的**趨勢減少 210 萬人**(圖 10)。

圖 9 美國 16-24 歲及 55 歲以上之勞動力參與率



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 10 新移民對美國人口成長貢獻



資料來源：J.P Morgan

<sup>8</sup> Nie, Jun et al. (2021), "What Has Driven the Recent Increase in Retirements?" *Kansas City Fed Economic Bulletin*, Aug.11.

<sup>9</sup> Bier, David J. (2021), "U.S. Issued 1.2 Million Fewer Visas to Work-Eligible Foreigners Since March 2020," *Cato Institute*, Oct.14.

<sup>10</sup> Feroli, Michael et al. (2021), "The 2022 US Economic Outlook: Help Wanted," *JP Morgan Special Report*, Nov.17.

## (二)近期美國通膨上揚之現況

由於**美國商品及服務供需失衡**，加以**供應鏈瓶頸**(詳見第三部分)因素干擾，使美國物價指數年增率創下數十年新高，且價格上漲之項目似愈趨廣泛。

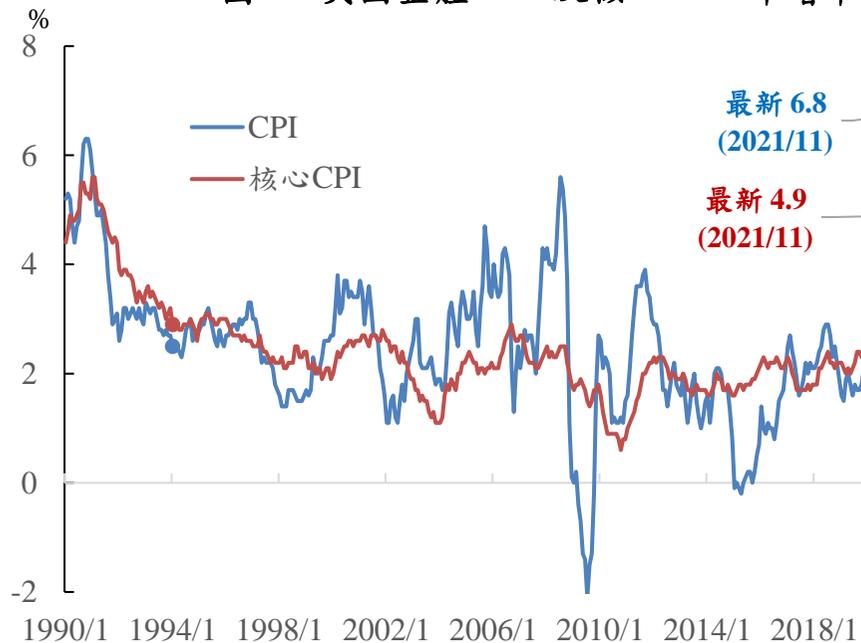
### 1. 近期美國 CPI(Consumer Price Index)及 PCE(Personal Consumption Expenditure Price Index)年增率創下多年來新高

(1) 本年 11 月美國整體 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 **6.8%**及 **4.9%**(圖 11)，其中 CPI 年增率為 **1982 年中以來新高**，核心 CPI 年增率則為 **1991 年中以來新高**。

(2) 本年 10 月美國整體 PCE 及核心 PCE 年增率分別為 **5.0%**及 **4.1%**(圖 12)，兩者均為 **1991 年初以來新高**。

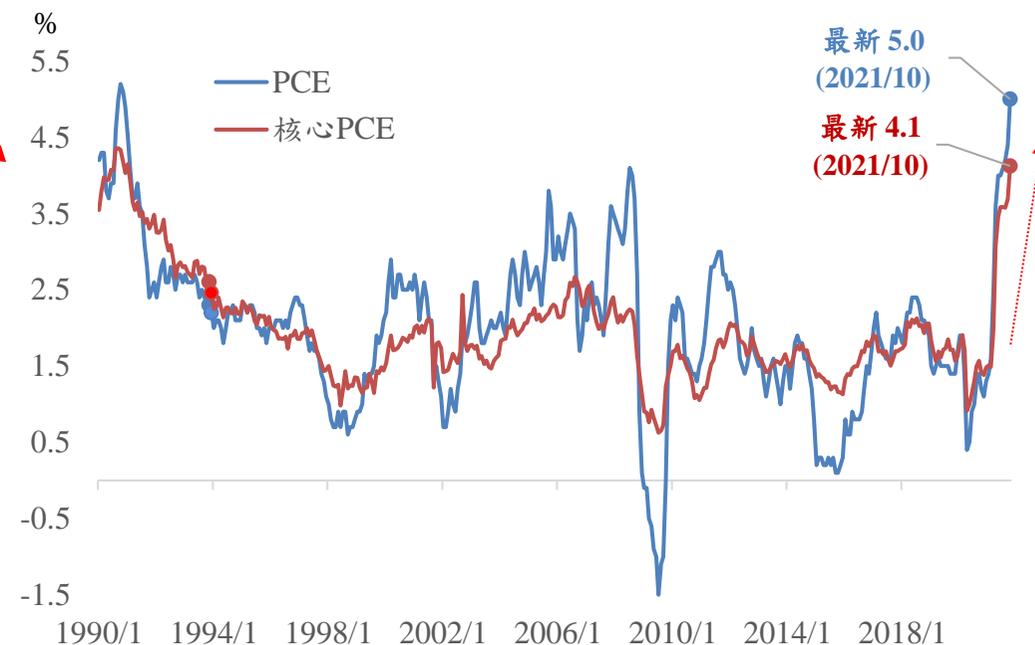
(有關 **CPI 指數**及 **PCE 指數**主要差異，詳見附錄說明)

圖 11 美國整體 CPI 及核心 CPI 年增率



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 12 美國整體 PCE 及核心 PCE 年增率



41 資料來源：BLS、Bloomberg

2. 美國通膨上揚主要源自受供應鏈瓶頸影響較大的項目，如**能源**、**汽車**及**運輸服務**等

(1) 本年 1~10 月三者合計貢獻 CPI 成長率達 2.21 個百分點(占整體 CPI 通膨 52%，表 1)；貢獻核心 CPI 成長率 1.02 個百分點(占核心 CPI 通膨 31.5%，表 1)。

(2) 本年 1~10 月三者合計貢獻 PCE 物價成長率達 1.22 個百分點(占整體 PCE 通膨 35%，表 2)，貢獻核心 PCE 物價成長率 0.56 個百分點(占核心 PCE 通膨 18.6%，表 2)。

表 1 2021 年 1~10 月美國 CPI 主要項目之拆解

單位：%

主要項目	權重*	年增率	貢獻度
CPI所有項目	100.00	4.25	
食物	14.05	3.49	0.49
<b>能源</b>	<b>6.17</b>	<b>19.37</b>	<b>1.19</b>
核心CPI (所有項目扣除能源及食物)	79.78	3.24	2.59
服飾	2.77	1.99	0.06
鞋類	0.65	3.44	0.02
<b>新車</b>	<b>3.74</b>	<b>4.72</b>	<b>0.18</b>
<b>二手車及卡車</b>	<b>2.62</b>	<b>24.90</b>	<b>0.65</b>
醫藥產品	1.61	-1.97	-0.03
房租	32.98	2.43	0.80
醫療保健服務	7.32	1.77	0.13
<b>運輸服務</b>	<b>5.17</b>	<b>3.70</b>	<b>0.19</b>

合計權  
重約  
17.7%

表 2 2021 年 1~10 月美國 PCE 主要項目之拆解

單位：%

主要項目	權重*	年增率	貢獻度
PCE所有項目	100.00	3.49	
食物	8.16	2.65	0.22
<b>能源</b>	<b>3.47</b>	<b>19.00</b>	<b>0.66</b>
核心PCE (所有項目扣除能源及食物)	88.37	3.01	2.66
服飾及鞋類	2.58	1.54	0.04
<b>新車</b>	<b>2.09</b>	<b>4.87</b>	<b>0.10</b>
<b>二手車及卡車</b>	<b>1.20</b>	<b>27.86</b>	<b>0.33</b>
醫藥產品	4.11	2.70	0.11
房租	16.31	2.28	0.37
醫療保健服務	16.43	2.97	0.49
<b>交通運輸</b>	<b>2.59</b>	<b>4.84</b>	<b>0.13</b>

合計權  
重約  
9.35%

\*依照 2020 年 1~10 月各主要項目之權重計算；另部分項目貢獻加總可能因尾差或四捨五入而有出現誤差。

資料來源：BLS、Bloomberg

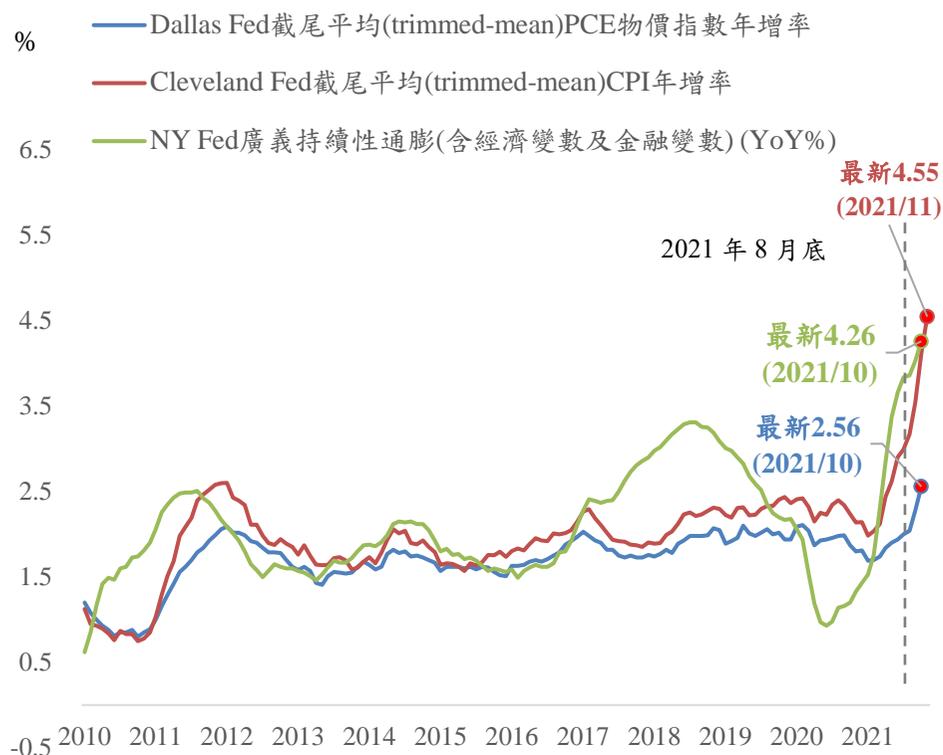
\*依照 2020 年各主要項目之權重計算；另部分項目貢獻加總可能因尾差或四捨五入而有出現誤差。

資料來源：BLS、Bloomberg

### 3. 惟供需失衡嚴重，使物價指數中價格上漲之項目愈趨廣泛

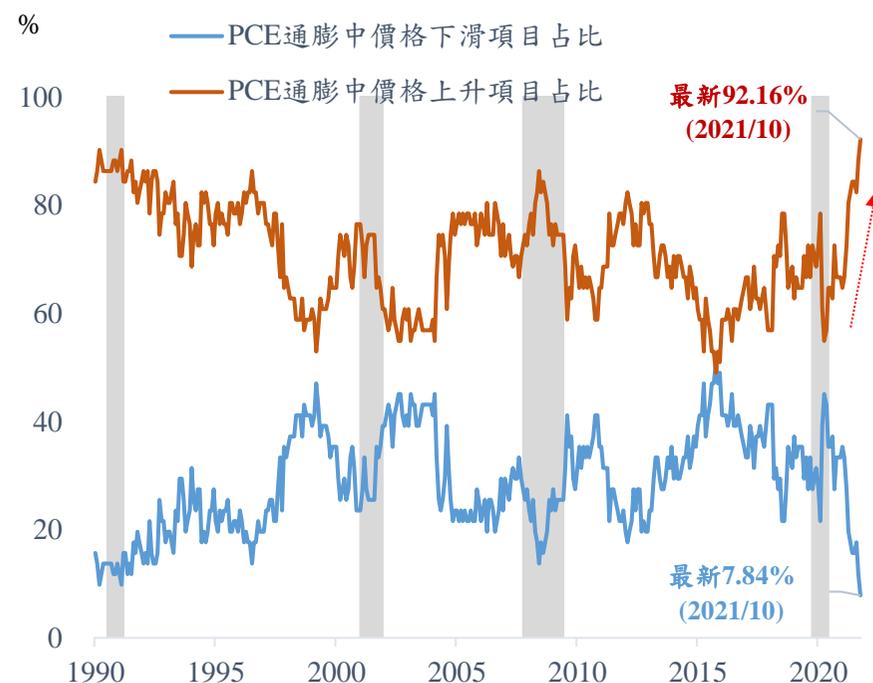
- (1) 如 Dallas Fed 所編製之截尾平均(trimmed-mean)PCE 物價指數年增率及 Cleveland Fed 編製之截尾平均 CPI 物價指數年增率等指標，均顯示美國物價上揚似有擴散跡象(圖 13)。
- (2) 如 San Francisco Fed 統計顯示，本年 10 月美國核心 PCE 指數組成商品中，價格上漲項目占比上揚至 92.16%，創下 1990 年以來新高(圖 14)。

圖 13 地區聯邦準備銀行之通膨指標全面上揚



資料來源：Fed、Bloomberg

圖 14 PCE 通膨中價格上升項目占比大幅上升



\*陰影處為 NBER 定義美國經濟衰退期間  
資料來源：San Francisco Fed

### (三)美國通膨升溫源自當前供需失衡情形嚴重，且供應鏈瓶頸需較長時間解決

美國經濟因疫情趨緩而**快速復甦**，對商品需求大幅增加，但卻面臨**生產配銷受阻之供應鏈瓶頸**，致近期美國消費者物價快速上揚。另美國財長 **Yellen** 近期亦表示<sup>11</sup>，Omicron 變種病毒可能**延長勞動力短缺、供應鏈問題及高通膨**期間。

1. 美國政府推出**大規模紓困方案**，致家計部門**可支配收入大幅增加**，加以隨後**防疫措施鬆綁**，帶動**耐久財等商品消費遽增**

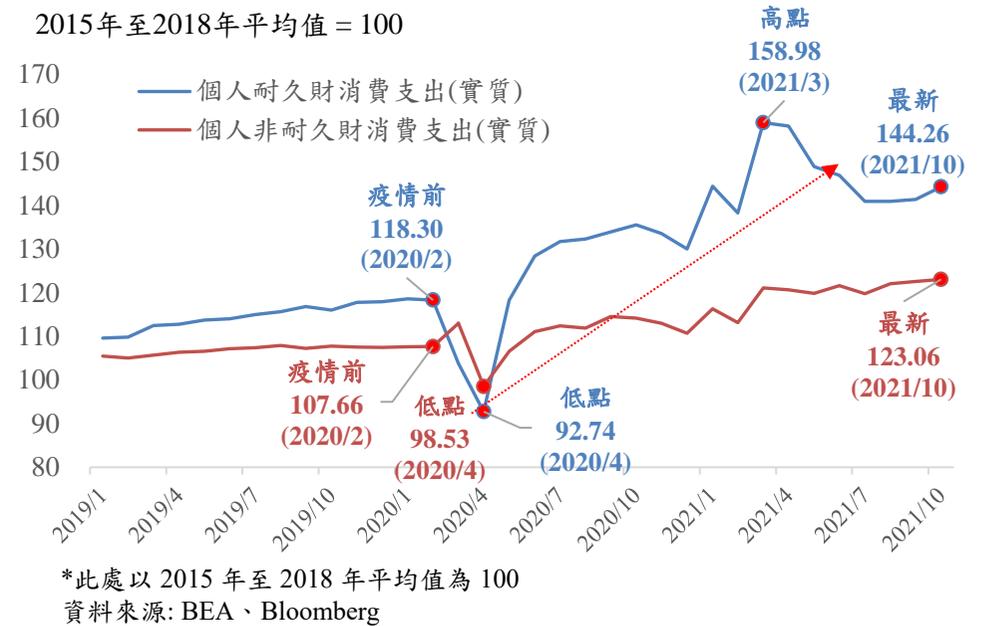
(1) 上年初迄今，美國政府擴大失業保險救濟，並合計發放**每人最高 3,200 美元紓困金**<sup>12</sup>，使美國個人可支配收入於**上年第 2 季(18.9 兆美元)及本年第 1 季(19.1 兆美元)明顯上揚**(圖 15)。

(2) 上年第二季迄今，隨美國疫情逐步趨緩，美國**耐久財消費大幅增加**，且成長率**逾 50%**，**大於非耐久財消費之增幅**(圖 16)。

圖 15 美國個人可支配收入



圖 16 美國耐久財及非耐久財消費



<sup>11</sup> 同註 3。

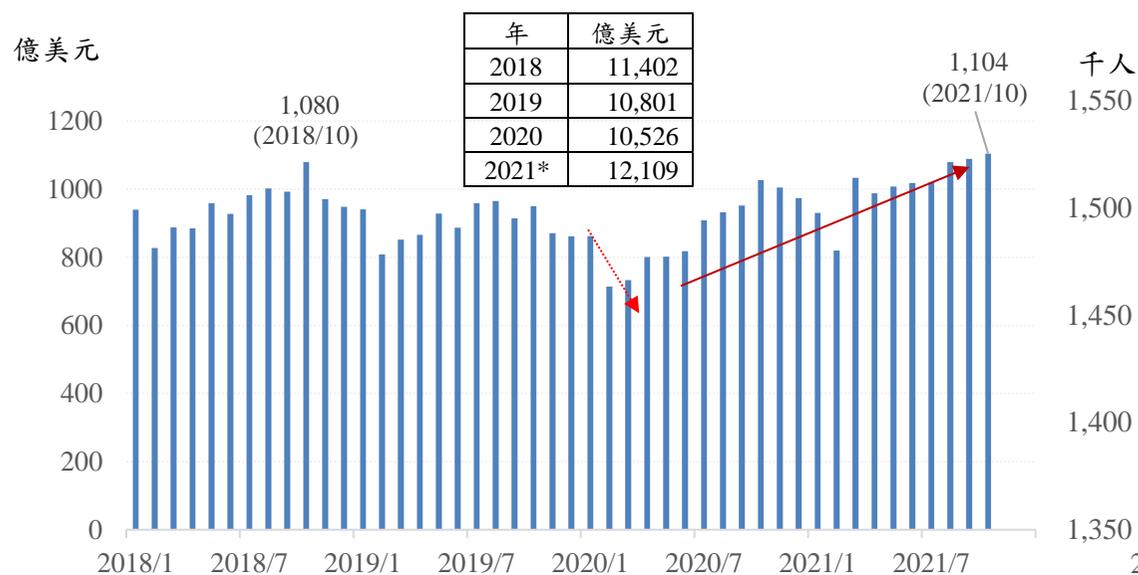
<sup>12</sup> 2020 年 3 月美國國會通過新冠病毒、救濟和經濟安全法案(CARES Act)發放每人最高 **1,200 美元**；2020 年 12 月美國國會通過綜合撥款法案(CAA Act)，發放每人最高 **600 美元**；2021 年 3 月美國國會通過救援計畫法案(ARP Act)，發放每人最高 **1,400 美元**，三者合計發放每人最高 3,200 美元；另前述三項法案均設有排富條款。

2. 美國自亞洲進口創新高，惟面臨運輸及配銷受阻之供應鏈瓶頸；未來塞港及運輸勞力短缺恐延長供應鏈瓶頸期間

(1) 上年因疫情爆發，致該年美國自亞洲進口商品實質總額(即經進口物價調整)下降；惟自上年第二季起，該進口額回升，近期並創下新高，顯示美國自亞洲進口需求遽增(圖 17)，且多須透過海運運輸。

(2) 同期間美國供給面遭遇勞力短缺(圖 18)、塞港等因素<sup>13</sup>，致美國解決供應鏈瓶頸問題，恐較其他經濟體更久。例如美國港口設備不足及卸貨工人及卡車司機短缺，均影響裝卸貨時程及效率，此亦將延後解決美國商品供需失衡時點，致高通膨現象恐持續更久。

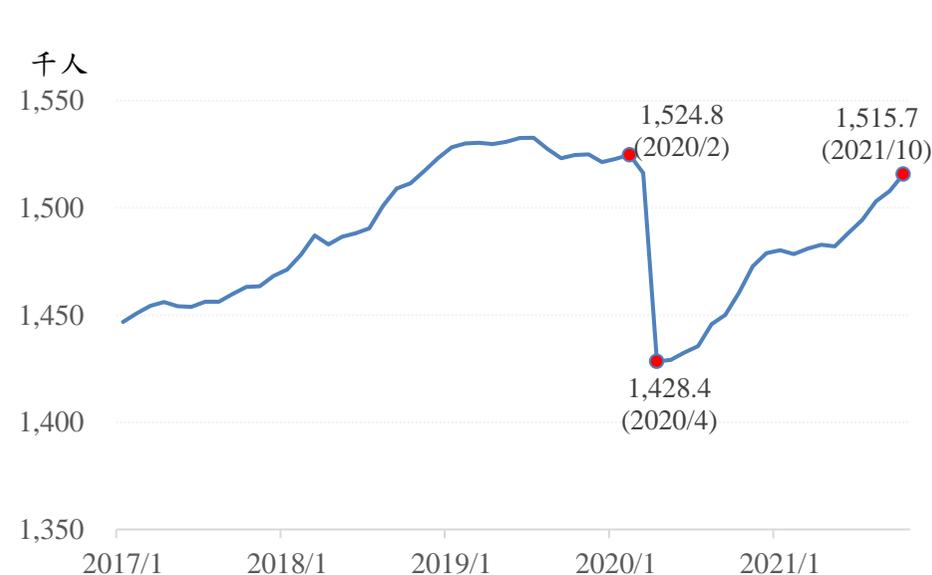
圖 17 美國自亞洲國家商品進口總額\*



\*此處進口總額係採 2003 年 12 月進口物價為基期(=100)所計算出之實質進口總額；2021 年係以該年前 10 月折成年率計算(=1.01 兆美元\*1.2)

資料來源: 美國商務部、BLS

圖 18 美國卡車工人就業人口



資料來源: BLS

<sup>13</sup> 美國港口因面臨貨櫃與港口倉儲空間不足，以及裝卸工人及卡車司機人手嚴重短缺且平均年齡較高之問題，致港口嚴重堵塞(請參見 Goodman, Jack and Micah Luxenie (2021), "Shipping Disruption: Why are So Many Queuing to Get to the US?" *BBC*, Aug.11 ; Kay, Grace (2021), "Shipping Disruption: Why are So Many Queuing to Get to the US?" *Business Insider*, Oct.28 ; Fisher, Josh (2021), "There are Lots of Drivers out There, But They're Finding Work Elsewhere," *FleetOwner*, Oct.19)。

### 3. 供應鏈瓶頸現況及對經濟通膨之衝擊<sup>14</sup>

(1) 供應鏈瓶頸存在於每個環節，且環環相扣：隨全球經濟活動復甦，最終財消費需求快速增加，帶動對原物料(如石油、煤炭、木材等)、製造業中間財(如半導體、晶片等)及物流服務(如海、陸、空運等)之需求大幅上升，而供應鏈存在瓶頸，致近期相關商品與服務供需失衡，價格波動幅度升高。

— 生產瓶頸：近幾十年來，資本密集型產業著重生產效率甚於供應韌性，其海外錯綜複雜的生產供應鏈，在疫情期間因各國相繼封城，物流網無法及時調整，以致產出擴張受限。汽車產業則因晶片短缺而被迫停產或生產期拉長，某些耐久財庫存下降等；而廠商對產品短缺的預期及預防性囤積行為又加劇了瓶頸的嚴重性。

— 運輸瓶頸：各國防疫與解封作法不同，使勞動力供給緊俏，致全球物流服務流程受到干擾，例如亞洲至北美之海運時程拉長，停泊美國西岸港口等待卸貨的船舶數量攀升，內陸運輸卡車貨運量能嚴重不足；而貨櫃滯留在港口占用倉儲空間，又影響後續裝卸貨時程及效率。

(2) 供應鏈瓶頸目前已對通膨產生明顯影響：

— BIS 分析<sup>15</sup>，若美國與歐元區之能源及汽車價格自 2021 年 3 月以來增幅改用歷史趨勢推估，則 CPI 年增率將分別下降 2.8 個百分點及 1.3 個百分點，隱含供應鏈瓶頸對美國通膨的影響高於歐元區。

— 若供應鏈瓶頸持續太久，加以通膨預期未被明顯錨定，恐將出現「薪資—物價盤旋上升」<sup>16</sup>(wage-price spiral)，產生持續性的通膨壓力。

— 越靠近價值鏈上游(價值鏈起點)的供應鏈瓶頸對總體經濟之影響越大：BIS 分析<sup>17</sup>，能源或半導體的供應鏈瓶頸，對總體經濟最終衝擊可能會是初始影響規模的 3.5~4.5 倍；全球半導體產出若減少 10%，恐使全球 GDP 減少 0.2%。

<sup>14</sup> 本專欄主要取材自 Rees, Daniel et al. (2021), “Bottlenecks: Causes and Macroeconomic Implications,” *BIS Bulletins No. 48*, Nov.11；Jordan, Alliger et al. (2021), “Inflation: Here Today, Gone Tomorrow?” Top of Mind, *Goldman Sachs Research*, Nov.17。

<sup>15</sup> Rees, Daniel et al. (2021), “Bottlenecks: Causes and Macroeconomic Implications,” *BIS Bulletins No. 48*, Nov.11。

<sup>16</sup> 「薪資—物價盤旋上升」係指，勞工因通膨導致實質購買力下降而要求更高薪資，而因人力短缺，勞方議價能力增加，其薪資將能提高，廠商則將增加的成本再轉嫁給消費者，從而導致通膨進一步上揚。如未來通膨預期沒有明顯被控制下來，則產生薪資—物價盤旋上升的可能性將升高。

<sup>17</sup> 同註 15。

#### (四)美國通膨展望及觀察重點

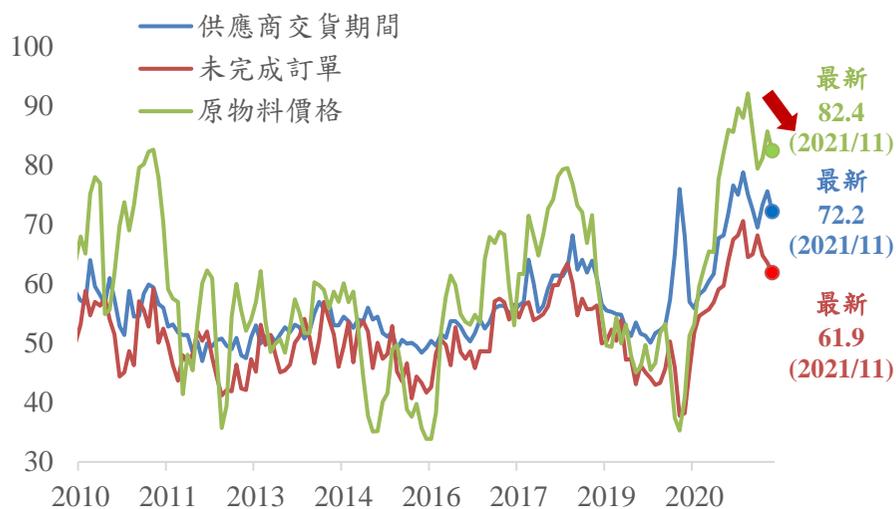
商品供需失衡是否改善為短期通膨放緩的關鍵因素；薪資成長趨勢及房租上漲壓力則為影響中長期通膨走勢之重要因素；另一旦通膨預期形成，恐易加速消費行為而產生通膨自我實現效果，亦為當前觀察重點。

1. 商品供需失衡情況：儘管目前**供應鏈瓶頸仍相當嚴重**，惟**商品供需失衡**似已不若數月前嚴重

(1) 能源價格若未再度大幅上漲，推升通膨之力道可望減弱：**天然氣、燃煤及原油價格**已於本年10、11月觸頂回落，美國能源資訊署(EIA)預估<sup>18</sup>，西德州中級原油(WTI)日均價將由本年每桶**67.9美元**略降至明年的**每桶66.4美元**。

(2) 供應鏈瓶頸似有所緩解：**ISM製造業指數**部分細項，如**供應商交期、原物料價格及未完成訂單**均有所趨緩(圖19)。另高盛編製的**美國供應鏈瓶頸指標**<sup>19</sup>於本年11月中上旬觸及高點後回落，顯示情況有所**改善**(圖20)。

圖19 美國ISM製造業指數細項



資料來源：ISM、Bloomberg

圖20 高盛追蹤美國供應鏈瓶頸指標(每週綜合指數)\*



\*高盛追蹤美國供應鏈瓶頸指標(每週綜合指數)考量鐵路聯運趨勢(Rail Intermodal Trends)、集裝箱停留時間(Chassis Dwell Time)及海運價格(Ocean Shipping Rates)等數據，大於300表示嚴重面臨供應鏈瓶頸。

資料來源：Goldman Sachs

<sup>18</sup> EIA (2021), "Short-Term Energy Outlook," Dec.2.

<sup>19</sup> 高盛預估，美國供應鏈瓶頸問題最快於明年中期才會解決(參見 Alliger, Jordan (2021), "GS Supply Chain Congestion Scale: Week 4 (Dec. 6th) - Further Weekly Relief, Scale Tracking to Dip below '10'," Goldman Sachs Research, Dec.6)。

## 2. 薪資成長趨勢：近月平均時薪月增率略放緩，仍需持續觀察勞動市場緊俏狀況能否緩解

- (1) 美國失業勞工數相對職位空缺數比仍處歷史低位(圖 21)，面臨缺工問題，增加薪資上揚壓力。
- (2) 近期因疫情相關的失業救濟金到期、消費者超額儲蓄回落及更多勞工因疫情緩解而重返職場，尤其是薪資相對偏低的基層勞工，致近月平均時薪年增率增速趨緩，月增率則略降(圖 22)。

圖 21 美國失業勞工數相對職位空缺數比\*



\*此處係指失業勞工數除以職位空缺數比率

資料來源：BLS、Bloomberg

圖 22 美國平均時薪成長率



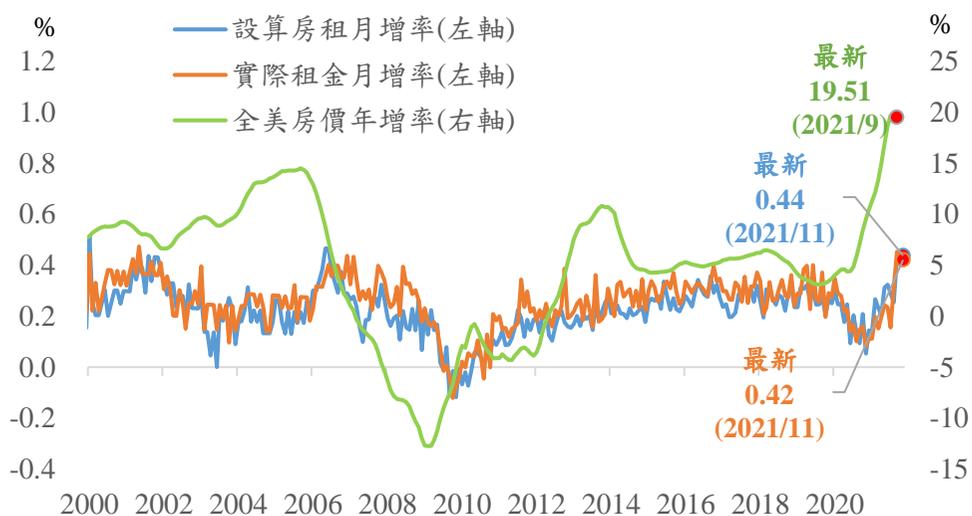
資料來源：BLS、Bloomberg

### 3. 房租上漲壓力：需求上升及供給限制導致美國房租上漲，市場預期 CPI 住房成本項目上漲趨勢仍將持續

- (1) 疫情期間生活型態改變、人口溫和成長及低房貸利率，推升住房需求，加上供給限制因素(如缺工、缺料、缺地等)，導致美國房市處於 1970 年代以來最緊俏時刻，無論是房價漲幅及房屋租金增速均顯著上揚(圖 23 及圖 24)，自住及租屋空屋率亦均降至歷史低檔。
- (2) 另勞動市場持續復甦及高房價外溢效應，亦支撐房租通膨<sup>20</sup>。

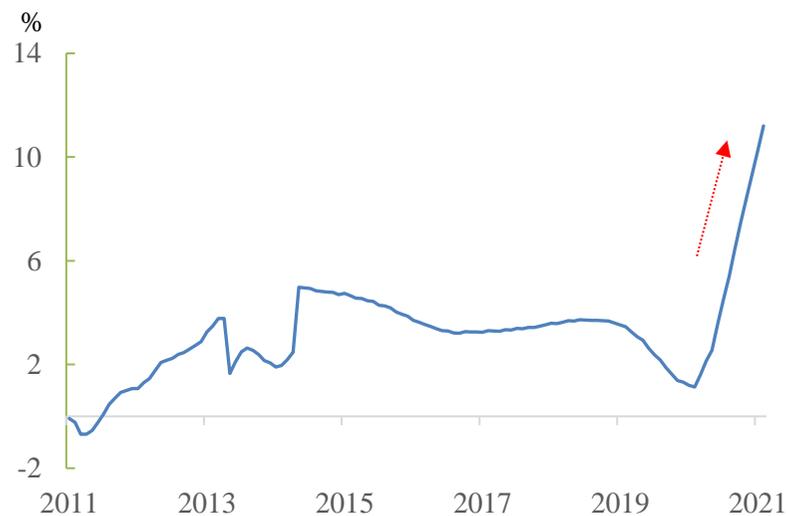
- 房租漲幅可能需耗時 1 年以上才能完全反映在 CPI 上；若此關係持續到明(2022)年夏天，住房成本類別之漲幅可能達 6%~7%，將創下 30 年最大漲幅。
- 房租項目占 CPI 比重近 1/3，儘管彭博預測美國 CPI 通膨率於明年底將大幅滑落至 2.8%，惟若住房成本加速上升，整體 CPI 漲幅極可能再增加 0.5 個百分點。

圖 23 Case-Shiller 全美房價指數及房租指標



資料來源：Bloomberg

圖 24 Zillow 房屋租金指數年增率(所有房屋)



資料來源：Bloomberg

<sup>20</sup> Wilcox, David (2021), "U.S. INSIGHT: Stealth Threat to Fed Target – Modeling Rent Surge," *Bloomberg Intelligence*, Dec.8.

4. 通膨預期趨勢：目前金融商品價格隱含通膨率雖明顯高於 Fed 之物價穩定目標，惟**通膨預期仍被錨定**

(1) **金融商品價格**隱含通膨率目前處於歷史相對高點(圖 25)。

(2) Fed 編製之**共同通膨預期指標**(Index of Common Inflation Expectations, **CIE**)顯示，目前**通膨預期仍錨定**(anchored)  
**於長期政策目標 2%**(圖 26)。

(3) 另預期長期**全球通膨趨緩(disinflation)**因素仍將**持續**，**緩和**通膨上行壓力

- 1990 年代以來，**全球化、技術進步及央行致力維持物價穩定**等因素，使許多已開發國家之通膨長期低於 2%。近年美中貿易爭端及本次疫情的供應鏈問題，**是否改變全球通膨趨緩的趨勢**，引發諸多討論。
- 各界咸認**技術進步**為緩和通膨上揚之有利因素；另如依據 DHL 與紐約大學合作編製**全球連結指數**<sup>21</sup>觀察，目前全球貿易已回升至疫情爆發前水準，顯示貿易全球化仍持續進行。



\* Fed 之 CIE 整合 22 項通膨預期指標，包含 30% 以市場為基礎及 70% 以調查為基礎的指標，後者可分為家計部門調查(30%)及專業人士調查(40%)。CIE 有效反映許多長期通膨預期指標的趨勢。

<sup>21</sup> Altman, Steven et al. (2021), “DHL Global Connection Index 2021 Update,” Dec.

## (五) 高通膨風險上升，Fed 轉向以物價穩定為優先，考慮 12 月宣布加速縮減購債

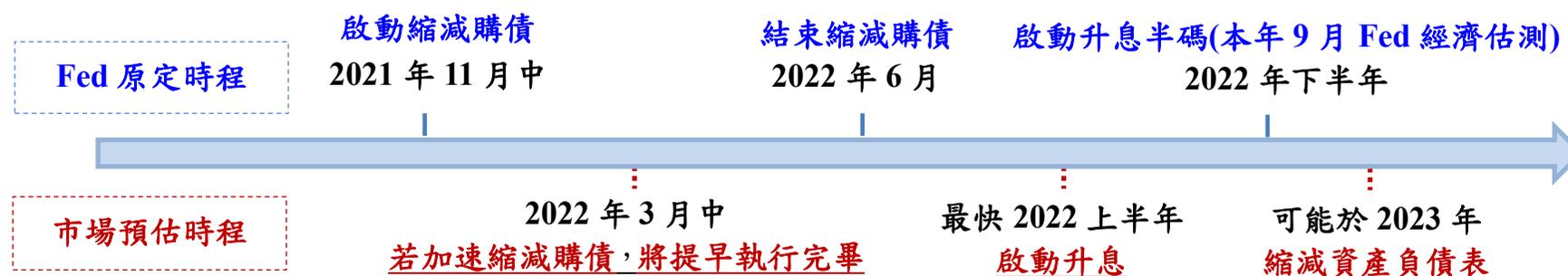
### 1. 鑑於美國經濟復甦取得實質進展，Fed 於本年 11 月初宣布縮減購債規模

由於美國經濟已朝目標取得實質進展，本年 11 月 3 日 FOMC 決議 11 月中開始縮減購債，每月逐步降低淨資產購買，分別減少購買 100 億美元美國公債及 50 億美元 Agency MBS，並預計於 2022 年 6 月中結束購債。

### 2. 高通膨風險上升，Fed 轉向以物價穩定為優先，考慮 12 月宣布加速縮減購債與貨幣政策正常化時程

- (1) Fed 主席 Powell 於本年 11 月 30 日國會聽證會表示，通膨上升風險增加；勞動市場要回復至疫情前狀態，需要物價保持穩定，持續性的高通膨對勞動市場復甦為重大風險，並考慮於 12 月宣布加速縮減購債。此言論顯示，儘管美國勞動市場仍有閒置，Fed 改以通膨穩定為優先順序，考慮加速縮減購債。
- (2) 自本年 11 月中以來，11 位具投票權 FOMC 成員已有 8 位(包括 Fed 主席 Powell 在內的 4 位理事及 4 位聯邦地區總裁)等陸續釋出可進一步加速縮減購債(最快於 12 月)之訊息(表 3)。
- (3) 若 Fed 加速縮減購債，可能於 2022 年 3 月左右結束購債，將給予 Fed 升息時點更多彈性，市場預估 Fed 最快將於 2022 年上半年啟動升息，且該年升息幅度可能介於 2 至 3 碼(圖 27)。

圖 27 Fed 貨幣政策正常化預期時程(紅色字體為市場預估)



資料來源：Fed、Bloomberg

表 3 近期 Fed 官員就加速縮減購債之看法彙總

人名	職位	評論
Jerome Powell (2021.12.1)	主席 (具投票權)	下一次 (12 月) 會議考慮加速縮減購債，並提前幾個月結束是合適的。 (Appropriate that we consider at the next (Dec) meeting, tapering faster so that it wraps up a few months earlier.)
Richard Clarida (2021.11.30)	副主席 (具投票權)	12 月 FOMC 會議討論加速縮減購債應是合適的。 (...but likely appropriate to discuss faster taper in December FOMC.)
Randal Quarles (2021.12.2)	理事 (具投票權)	支持委員會結束縮減購債並調升利率。 (Supportive of a committee decision to move the end of the taper & raise interest rates.)
Christopher Waller (2021.11.19)	理事 (具投票權)	傾向於就業成長及通膨驟升下加速縮減購債，縮減購債結束後，應可考慮縮減資產負債表。 (Favors faster taper on job gains and surged inflation. Should consider contracting balance sheet post taper process...)
Mary Daly (2021.12.2)	San Francisco Fed 總裁 (本年具投票權)	若趨勢保持不變將支持加速縮減購債，將參考 11 月非農就業及 CPI 報告。 (Support faster tapering if trend stays. Want to see Nov job and CPI reports)
Raphael Bostic (2021.12.2)	Atlanta Fed 總裁 (本年具投票權)	傾向於更早(2022 年第 1 季)而不是更晚結束縮減購債，以保留 Fed 政策空間。 (Prefer ending taper sooner (1Q22) than later to retain Fed optionality.)
Thomas Barkin (2021.12.2)	Richmond Fed 總裁 (本年具投票權)	通膨數據使 12 月 FOMC 會議變得艱鉅...支持目前 Fed 正在執行的政策正常化。 (Inflation readings making task at Dec FOMC meeting hard...Support “normalizing policy as we are doing”...)
John Williams (2021.11.30)	NY Fed 總裁 (具投票權)	鑑於經濟如此強勁，提前幾個月結束縮減購債是否有意義...，我預計我們須努力解決。 (...Would it make sense to end those purchases somewhat earlier, by maybe a few months, given how strong the economy is? ...I expect we’ll have to grapple with.)

資料來源：彙整自 Deutsche Bank、Bloomberg 等新聞媒體

## 附錄：美國 CPI 與 PCE 指數主要差異

**CPI 指數(Consumer Price Index)**及 **PCE 指數(Personal Consumption Expenditure Price Index)**係美國常用的通膨指標。CPI 是由美國勞工部勞工統計局編製，衡量一籃子消費商品及服務價格變化的加權平均指標，反映的是所有**國內消費者的直接支出(out-of-pocket expenditures)**；而 PCE 則由美國商務部經濟分析局編製，除了衡量消費者自行支付之消費外，**尚包括非營利機構代消費者支付之商品與服務**，涵蓋範圍較 **CPI 更廣**<sup>22</sup>(二者主要差異如附表)，且 PCE 為 Fed 作為衡量物價穩定之觀察指標(詳下頁專欄)。

附表 CPI 與 PCE 之主要差異

指數	CPI	PCE
統計機構	美國勞工部勞工統計局 (Bureau of Labor Statistics, <b>BLS</b> )	美國商務部經濟分析局 (Bureau of Economic Analysis, <b>BEA</b> )
公布時間	每月 <b>10~13</b> 日左右	<b>每月最後一個星期五</b> ，遇假日會調整
統計方式	透過家計單位調查 (追蹤消費者實際開支變化)	透過企業調查 (追蹤企業上架商品組成變化)
涵蓋範圍	衡量國內消費者 <b>自行直接支付之消費</b>	除消費者自行支付之消費外， <b>尚包括非營利機構代消費者支付之商品與服務</b> (如政府或雇主補助之醫療保健服務)
權重	項目權重經設定後 <b>維持不變</b> ，2 年調整一次	<b>每月動態調整</b> 項目權重，內含價格的 <b>替代效果</b>
	<b>住房成本所占權重較高</b>	<b>醫療保健服務所占權重較高</b>

<sup>22</sup> 根據美國商務部經濟分析局，**PCE 個人消費支出總額**約占全國 GDP 的 70%；另 **CPI 涵蓋範圍**僅約 PCE 的 75%。

長期來看，**CPI 統計的通膨率通常較 PCE 高**，且波動性更大，二種通膨指標的**歷史平均差約 0.5 百分點**<sup>23</sup>，造成此差距的部分原因來自指數權重及其組成項目：

1. 依權重觀察：**CPI 之組成項目權重在一段時間內是固定的，而 PCE 則會每月進行調整**。例如：當商品或服務價格變昂貴時，消費者可能轉而購買其他替代品，此時 PCE 會將之納入調整權重<sup>24</sup>。
2. 依組成項目觀察：**醫療保健服務占 PCE 權重相較 CPI 高很多**，因 PCE 包括政府及雇主代為支付的醫療費用；而**住房成本則占 CPI 權重相較 PCE 高**。此二項組成通常能解釋大部分 CPI 與 PCE 之變動差異<sup>25</sup>。

### 專欄：為何 Fed 採用 PCE 年增率作為衡量物價穩定之指標？

儘管 CPI 比較獲得媒體青睞、更新速度快，且為聯邦社會安全福利金調整的根據，亦為 TIPS 及通膨交換合約等金融商品之調整或參考基準，然而，**Fed 定義其物價穩定目標之衡量，則係依據個人消費支出價格指數 (PCE price index)**。Fed 採納 PCE 而非 CPI 作為衡量物價穩定的指標，主要係因 PCE 涵蓋之商品及服務範圍較 CPI 更廣，且 PCE 每月動態調整項目權重，考量相似產品之間的替代效果，**較能捉捕消費者的行為改變**(例如當麵包漲價時，人們會減少購買麵包，PCE 則會據以調整麵包在新商品籃的權重，但 CPI 則仍使用舊的商品籃)，**較 CPI 更能準確反映總體經濟走勢，與 Fed 之長期物價穩定目標較為一致**<sup>26</sup>。

<sup>23</sup> Haubrich, Joseph (2014), “PCE and CPI Inflation: What’s the Difference?” *Federal Reserve Bank of Cleveland*, Apr.17.

<sup>24</sup> Wessel, David and Salwati, Nasiha (2021), “How Does the Government Measure Inflation?” *Brookings Institution*, Jun.28.

<sup>25</sup> Mulraine, Millan (2016), “Market Musings – Rates, FX and Commodities Strategy,” *TD Securities Research*, Mar.16.

<sup>26</sup> 綜合整理自 Haubrich, Joseph (2014), “PCE and CPI Inflation: What’s the Difference?” *Federal Reserve Bank of Cleveland*, Apr.17; Board of Governors of the Federal Reserve System 網站: FAQs/What is inflation and how does the Federal Reserve evaluate changes in the rate of inflation?

#### 四、當前國內物價相關議題之說明－兼論台、美物價情勢比較

2008 年以來，國內物價大致平穩，上(2020)年受肺炎疫情影響，物價下跌；惟本(2021)年以來，進口原油等原物料價格及貨運費走高，引發國內**輸入性通膨壓力**。民眾**購買頻度較高之民生物資及餐飲等商品**為適時反映成本亦相繼**調漲**價格，**民眾因此感受較深**。

11 月台灣 CPI 年增率連續第 4 個月超過 2%，但當前能源使用效率較 1980 年代、1990 年代提高，加以近年來薪資成長溫和，不太可能引起薪資-物價螺旋上升；尚且行政院「穩定物價小組」積極防杜人為操縱，油電燃氣價格平穩機制適時啟動，應可達到穩定物價效果，**不至於重演早年通膨率大幅攀升的情節**。

此外，本年 11 月**美國 CPI** 通膨率升至 **6.8%** 之近 **40 年新高**，係因經濟活動重啟，需求大增，而**美國勞動市場緊縮**，且有貨運輸入港口及陸上**物流不暢通等供應鏈瓶頸問題**，使得**供需嚴重失衡**所致；相對地，**台灣疫情控制良好**，**較無勞動市場緊縮及供應鏈瓶頸衝擊問題**，生產未受影響，供需正常，CPI 年增率**不會如美國大幅攀升**。

茲就當前社會大眾所關心之國內物價相關議題加以說明，俾提供各界參考。

Q1：何謂通膨(inflation)現象？目前國內有通膨現象嗎？

Q2：央行為何關心通膨現象？為何也重視核心通膨率？

Q3：進口物價如何影響 CPI 通膨率？PPI 與 CPI 出現剪刀差有何涵義？

Q4：當前國內輸入性通膨壓力有很大嗎？若有輸入性通膨壓力該如何因應？

Q5：近來餐飲業者紛紛調高外食售價，對國內 CPI 通膨率是否會帶來很大影響？

Q6：台灣 CPI 年增率已連續數月高於 2%，1970 年代、1990 年前後通膨率大幅攀升的情節將會重演嗎？

Q7：本年以來台灣與美國物價情勢存在哪些差異？

Q8：對於物價上漲，為何民眾的感受與官方統計有落差？

## Q1：何謂通膨(inflation)現象？目前國內有通膨現象嗎？

A：

### 1. 通膨(inflation)現象的定義

**通膨現象**係指「一般物價水準在某一段期間內，持續以相當的幅度上漲」或是「等值的貨幣，其購買力持續性的下滑」。因此，如一經濟體的一般物價水準具「**普遍**」、「**持續**」與「**顯著上漲**」等特點，才稱為有通膨現象。經濟學者大多認為，最能夠用來衡量通膨現象的一般物價是消費者物價指數(Consumer Price Index, CPI)。

### 2. 目前國內有通膨壓力，但無通膨現象

上年受肺炎疫情影响，全球需求不振，原油等原物料價格大跌，進口物價**跌 10.23%**，CPI 年增率為-0.23%；本年初以來，各國經濟活動重啓，**全球需求回溫**，**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走高，加以上年**基期較低**，大幅推升國內進口物價，引發**輸入性通膨壓力**；加上**天候**影響，CPI 年增率呈走高趨勢，至 11 月為 2.84%，1~11 月平均為 1.91%，惟不含能源及蔬果之**核心 CPI** 年增率則為 **1.28%**，仍屬溫和。

本年全年 CPI 年增率可望維持在 **2%** 以下，**明(2022)年**，主要機構預測國際油價漲勢減緩，台灣 CPI 年增率**可望低於本年**。也就是說，國內通膨壓力應尚**未達到**一般物價水準「**普遍**」、「**持續**」與「**顯著上漲**」的通膨現象<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 經濟學家大抵認為，**物價溫和上漲**(如通膨率介於 **1%~3%** 或平均約為 **2%**) 有利活絡經濟；例如，在物價溫和上漲的情況下，企業較有可能獲利，因而將較願意進行投資、增加僱用員工，有助於提高生產力、就業創造與可持續性成長，帶來**良性經濟循環**。反之，若出現物價普遍持續下跌的**通貨緊縮**(deflation)**現象**，因民眾可能延後消費，導致廠商存貨增加，企業將不願進行投資，甚至可能減薪、裁員，**經濟活動亦將萎縮**，不利人民福祉的提升。

## Q2：央行為何關心通膨現象？為何也重視核心通膨率？

A：

### 1. 央行致力維持物價穩定，以維護民眾的購買力，促進經濟可持續性成長

由於**通膨現象發生會傷害貨幣購買力**，對弱勢族群或固定收入者之衝擊較大；因此，央行須關心通膨現象，並致力維持物價穩定，以維護民眾的購買力，降低**相對價格**與未來物價水準波動的不確定性，促使各經濟部門做出適當的經濟決策，此有助於降低資源配置效率的扭曲、提升經濟效率，進而促進經濟可持續性成長。

### 2. 對央行而言，以核心通膨率判斷通膨現象更具政策涵義

(1)國內**蔬果**價格易受天候影響、**能源**價格則易受國際油價影響，**短期波動較大**，且屬**供給面因素**，較**不易受**央行**貨幣政策影響**，**不適合以貨幣政策回應**；因此，經濟學家認為，剔除短期波動較大項目的核心消費者物價指數(Core CPI)<sup>2</sup>，例如不含蔬果及能源之**核心 CPI**，對央行而言更具**政策涵義**。

(2)央行除關注 CPI 總指數外，亦關注不含蔬果及能源之核心 CPI，主要係因央行對於影響物價的暫時性或短期因素不應貿然作出反應，否則將使經濟波動更大。因此，在判斷有無通膨現象時，必須同時檢視 CPI 與核心 CPI。

### 3. 央行主要關心中長期的通膨率走勢，若回應短期物價變動因素頻繁調整貨幣政策，反將不利經濟與物價穩定

(1)央行若回應 CPI 中屬於暫時性或短期變動的項目，例如豪雨、颱風所導致的蔬果價格高漲，而採緊縮性貨幣政策，立即提高利率，則因貨幣政策的效果須經一段時間才會顯現，在效果尚未顯現前，蔬果價格可能早已回落，屆時

---

<sup>2</sup> 核心通膨著重基本與持續性(underlying and persistent)通膨趨勢，通常剔除主要受季節性或暫時性供給面影響短期波動較大之食物及能源，以及由政府設定價格的項目。詳見 International Monetary Fund (2017), Inflation: Prices on the Rise - Back to Basics: Finance & Development。

<https://www.bookstore.imf.org/books/back-to-basics#summary-text>

是否又要降低利率？央行主要關心中長期的通膨率走勢，聚焦於研判導致中長期物價不穩定的因素，並做出適當回應。

(2)本年 1~11 月台灣核心通膨率為 1.28%，顯示目前的通膨率仍屬溫和；若央行伴隨短期因素的波動而頻繁地調整貨幣政策走向，反而會加劇經濟波動。

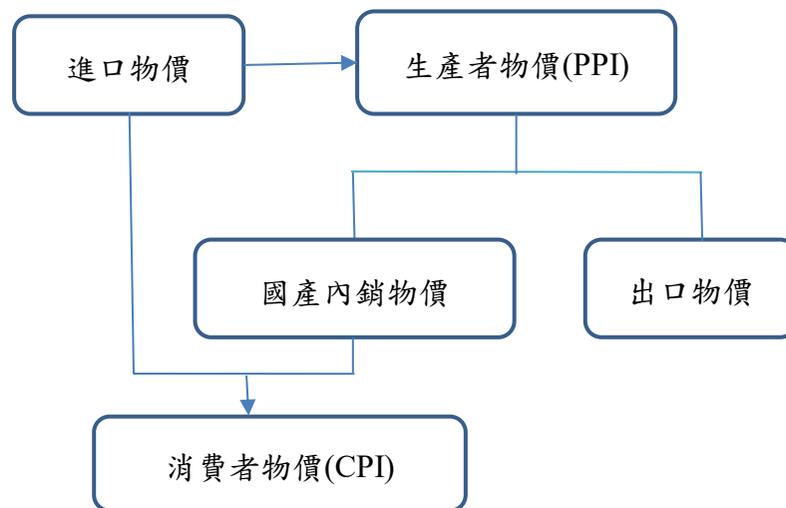
### Q3：進口物價如何影響 CPI 通膨率？PPI 與 CPI 出現剪刀差有何涵義？

A：

#### 1. 進口物價直接間接影響 CPI 通膨率

台灣進口商品近 9 成是農工原料及資本用品，其中農工原料需要經過層層加工以後才會製造成為最終消費品，再輸送到消費端販售。除了進口消費品可直接運送到消費端銷售，影響國內消費者物價(CPI)外，進口原油亦可透過國內浮動油價機制直接影響 CPI<sup>3</sup>；農工原料及資本用品則會經由國產內銷物價間接影響 CPI(圖 1)。

圖 1 商品進口價格對國內物價的傳遞管道



<sup>3</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。

## 2. 進口物價直接影響 CPI 通膨率較大，間接影響較為迂迴且較不顯著

### (1) 直接影響：

- 本年 1~11 月，進口物價上漲 10.22%，主要(約 45%)係原油價格上揚所帶動；**油料費**反映進口原油價格而**調漲 22.30%**<sup>4</sup>，致 CPI 年增率上升 **0.49 個百分點**，對 CPI 年增率 1.91%之**貢獻率約 26%**。
- 扣除油料費之影響，則 CPI 年增率**降為 1.56%**，接近**核心 CPI**年增率之 **1.28%**。
- 進口**消費用品**價格較上年同期**下跌 1.09%**，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>，較不易精確估計。

- 本年 1 至 11 月進口物價漲幅為 10.22%，其中，**不含原油之進口物價漲幅**推算約 **6.19%**，估計將使 CPI 年增率上升 **0.16 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>4</sup> 1 至 11 月國際指標油價(7D3B)較上年同期上漲 65.82%，同期間新台幣對美元匯率升值約 5.81%，扣除匯率變動因素後，進口原油價格(7D3B)漲幅仍達 60.01%，透過國內浮動油價機制，油料費反映調漲 22.30%。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 權數相對油料費為小，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 11 月進口物價(不含原油)漲幅約 6.19%，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 3 季)，進口物價(不含原油)上漲 10%將使 CPI 年增率上升 0.26 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 11 月進口塑、橡膠及其製品較上年同期上漲 5.38%)。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>26.63%</b>	基本金屬與金屬製品分別漲 35.12%、14.48%	自行車、機車、汽車、鍋具、熱水器分別漲 4.93%、1.70%、0.40%、1.10%、1.34% 冷暖氣設備(占 0.25%)、電冰箱(占 0.14%)則分別下跌 0.33%、0.66%	+ <b>0.028</b> 個百分點 - 0.002 個百分點
植物產品(黃豆、小麥及玉米等)漲 <b>23.11%</b>	食品及飼品漲 7.36%	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 2.73%、1.56%、1.96%、1.23%、2.18%、4.16%、13.42%、4.98%、3.02%、4.49%	+ <b>0.101</b> 個百分點
木及木製品漲 <b>14.01%</b>	木竹製品漲 7.46%	桌椅(占 0.14%)、其他家具(梳妝台、嬰兒床等)(占 0.08%)及櫥櫃(占 0.19%)分別漲 2.33%、2.22%、0.56%	+ <b>0.006</b> 個百分點
木漿、紙及其製品漲 <b>12.14%</b>	紙漿、紙、紙製品及印刷品漲 7.23%	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 1.54%、0.87%、2.14%、1.10%、0.41%	+ <b>0.013</b> 個百分點
機器、電機、電視影像及聲音紀錄機等設備跌 <b>3.24%</b> ，光學、計量、醫療儀器、樂器及其零件跌 2.14%	電子零組件漲 5.55%，電腦、電子產品及光學製品漲 1.55%	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 2.98%、1.00%、0.60% <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>1.17%</b> 、 <b>9.85%</b> 、1.81%、2.53%	+ <b>0.008</b> 個百分點 - <b>0.058</b> 個百分點

註：漲跌幅係本年 1 至 11 月與上年同期比較。

資料來源：主計總處、本文估算整理

### 3. CPI 漲跌幅度通常小於 PPI，形成「剪刀差」係正常現象

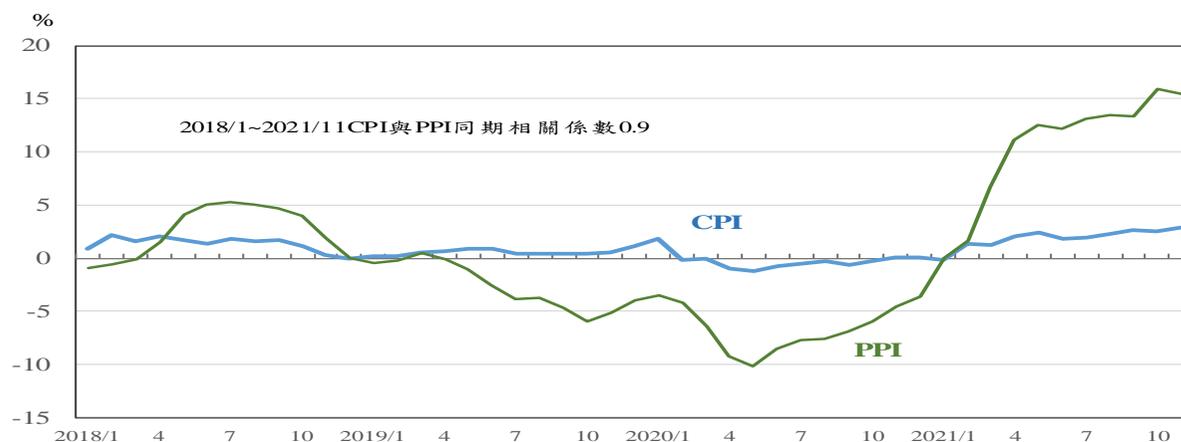
- (1)CPI 含價格平穩且權數高於商品類的**服務類**，漲跌幅度通常小於只含波動度高之商品類的生產者物價(PPI)。
- (2)將原物料投入生產、出廠到零售，尚須加上倉儲、管銷成本及商業利潤，因此，若管銷成本及商業利潤不變，零售價格(CPI)調整幅度將小於 PPI 變動幅度，形成「剪刀差」之正常現象(圖 2)；由於 PPI 上年跌幅大，基期較低，致本年漲幅大，使得剪刀差較大。

—進口原油影響台灣 CPI 通膨率較大，且通常會在**當期即直接反映到零售物價**(油料費)，其他商品也可能反映進口成本調整售價，但可能因反映進口成本調整售價的落後期間較為不一，對 CPI 相關商品價格衝擊也會較為零散而不顯著。

—近期**餐飲業者紛紛調高售價**，部分係反映牛肉、小麥、玉米等**進口價格**持續走高，則民眾較有感。

—**PPI 與 CPI 二者年增率**雖成「剪刀差」，但**走勢相當一致**，**同期相關係數達 0.9**；顯示 PPI 漲跌大部分已在同期反映到 CPI 上。

圖 2 PPI 與 CPI 年增率走勢



資料來源：主計總處

Q4：當前國內輸入性通膨壓力有很大嗎？若有輸入性通膨壓力該如何因應？

A：

1. 本年 1~11 月進口物價較上年同期上漲 10.22%，與 2019 年比較則下跌 1.11%

(1) 上年受肺炎疫情影響，全球需求不振，原油等原物料價格大跌，進口物價跌 10.23%。本年以來，各國經濟活動重啟，需求明顯回溫，肺炎疫情亦導致供應鏈瓶頸問題，原油等原物料價格大幅回升，加以基期較低，致 1~11 月進口物價較上年同期上漲 10.22%；但是若與 2019 年比較，則下跌 1.11% (表 2)，仍低於 2019 年水準，顯示進口物價上漲主要亦受基期因素影響。

表 2 進口物價變動率

2020 年與 2019 年比較	本年 1~11 月與上年同期比較	本年 1~11 月與 2019 年比較
- 10.23%	+ 10.22%	- 1.11%

資料來源：主計總處

(2) 民眾對物價下跌較無感受，對物價上漲的感受則較深<sup>8</sup>。例如，上年國內汽油、柴油等油料費反映進口原油價格跌 39% 而調降 17.46%，反之，本年 1~11 月國內油料費反映進口原油價格漲 59% 而調漲 22.30%；但是，若以本年 1~11 月平均與 2019 年比較，則僅上漲 0.67%，亦即只是大致上漲回 2019 年的水準而已 (圖 3)。

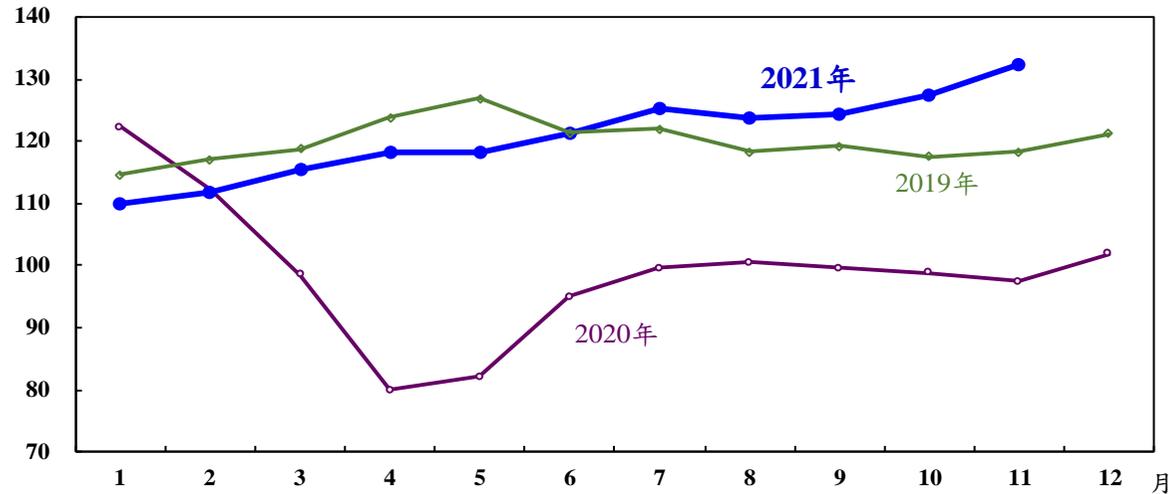
(3) 本年台灣通膨率較高，亦與上年物價下跌致比較基期較低有關，也因而加深民眾對物價上漲的感受；若以近 3 年

<sup>8</sup> 在統計上同樣是價格變動 50 元，若從 100 元跌至 50 元，跌幅為 50%，若 50 元漲到 100 元，則漲幅達 100%，漲幅看來似乎很大，實際上只是漲回原來價位。

平均(2019年~本年11月平均)通膨率而言，則仍低於1%，相當溫和。

圖3 油料費

指數(2016年=100)



資料來源：主計總處

2. 面對輸入性通膨壓力，可採機動調降進口關稅、貨物稅等供給面措施因應，新台幣升值亦有助緩解

(1) **新台幣對美元升值，有助減輕輸入性通膨壓力**：2020年新台幣對美元匯率升值約4.6%，使新台幣計價較美元計價進口物價跌幅擴大4.16個百分點，本年1~11月新台幣對美元匯率較上年同期升值約5.8%，則使**新台幣計價**較美元計價進口物價漲幅**減緩6.37個百分點**，估計將使**CPI年增率下降0.28個百分點**。

(2) 貨幣政策對抑制需求面衝擊的物價上漲較有效果，但對來自供給面的衝擊，若採緊縮貨幣措施，會付出昂貴的代價，宜以供給面措施因應。

—若屬需求拉動的物價大幅上漲(如總需求曲線AD移至AD')，央行可採緊縮性政策減緩(如AD'移回AD)(圖4)。

—對於**供給面**因素，例如進口原物料等生產成本上揚，造成的**物價大幅波動**(如總供給曲線 AS 移至 AS')，央行若採**緊縮貨幣措施**(如 AD 移至 AD')，會付出昂貴的代價，即**產出會進一步下降**(由  $y_1$  減少至  $y_2$ ) (圖 5)。

圖 4 需求面衝擊與緊縮性政策

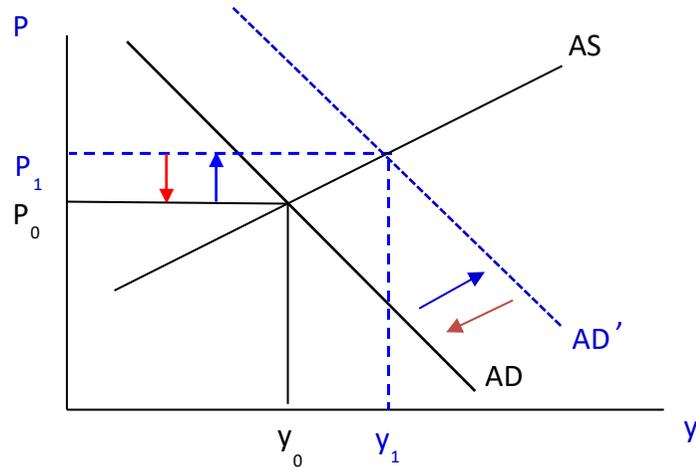
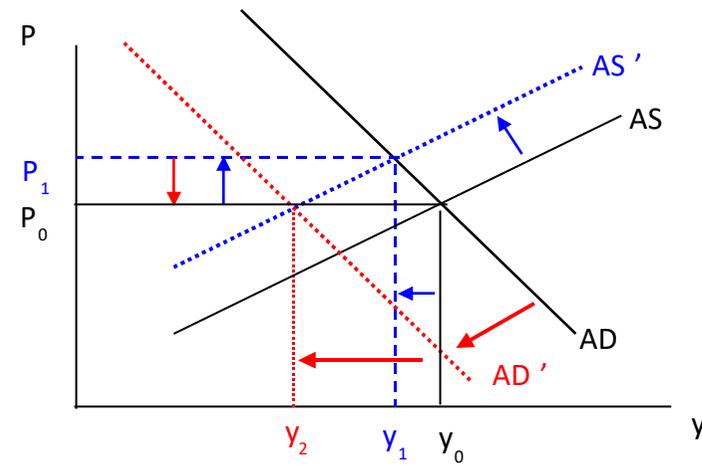


圖 5 供給面衝擊與緊縮性政策



(3)供給面因應措施包括**調降進口物資關稅、貨物稅及營業稅**等；例如，行政院「穩定物價小組」已協調財政部機動減免課徵牛肉、小麥進口關稅，以及汽柴油貨物稅<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 機動調降小麥、牛肉、水泥及汽柴油等 4 項關稅及貨物稅，並自 12 月 1 日起生效，為期 4 個月，而中油、台塑等公司也立即宣布油價自即日起調降 1.1 元。

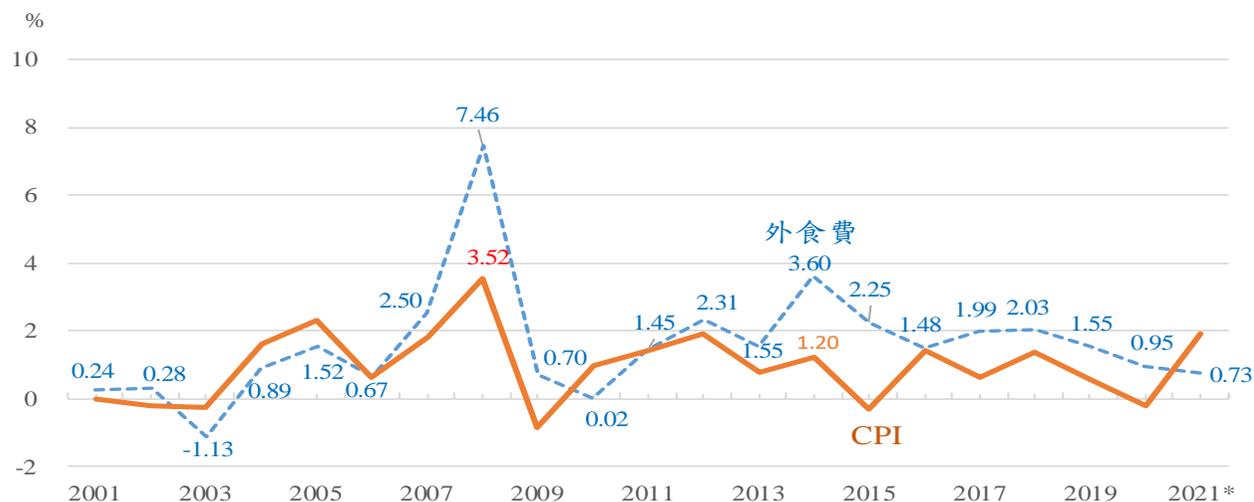
**Q5：近來餐飲業者紛紛調高外食售價，對國內 CPI 通膨率是否會帶來很大影響？**

**A：**

1. 國人大多習慣外食，外食成本容易轉嫁，而且易調漲，罕見調降。因此，除 2003 年因 SARS 疫情，**外食費**調降外，似乎**年年調升**，但年平均漲幅較**少超過 2%**(圖 6)。2020~2021 年受肺炎疫情影響，漲幅較緩；惟因外食費占 CPI **權數**高達 **10%**左右，仍為**影響 CPI 年增率的重要項目**。

—2001 年以來外食費平均年增率為 **1.57%**，高於 **CPI 平均年增率之 0.96%**，約影響 CPI 平均年增率 **0.16 個百分點**。

**圖 6 CPI 及外食費年增率**



\*係為 1 至 11 月統計資料。  
資料來源：主計總處

2. 2007年7月**基本工資**大幅調高，2007~2008年國際油價頻創歷史新高(2008年7月中布蘭特油價曾達每桶145美元)，生質能源作物需求大增，加以天候使全球農牧產品減產，進口穀物等**價格**大漲，2008年大幅調高**電價**(表3)，**外食費**反映食材、用電及人力成本調高**7.45%**，影響2008年CPI年增率**0.66個百分點**。
3. 2013、2014年**基本工資**調幅較高，加以**肉類價格**走高，以及**電價調漲**(表3)，**2014年外食費**反映成本調高**3.60%**，影響CPI年增率**0.36個百分點**。
4. 本年初以來因貨運塞港等供應鏈瓶頸，貨運費攀升，牛肉、小麥、玉米等進口價格走高，加以近期在防疫管制鬆綁、政府振興消費措施啟動下，**餐飲業者**紛紛適時**反映食材、人力成本而調高外食售價**。
- 11月外食費年增率升為1.65%，遠高於1~11月平均之0.73%；惟因已近年底，對本年全年**CPI**影響有限，**預期對明年CPI將有較大影響**。
- 近期外食費漲幅較大引發外界關注，不過，政府相應措施預期將發揮效果，有助緩和調漲壓力，應不致出現有如2008年、2014年之情形。

表3 外食費調漲背景

	動物產品進口價格	植物產品進口價格	基本工資	電價	外食費
2007年	+23.67%	+42.79%	時薪+44%、月薪+9%		
2008年	-6.01%	+28.52%		+25.2%(7月、10月共2次)	+7.46%
2013年	+8.31%	-3.25%	時薪+5.8%、月薪+1.4%	+10.7%(10月)	
2014年	+4.07%	-2.88%	時薪+5.5%、月薪+1.2%		+3.60%
2020年	-6.72%	-1.86%	時薪+5.3%、月薪+3.0%		
2021/1~11	+8.69%	+23.10%	時薪+1.3%、月薪+0.8%		+0.73% (11月+1.65%)

**Q6：台灣 CPI 年增率已連續數月高於 2%，1970 年代、1990 年前後通膨率大幅攀升的情節將會重演嗎？**

**A：**

1. 本年以來，雖然國內面臨原油等原物料價格高漲之輸入性通膨壓力，CPI 年增率連續數月高於 2%，但通膨背景已不同於 1990 年代中期以前(表 4)，應不至於重演早年通膨率大幅攀升的情節。例如：

(1)1970 年代，因經濟對石油依賴度高，**兩次石油危機**(國際油價以倍數上漲)期間，**通膨率伴隨油價大幅攀升**。

(2)1989~1992 年國內通膨率達 **4%** 上下，主因薪資連年大幅調高，肇致**薪資-物價螺旋上升(wage-price spiral)**，加以 1990 年波斯灣戰爭帶動油價上漲。

(3)2008 年國內通膨率為 **3.52%**，主因國際**油價創歷史新高**，帶動**生質能源需求**銳增，**推升食物類價格**。

**表 4 台灣 CPI 通膨率與通膨背景**

	<b>CPI 通膨率</b>	<b>通膨背景</b>
1970 年代兩次石油危機	1973 年 8.17%、1974 年 47.47%；1979 年 9.75%、1980 年 19.01%	經濟活動對石油依賴度高，國際油價以倍數上漲，加上全球糧食危機，通膨率伴隨走高
1989~1992 年	1989~1992 年依序為 4.41%、4.12%、3.62%、4.47%	薪資連年大漲(1987~1992 年年增率介於 9%~15.5%)，肇致薪資-物價螺旋上升(wage-price spiral)，加以 1990 年波斯灣戰爭帶動油價上漲。
2008 年	3.52%	國際油價創歷史新高(布蘭特油價達每桶 145 美元)，帶動生質能源需求銳增，推升食物類價格(年漲幅 8.56%)。
2021 年	1 至 11 月為 1.91%	國際原油(布蘭特)價格，上年為每桶 41.7 美元，較 <b>2019 年之 64.4 美元跌 35.25%</b> ；預測 <b>本年為 71.7 美元，較上年漲 71.94%</b> ，較 2019 年則漲 <b>11.34%</b> 。 2020 年薪資年增率為 1.32%，2021 年 1 至 10 月為 2.91%。

2. 台灣早年通膨率大幅攀升的情節不至於重演，因能源使用效率較 1980 年代、1990 年代提高<sup>10</sup>，同時**油價衝擊經由通膨預期管道間接影響 CPI 的效果式微**<sup>11</sup>；加以近年來薪資成長溫和，不太可能引起**薪資-物價螺旋上升**。此外，行政院「穩定物價小組」積極防杜囤積、哄抬等人為操縱，油電燃氣價格平穩機制適時啟動，並機動減免課徵牛肉、小麥進口關稅，以及汽柴油貨物稅，應可降低民眾對物價持續上升之預期心理，進而達到穩定物價效果。
3. 本年美國等國際主要港口壅塞、貨櫃周轉延遲、貨運費攀升等供應鏈瓶頸問題紓解不易，牛肉、小麥、玉米等大宗物資進口價格持續上揚，加以肺炎疫情反覆，不確定性仍高，國內輸入性通膨壓力持續期間恐延長，須繼續密切關注。

---

<sup>10</sup> 能源密集度係指創造每單位實質國內生產毛額(GDP)所需使用的能源，其計算方式是以能源總消費量除以實質 GDP(公升油當量/新台幣千元)。若能源密集度下降，表示為產生一單位實質 GDP 所耗用的能源減少，亦即表示能源使用效率提高。台灣能源密集度自 1982~1983 年之 8.5 公升油當量/新台幣千元漸次下降，至 2020~2021 年為 4.3 公升油當量/新台幣千元。

<sup>11</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。**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**。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。

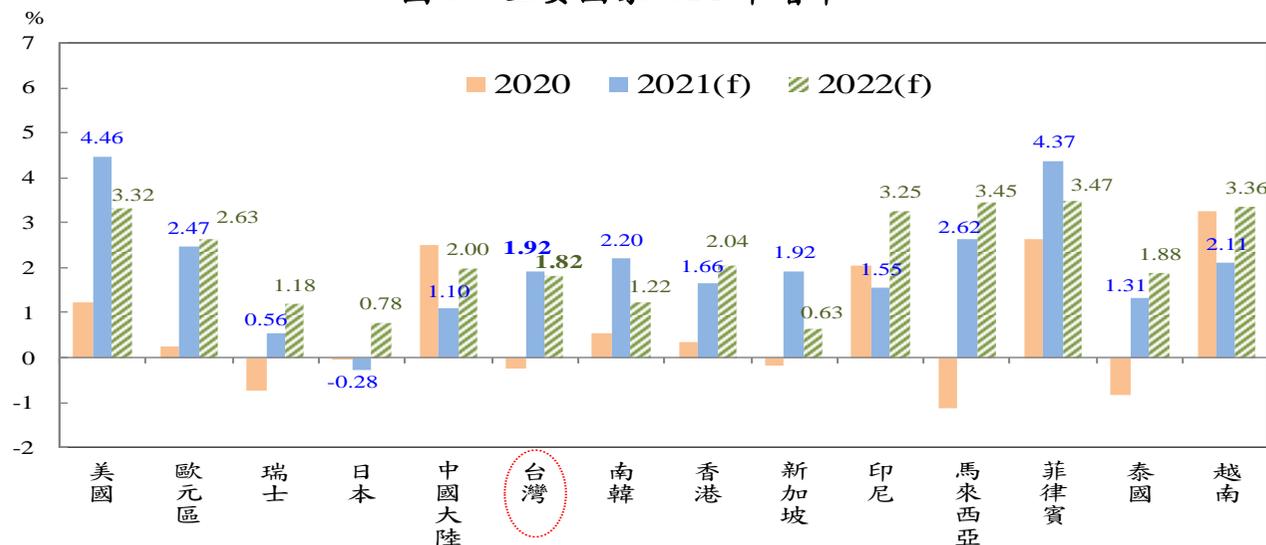
## Q7：本年以來台灣與美國物價情勢存在哪些差異？

A：

本年 11 月美國 CPI 年增率升至 6.8% 之近 40 年新高，係因經濟活動重啟，需求大增，而勞動市場緊縮且供應鏈瓶頸，供需嚴重失衡；台灣則疫情控制良好，生產未受影響，供需正常，CPI 年增率較低為 2.84%。

1. 本年歐、美通膨率明顯走高，日本、中國大陸通膨率則較上年走低<sup>12</sup>，台灣、新加坡及南韓等東亞國家通膨率相對溫和，主因東亞國家：(1) 疫情控制較佳；(2) 為全球製造業生產基地，受供應鏈瓶頸的衝擊較小；(3) 較無勞動力短缺現象<sup>13</sup>(圖 7)。

圖 7 主要國家 CPI 年增率



註：2020 年係實際值，2021 年及 2022 年係 IHS Markit(2021.11.15)預測值。

資料來源：各國政府統計、IHS Markit (2021.11.15)

<sup>12</sup> 日本因通訊費下降，中國大陸則因豬肉價格大跌。

<sup>13</sup> 詳參 Harding Robin (2021), "Asia is the global inflation exception," Financial Times, Nov.26。

2. 本年以來美國供需嚴重失衡，通膨率明顯走升；台灣物價上漲則主要來自供給面因素的衝擊，通膨率相對溫和

(1)美國：經濟活動重啟，需求大增，而**勞動市場缺工**，勞動報酬明顯上揚<sup>14</sup>；另一方面，貨運輸入港口及陸上**物流不暢通**，以及發生**晶片短缺**等**供應鏈瓶頸**，導致**供需嚴重失衡**(表 5)，通膨率大幅走高。

(2)台灣：因**疫情控制得宜**，較無**勞動市場緊縮**、**物流不暢通**等**供應鏈瓶頸**問題，薪資溫和成長，而且有行政院「穩定物價小組」積極啟動**平穩物價機制**，有助於達到穩定物價的效果，通膨率較溫和。

表 5 美、台物價情勢之供需影響因素比較

		美國	台灣
<b>疫情控制</b>		<b>不佳</b>	<b>良好</b>
<b>能源商品(油料費)價格</b>		受國際能源價格攀升影響，能源商品 <b>價格大漲</b>	同受國際能源價格攀升影響， <b>油料費大漲</b>
<b>商品</b> 供需失衡情況	<b>供給</b>	<b>供應鏈瓶頸嚴重</b> ● 塞港情形 <b>嚴峻</b> ， <b>影響商品進口</b> ● 陸上 <b>物流不暢通</b>	較無 <b>供應鏈瓶頸</b> 問題(即無塞港且陸上 <b>物流順暢</b> )
	<b>需求</b>	政府 <b>大規模現金紓困</b> ，民眾 <b>可支配所得</b> 增加，隨防疫措施鬆綁， <b>耐久財消費遽增</b>	政府發放 <b>振興券</b> 之 <b>金額相對較小</b> ，對國內物價影響有限
<b>勞動市場</b> 供需失衡情況		就業人數與勞參率均較疫情前明顯減少，致 <b>職位空缺率攀升且創新高</b> ， <b>增加薪資上揚壓力</b> ● 2021年11月勞參率為61.8%； 2019年12月勞參率為63.3% ● 2021年10月職位空缺率為6.9%； 2019年12月職位空缺率為4.2% ● 2021年1~11月每工時薪資成長3.9%	相較疫情前，當前勞參率略減而職位空缺率略升， <b>薪資成長溫和</b> ● 2021年10月勞參率為59.02%； 2019年12月勞參率為59.22% ● 2021年上半年職位空缺率3.19%； 2019年上半年職位空缺率2.70% ● 2021年1~10月平均薪資成長2.91%

<sup>14</sup> 美國勞工因害怕染疫、提前退休或照顧兒童等，**勞動市場缺工**，薪資明顯上揚。

(3)茲就本年 11 月美國與台灣影響 CPI 年增率較大之項目比較分析如下(表 6、表 7)：

表 6 美國本年 11 月 CPI 年增率主要影響項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	6.80	6.80
能源商品	30	57.50	1.68
房租	330	3.90	1.28
二手車	27	31.40	0.87
新車	37	11.10	0.42
外食費	63	5.80	0.37
能源服務	31	10.70	0.33
家庭用品	38	6.00	0.23
運輸服務	52	3.90	0.20
肉類	10	16.00	0.17
成衣	28	5.00	0.14
合計			5.69
健康保險費	11	-3.80	-0.05
合計			-0.05
其他			1.16

資料來源：美國勞動統計局(Bureau of Labor Statistics, BLS)

表 7 台灣本年 11 月 CPI 年增率主要影響項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)
CPI	1000	2.84	2.84
油料費	27	35.80	0.78
水果	20	24.74	0.47
運輸費	27	6.94	0.20
蔬菜	14	12.91	0.19
外食費	99	1.65	0.16
房租	143	1.02	0.15
肉類	22	5.16	0.12
家庭用品	39	2.79	0.11
娛樂服務	58	1.27	0.07
住宅維修費	11	5.39	0.06
成衣	37	1.20	0.05
合計			2.36
通訊設備	5	-7.36	-0.04
合計			-0.04
其他			0.52

資料來源：主計總處

— 同樣受原油等國際能源價格攀高影響，美國能源商品(油料費)、能源服務(燃氣、電費)價格大漲；惟台灣有浮動油價平穩機制，油料費漲幅較小，且燃氣、電費凍漲。

— 美國經濟活動重啟，因晶片短缺，加以用車需求大增，美國汽車(新車及二手車)價格大漲；台灣未調查二手車價格，新車(汽車)價格則僅上漲 0.37%。

- 美國遠距上班者逐漸重返公司辦公，加上本年與上年兩屆畢業生同時找工作，使得租屋需求大增，**新簽租約者眾**，**房租漲幅升高**，而**台灣房租漲幅**則長期維持**溫和**<sup>15</sup>。
- 美國受**勞動市場緊縮**、貨運輸入港口及陸上**物流不暢通**之**供應鏈瓶頸**等影響，肉類、外食費、家庭用品、運輸服務<sup>16</sup>、成衣等多數商品(服務)價格也較台灣明顯上漲。
- 美國機票價格下跌 3.7%，**台灣**則受**防疫管制**影響，**機位供給大減**，**推升機票價格**<sup>17</sup>，使得運輸費走高。
- 美國蔬果價格漲幅溫和<sup>18</sup>，**台灣**則受颱風豪雨等**天候因素**影響，蔬果價格大幅上漲。

---

<sup>15</sup> 長期以來，台灣房租漲幅相較美國溫和，且占 CPI 權數為 14.25%，遠小於美國之 32.98%，以致對 CPI 年增率之影響亦較小。有關台灣房租漲幅相對溫和之說明，請詳見附錄。

<sup>16</sup> 主要係租車、汽車維修及保險費上漲，機票(權數 0.67%)價格則下跌 3.7%(貢獻-0.03 個百分點)。

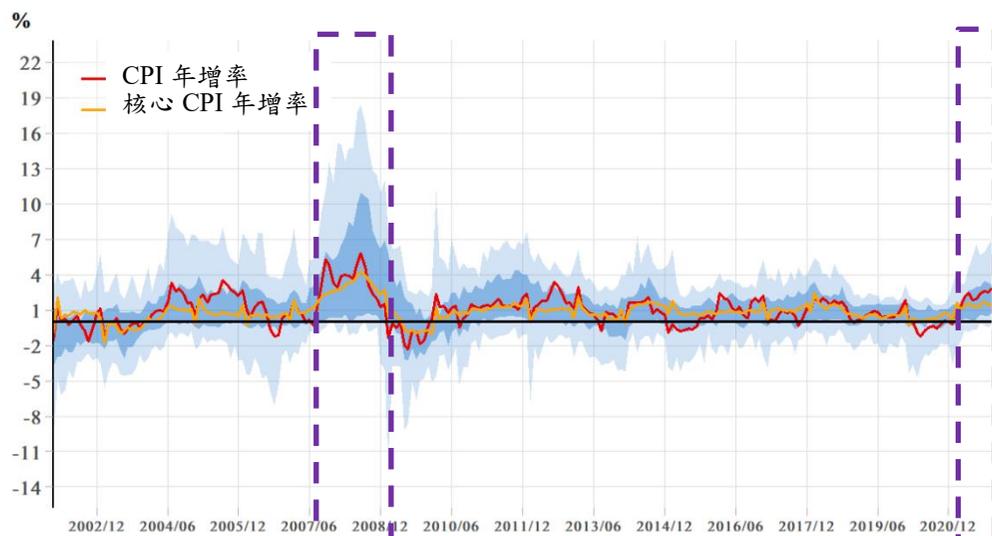
<sup>17</sup> 本年 11 月與 1~11 月機票(權數 1.28%)價格分別較上年同期上漲 13.38%、25.48%，約貢獻 CPI 年增率 0.20、0.32 個百分點。

<sup>18</sup> 美國新鮮蔬菜(權數 0.51%)價格漲 2.2%、新鮮水果(權數 0.54%)價格漲 5.8%，影響 CPI 年增率為 0.011、0.031 個百分點。

(4)本年以來，台灣 CPI 組成項目商品上漲趨勢尚未大於過去，美國則漲幅明顯大於過去趨勢。

—觀察台灣 CPI 組成項目通膨分布走勢，近月來更多商品呈現上漲趨勢，惟漲幅尚未大於過去趨勢(如 2008 年期間，圖 8)。

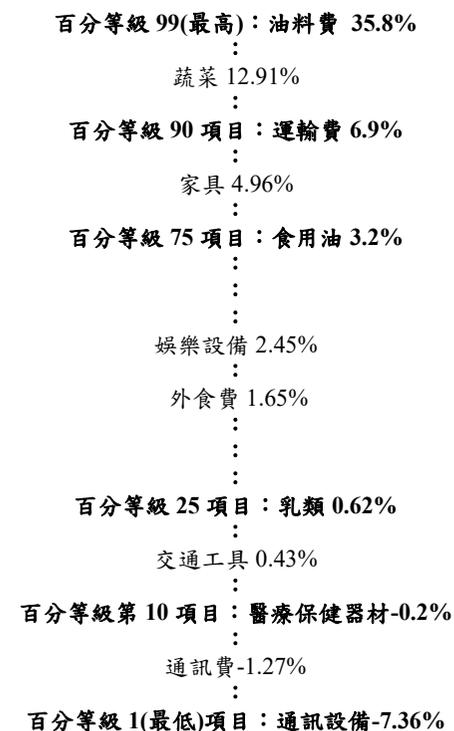
圖 8 台灣 CPI 各組成項目年增率之散布情形



註：參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將台灣 CPI 組成項目，依其年增率由小到大繪製散布情形。下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率；深藍區域為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率；上層淺藍色區間為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。

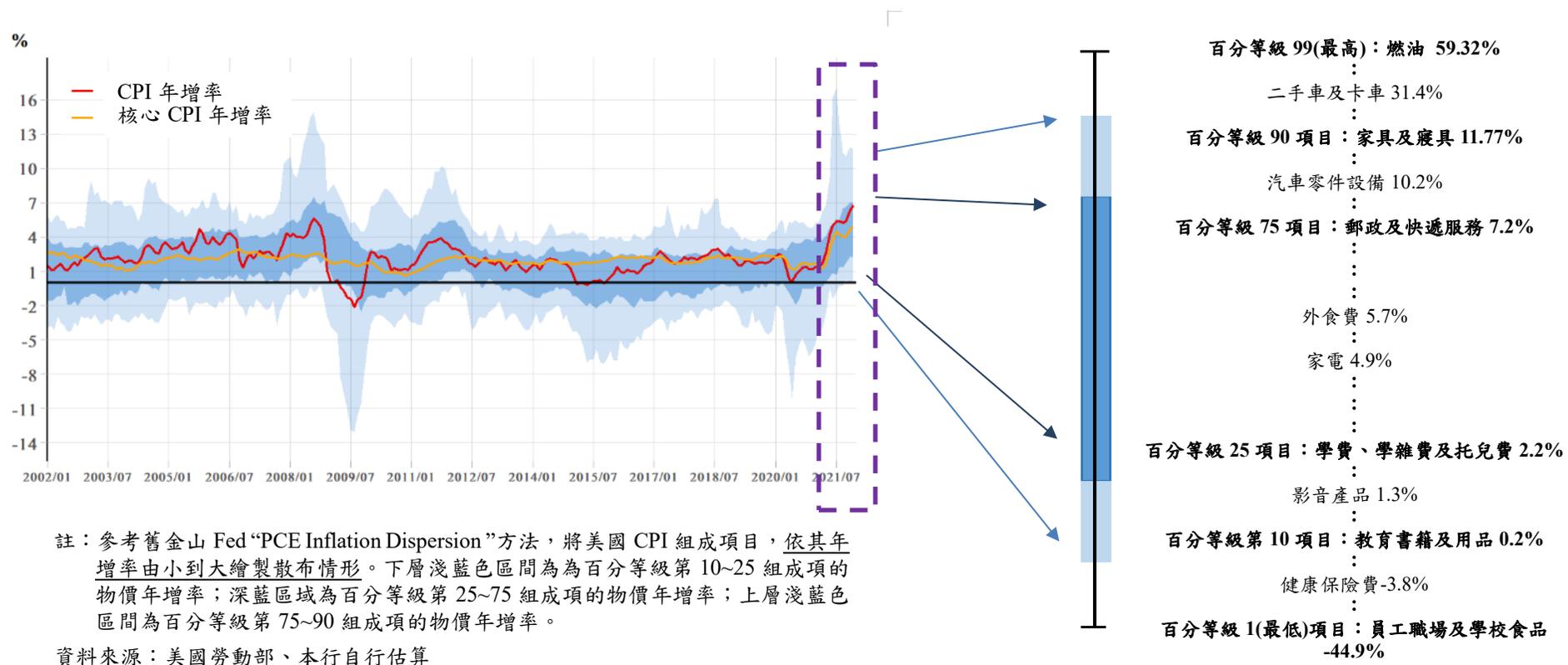
資料來源：主計總處、本行自行估算

2021 年 11 月通膨項目斷面分布(依年增率由低至高)



—觀察美國 CPI 組成項目通膨分布走勢，近月整體分布呈現上漲趨勢，漲幅明顯大於過去趨勢，顯示通膨壓力逐漸擴散(圖 9)。

圖 9 美國 CPI 各組成項目年增率之散布情形



### 3. 本年台灣 CPI 年增率受到基期因素影響較美國為大

(1) 本年台灣通膨率上升，與上年的低基期因素有關(圖 10 直條圖)<sup>19</sup>，貢獻率近 5 成(詳表 8)，且主要反映能源價格(如油料費)的低基期效應(圖 10 折線圖)；通膨率之低基期因素預估將於明年第 2 季消退，且第 3 季基期因素轉為負貢獻，物價漲幅於明年下半年趨緩。

圖 10 台灣 CPI 年增率與油料費年增率的基期因素之貢獻度

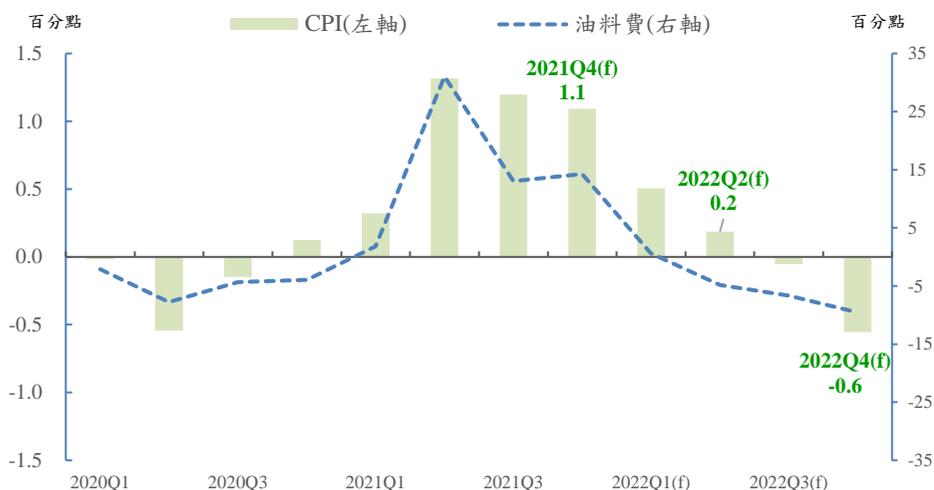


表 8 台灣 CPI 年增率與油料費年增率與基期因素之貢獻

	CPI 年增率 (%)	CPI 基期因素貢獻 (百分點)	油料費年增率 (%)	油料費基期因素貢獻 (百分點)
2021 年(f)	1.97 (100%)	0.98 (49.9%)	22.29* (100%)	15.4 (69.0%)
2022 年(f)	1.59 (100%)	0.02 (1.34%)	--	-5.12

註: 1. 主計總處無公布能源價格指數，故本圖以油料費代替。  
2. 在估計台灣 CPI 的趨勢值時，係採用 2010 年~2022 年第 4 季資料，其中 2021 年第 4 季至 2022 年第 4 季 CPI 數值係採用本行預測值(為季資料)；油料費的趨勢值，則係採用 2010 年~2021 年 11 月實際值(為月資料)估算。

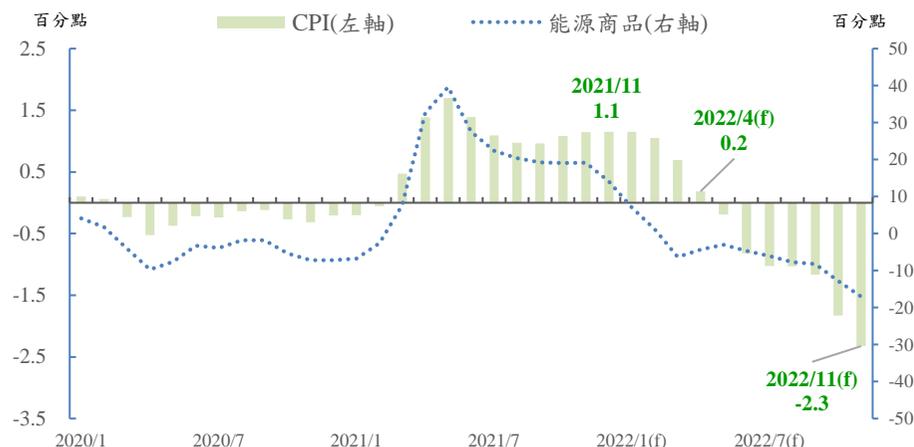
註: 1. 括弧內為貢獻率，如 2021 年 CPI 年增率的基期因素貢獻率=0.98/1.97=49.9%。  
2.\*為 2021 年 1-11 月平均值。  
資料來源：本行自行估算

資料來源：本行自行估算

<sup>19</sup> 有關基期效果部分，採較常用於評估經濟成長率中基期與非基期效果之方法，設定通膨率的基期效果為： $\frac{X_{t-i}^{trend} - X_{t-i}}{X_{t-i}}$  (若 X 為季資料則  $i=4$ ，若為月資料則  $i=12$ )，且若  $X_{t-i} < X_{t-i}^{trend}$  其表示上年同期(t-i)的季調後物價指數( $X_{t-i}$ )低於其長期趨勢值( $X_{t-i}^{trend}$ )，而此低基期因素將使本年同期(t)通膨率上升；反之若  $X_{t-i} > X_{t-i}^{trend}$ ，則上年同期的低基期效應，將使本年同期通膨率下滑；本文基期效果中的長期趨勢值，係對各經濟體自 2010 年以來季調後物價指數以 HP 濾波法估計而得。

(2)美國本年通膨率走升雖與上年低基期因素(圖 11 直條圖)有關，貢獻率為 20.2%，亦反映能源價格的低基期效應(圖 11 折線圖)，然而非基期因素的貢獻率近 8 成，明顯高於台灣的 5 成；明年下半年通膨率之基期因素貢獻將轉為負值，使物價漲幅趨緩(表 9)。

圖 11 美國 CPI 年增率與能源價格年增率的基期因素之貢獻度



資料來源：BLS、本行自行估算

表 9 美國 CPI 年增率與能源價格年增率與基期因素之貢獻

	CPI 年增率 (%)	CPI 基期因素貢獻 (百分點)	能源商品年增率 (%)	能源商品基期因素貢獻 (百分點)
2021 年 1-11 月	4.5 (100%)	0.9 (20.2%)	33.6 (100%)	18.0 (53.6%)
2022 年全年(f)	--	-0.5	--	-5.6

註：括弧內為貢獻率，如 2021 年 1-11 月 CPI 年增率的基期因素貢獻率=0.9/4.5=20.2%。  
資料來源：BLS、本行自行估算

#### 4. 本年國內物價上漲主要衝擊來源與美國不同，CPI 年增率應不會如美國持續大幅走高

(1)台灣本年 11 月 CPI 年增率為 2.84%，主要係油料費、運輸費(機票)及蔬果價格漲幅較大，合計使 CPI 年增率分別上升 1.64 個百分點，貢獻 58%所致；顯示物價上漲主要來自供給面的短期衝擊。

(2)本年以來，台灣 CPI 通膨率雖與美國同樣呈走高趨勢，但不像美國供需嚴重失衡，本年 CPI 年增率可望維持在 2% 以下。明年，上述供給面衝擊將逐漸趨於緩和，主要機構預測台灣 CPI 年增率可望低於本年<sup>20</sup>。

<sup>20</sup> 主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.80%至 1.98%，平均為 1.91%，明年則介於 1.50%至 1.97%，平均為 1.69%。

Q8：對於物價上漲，為何民眾的感受與官方統計有落差？

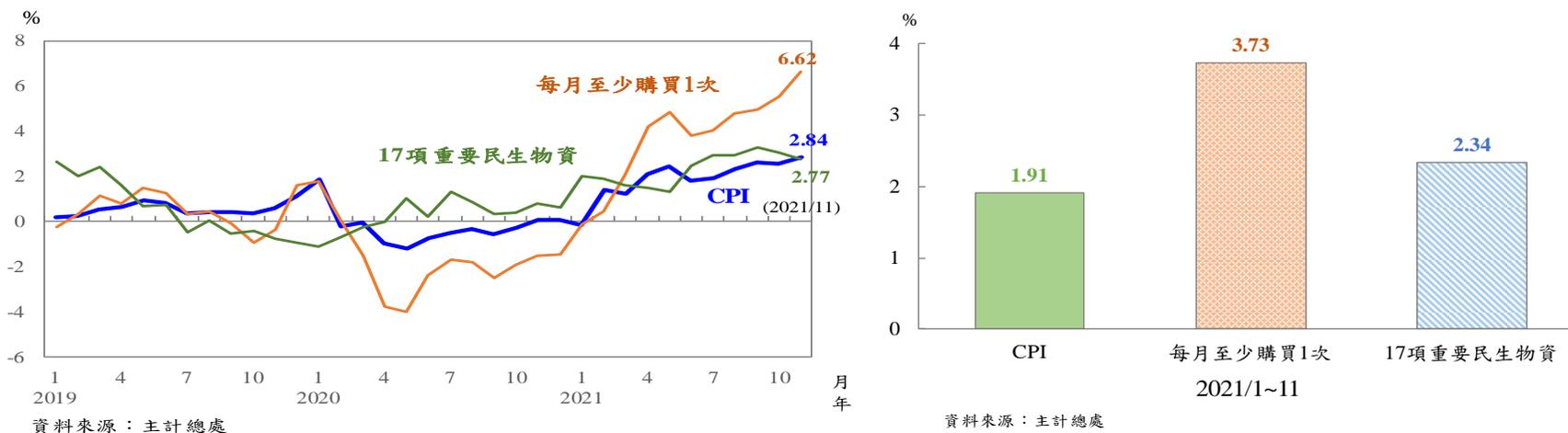
A：

1. 民生物資及餐飲等購買頻度較高商品價格相繼調漲，民眾感受較深

(1)近期部分民生物資及餐飲等購買頻度較高商品價格相繼調漲，民眾感受較深，央行亦感同身受。

—例如，本年11月每月至少購買1次及17項重要民生物資CPI年增率分別為6.62%、2.77%，1~11月分別為3.73%、2.34%，均高於整體CPI年增率(圖12)，民眾易感受到物價上漲。

圖12 CPI、每月至少購買1次及17項重要民生物資CPI年增率



(2)物價並非全面上漲，但外界易聚焦討論漲價商品，未提跌價商品，致加重民眾對漲價的感受，產生全面通膨之誤解。

(3)雖近來民生物資及餐飲等購買頻度較高商品價格漲幅較大，惟央行貨幣政策係著眼於一般物價水準(CPI)，不宜也無法針對個別商品價格漲跌加以調整。行政院「穩定物價小組」一向關注重要民生物資價格，加強查緝哄抬，

防治人為操縱，加以油電燃氣價格平穩機制已適時啟動，經濟部亦與主要超市賣場取得共識，設置民生商品抗漲專區，財政部機動減免課徵牛肉、小麥進口關稅，以及汽柴油貨物稅，應有助消弭民眾對物價上漲之恐慌心理，**降低通膨預期**。

## 2. CPI 漲跌幅通常較個別商品價格漲跌幅和緩

(1)CPI 為一般家庭購買各種消費性商品及服務價格變動的**平均**情況，共選查食衣住行育樂等 368 個項目群，約 20,000 種不同規格的商品或服務，依價格變動特性，每月調查 1 次或每旬調查 1 次，計 36,000 項次。

(2)由於總指數(CPI)係由**眾多商品加權平均計算**，整體**漲幅通常較個別品項變動和緩**，加上每個家庭購買的內容及頻度不同，且可能差異懸殊，導致 CPI 的變動幅度與個人對物價漲跌的感受常有落差，此種現象各國皆然。例如，食物類價格上揚，多數家庭時有感受，至於跌幅甚大之 3C 電子產品，則因久久才購買 1 次，容易忽視。

## 3. 民眾通膨預期形成，導致通膨感受與通膨統計資料有落差

(1)民眾對**通膨感受**(inflation perception)因人而異，對未來**通膨預期**大都建立於對過去的通膨感受。

—通膨感受與通膨預期會因不同**性別**、**年齡**與**所得**而異。

—**女性**通常對通膨感受與通膨預期**高**於男性；**45 歲以上**的人對通膨感受與預期較**高**；通膨感受與預期會隨所得增加而下降，亦即**低所得**者通膨感受與預期的變動比較**敏感**。

(2)民眾對未來**通膨預期**通常**高**於機構估計以及實際資料的通膨率(表 10)。

表 10 民眾通膨預期與 CPI 通膨的差異

民眾通膨預期的形成	CPI 統計資料
<p>1. 民眾對自己常購買的商品價格漲跌較敏感。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 民眾對商品價格上漲較價格下跌來得敏感。</li> <li>- 民眾關注自己常購買的商品，並給予較高的權數。</li> <li>- 不會依品質變動而調整物價感受或更改其偏好。</li> </ul> <p>2. 偶發性的更新價格資訊。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 資訊具僵固性(sticky information)，民眾在獲得、吸收資訊，以及形成預期、做決策的過程都是有成本的。</li> <li>- 不定時以本次與上次購買價格做比較，以感受價格是否上漲。</li> </ul> <p>3. 易受新聞媒體報導與過去購買經驗影響，且存在理性疏忽(rational inattention)問題。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 媒體渲染的報導會使通膨預期形成偏誤。</li> <li>- 民眾僅部分汲取關於通膨的資訊。高通膨時期，消費者會更加注意通膨資訊；低通膨時期，則忽略通膨的影響。</li> <li>- 受超市售價的影響遠較官方通膨統計資料來得大。</li> </ul>	<p>1. CPI 統計採固定市場籃(fixed market basket)商品。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 比較兩個時期因購買相同規格商品的支出變動，以衡量「純粹」價格的變動。</li> <li>- 一籃商品並未經常改變。</li> </ul> <p>2. 定時調查與更新商品權數</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 每月調查 1 次(價格較穩定者，如衣服、汽車)或每旬調查 1~3 次(價格較敏感者，如蔬果、水產品)。</li> <li>- 分為食、衣、住、行、醫療保健、教養娛樂及雜項等七大類，以家庭消費結構為權數，並按年滾動更新。</li> </ul> <p>3. 商品權數大者，若其平均漲幅較小，將導致整體 CPI 統計資料較民眾通膨預期平穩。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 台灣蔬菜與水果(權數 3.3%)價格波動較大，惟其權數較小。房租(權數 14.3%)等服務類(權數 53.7%)，長期平均漲幅較小，低於 1%，惟其權數較大。</li> </ul>

- 資料來源：1. Cavallo, A., G. Cruces, and R. Perez-Truglia (2017), "Inflation Expectations, Learning, and Supermarket Prices: Evidence from Survey Experiments," *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(3), 1-35.
2. Detmeister, A., D. Lebow, and E. Peneva (2016), "Inflation Perceptions and Inflation Expectations," FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, December 5, 2016.
3. Easaw, J. and R. Golinelli (2012), "Household Inflation Expectations: Information Gathering, Inattentive or 'Stubborn'?" *Working Papers wp853*, Dipartimento Scienze Economiche, Universita' di Bologna.
4. Kaplan, G. and S. Schulhofer-Wohl (2017), "Inflation at the Household Level," *Journal of Monetary Economics*, 91, 19-38.
5. Lamla, M. J. and S. M. Lein (2014), "Information Rigidities, Inflation Perceptions, and the Media: Lessons from the Euro Cash Changeover," *Economic Inquiry*, 53(1), 9-22.
6. Lamla, M. J. and S. M. Lein (2014), "The Role of Media for Consumers' Inflation Expectation Formation," *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106, 62-77.
7. Reid, M. (2015), "Inflation Expectations of the Inattentive General Public," *Economic Modelling*, 46, 157-166.
8. Reis, R. (2006), "Inattentive Consumers," *Journal of Monetary Economics*, 53(8), 1761-1800.

## 附錄 台灣 CPI 之房租調查統計與相關問題說明

### 一、台灣 CPI 的房租指數係由主計總處依據國際規範編製

台灣 CPI 中的房租指數依據國際規範，衡量「固定商品籃(fixed basket)」在不同時間的價格變化，固定房屋類型、樓層、坪數、內部重要設備(如家電)，並考量是否包括押金、管理費、水電費及停車費等因素，在「固定房屋品質規格」條件下，持續觀察實際租金(即純粹價格)的變動。

### 二、民間租屋平台資料與 CPI 之房租性質不同，不宜逕自比較

#### (一)民間租屋平台資料含品質、規格及價格變動，且開價可能非實際承租價格，不具純粹價格變動比較性

租屋平台雖能蒐集已租或當下待租案件租金，並據以計算不同時點的租金變動，惟各時點的出租案件差異甚大，涵蓋之房屋類型、樓層、坪數、區位、屋齡、租屋條件不固定，難以與 CPI 固定相同房屋品質建立之房租變動資料比較。

#### (二) CPI 之房租指數係衡量「固定房屋品質」下之房租純粹價格變動狀況，變動幅度往往會較為平穩

主計總處以內政部實價登錄平台之台北市實價登錄租賃住宅用建物資料，分析不同時點之租金變動特性如下：

1. 若不考慮不同時點租賃物件之差異，就 2021 年 1~10 月台北市公寓、華廈及住宅大樓全體登錄物件計算平均每坪租金，分別較 2016 年跌 8.6%、漲 9.3%及漲 6.3%。
2. 若參採 CPI 房租查價原則，僅就兩個時點相同租賃物件(同一門牌號碼)進行比較，則公寓、華廈及住宅大樓平均每坪租金均呈上漲，分別漲 4.0%、0.3%及 2.9%。

### 三、CPI 之房租指數係由不同時地之各種房型租金加權平均計算的結果，與個別房型租金變動常有落差

(一)CPI 為一般家庭購買各種消費性商品及服務價格變動的**平均情況**，係由不同時地之各種商品加權平均計算的結果，整體漲幅通常較個別品項變動和緩，加上每個家庭購買的內容及頻度不同，且可能差異懸殊，導致**總指數的變動幅度與個人對個別商品價格漲跌的感受常有落差**。

(二)同理，CPI 之房租指數係由不同時地之各種房型租金加權平均計算的結果，通常與個別房型(如大小套房)租金漲跌幅有所落差。

1. 台灣 CPI 房租類指數權數為 14.25%，由「住宅租金(占 CPI 權數 13.92%)」及「學校住宿費(權數 0.33%)」構成；其中「住宅租金(權數 13.92%)」包括「實付租金(權數 1.33%)」及「自有住宅設算租金(權數 12.59%)」。
2. 「實付租金」以出租住宅為查價標的，私有住宅**樣本數約 1,200 戶**，社會住宅 14,000 戶<sup>21</sup>；「**自有住宅設算租金**」則採**租金等值法**(rental equivalence)設算，以各縣市自有住宅設算租金占全國比重為權數，加權各縣市實付租金計算而得<sup>22</sup>。

### 四、影響房租的因素很多，不僅是房價，民眾感受也會有落差

(一)**房價**屬資產價格，非 CPI 查價範疇，房價與住宅房租各有其供需影響因素，二者變動幅度未必一致<sup>23</sup>。除了房價，還有其他影響**租屋市場的供需因素**如出租**房屋空置率、經濟成長率、失業率、薪資成長率、通膨率及資本報酬率**等。

<sup>21</sup> 美國 CPI 統計，出租住宅查價樣本數 8,000 戶，查價資料同時提供實付租金(占 CPI 權數為 8.60%)與自有住宅設算租金(占 CPI 權數為 23.59%)統計使用。

<sup>22</sup> 資料來源為主計總處。

<sup>23</sup> 據美國總統拜登(Joe Biden)之經濟顧問委員會估計，房價上漲 1 個百分點，將導致 CPI 之居住成本(占 CPI 權數為 32.576%，其中租金占 32.231%，租戶及住家保險費占 0.346%)在 16 個月內上升 0.11 個百分點。引述自 The Economist (2021), “Another Upward Force on American Inflation: The Housing Boom”, October 16。

(二)租屋市場的特性也可能影響房租的變動，例如美國租屋市場較具彈性，房租變動可能較台灣大

1. 台灣自有住宅比率高，2020 年為 84.68%，出租房屋供給可能大於需求，租屋市場較小，租屋市場制度較不健全。

美國自有住宅比率 65%，租屋者約 35%，租屋市場較大，租屋市場制度較健全。

2. 房租通常會於簽約時調整，台灣長租房客較多，租約較長，房東通常為留住好房客，多年不漲房租或僅小幅調漲房租。

美國勞動力移動迅速，房租契約期間較短，以 1 年合約為主；多數租屋者居住於目前住所之期間低於 2 年，反映租屋市場之高周轉率，價格反應速度較快。

3. 相較調高房租，台灣房東可能較美國更重視資本利得<sup>24</sup>。

4. 台灣薪資成長緩慢，承租者亦多為弱勢族群，難以負擔較高的房租。

美國承租者平均所得偏低、年齡較輕，亦多為弱勢族群，惟其薪資成長較台灣快速。

---

<sup>24</sup> 基於報酬率考量，台灣出租房屋多為房東早年購入，加以近十幾年來利率維持較低水準，資金機會成本低，房租報酬率則相對不低。

## 五、當前主要經濟體物價情勢之比較及明年展望

本(2021)年以來，全球通膨率上升，本年第3季本行理監事會後記者會參考資料指出，大抵係低基期效應，以及供給端受 COVID-19 疫情影響，恢復速度不及經濟重啟帶來之需求回升所致。第3季以來，部分主要經濟體物價上漲情況持續，且有升溫跡象，尤其近月美國消費者物價指數(CPI)年增率升抵近40年新高，明顯高於其他主要先進經濟體，歐元區調和消費者物價指數(HICP)年增率則創有紀錄以來新高，英國CPI年增率亦創10年新高。

觀察受疫情衝擊較大之經濟體，其近月通膨升溫趨勢亦明顯，而疫情控制相對較好的亞洲經濟體，如台灣及中國大陸，通膨率則未大幅揚升；因此，本文主要針對美國、歐元區、英國、日本、南韓、澳洲及中國大陸等7個主要經濟體，分析其物價上漲原因。分析發現彼此所面臨之通膨壓力並不完全相同，因當地疫情控制成效對需求面與供給面產生不同程度的影響，而該影響主要反映能源價格的波動幅度、塞港與缺工等問題造成供應鏈瓶頸程度、民眾商品類及服務類之消費組合變化，以及政府發放現金與救助金之規模等4項因素。

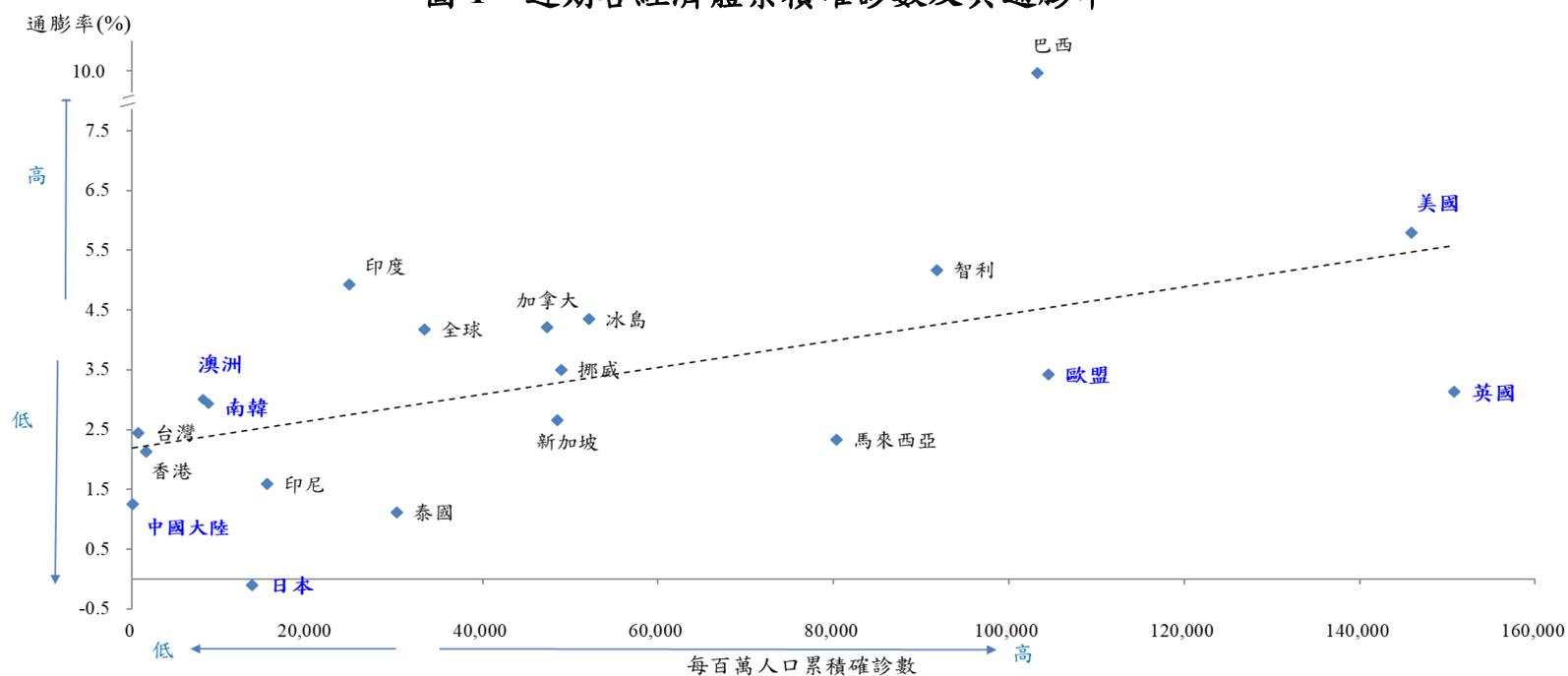
除回顧上述經濟體物價變動外，本文亦展望其明(2022)年通膨走勢。綜整主要央行及國際機構對通膨趨勢之看法，渠等原先多預期，前述影響物價高漲因素將逐漸消退，通膨率將可望於明年年中走緩；惟本年11月下旬 Omicron 變種病毒(以下簡稱 Omicron)來襲，且已快速擴散至多國，為全球疫情增添新的不確定性，將影響各經濟體之通膨展望。但若疫情發展未干擾復甦步伐，經濟與通膨展望將不致偏離 Omicron 出現前之預測值。

歲末之際，主要經濟體物價仍高漲，明年通膨前景亦未明確；而影響主要經濟體物價情勢之供需失衡狀況，以及明年展望廣為各界高度關注。本文擬就此議題進行探討，俾供各界參考。

## (一)受疫情衝擊較大之經濟體，供需失衡亦較嚴重，本年通膨率多相對偏高

1. 上(2020)年COVID-19疫情爆發並蔓延全球，為防堵疫情擴散，各國實施嚴格的邊境封鎖與防疫管制措施，衝擊生產與民眾消費等經濟活動，造成國際貿易量大幅萎縮，以及全球經濟衰退，各國物價並伴隨走低。本年以來，隨疫苗覆蓋率上升，各國經濟活動漸次回歸正常，需求大幅擴增，物價則隨之走升。
2. 綜觀近兩年各經濟體受疫情衝擊之程度，累積確診人數較高之經濟體，其近期通膨升溫趨勢亦相對明顯：截至本年11月底，累積確診數以美國、英國、歐盟等主要經濟體最多，且渠等之通膨率亦明顯走高。亞洲經濟體由於疫情控制相對較好<sup>1</sup>，如台灣及中國大陸，通膨率未若美、英、歐大幅升高(圖1)。

圖 1 近期各經濟體累積確診數及其通膨率



註：通膨率為本年下半年以來各月CPI年增率平均，其中全球(採用IHS Markit預測數)、台、韓、中、美為7-11月資料，其餘為7-10月資料；累積確診數為本年11月30日數值。歐元區因無確診人數資料，故以歐盟代替，後文分析仍以歐元區為主。

資料來源: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data、BIS Consumer Price Statistics、IHS Markit

<sup>1</sup> Robin Harding (2021), "The Region Is Not Experiencing the Sharp Price Rises Seen Elsewhere Because It Handled The Pandemic Better," *Financial Times*, Nov.26.

## (二) 主要經濟體的通膨壓力高低多反映疫情對其需求面與供給面之影響程度

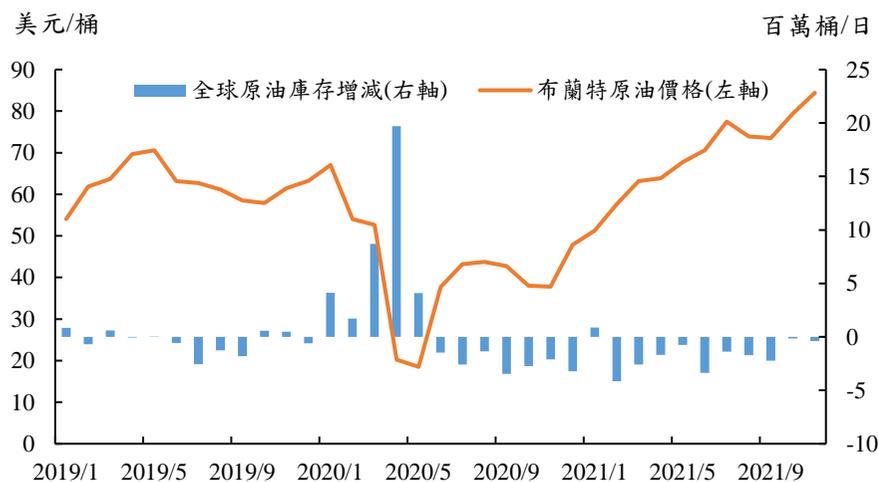
分析美國、歐元區、英國、日本、南韓及澳洲 6 個經濟體(中國大陸分析詳專欄)<sup>2</sup>之近期 CPI 年增率變動組成項目(詳附錄 1)可發現,隨著全球疫情發展,目前主要經濟體多有物價上漲之現象,惟彼此所面臨的通膨壓力並不相同,反映當地疫情控制成效對需求面與供給面產生不同程度的影響。

疫情控制成效對各經濟體需求面與供給面之影響,主要反映能源價格的波動幅度、塞港與缺工等問題造成供應鏈瓶頸程度、民眾消費組合的變化,以及政府發放現金與救助金之規模。據此,以下逐一說明前述 4 項因素在上述 6 個經濟體產生之變化,以及對物價的影響。

### 1. 國際油價先大跌再大漲,能源對CPI年增率之貢獻由負轉正

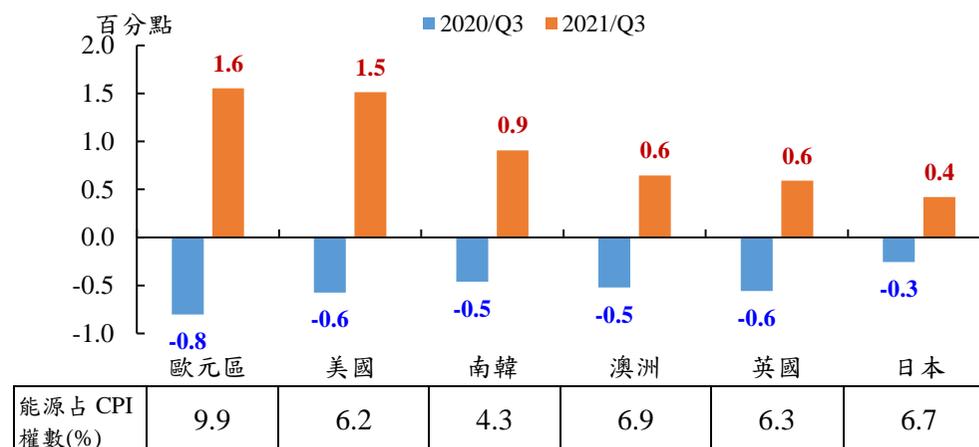
隨經濟解封後需求快速攀升,且 OPEC+ 未大幅擴產,國際油價由上年低點攀升(圖 2),帶動能源對 CPI 年增率由上年之負貢獻轉為本年之正貢獻,其中尤以歐元區及美國最為明顯,前者亦反映其能源占 CPI 之權數較高(圖 3)。

圖 2 布蘭特原油價格與全球原油庫存增減



資料來源：Bloomberg

圖 3 能源對 CPI 年增率之貢獻度



註：能源包含油料費、家用燃油、燃氣及電力。

資料來源：OECD 及各國官方統計

<sup>2</sup> 由於中國大陸相關資料較難進行跨國比較,故後文以專欄說明。

## 2. 塞港及缺工造成供應鏈瓶頸問題仍存，惟各經濟體情況不一

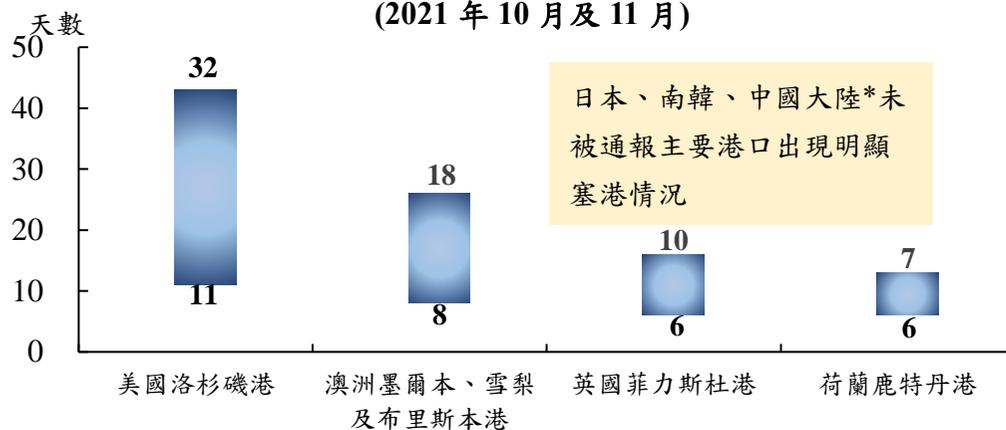
### (1) 部分主要經濟體港口壅塞問題未有效紓解，尤以美國西岸港口最為嚴重

近期主要經濟體港口貨船等待靠岸卸貨估計之等待天數，以美國西岸港口(如洛杉磯港介於 11-32 天)壅塞最為嚴重<sup>3</sup>；澳洲則因港區罷工影響碼頭運作，貨船延遲到港天數介於 8-18 天；英國因拖車與貨車司機缺員遲未改善，荷蘭則因場地空間不足問題猶存，兩地主要港口亦有壅塞現象；日本、南韓、中國大陸主要港口無明顯塞港情況(圖 4)。

### (2) 貨櫃運價屢創新高

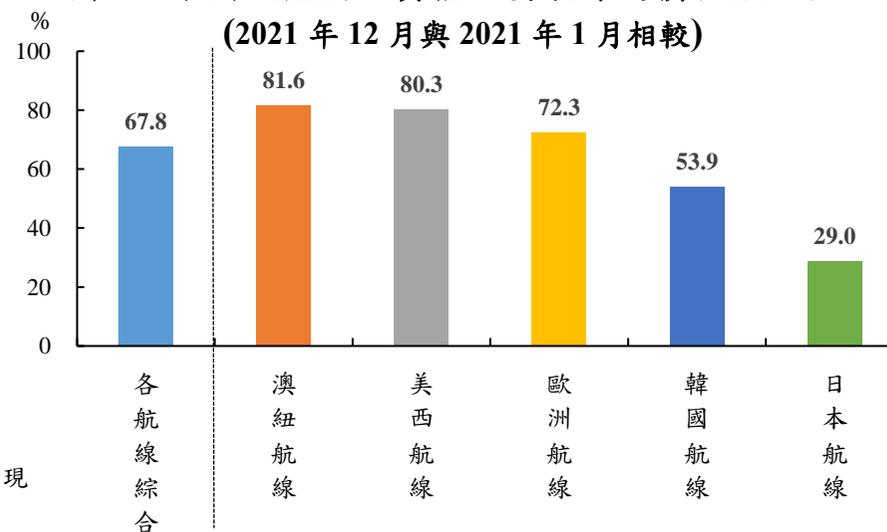
因主要港口壅塞，導致貨櫃運價大幅上漲。觀察全球商品主要生產基地中國大陸之出口各航線綜合貨櫃運價，本年以來漲幅達 67.8%，中國大陸出口之主要航線中，以澳洲與紐西蘭、美國及歐洲航線之漲幅較大，亞洲航線漲幅相對較低(圖 5)。

圖 4 主要經濟體港口貨船卸貨估計之等待/延遲天數區間  
(2021 年 10 月及 11 月)



資料來源：交通部航港局「國際海運運輸平穩專區」；Financial Times (2021), "The Waiting Game: Where Are the World's Worst Port Delays?" Oct.15；Sky News (2021), "HGV Driver Crisis Forces Cargo Ships to Divert from UK Due to Container Backlog," Oct. 13

圖 5 中國大陸出口貨櫃主要航線運價指數漲幅  
(2021 年 12 月與 2021 年 1 月相較)



資料來源：中國大陸交通運輸部；上海航運交易所。

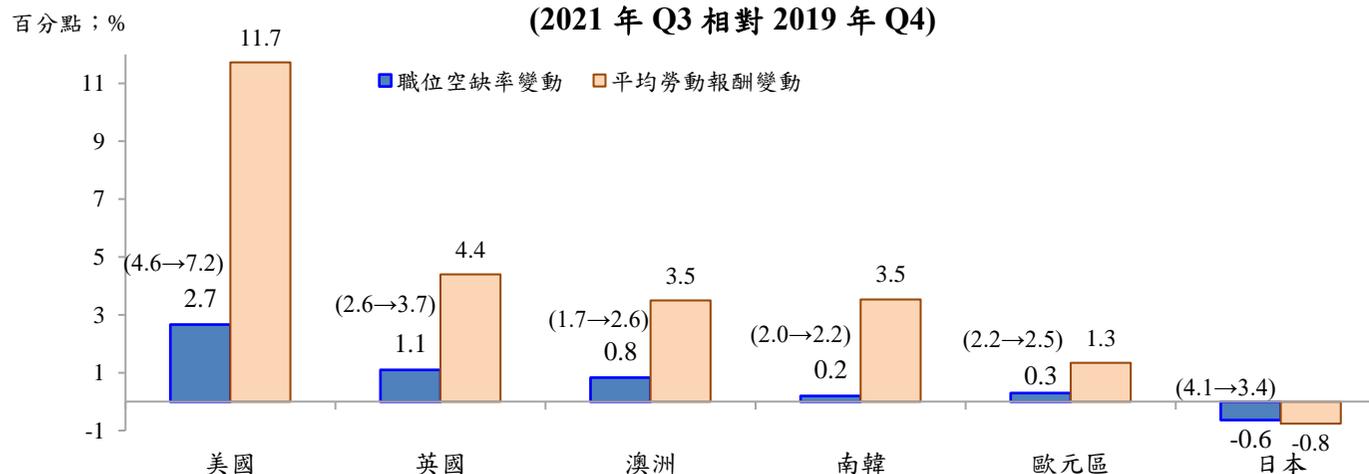
<sup>3</sup> 近期美國洛杉磯港外排隊進港的貨櫃船數量由 10 月下旬的 80 餘艘高峰減少到 40 餘艘，惟此或係 11 月 16 日起美國要求船隻停留在外海等待的新制度所致。參見 Bloomberg (2021), "Officials Say the Ports Logjam is Easing, but Numbers Don't Tell the Whole Story," Dec. 3。

### (3) 近期主要經濟體多有缺工情形，以美國較為嚴重，其薪資上升壓力亦較高

主要經濟體景氣快速回溫，企業僱員需求亦相應增加，惟各國缺工情勢略有分歧。

- 一 本年第3季**美國職位空缺率**(job openings rate)**高達7.2%**<sup>4</sup>，與2019年第4季(疫情前)之4.6%相較，**上升2.7個百分點**，且**缺工情形加劇**<sup>5</sup>；**英、歐、韓、澳**職位空缺率與疫情前相較亦上升，惟幅度均較美國和緩，**缺工情形尚屬溫和**；**日本**職位空缺率則下滑(圖6)。
- 一 一般而言，職位空缺率較高時，員工薪資議價能力亦較高。如本年第2季**美國平均勞動報酬**相對2019年第4季**增幅明顯高於其他經濟體**；**日本**平均**勞動報酬**則**下降**。

圖6 職位空缺率與平均勞動報酬指數變動  
(2021年Q3相對2019年Q4)



註:1.職位空缺率=職位空缺數/(職位空缺數+受僱員工人數);職位空缺率變動係指2021年Q3相對2019年Q4之變動,如美國職位空缺率2019年Q4為4.6%,2021年Q3為7.2%,上升2.7個百分點;另南韓職位空缺率僅有半年資料,故其為2021年上半年相對2019年下半年之變動。

2.平均勞動報酬係採用OECD公布之每人勞動報酬,其最新資料僅至2021年Q2。

資料來源:職位空缺率為各國官方統計、勞動報酬為OECD

<sup>4</sup> 2021年第3季美國職位空缺率7.2%為7~9月工業及服務業(不含公務機關)之平均,且係有統計值以來的新高。

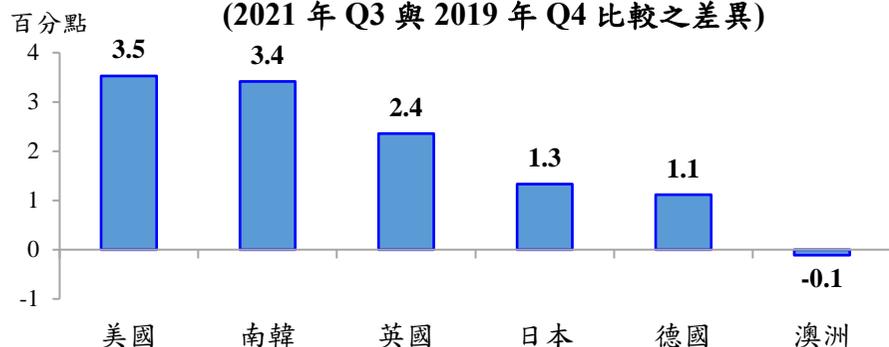
<sup>5</sup> 美國本年11月非農總就業人數仍較疫情前(2020年2月)高點短少391萬人,且勞動參與率61.8%亦明顯低於疫情前(2020年2月)之63.3%,而職位空缺數近月均逾千萬,位在歷史新高水準附近。

### 3. 與疫情前相比，主要經濟體商品消費占家庭消費支出比重增加，商品類物價漲幅大於服務類

疫情以來**商品類消費**可**透過網路訂購及物流系統而持續**<sup>6</sup>，不若**服務類**消費因民眾擔憂感染病毒自主避免對外接觸及政府實施防疫措施限制而必須**中斷**，致主要經濟體之**商品占消費支出比重上升**，且CPI中商品類物價漲幅大於服務類情勢明顯。

- (1) 本年第3季相對2019年第4季(疫情前)之**商品消費占家庭消費支出比重**<sup>7</sup>，**美國增加3.5個百分點，為6個經濟體中最高**(圖7)。
- (2) 觀察CPI中商品類相對服務類物價年增率之差距，**疫情前大抵呈現商品類物價漲幅小於服務類情況(變動值為負數)**，而**疫情後則反轉為商品類物價漲幅大於服務類(變動值為正數)**，尤其以**美國反轉情勢最為明顯**(圖8)。

圖7 商品類消費占家庭消費支出比重之變動  
(2021年Q3與2019年Q4比較之差異)



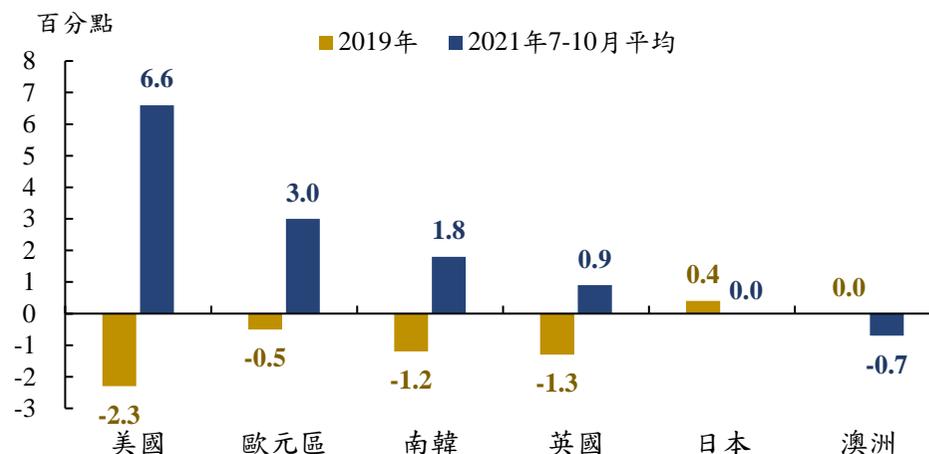
單位：%

2021/Q3	34.5	46.0	35.9	41.1	48.7	44.9
2019/Q4	31.0	42.5	33.6	39.7	47.6	45.0

註：係2021年Q3之該比重減疫情前2019年Q4之該比重。

資料來源：各經濟體官方網站，Bloomberg

圖8 CPI之商品類相對服務類物價年增率之變動



註：1.澳洲為2021年第3季資料，美國及南韓為2021年7-11月平均。

2.指商品類物價年增率減服務類物價年增率。

資料來源：各央行網站及Bloomberg

<sup>6</sup> 此現象亦反映在受居家辦公影響而增加內含晶片之各式IC商品之需求，以及經濟解封後對汽車之需求。

<sup>7</sup> 澳洲似因疫情限制物流系統營運，商品消費占家庭消費支出比重略降。

#### 4. 疫情期間政府發放現金與救助金旨在支持民眾必要消費，惟美國發放規模相對較大

(1) 上年疫情較嚴峻期間，**美國與日本**兩國政府為協助民眾安度難關，採**廣發現金方式**紓困，其中，美國發放規模高於日本(表 1、圖 9)。

—**美國可支配所得**分別於 2020 年第 2 季、2021 年第 1 季明顯上升，且高於疫情前趨勢值，惟後續大幅回降，**短期間或有挹注民眾消費動能之效**。

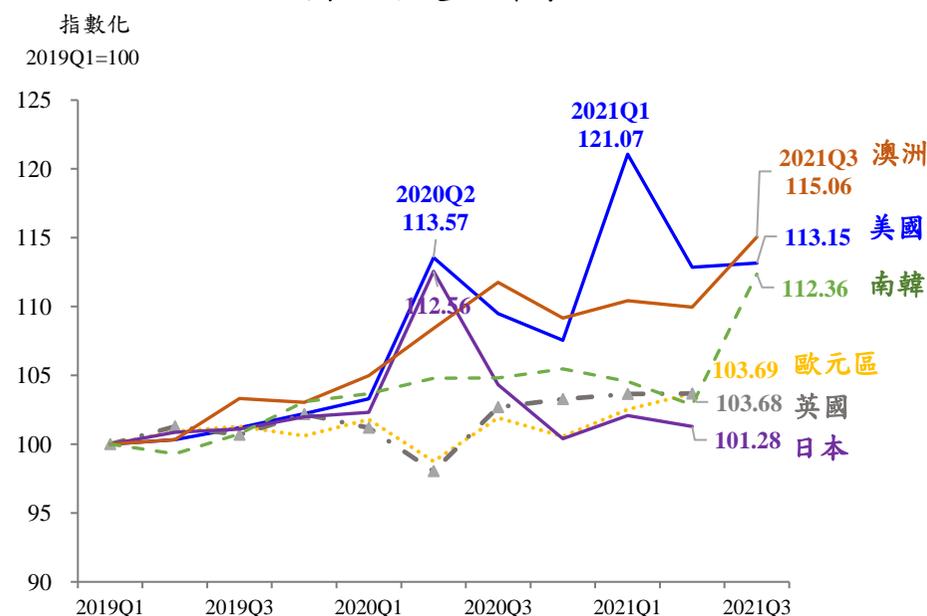
(2) **澳洲政府**雖未廣發現金，惟針對符合特定資格之個人或家庭，**持續發放救助金**，使其可支配所得呈上升趨勢；**南韓**家庭可支配所得於 2021 年第 3 季大幅上升，主要與其**政府振興經濟措施**有關<sup>8</sup>。

表 1 美、日、澳疫情期間現金與救助金發放之措施

	方案名稱/施行時間	救助金額
美國	新冠病毒援助、救濟和經濟安全法案(CARES Act)2020年3月底通過	● 每人可享 1,200 美元現金補助(須符合一定所得以下資格)。
	撥款法案(CAA Act)2020年12月底通過	● 每人可享 600 美元現金補助(須符合一定所得以下資格)。
	救援計畫法案(ARP Act)2021年3月中通過	● 每人可享 1,400 美元現金補助(須符合一定所得以下資格)。
日本	緊急經濟對策 2020年4月通過	● 每人發放 10 萬日圓(約 885 美元)。
澳洲	經濟援助給付	● 符合資格(受社會救濟給付)者，於 2020 年 3 月、7 月、12 月及 2021 年 3 月領取 4 次津貼，前兩次為 750 澳幣(約 526 美元)，後兩次為 250 澳幣(約 175 美元)。
	COVID-19 災害援助給付 2021年7月發放	● 因疫情封鎖措施每週失去逾 20 工時的勞工，每週發放 750 澳幣(約 526 美元)。每週失去 8 至 20 工時的勞工，每週發放 450 澳幣(約 316 美元)。惟援助金隨疫苗接種率提高而下調。

資料來源：美、日、澳官方網站及本文整理

圖 9 可支配所得



註:美國為個人可支配所得(disposable personal income, 其個人係指家庭及非營利組織), 其餘經濟體則為家庭可支配所得。

資料來源: BEA; Eurostat; 日本內閣府; 南韓、英國及澳洲統計局

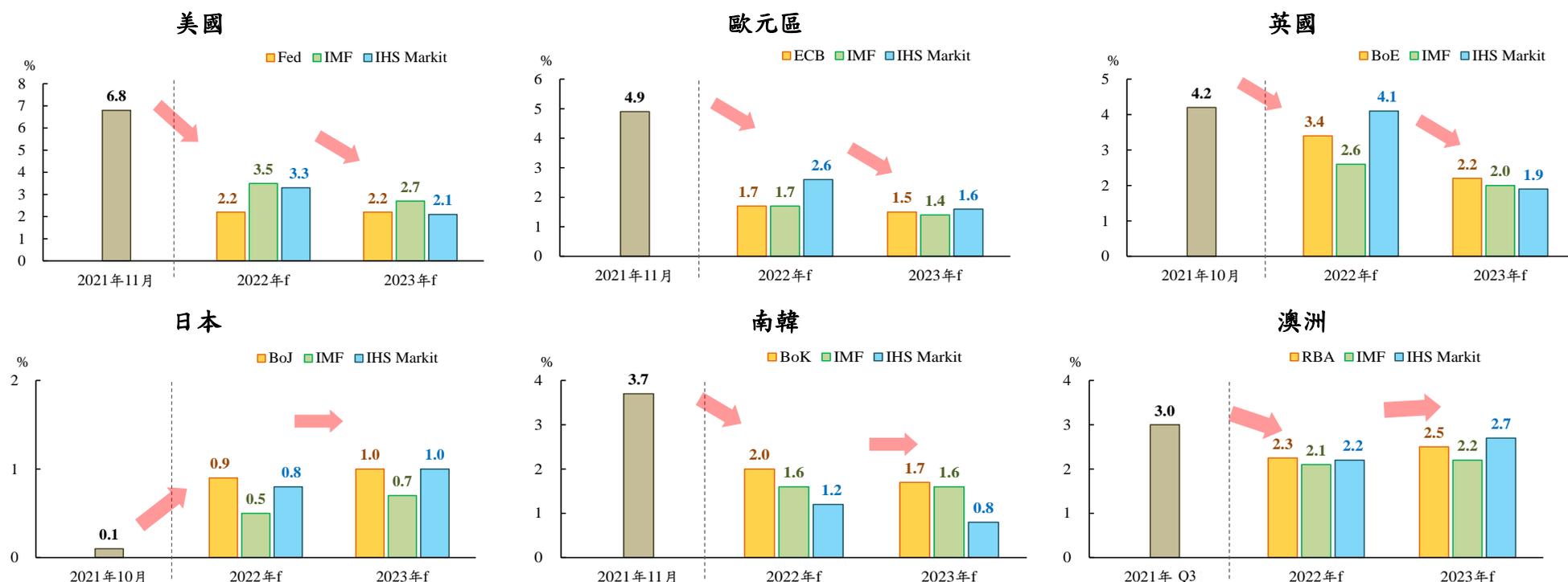
<sup>8</sup> 南韓本年第三季經濟景氣熱絡, 加以本年 9 月每人發放 25 萬韓元的消費券(約 212 美元), 且多存於信用卡或購物券中(僅符合公共福利補助的家庭可領取現金), 並限定使用期間與範圍。

### (三)在未考慮 Omicron 影響下，主要央行及國際機構大多預期通膨率約於明年年中走緩

#### 1. 目前各央行及國際機構對通膨率之最新預測，多尚未納入Omicron之影響

- (1) 美、歐、英明年全年通膨率預測值將低於近月之水準，且至 2023 年均將回落至接近疫情前水準(圖 10)。
- (2) 日本明年通膨率可望回升至接近 1%，南韓則將由目前高點下降；2023 年前者略升，而後者略降(圖 10)。
- (3) 澳洲明年通膨率將較本年下降，2023 年則呈溫和上升(圖 10)。

圖 10 主要央行及國際機構對美、歐、英、日、韓、澳通膨率之預測



註：2021年Q3、10月或11月為實際值。f為預測數；美國Fed為Q4/Q4之CPI年增率預測中位數；英國BoE及澳洲RBA為Q4/Q4之CPI年增率預測值；日本BoJ為財政年度之核心CPI年增率預測中位數；其他為CPI年增率預測值。

資料來源：Fed (2021/9/22)、ECB (2021/9/9)、BoE (2021/11/4)、BoJ (2021/10/29)、BoK (2021/11/25)、RBA (2021/11/3)、IMF WEO Database (2021/10)、IHS Markit (2021/11/15)

## 2. 未考慮Omicron的影響，主要央行及國際機構預估近期物價高漲因素將逐漸消退

根據主要央行及國際機構之通膨展望分析(詳附錄 2)，在未考慮 Omicron 衝擊下，本年通膨率較高之主要經濟體，其**低基期效應將逐漸消退**，且**原油供給可能反轉為大於需求**，致油價漲幅縮減，而**塞港、缺櫃及晶片短缺現象可望於明年逐步改善**，加以疫情若能趨緩，**勞參率或可回升**，紓解薪資上漲壓力，且**消費者對商品類需求應回歸常態**，此些因素將**有助減緩物價上漲壓力**；相關說明詳述如下。

### (1) 本年通膨率較高之經濟體，其低基期效應將逐步減弱，明年下半年基期因素將使物價漲幅趨緩

一 本年4月以來，美、歐、英通膨率走升部分與上年的**低基期因素有關**(如其對本年11月CPI年增率之貢獻度分別為1.1、1.2、1.0個百分點)<sup>9</sup>，而**該低基期效應預估將於明年第2季起消退**，且明年**下半年基期因素將轉為負貢獻**(圖11)，會使物價漲幅趨緩。

圖 11 美國、歐元區、英國基期因素對CPI年增率之貢獻度



<sup>9</sup> 有關基期效果部分，採較常用於評估經濟成長率中基期與非基期效果之方法，設定通膨率的基期效果為： $\frac{X_{t-12}^{trend} - X_{t-12}}{X_{t-12}}$ ，且若  $X_{t-12} < X_{t-12}^{trend}$  其表示上年同期(t-12)的季調後物價指數( $X_{t-12}$ )低於其長期趨勢值( $X_{t-12}^{trend}$ )，而此低基期因素將使本年同期(t)通膨率上升；反之若  $X_{t-12} > X_{t-12}^{trend}$ ，則上年同期的低基期效應，將使本年同期通膨率下滑；本文基期效果中的長期趨勢值，係對各經濟體自2010年以來季調後物價指數以HP濾波法估計而得。

- 本年日本通膨率受通訊費大幅下滑影響而走低或甚至呈負值，因此預期基期因素對明年日本通膨率多為正貢獻(圖 12)，有助推升物價。
- 本年 4 月以來南韓與澳洲通膨率之升溫，亦與上年的低基期因素有關。此低基期因素預估將於明年第 1 季消退並轉為負貢獻(圖 12)，物價漲幅可望趨緩。

圖 12 日本、南韓、澳洲基期因素對 CPI 年增率之貢獻度



註：日本於 2019 年 10 月調升消費稅，致 2019 年第 4 季~2020 年第 1 季 CPI 走升，進而使 2020 年第 4 季至 2021 年第 1 季的基期因素貢獻度為負值。

資料來源：日本統計局、本行自行估算

註：南韓 2019 年通膨率僅 0.4%，為近年低點，因此 2020 年的基期因素多呈正貢獻(2020 年通膨率為 0.5%)。

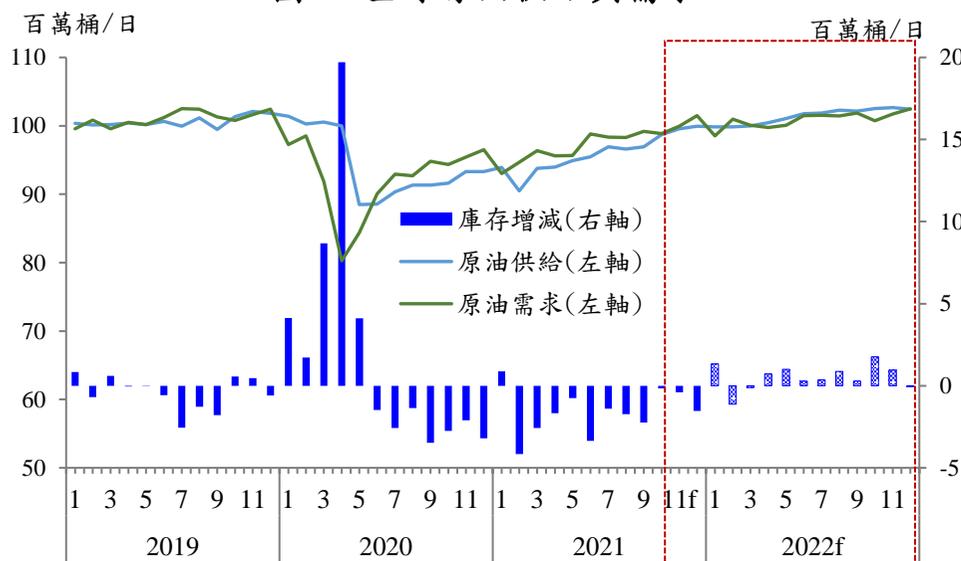
資料來源：南韓央行、本行自行估算

資料來源：澳洲統計局、本行自行估算

## (2) 原油供給可能將反轉為大於需求，油價不致進一步大幅攀升

- 一 本年第 4 季歐洲天然氣價格飆升致原油發電替代需求增加，加以各國逐步放寬跨境旅行限制，全球原油需求仍呈成長，惟歐洲爆發新一波疫情及油價居高，削弱原油需求成長力道。此外，高油價誘使美國境內頁岩油商增產，致近月全球原油供給回升。
- 一 美國能源署(EIA)預測，隨供給持續增加，明年第 2 季原油供給將穩定超越需求(圖 13)，油價可望回降；Bloomberg 市場調查原油價格預測值，明年亦呈下跌趨勢(圖 14)。惟 OPEC+ 等產油國未來政策之調整，加以變種病毒擴散等不確定因素，皆可能影響未來原油供需及國際油價走勢。

圖 13 全球原油供給與需求



註：f 表示預測值。

資料來源：EIA

圖 14 布蘭特原油現貨價格及其年增率



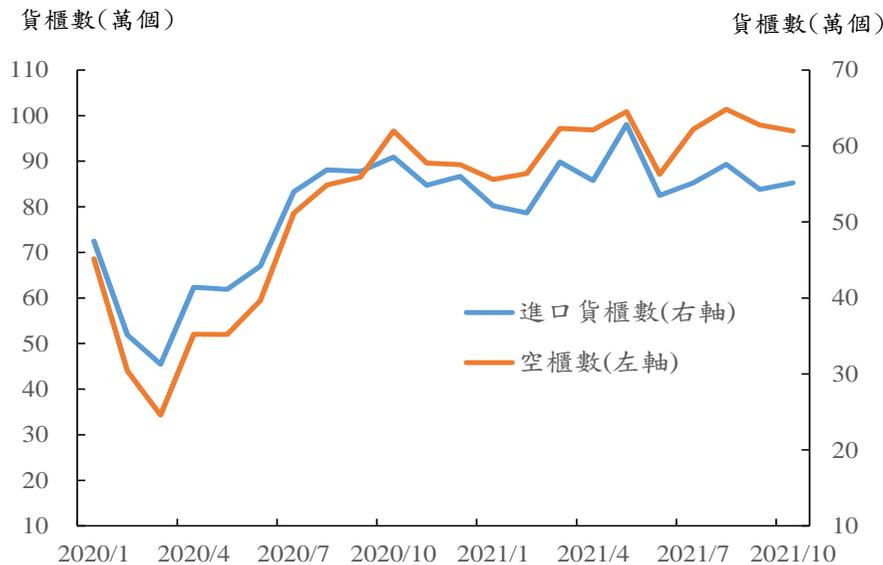
註：f 表示 Bloomberg 市場調查預測值之中位數。

資料來源：Bloomberg

### (3) 若疫情舒緩，防疫措施逐一鬆綁，全球塞港與缺櫃情勢應可趨緩

- 觀察美國西岸最大海運港口貨櫃數變動情形，進口貨櫃數自去年底以來持續維持高檔，空櫃持續積壓導致全球發生缺櫃情勢仍屬嚴峻；惟**美國**年底之**季節性貨運需求高峰結束**，將**有助改善**美國**供應鏈壅塞**情況，另全球缺櫃情勢可在防疫措施鬆綁、更多勞動力投入及港口運作效率提升下改善，**全球塞港與缺櫃情勢預期最早於明年年中左右緩解**<sup>10</sup>(圖 15)。
- 多家國際航運公司預期缺櫃情勢不再惡化，**已宣布不會進一步調漲國際海運價格**<sup>11</sup>(圖 16)，**近月來全球海運貨櫃運價達峰後趨緩**。

圖 15 美國西岸主要港口之進口貨櫃及空櫃數



資料來源：Bloomberg

圖 16 全球海運貨櫃運價走勢



資料來源：Bloomberg

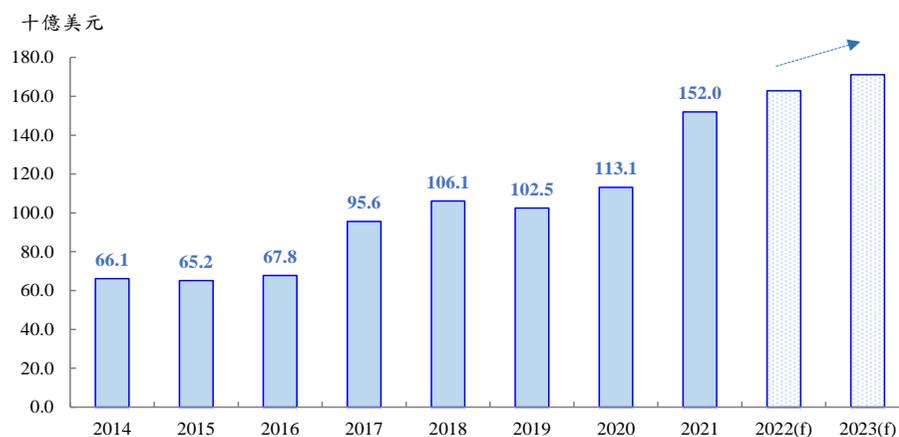
<sup>10</sup> 參見 Goldman Sachs (2021), "GS Supply Chain Congestion Scale : Week 4 (Dec. 6<sup>th</sup>) –Further Weekly Relief, Scale Tracking to Dip below 10," Dec. 8。

<sup>11</sup> 參見 J.P. Morgan (2021), "Bottlenecks : A Thousand Mile Journey Begins with One Step," Dec. 3。

#### (4) 晶片短缺現象可望於明年下半年明顯改善

- 上年受疫情嚴峻影響，許多廠商大幅**削減中間投入之晶片訂單**，惟本年經濟快速復甦，生產製造商在**庫存備料不足**下，**晶片供不應求**<sup>12</sup>；加以疫情趨動數位轉型，**5G、AI及物聯網相關應用晶片**需求強勁，**中間供應商**為建立安全庫存而重複下單(overbooking)，更加劇晶片短缺情況。另本年5月車用晶片封裝基地之馬來西亞工廠產能受當地嚴格疫情管制措施影響，車用晶片供給一度遽減<sup>13</sup>。
- 目前**全球半導體廠商已加速擴充設備因應大幅升高之需求**(圖 17)，**大廠持續積極投資擴增產能**，預計**今、明兩年**全球約有**38座晶圓廠新建專案**<sup>14</sup>，惟產能擴充或新廠量產仍需1~2年，預期**明年下半年**新產能將陸續開出，**晶片短缺**情勢可**明顯改善**<sup>15</sup>，其中車用晶片預期於明年第2季後回復至較穩定之正常庫存水準<sup>16</sup>(圖 18)。

圖 17 全球半導體產業資本支出



資料來源：IC Insights Research Bulletin，本文整理

圖 18 車用晶片庫存與正常庫存水準



資料來源：Bloomberg Intelligence，本文整理

<sup>12</sup> IMF(2021), “Global Prospects and Policies” *World Economic Outlook*, Oct.

<sup>13</sup> 全球約 20%~30%的汽車晶片封裝在馬來西亞完成，參見 Chan, Charlie et al. (2021), “Malaysia Chip Production Improving – End of the Auto Semi Shortage?” *Morgan Stanley Research*, Oct. 6。

<sup>14</sup> SEMI (2021), “Highlights of the September 2021/Q3 Edition of the Fab Databases,” Sep.

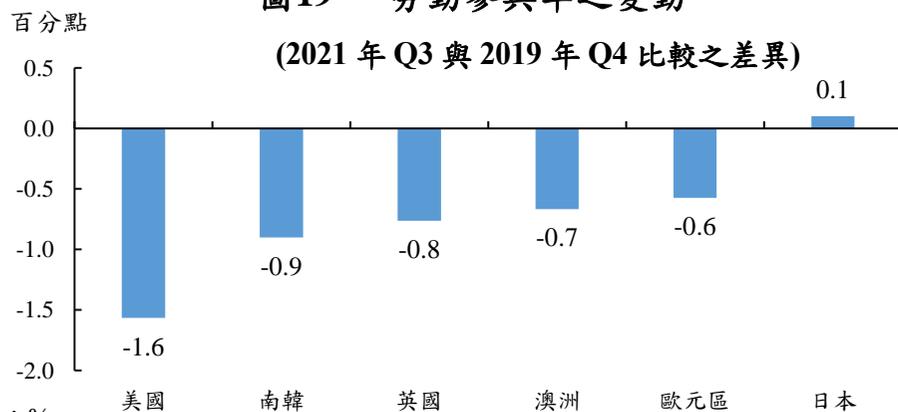
<sup>15</sup> Chan, Charlie et al. (2021), “Greater China Semiconductors 2022 Outlook : Chip Shortage or Oversupply?” *Morgan Stanley Research*, Dec. 8

<sup>16</sup> 參見 Wakasugi, Masahiro (2021), “Chip Inventories May Normalize in 3Q22 – Scenario,” *Bloomberg Intelligence*, Oct 19。

(5)若疫情趨緩，勞參率應可回升，有助緩解薪資上漲壓力；同時，消費者對商品類與服務類支出比重將回歸常態

- 疫情反覆與大規模政府緊急救助機制改變受僱人員的尋職誘因與就業選擇，使勞動市場尋職摩擦增加，致勞參率下降(圖 19)。隨疫情趨緩及政府緊急救助機制終止，勞參率可望逐步回升；而勞參率上升將有助提升總合供給，減緩物價上揚走勢。
- 本年第 3 季美國勞參率為 61.7%，距離回到疫情前水準(63.2%)最遠，主要反映美國民眾擔憂染疫、疫情反覆等致勞工工作型態與偏好轉變較大、政府廣發救助金及家庭照護需求等因素影響，工作意願仍偏低。
- 隨疫後經濟復甦，消費者之商品類相對服務類需求漸下滑，除南韓外，其他 5 個經濟體本年第 3 季商品消費占家庭消費支出之比重已較第 2 季明顯減少<sup>17</sup>(圖 20)；待消費者之商品及服務消費需求回歸疫情前常態後，商品類需求下降，有助抑制商品類漲幅，而若服務類價格如疫情前一般具穩定通膨率之效果，則有助整體通膨率回穩。

圖19 勞動參與率之變動



單位：%

2021/Q3	61.7	62.6	63.4	65.2	57.0	62.4
2019/Q4	63.2	63.5	64.1	65.9	57.5	62.3

註：係 2021 年 Q3 之該比重減疫情前 2019 年 Q4 之該比重。

資料來源：FRED，各國統計局

圖20 商品類消費占家庭消費支出比重之變動



資料來源：Refinitiv Datastream

<sup>17</sup> 南韓商品可概分為耐久財(durable goods)、半耐久財(semi-durable goods)及非耐久財(non-durable goods)，本年第 3 季商品占消費支出比重較第 2 季增加，主要係半耐久財支出大幅增加。半耐久財係指可在超過 1 年的時間內反復或連續使用，且通常價格偏低之商品，如服飾、鞋子、運動商品及娛樂商品等。

### 3. 預測機構表示變種病毒恐增加明年通膨率走勢的不確定性

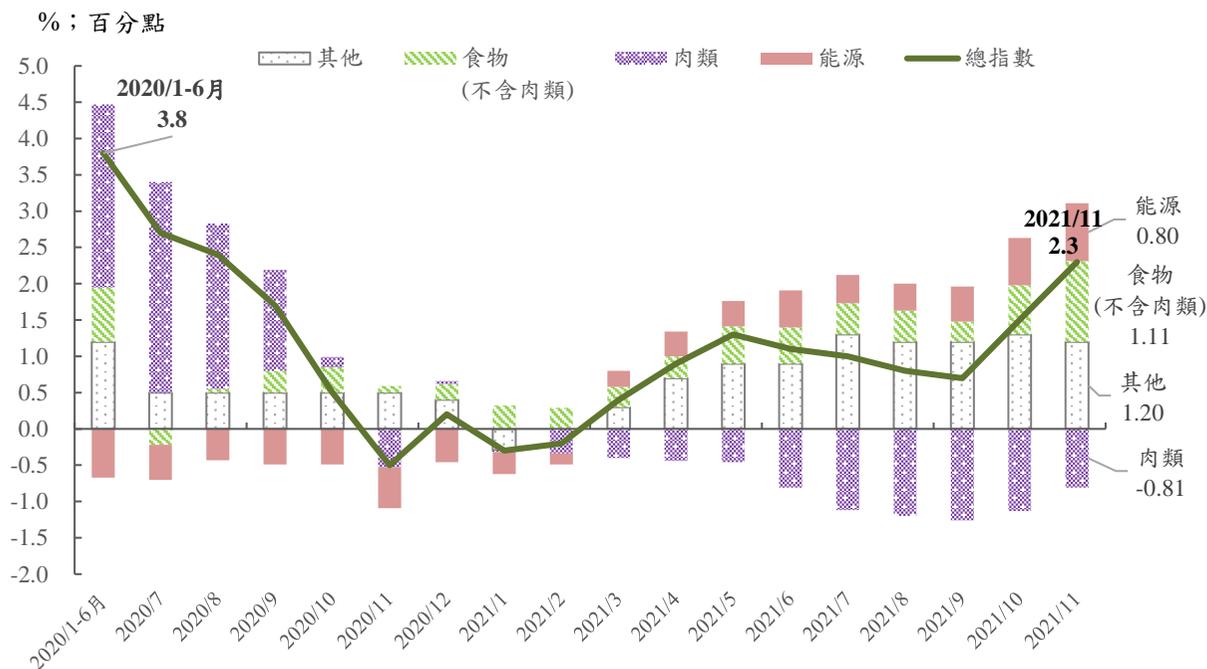
- (1) Omicron 於本年 12 月初開始擴散，**Fed 主席 Powell 指出**，恐對就業及經濟活動帶來下行風險，**供應鏈瓶頸可能將持續到明年**，並**增加通膨的不確定性**，而 **OECD 於 12 月初**最新展望報告則是**上調全球及美國、歐元區等經濟體明年之通膨率預測值**，且已高於本年預測值。
- (2) 前述主要央行及國際機構多預期明年全球通膨率將走緩，惟**通膨前景仍具不確定性**。
  - 假設近期各國因疫情升溫，**加強預防性管制措施**，將**不利舒解**港口壅塞、勞動力短缺等**供應鏈瓶頸**問題，並**阻礙民眾調整商品類與服務類之消費組合**，以致通膨壓力續增，**延後通膨率下降之時程**。
  - 若未來新變種病毒造成更強傳染力且疫苗保護效力不足，導致疫情傳播速度加快，**各國防疫強度及民眾恐慌情緒恐上升**，導致**總合需求再度縮減**，則可能**抑制較長期物價漲幅**。

## 專欄：中國大陸通膨走勢相對溫和，預測明年大致持平於 2% 左右

### 1. 中國大陸受肉類價格大跌影響，CPI 年增率由上年上半年的 3.8% 降至本年 11 月的 2.3%

本年以來中國大陸豬肉價格大幅下滑，使肉類物價年增率由上年 1-10 月平均年增 55.15%，轉為本年同期之 -16.57%，肉類對 CPI 年增率之負貢獻因而抵銷能源及其他食物價格之正貢獻<sup>18</sup>(圖 21)，致通膨走勢相對溫和。

圖 21 中國大陸 CPI 年增率及各組成項目之貢獻度



註：中國大陸未公布 CPI 分類項目的權重，本文依據其自 2020 年 7 月以來各月新聞稿中食品及肉類對 CPI 年增率的貢獻度，計算以下各貢獻度：

1. 能源類 = CPI 年增率 - 核心 CPI 年增率 - 食物類貢獻度。
2. 食物(不含肉類) = 食物類貢獻度 - 肉類貢獻度。
3. 其他 = CPI 年增率 - 能源類貢獻度 - 肉類貢獻度 - 食物(不含肉類)貢獻度。

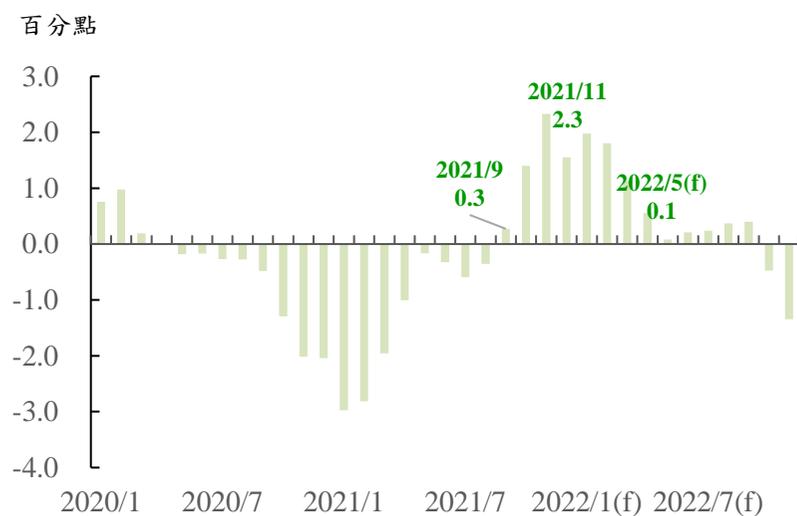
資料來源：中國大陸國家統計局

<sup>18</sup> 由於中國大陸未公布其 CPI 細項資料，因而無法分析其組成項目散布情形。

## 2. 主要國際機構預期未來2年通膨率大抵維持平穩

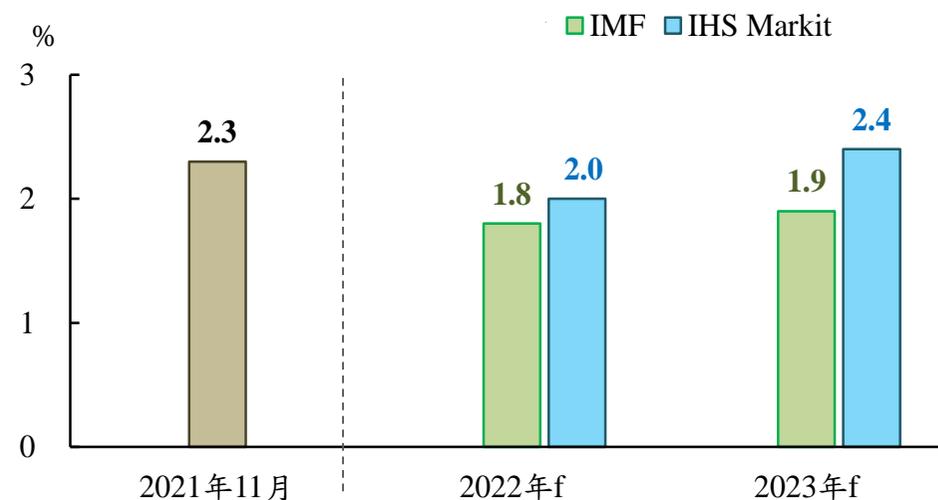
- (1) 上年肉類價格的高基期因素係造成本年中國大陸通膨率低緩之主因，惟此因素已於本年第三季減緩；第四季起的基期因素主要反映上年能源價格下跌之低基期因素，且預期其將於明年第二季減緩(圖 22)。
- (2) 主要國際機構預期，明年及 2023 年中國大陸通膨率大致接近當前水準，約在 2% 上下(圖 23)。

圖 22 中國大陸基期因素對 CPI 年增率之貢獻度



資料來源：中國大陸國家統計局、本行自行估算

圖 23 主要國際機構對中國大陸通膨率之預測



註：2021 年 11 月為實際值，f 為預測數。

資料來源：IMF WEO Database (2021/10)、IHS Markit (2021/11/15)

#### (四) 結論

1. 主要經濟體通膨率多走升，惟其通膨壓力受疫情控制成效對供需面之影響而不盡相同，其中美國之通膨壓力最高

近兩年來經歷嚴峻疫情衝擊，**累積確診人數較高之經濟體**，其近月來**通膨率多明顯走高**，如**美國、歐元區、英國**等主要經濟體之**近期通膨升溫趨勢相對明顯**，而**疫情控制相對較好的亞洲經濟體**，如**台灣及中國大陸**，通膨率則未大幅揚升。探究各經濟體當地疫情控制成效對需求面與供給面之影響，發現彼此所面臨的**通膨壓力並不相同**，其中，**能源價格變動、港口壅塞、商品消費占家庭消費支出比重的變化、可支配所得短暫上升**等因素，皆使美國的**通膨壓力最為嚴重**。

(1) 本年來隨國際油價由低點攀升，**能源對 CPI 年增率之貢獻已由負轉正**，尤以**歐元區及美國最為明顯**，前者亦反映其能源占 CPI 之權數較高。

(2) 各經濟體**主要港口壅塞問題迄今多未能有效紓解**，貨櫃運價屢創新高，且普遍有製造業缺工情形，**美國之塞港及缺工問題均較為嚴峻**，導致**供應鏈瓶頸續存**。

(3) 主要經濟體之**商品消費占家庭消費支出比重普遍較疫情前上升**，以**美國增幅最大**；另疫情前主要經濟體 CPI 中商品類物價漲幅大抵小於服務類，**疫情後則多反轉為商品類物價漲幅較大**之情形，且亦以**美國之反轉情勢最為明顯**。

(4) 疫情較嚴峻期間，政府發放現金與救助金旨於支持民眾必要消費。**美國發放規模相對較大**，使其**可支配所得兩度短暫上升**，或有挹注民眾消費動能之效。

(5) 上年**肉類價格的高基期效應**造成本年**中國大陸通膨率低緩**，惟此因素已於**本年第 3 季減緩**；主要國際機構預期，明年及 2023 年中國大陸通膨率大致接近當前水準，約在 2% 上下。

11月美國CPI年增率升抵近40年新高，且明顯高於其他主要先進經濟體，除上述因素外，另觀察各經濟體之房租漲幅，發現僅有美國之房租漲幅對其CPI年增率有較大的貢獻度(詳附錄1)，主要反映其房租占CPI權重偏高(約33%)，目前美國房租年增率(本年11月3.8%)已大致回到疫情前水準。然而，由於美國新租約房租仍持續上漲，未來可能逐漸反映在CPI年增率中，或恐致其通膨率難以回降。

## 2. 主要央行及國際機構多預期，通膨率約於明年年中走緩，惟疫情發展仍為通膨展望之主要不確定性

本年11月下旬前，各央行及國際機構多預期明年通膨率將下滑，理由包括，低基期效應將逐漸減弱，且油價不致進一步大幅上漲，而塞港、缺櫃及晶片短缺現象可望於明年逐步改善，加以若疫情趨緩或可帶動勞參率回升至疫情前水準，若服務類價格如疫情前一般具穩定通膨率之效果，且消費者對商品類與服務類支出比重亦將回歸常態，均有助緩解物價上漲壓力。

惟本年11月下旬Omicron來襲，12月初快速擴散多國，全球疫情升溫疑慮再起。美國Fed主席Powell於12月初指出，Omicron可能對美國就業與經濟活動造成下行風險，並增加通膨之不確定性；OECD於12月初之經濟展望報告則上調全球及美國、歐元區等經濟體明年之通膨率預測值，顯示疫情發展仍為影響通膨展望之主要不確定性。

若新變種病毒致疫情擴散、原油及農糧等大宗商品價格分別因政治及氣候等因素大幅波動、能源轉型推升電價、勞動市場持續緊俏及缺工問題惡化、供應鏈瓶頸未如預期紓解及消費需求高漲等現象延續，均構成通膨上行風險，導致通膨率居高情況恐較預期更持久，因此需持續關注影響通膨前景因素之發展。

明年全球景氣應可持續復甦，若疫情發展未產生重大干擾，經濟與通膨展望將不致偏離Omicron出現前之預測值。

## 附錄 1 主要經濟體 CPI 年增率變動之組成項目分析

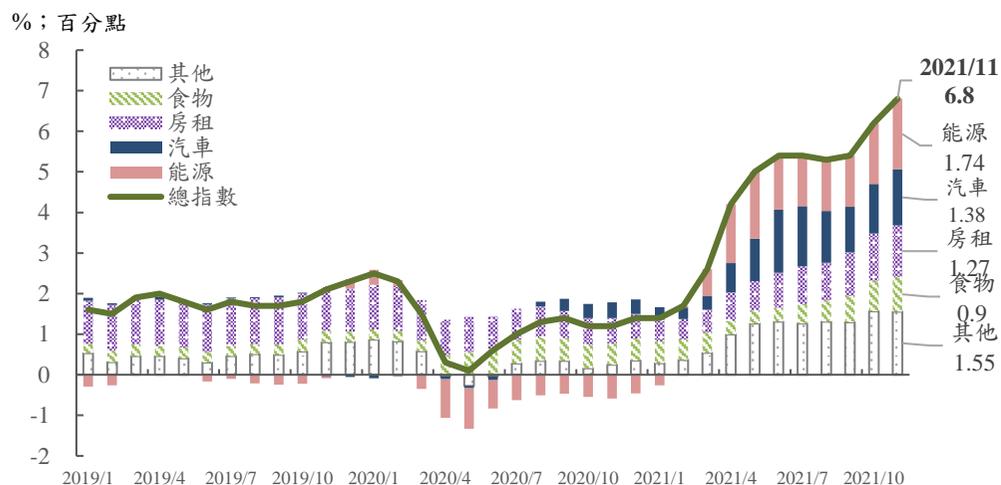
1. 美國：本年CPI年增率明顯走升，為主要經濟體中升幅較大者，且組成項目多呈上漲情況。

(1) 本年 11 月在 CPI 組成項目中，以**能源商品**(含油料費、燃氣等)、**汽車**(含新車及二手車)、**房租**(含設算租金)為**主要貢獻來源**(附圖 1)，**貢獻率**<sup>19</sup>分別為**25.5%**、**20.4%**、**18.6%**，3 項合計達**64.5%**。

— 能源及汽車價格漲幅偏高，**房租**漲幅則相對**溫和**，惟因其占 CPI **權重**達**33%**，故仍為**推升 CPI 年增率**的**重要因素**。此外，**食物及其他項目**(如住宅維修及家庭用品、衣著、休閒等)對 CPI 年增率**貢獻亦有上升**。

(2) 分析美國 CPI 組成項目的**漲跌散布**(dispersion)情形，本年 7 月以來，**近九成項目之價格呈上漲趨勢**，且**漲勢較大項目之漲幅高於 2008 年之高點**，通膨壓力升高(附圖 2)。

附圖 1 美國 CPI 年增率及各組成項目之貢獻度

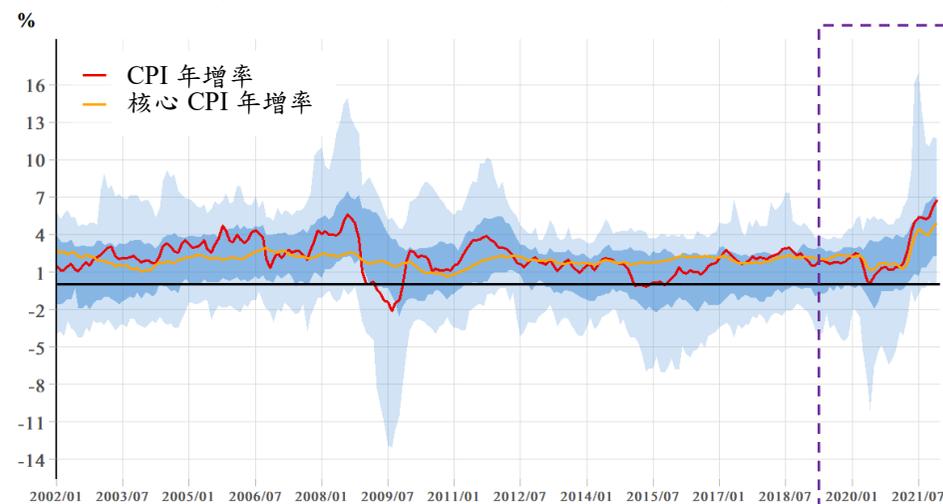


註：1. 主要物價類別對 CPI 年增率貢獻度=該物價之年增率×權重。  
2. 其他項目對 CPI 年增率貢獻度=CPI 年增率扣除主要組成項目貢獻度之合計。  
3. 美國的能源商品權重為 3.0%(能源服務為 3.1%，合計能源權重為 6.2%)；房租權重為 33%，其中以設算租金的權重最大(為 24%)。

資料來源：美國勞動統計局(Bureau of Labor Statistics, BLS)

<sup>19</sup> 貢獻率係以各組成之貢獻度除以當月 CPI 年增率。

附圖 2 美國 CPI 各組成項目漲跌散布情形



註：1. 參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將美國 CPI 各組成項目，依其年增率**由小至大排列**繪製散布情形。  
2. 下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率，深藍色區間為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率，上層淺藍色區間則為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。

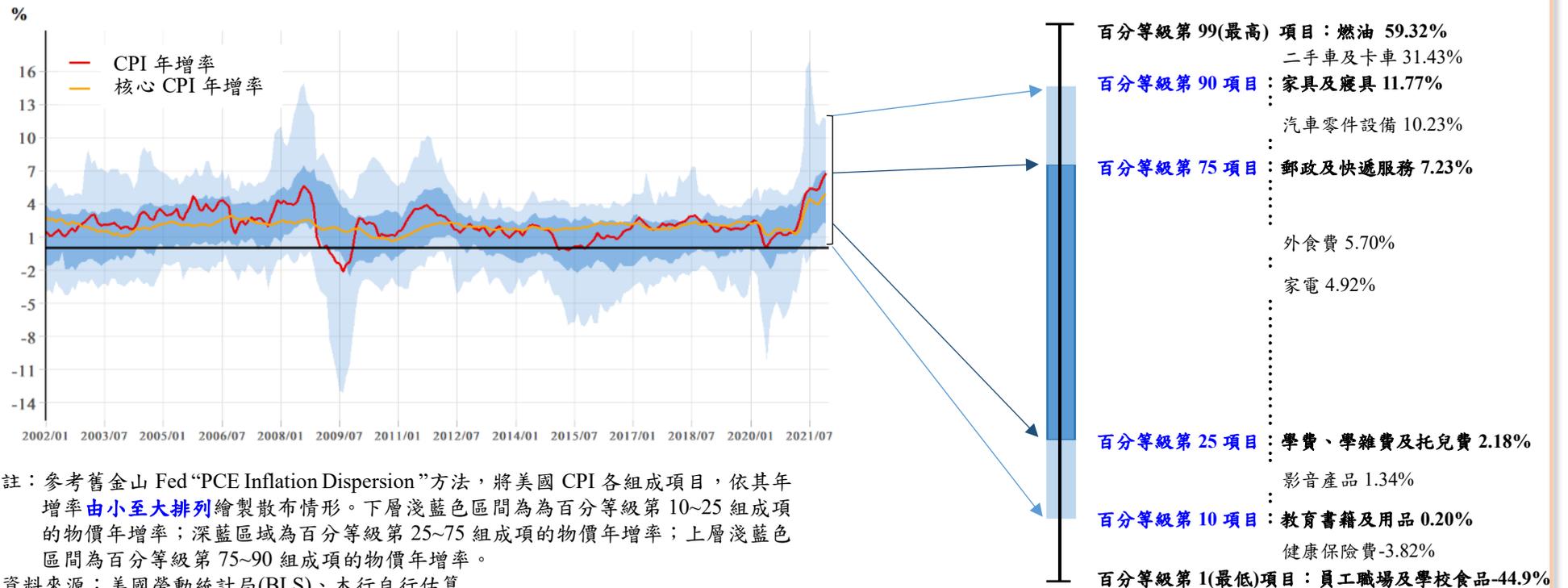
資料來源：美國勞動統計局(Bureau of Labor Statistics, BLS)、本行自行估算

## 專欄：以美國為例，說明 CPI 組成項目漲跌變動之散布情形

觀察美國CPI組成項目之價格變動分布走勢，若以本年11月組成項目斷面分布為例，年增率較高之百分等級第75至90項目，漲幅介於7.23%~11.77%，年增率較低之百分等級第10至25的項目，漲幅介於0.20%~2.18%，而年增率居中之百分等級第25至75的項目，漲幅介於2.18%~7.23%，顯示11月多數項目呈現上漲情形。若觀察近期整體分布趨勢，則可發現**美國通膨壓力不僅持續上升且逐漸擴散**。

### 美國 CPI 各組成項目年增率之散布情形

2021 年 11 月組成項目斷面分布



註：參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將美國 CPI 各組成項目，依其年增率由小至大排列繪製散布情形。下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率；深藍區域為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率；上層淺藍色區間為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。

資料來源：美國勞動統計局(BLS)、本行自行估算

資料來源：美國勞動統計局(BLS)

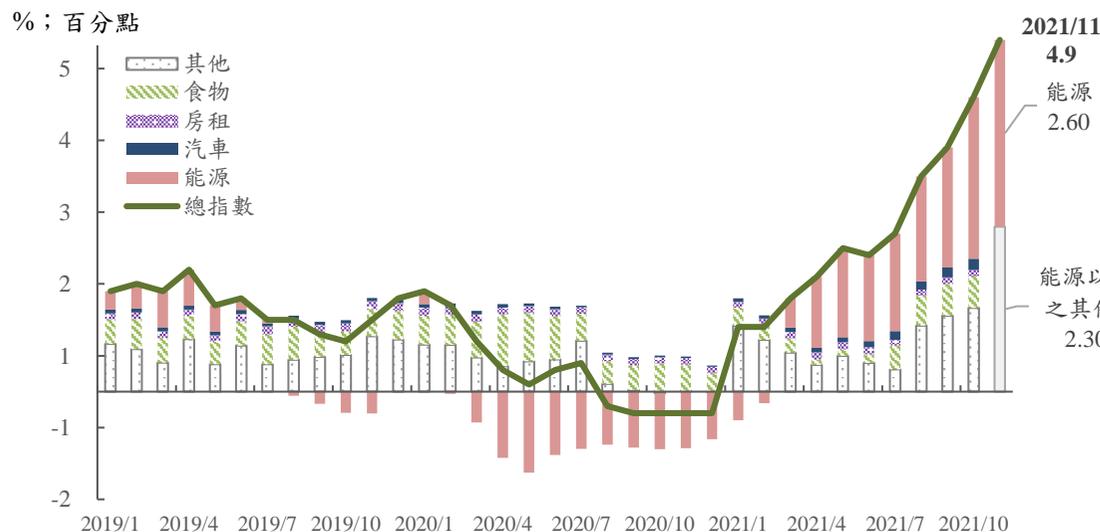
2. 歐元區及英國：本年歐元區HICP年增率及英國CPI年增率皆走升，惟漲勢較大項目之上漲幅度尚未超越其先前高點，且較美國和緩。

(1) 歐元區：能源為 HICP 年增率主要貢獻來源(附圖 3)，貢獻率 53.1%，主要因能源價格走升且漲幅持續偏高。

— 與美國相比，歐元區主要係能源價格對通膨率貢獻增加，而汽車、房租、食物及其他項目之價格對通膨率貢獻則未明顯提高(附圖 3)。

— 若以 HICP 組成項目的漲跌散布情形來看，大多數組成項目皆上漲<sup>20</sup>，惟漲勢較大項目之漲幅尚低於 2008 年全球金融危機及 2011 年歐債危機之高點，且較美國和緩(附圖 4)。

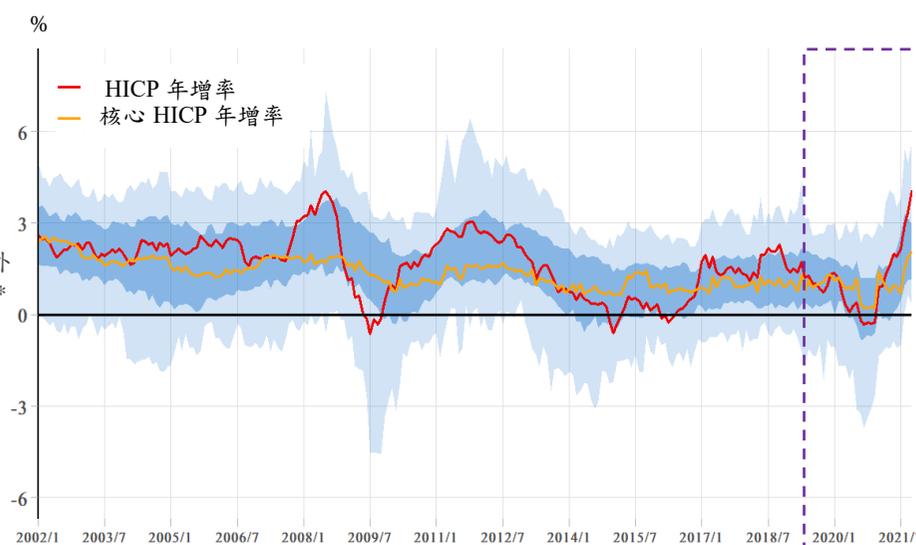
附圖 3 歐元區 HICP 年增率及各組成項目之貢獻度



註：1. 主要物價類別對 HICP 年增率貢獻度=該物價之年增率×權重。  
 2. 其他項目對 HICP 年增率貢獻度=HICP 年增率扣除主要組成項目貢獻度之合計。  
 3.\*：本年 11 月歐元區物價僅公布 HICP 及能源等價格，未公布食物、房租等價格。  
 4. 為與美國 CPI 食物類(含外食)比較，本圖的食物類貢獻度係含歐元區 HICP 食物類(不含外食)及餐飲類。  
 5. 歐元區的房租係指實際租金(權重為 7.5%)，不含設算租金。

資料來源：Eurostat

附圖 4 歐元區 HICP 各組成項目漲跌散布情形



註：1. 參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將歐元區 HICP 各組成項目，依其年增率由小至大排列繪製散布情形。  
 2. 下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率，深藍色區間為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率，上層淺藍色區間則為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。

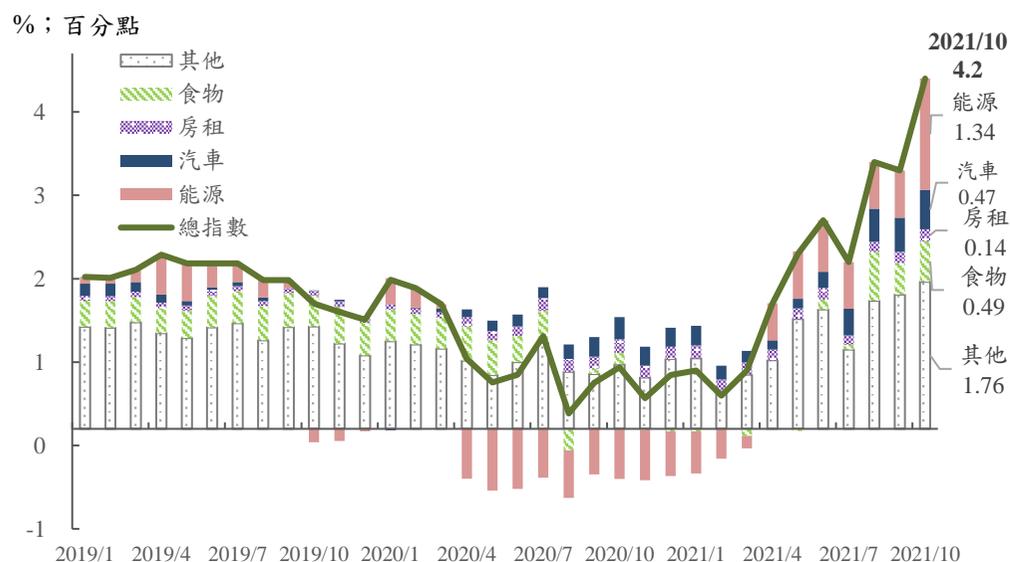
資料來源：Eurostat、本行自行估算

<sup>20</sup> 可能與德國減免加值稅(VAT)致基期較低等因素有關。

(2) 英國：能源、汽車及食物價格均上漲，帶動其 CPI 年增率走升。

- 一 與美國相比，英國 CPI 年增率走升主要來自能源、食物、汽車之貢獻上升，貢獻率分別為 31.8%、11.6%、11.2%，3 項合計達 54.6%；另房租及其他項目價格之貢獻則未明顯走高(附圖 5)。
- 一 若以 CPI 組成項目的漲跌散布情形來看，漲勢較大項目之漲幅尚低於過去高點，且較美國和緩，與歐元區情況相似。惟與美國及歐元區不同的是，較多項目之價格呈下跌走勢(附圖 6)。

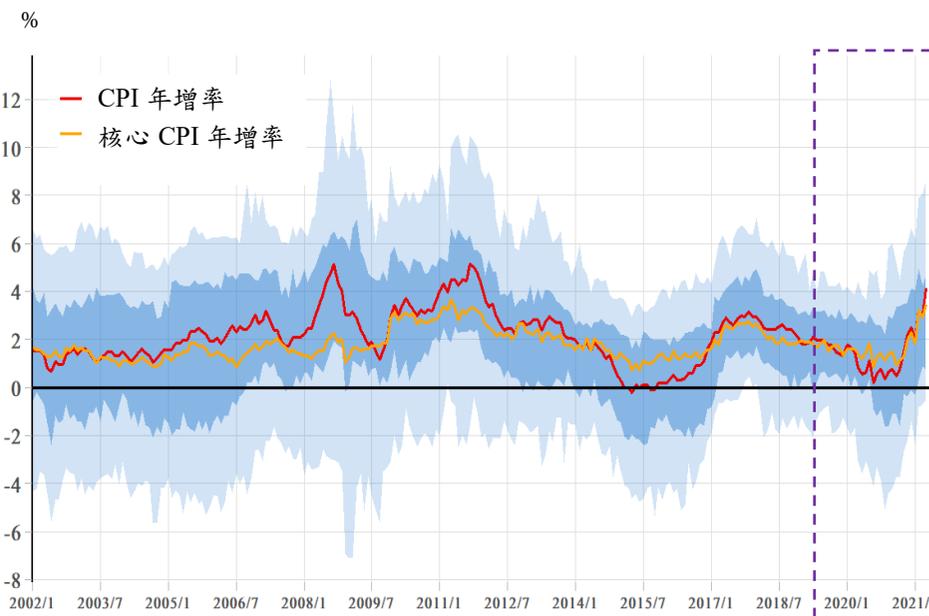
附圖 5 英國 CPI 年增率及各組成項目之貢獻度



- 註：1. 主要物價類別對 CPI 年增率貢獻度=該物價之年增率×權重。  
2. 其他項目對 CPI 年增率貢獻度=CPI 年增率扣除主要組成項目貢獻度之合計。  
3. 為與美國 CPI 食物類(含外食)比較，本圖的食物類貢獻度係含英國 CPI 食物類(不含外食)及餐飲類。  
4. 本圖英國的房租係指實際租金(權重為 9.4%)，不含設算租金。

資料來源：英國統計局

附圖 6 英國 CPI 各組成項目漲跌散布情形



- 註：1. 參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將英國 CPI 各組成項目，依其年增率由小至大排列繪製散布情形。  
2. 下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率，深藍色區間為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率，上層淺藍色區間則為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。

資料來源：英國統計局、本行自行估算

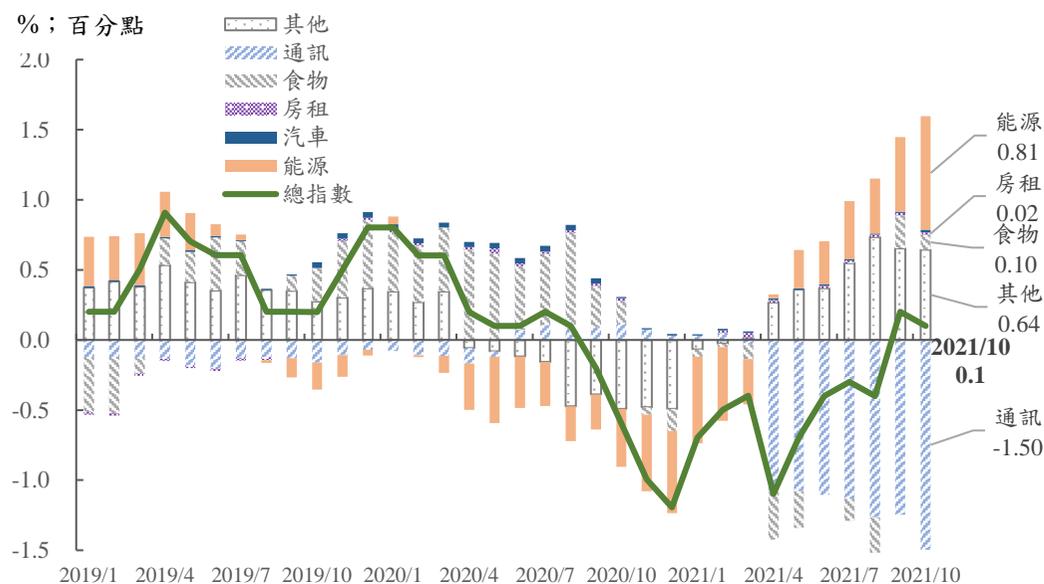
3. 日本 CPI 年增率仍於零上下徘徊，與美、歐、英通膨率大幅上升之情況不同。

(1) 日本 10 月 CPI 年增率為 0.1%，明顯低於主要經濟體，主因通訊費大幅下滑，抵銷能源等之漲幅(附圖 7)。

一、本年電信公司配合政府政策，調降手機資費，大幅拉低通膨率，另本年 8 月 CPI 權數調整之技術性因素亦造成部分影響。

(2) CPI 多數組成項目年增率雖有回升，惟仍普遍溫和(附圖 8)。

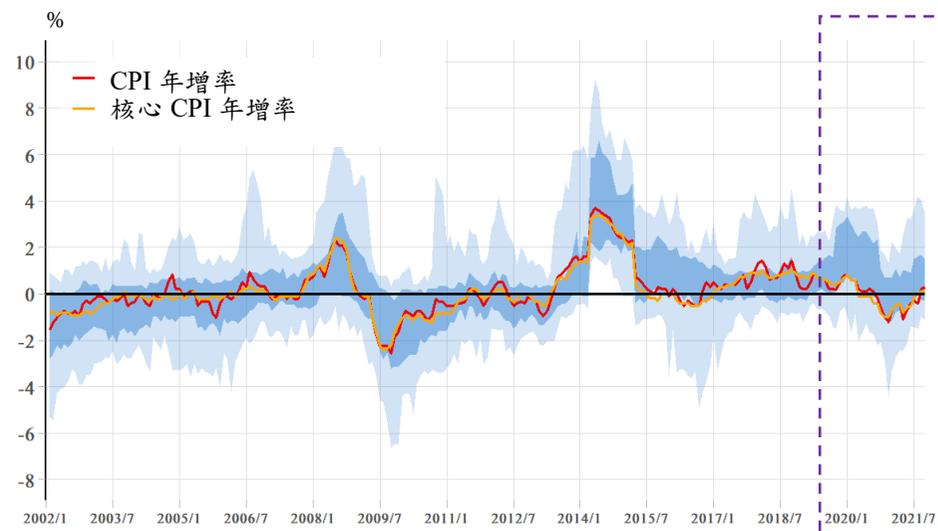
附圖 7 日本 CPI 年增率及各組成項目之貢獻度



- 註：1. 主要物價類別對 CPI 年增率貢獻度=該物價之年增率×權重。  
 2. 其他項目對 CPI 年增率貢獻度=CPI 年增率扣除主要組成項目貢獻度之合計。  
 3. 日本的房租(權重為 18.3%)中，設算租金權重為 15.8%，實際租金權重 2.5%。

資料來源：日本統計局

附圖 8 日本 CPI 組成項目漲跌散布情形



- 註：1. 參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將英國 CPI 各組成項目，依其年增率由小至大排列繪製散布情形。  
 2. 下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率，深藍色區間為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率，上層淺藍色區間則為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。

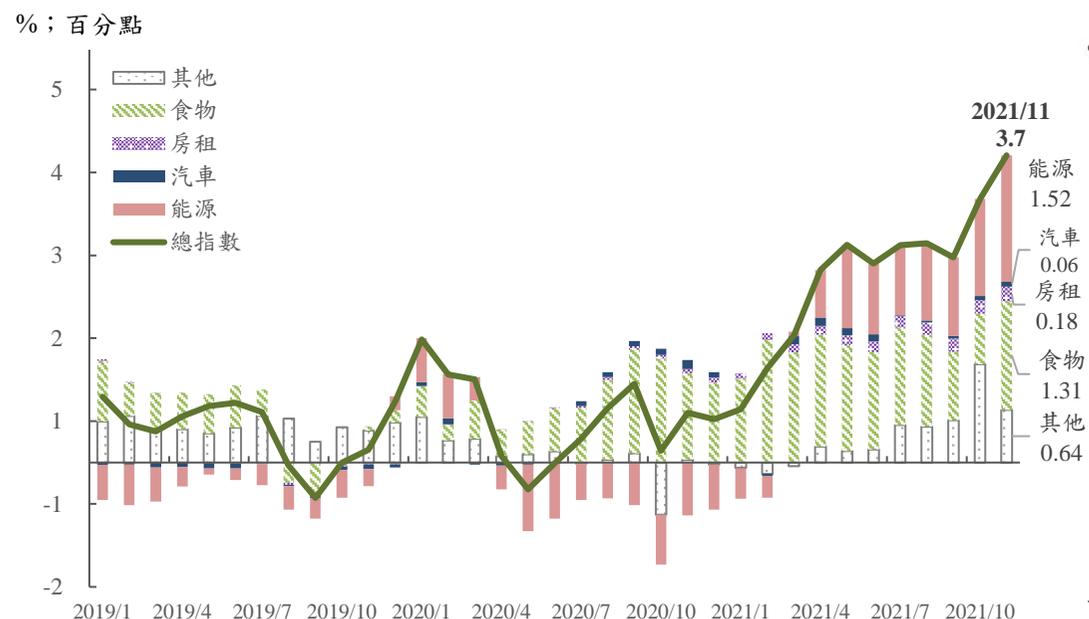
資料來源：日本統計局、本行自行估算

4. 南韓本年 CPI 年增率上揚，惟漲幅較大項目之上漲幅度不僅較美國和緩，且亦較過去較高通膨時期溫和。

(1) 與美國相比，南韓 CPI 年增率走升主要來自能源與食物<sup>21</sup>之貢獻度提高，貢獻率分別為 41.1% 與 35.3%，2 項合計達 76.4%；另房租、汽車及其他項目之貢獻度則未明顯走高(附圖 9)。

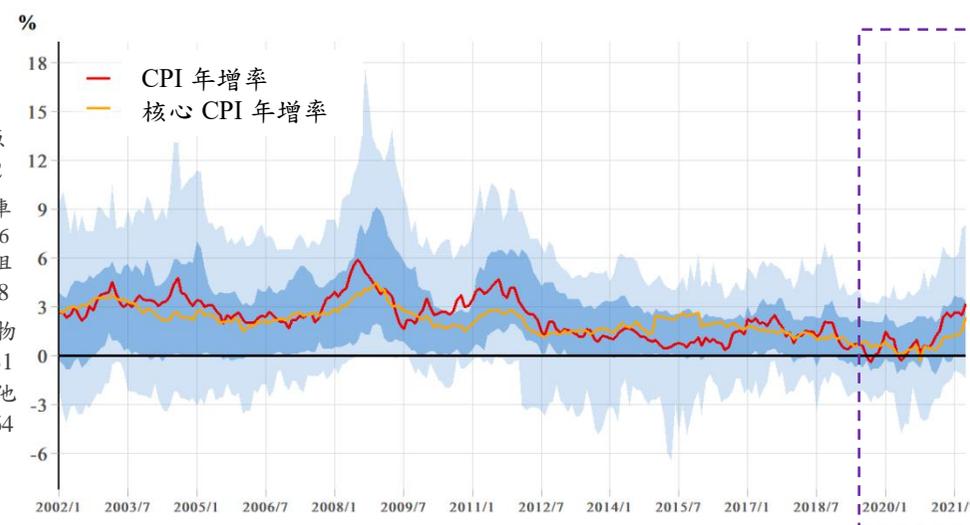
(2) CPI 組成項目雖多呈上揚趨勢，惟漲勢較大項目之漲幅不僅低於過去高點，且亦較美國和緩(附圖 10)。

附圖 9 南韓 CPI 年增率及各組成項目之貢獻度



註：1. 主要物價類別對 CPI 年增率貢獻度=該物價之年增率×權重。  
 2. 其他項目對 CPI 年增率貢獻度=CPI 年增率扣除主要組成項目貢獻度之合計。  
 3. 為與美國 CPI 食物類(含外食)比較，本圖的食物類貢獻度係含南韓 CPI 食物類(不含外食)及餐飲類。  
 4. 南韓的房租係指實際租金(權重為 9.4%)，不含設算租金。  
 資料來源：南韓央行

附圖 10 南韓 CPI 組成項目漲跌散布情形



註：1. 參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將南韓 CPI 各組成項目，依其年增率由小至大排列繪製散布情形。  
 2. 下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率，深藍色區間為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率，上層淺藍色區間則為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。  
 資料來源：南韓央行、本行自行估算

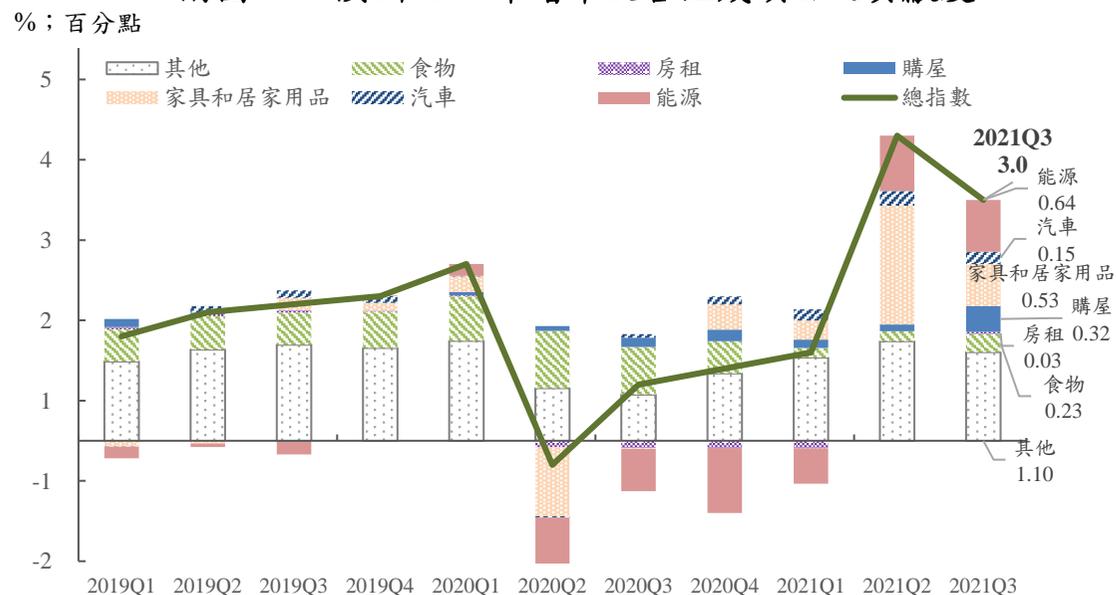
<sup>21</sup> 南韓食物上年下半年受連續豪雨影響而走高，本年上半年亦受禽流感等因素影響而續走升。

5. 澳洲本年第 2 季起 CPI 年增率明顯攀升，惟漲幅較大項目之幅度溫和，且較美國和緩。

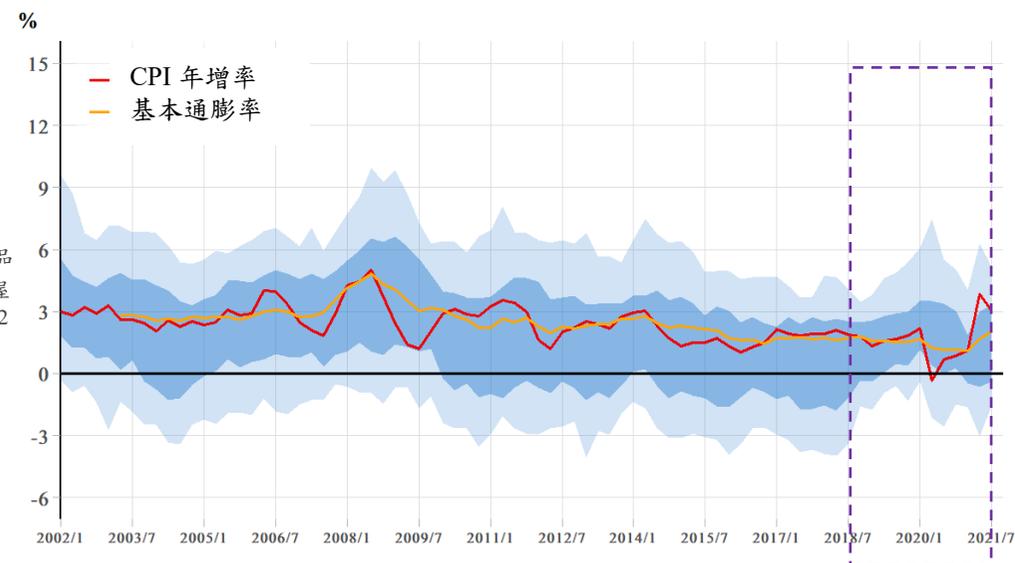
(1) 與美國相比，澳洲 CPI 年增率上揚主要來自能源、家具和居家用品與購屋之貢獻度提高，貢獻率分別為 21.5%、17.5% 與 10.8%，3 項合計達 49.8%；另房租及食物之貢獻度則持平或略降(附圖 11)。

(2) CPI 組成項目呈漲跌互見，且上漲項目之漲勢尚屬溫和，通膨壓力遠不及美國(附圖 12)。

附圖 11 澳洲 CPI 年增率及各組成項目之貢獻度



附圖 12 澳洲 CPI 組成項目漲跌散布情形



註：1. 主要物價類別對 CPI 年增率貢獻度=該物價之年增率×權重。  
 2. 其他項目對 CPI 年增率貢獻度=CPI 年增率扣除主要組成項目貢獻度之合計。  
 3. 澳洲的居住項中，房租權重為 6.8%，購屋(指自用住宅之新成屋價格)權重為 8.49%。  
 資料來源：澳洲統計局

註：1. 參考舊金山 Fed “PCE Inflation Dispersion” 方法，將澳洲 CPI 各組成項目，依其年增率由小至大排列繪製散布情形。  
 2. 下層淺藍色區間為百分等級第 10~25 組成項的物價年增率，深藍色區間為百分等級第 25~75 組成項的物價年增率，上層淺藍色區間則為百分等級第 75~90 組成項的物價年增率。  
 3. 根據 RBA 定義，基本通膨率為各組成項目之截尾平均(trimmed mean)。  
 資料來源：澳洲統計局，RBA

## 附錄 2 主要央行及國際機構對未來通膨走勢之看法

附表 1 主要央行之通膨展望

機構	說明
Fed	<p>本年 11 月 30 日及 12 月 1 日主席 Powell 表示，隨供需失衡緩解，通膨率將在明年大幅下降。供應鏈瓶頸可能將持續到明年；近期 COVID-19 病例增加及 Omicron 出現對就業及經濟活動帶來下行風險，並增加通膨的不確定性，如對病毒的恐慌可能降低勞工復工意願，進而拖累勞動市場復甦，並加劇供應鏈中斷。Powell 並澄清其所謂暫時性通膨係指通膨升溫不致產生永久性影響，而非指時間短暫，通膨持續偏高之威脅增加，或許現在是停止使用「暫時性」措辭的適當時候，隨近期美國經濟強勁且通膨壓力高，將在 12 月會議討論是否加速縮減購債，以提前數月結束該措施。儘管 Powell 預期明年下半年通膨率將走緩，惟仍指出通膨情況已更為廣泛擴散，Fed 將做好準備確保當前高通膨率不會根深柢固(entrenched)；而近期薪資雖大幅上升，惟上漲速度還未達到可能加劇通膨升溫的程度。</p>
	<p>財政部長(暨前任 Fed 主席)Yellen 12 月 2 日表示，因不能恰當描述目前通膨情況，準備不再使用「暫時」一詞；另 Omicron 對經濟帶來很大不確定性，可能會進一步加劇供應鏈問題並推高通膨，惟若其抑制需求，可能從而減緩全球經濟成長，緩解部分通膨壓力。</p>
ECB	<p>本年 10 月 28 日總裁 Lagarde 表示，預期能源價格飆漲、需求復甦超過供給、德國減免增值稅(VAT)致基期較低之影響等拉升通膨之三大因素影響在明年將減弱，且供應鏈瓶頸亦可能在明年第 1 季趨緩解，明年通膨率將回降，而中期通膨率可望回落至 2% 目標。11 月 27 日 Lagarde 重申，不認為通膨率會持續攀高，並預期明年 1 月歐元區通膨率將開始回落，明年升息的可能性不高，惟若通膨情勢符合利率前瞻指引，ECB 亦將採取必要的行動。</p>
BoJ	<p>本年 11 月 15 日總裁黑田表示，隨明年年中產出缺口轉為正值，日本通膨率預計將逐漸升至 1% 左右，然仍低於 2% 通膨目標，因此將維持強力寬鬆貨幣政策。</p>
BoE	<p>本年 11 月 4 日貨幣政策會議聲明稿指出，預期通膨率將在 2022 年 4 月達到 5% 左右的峰值，嗣後隨供應鏈中斷緩解、全球需求回復正常化及能源價格漲幅趨緩，可望於明年下半年開始大幅回落。11 月 15 日總裁 Bailey 表示，英國通膨率高於目標區非其所樂見，最新數據顯示，在政府就業保障計畫結束後，勞動市場表現仍屬良好。</p>
RBA	<p>本年 11 月 2 日貨幣政策會議聲明稿指出，預期基本通膨率將以漸進型態進一步上升。今、明兩年的基本通膨率預測約為 2.25%，2023 年為 2.5%。隨勞動市場趨於緊俏，預估薪資將加速成長。通膨前景之主要不確定性為當前全球供應鏈中斷的持續時間，以及在失業率位於數十年來最低水準下之薪資成長走向。此外，儘管通膨率上升，惟基本通膨率仍處於低水準，且通膨壓力亦低於其他許多國家，尤其工資僅呈溫和成長。</p>
BoK	<p>本年 11 月 25 日貨幣政策會議聲明稿指出，展望未來，預測 CPI 年增率仍將大幅超過 2%，高於 8 月的預測路徑，然後逐漸下降，明年整體將落在 2% 左右，核心 CPI 年增率將上升至略高於 1% 的水準。</p>
PBoC	<p>本年 11 月 18 日行長易綱表示，全球通膨急遽攀升，此通膨壓力是否為過渡性，仍存爭議，且供需錯配持續將阻礙全球經濟復甦。</p>

資料來源：整理自各央行網站及相關報導

附表 2 主要國際機構之通膨展望

機構	說明
IMF	<p>本年 10 月 12 日「全球經濟展望」報告指出，預期在供需錯配問題獲得解決後，多數經濟體之通膨率將在明年年中回落到疫情前的區間，<b>預測先進及新興市場暨開發中經濟體之整體通膨(headline inflation)率明年年中前將分別降至 2%左右及 4%左右</b>；惟<b>糧食及原油價格上漲</b>，以及<b>匯率貶值</b>導致進口品價格上升，恐使部分<b>新興市場經濟體物價上漲壓力持續</b>。</p> <p>本年 12 月 3 日貨幣與資本市場部門主管 Tobias Adrian 及首席經濟學家 Gita Gopinath 共同撰文指出，疫情大流行再起及最新的 Omicron 導致全球經濟前景之不確定性急遽提高。在許多國家，<b>能源及食品價格上漲</b>導致通膨持續升溫，這些全球性的因素<b>可能在明年將持續推升通膨率</b>。雖然部分經濟體的通膨率可能在明年仍將處於偏高水準，惟大多數經濟體的中長期通膨預期指標仍接近政策目標。<b>預期運輸、交貨延遲及半導體短缺可能會在明年下半年改善</b>。另隨<b>多數紓困措施將屆期終止</b>，<b>明年總需求可能趨於緩和</b>。</p>
UNCTAD	<p>本年 11 月 18 日發布「2021 年海運回顧」報告指出，在貨運供應鏈中斷、港口堵塞及碼頭效率低落等問題獲得解決前，未來 1 年全球消費者物價將大幅上漲；當前<b>貨櫃運費高漲的現象若持續</b>，預期 <b>2023 年全球</b>進口物價可能較目前上升 10.6%，<b>消費者物價可能上升 1.5%</b>，其中，<b>小島型開發中國家</b>(small island developing states)*平均漲幅將分別達 24.2%及 7.5%，<b>所受衝擊更大</b>。</p>
IHS Markit	<p>本年 11 月「全球執行摘要」報告指出，由於<b>若干供應短缺及運輸瓶頸問題將持續到明年</b>，投入成本急劇上升，使得廠商將生產成本轉嫁給消費者的壓力已成為推升全球通膨重要因素，惟隨<b>大宗商品價格回落</b>，<b>全球通膨升溫情勢將可逐漸消退</b>。預期<b>本年全球通膨率</b>將從上年的 2.2% <b>升至 3.7%</b>，為 2008 年以來最高，<b>明年則將放緩至 3.5%</b>，<b>2023 年為 2.7%</b>。</p>
OECD	<p>本年 12 月 1 日發布「OECD 經濟展望」報告指出，預期主要先進及新興市場經濟體通膨率將於<b>明年第 1 季前達到峰值後，可望逐漸回降</b>；預測今、明兩年 OECD 經濟體通膨率分別為 3.5%及 4.2%，美國則分別為 4.6%及 4.8%，歐元區則分別為 2.4%及 2.7%；OECD 強調<b>若供應鏈壓力或能源價格勁揚較預期更持久，通膨上行風險可能持續</b>。</p>

\*：小島型開發中國家(SIDS)係由聯合國最低度開發國家、內陸開發中國家及小島型開發中國家高級代表辦公室(UNOHRLLS)認定，係具有獨特社會、經濟及環境脆弱性之島國群體，該群體包含 38 個聯合國會員國及 20 個非聯合國會員國或準成員，大致分布在加勒比、太平洋及大西洋、印度洋及南中國海。

資料來源：各機構

## 六、分配不均與貨幣政策：國際間對相關議題的看法

1980年代以來，雖然全球貧窮率已下降，但許多國家國內所得與財富不均卻呈長期上升趨勢；迨至全球金融危機、新冠肺炎(COVID-19)危機後，若干主要經濟體的不均問題益形惡化，外界對不均問題的關注程度日增，例如全球金融危機後，大眾在 Google 搜尋不均關鍵名詞的比例大幅上升，自2007年至本(2021)年已上升約80%。

有論者指稱，全球金融危機、新冠肺炎危機以來，主要央行所採的極度寬鬆貨幣政策(尤其是超低利率、大規模資產購買計畫)推升資產價格，應該為分配不均惡化負責；惟亦有論者認為，低利率減輕借款人的債務負擔，且貨幣寬鬆帶來創造就業機會、促進經濟成長等益處，實有助於減緩不均。伴隨各界對此議題的關注，國際間央行亦展開相關討論，並加強與外界溝通。

本文擬先說明 1980 年代以來，許多國家不均的持續上升，大抵係歸因於如技術進步、全球化(globalization)等結構性因素；接著引介貨幣政策與不均的關係，除說明貨幣政策對不均的影響尚無定論外，亦表明不均可能影響貨幣政策；進而強調貨幣政策仍應聚焦於核心職責，財政政策、結構性政策及審慎政策等在處理不均時，相較於貨幣政策更為直接且有效；最後則為本文的結語。

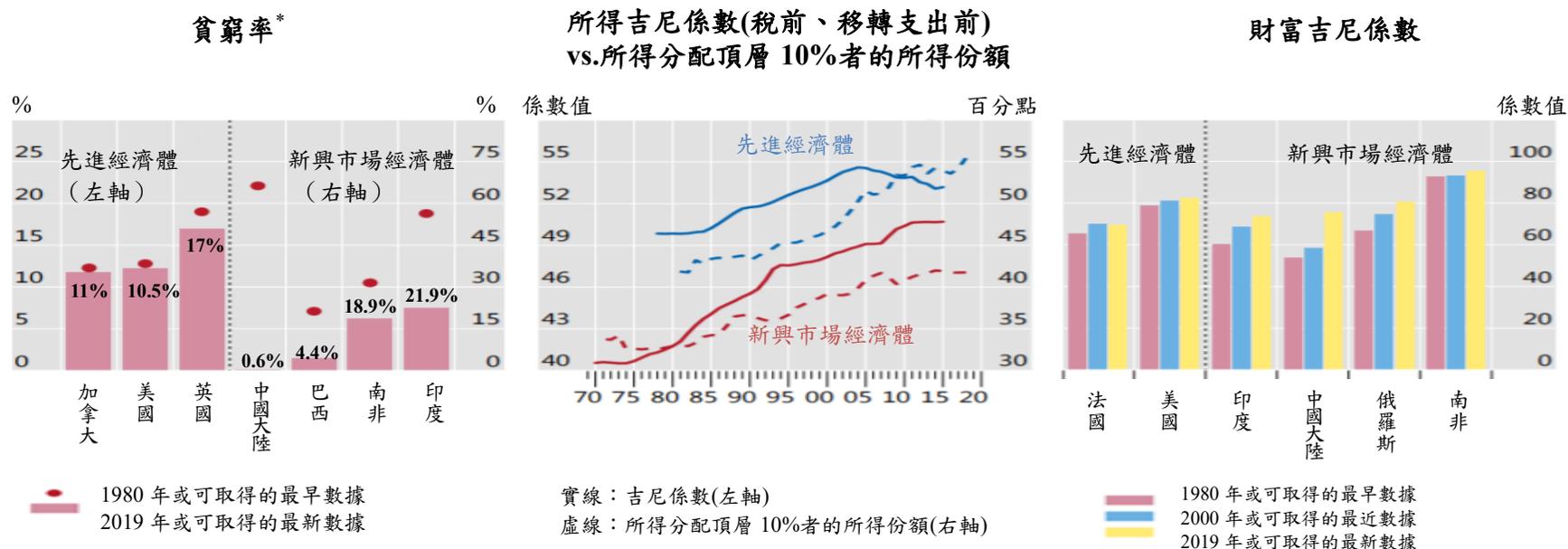
### (一)1980 年代以來許多國家國內不均持續加劇，大抵係因結構性因素所致<sup>1</sup>

#### 1. 自1980年代起，許多國家國內所得與財富不均呈上升趨勢

- (1)新冠肺炎危機前，全球貧窮率已下降，新興市場經濟體尤然(下頁圖1左)；此外，各國間的不均程度亦呈縮減。
- (2)不過，自1980年代起，許多國家國內稅前、移轉支出前所得的分配，愈來愈集中於所得分配頂層的富者(下頁圖1中)；至於財富不均擴大的情形，新興市場經濟體較先進經濟體更加明顯(下頁圖1右)。
- (3)近年來，資產價格大幅上揚，加以新冠肺炎危機對經濟體系帶來重大影響，尤以服務業、中低所得階層等所受衝擊最深，進一步加劇不均；此外，電子商務加速發展、科技應用更為廣泛，恐加重不均。

<sup>1</sup> 主要取材自 BIS (2021), "The Distributional Footprint of Monetary Policy," *BIS Annual Economic Report 2021*, Jun..

圖 1 各國貧窮率下降的同時，許多國家國內不均現象正在上升



\* 貧窮率係貧窮線以下人口的占比。先進經濟體以自身國家的貧窮線為計算標準(例如美國2019年為每人每日收入34.2美元)；新興經濟體的貧窮線標準則是每人每日收入1.9美元。  
資料來源：BIS(2021)、OECD、World Bank、Standardized World Income Inequality Database (SWIID)、World Inequality Database (WID)、Datastream、各國資料

## 2. 結構性因素助長許多國家國內所得與財富不均的長期趨勢

(1) 過去幾十年內，大幅擴大經濟機會與激勵成長的**結構性因素**，亦助長許多國家國內所得與財富不均的**長期趨勢**。這些結構性因素中，尤以**技術進步**、**全球化**為最<sup>2</sup>。

— **技術進步**使**高技能勞工**的**生產力**比低技能勞工**提高得更多**，進而擴大兩者間的所得差距。

— **全球化**與**貿易互聯性**(interconnectedness)**增加**，**削弱勞工**(尤其是低技能勞工)的**議價能力**，以及**企業**(尤其是小型企業)的**定價能力**，使許多國家國內的**不均情形加劇**。

(2) 在結構性因素的影響下，某些部門甚至出現**贏者全拿**(winner-takes-all)的**大型產業**，導致其**利潤**及**資本所得份額**進一步**增加**，且以**勞動所得份額**的**犧牲**為代價。

<sup>2</sup> 全球化(尤其是金融全球化)造成多面向的分配不均，進而導致貧富差距擴大；有關全球化對不均的影響等相關議題之介紹，請參閱中央銀行(2016)，「全球化的發展、問題與未來挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12月22日。

### 3. 台灣所得不均程度較主要經濟體為低，財富不均亦逐漸改善

(1)自 1980 年以來，台灣的每人所得不均變化不大，家戶所得不均則呈擴大趨勢。

—台灣每人五等分位所得差距倍數與吉尼係數(Gini coefficient)<sup>3</sup>走勢，大致平穩(圖 2)。

—台灣家戶所得不均長期呈上升趨勢(圖 3)，且短期易受經濟景氣榮枯及金融危機等影響。

- 每戶五等分位所得差距倍數：2001年網路泡沫破裂與2009年全球金融危機衝擊低收入家戶就業，推升所得差距倍數，隨後受惠國內景氣復甦而回降；惟自2014年起，家戶所得差距倍數益趨擴大。
- 每戶吉尼係數：長期低於0.4的國際警戒線，且在2001年達0.35的最高點後趨降；惟自2016年起，每戶吉尼係數有微幅擴大跡象。

—上(2020)年新冠肺炎疫情爆發，弱勢家戶就業受創較深，面臨無薪假、減薪等情況，每戶五等分位所得差距倍數為 6.13，每戶吉尼係數則為 0.34，均創近年新高。未來在自動化、數位轉型趨勢加速發展的情況下，低技能、低薪勞工的工作恐易被取代；疫情過後，弱勢家戶所得不均情況恐進一步擴大。

圖 2 每人五等分位所得差距倍數及吉尼係數

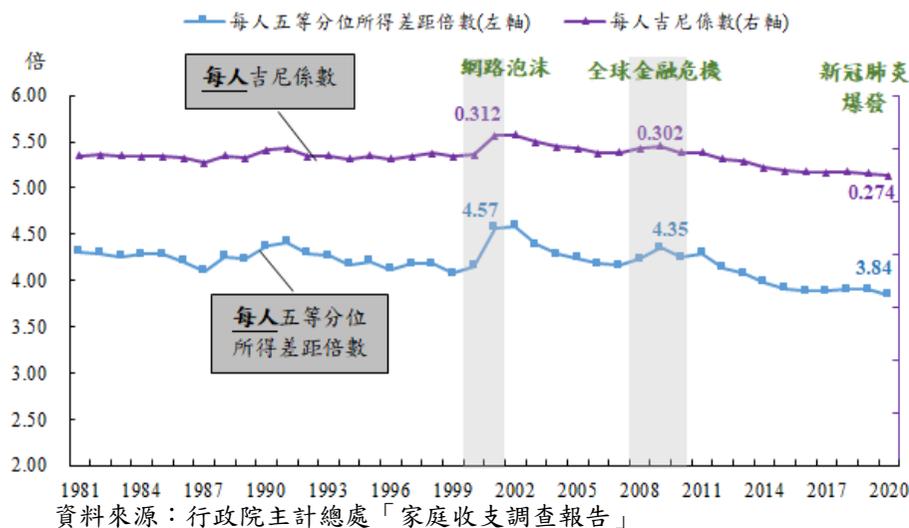
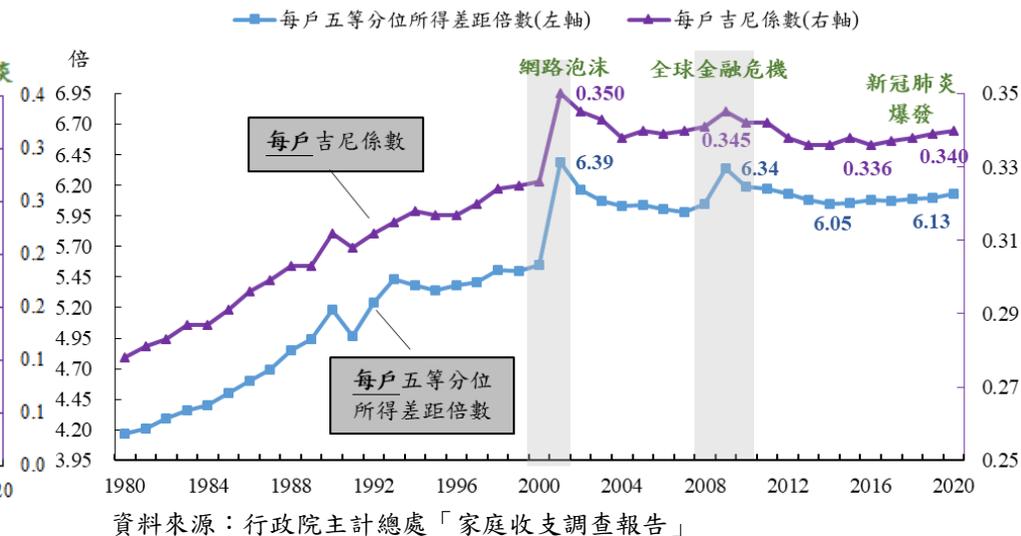


圖 3 每戶五等分位所得差距倍數及吉尼係數



<sup>3</sup> 係按每戶可支配所得除以戶量重新排序，再按人數計算的每人五等分位所得差距倍數及吉尼係數。

(2)所得與財富不均擴大為全球普遍現象，惟**台灣所得不均程度較主要經濟體為低**，**財富不均亦逐漸改善**。

—各國所得統計內涵與調查對象、範圍雖不盡一致，台灣所得差距倍數及吉尼係數普遍較亞洲鄰近經濟體(如日本、香港、南韓、新加坡及中國大陸)為低(表 1)。

表 1 主要經濟體所得分配不均情況

經濟體	每人			每戶		
	年分	五等分位 倍數	吉尼係數	年分	五等分位 倍數	吉尼係數
台灣	2020	<b>3.84</b>	<b>0.274</b>	2020	<b>6.13</b>	<b>0.340</b>
香港	-	-	-	2016	21.20	0.524
南韓	2019	6.25	0.339	-	-	-
日本	2014	4.99	0.310	2020	6.62	-
新加坡	2020	-	0.375	-	-	-
中國大陸	2020	10.20	0.468	-	-	-
英國	2019	8.10	0.390	-	-	-
美國	2019	14.03	0.465	2019	16.65	0.484

註：1.各國公布之每戶或每人資料不一，且調查之樣本範圍及所得內涵相異，不具嚴謹比較基礎。

2.各國公布所得差距之年度不一。

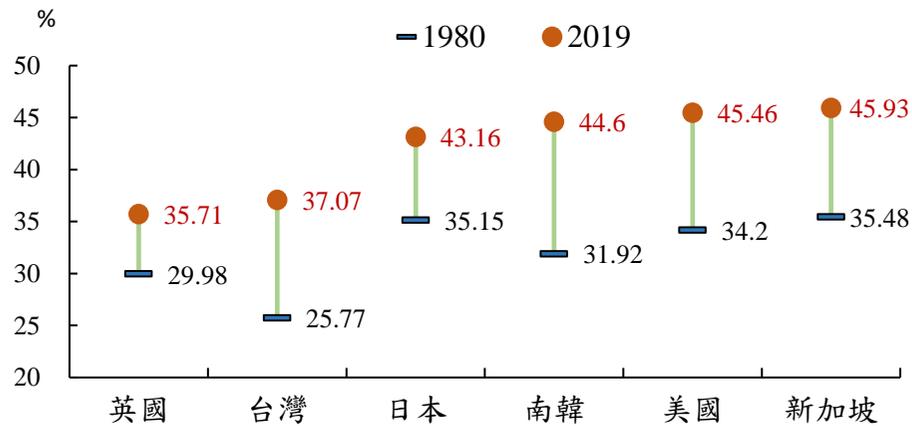
3.選取自主計總處「109年家庭收支調查報告」。

4.中國大陸資料取自於「中國統計年鑑 2021」，其中每人五等分位倍數=(20%高收入組家庭人均可支配收入)/(20%低收入組家庭人均可支配收入)。

資料來源：主計總處「109年家庭收支調查報告」、中國國家統計局「中國統計年鑑 2021」

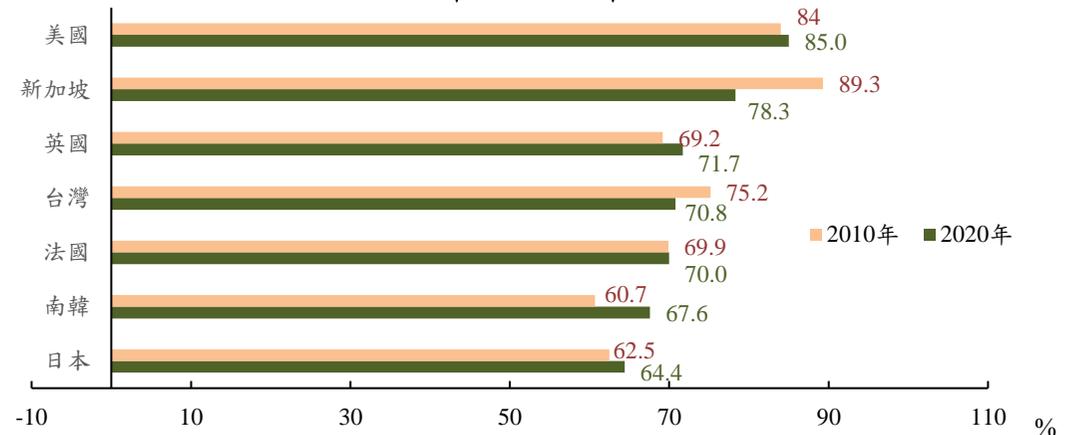
- **全球化分工及偏向技能的技術進步**，讓**少數人所得快速累積**，全球所得不均長期呈上升趨勢。根據全球不均資料庫(World Inequality Database)，1980~2019年**主要經濟體所得頂層10%者之所得占比**，均**明顯擴大**(圖4)。
- **台灣的所得分布亦呈向高所得者集中之趨勢**，但程度**不如新加坡、美國、南韓及日本嚴重**。1980~2019年南韓所得集中於高所得者增加12.68個百分點，台灣增加11.3個百分點，美國則增加11.26個百分點；惟台灣所得頂層10%者擁有的所得比重，低於新加坡、美國、南韓及日本。
- 2010~上年**多數經濟體財富不均情況皆擴大**，**少部分則呈改善**，如**台灣及新加坡**；上年台灣財富吉尼係數與法國及南韓等相近，為70.8%(圖5)。

圖4 主要經濟體所得頂層10%者擁有的所得



資料來源：全球不均資料庫

圖5 主要經濟體財富吉尼係數  
2020年 vs. 2010年



註：2010年南韓、台灣及新加坡吉尼係數採用瑞士信貸2010年統計資料，其餘吉尼係數皆來自瑞士信貸2021年統計資料。

資料來源：Credit Suisse (2010), "Global Wealth Databook"; Credit Suisse Publication, Oct.; Credit Suisse (2021), "Global Wealth Report 2021," Credit Suisse Publication, Jun..

## (二)貨幣政策與不均的關係<sup>4</sup>

1. 理論上，貨幣政策透過不同傳遞管道，產生的分配效果有所不同，貨幣政策對不均的整體影響認定不易



<sup>4</sup> 同註 1; Bonifacio, Valentina et al. (2021), “Distributional Effects of Monetary Policy,” *IMF Working Paper*, Jul. 30; Budina, Nina, Chiara Fratto, Deniz Igan and Hélène Poirson (2021), “Central Banks Should Better Communicate Monetary Policy’s Distributional Effects,” *IMF Finance & Development*, Jun.; Leong, Jinny (2021), “An Overview of the Distributional Effects of Monetary Policy,” *Reserve Bank of New Zealand Analytical Notes*, May; Colciago, A., A. Samarina, and J. de Haan (2019), “Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey,” *Journal of Economic Surveys*, 1-33; Wolff, Edward N. (2021), “Inflation, Interest, and the Secular Rise in Wealth Inequality in the U.S.: Is the Fed Responsible?” *NBER Working Paper*, Oct..

## 2. 國際間相關實證研究顯示，貨幣政策對所得不均與財富不均的確切影響，目前尚無定論

(1)在**所得不均影響**方面：若干實證研究顯示，貨幣寬鬆可能藉**激勵經濟、提高薪資**，使**中低所得家庭受益**，進而**降低所得不均**；惟亦有研究指出，貨幣寬鬆**拉升金融資產價格**，**提高富人的資本所得**，導致**所得不均上升**。

(2)在**財富不均影響**方面：多數實證研究顯示，貨幣寬鬆對財富不均的影響，**取決於各類資產價格的反應**，以及家庭的**資產負債組成**，因此，**整體影響並不顯著**；惟亦有研究認為，貨幣寬鬆**有可能提高**，**也有可能降低財富不均**。

## 3. 國內對貨幣政策與所得分配關聯性的研究不多；本行研究發現，貨幣政策對台灣所得不均的影響不明顯

(1)截至目前為止，**國內鮮少探討貨幣政策與所得分配關聯性的相關實證研究**。

(2)**本行研究人員鄭漢亮(2020)<sup>5</sup>**使用1976年~2017年主計總處每戶五等分位所得差距倍數及每戶吉尼係數，並利用VAR等模型，分析升息政策<sup>6</sup>對家戶所得不均的影響；**實證結果顯示，升息政策影響台灣所得不均十分有限，僅使所得不均幾季微幅上升**。

—短期內所得不均微幅上升，主要係因升息產生的景氣緊縮效果減少勞動市場就業機會，對低所得家庭勞動收入衝擊更大，造成家戶間所得差距微幅上升。此外，低所得家戶易受緊縮性貨幣政策衝擊影響，主要係因低所得家戶教育程度不高，多低於高中職以下，從事易被取代之工作或是未受法令保障之工作。

—整體而言，**貨幣緊縮對台灣所得不均的影響不明顯**。

---

<sup>5</sup> 鄭漢亮(2020)，「台灣貨幣政策對所得分配不均之影響」，*中央銀行內部研究*，2月；原文發表於 Cheng, Han Liang (2020), "The Impact of Monetary Policy on Income Inequality in Chinese Taipei," The Distributional Impact of Monetary Policy in SEACEN Economies, the Research Project of SEACEN。

<sup>6</sup> 鄭漢亮(2020)係以線性模型進行研究，理論上，線性模型下的升息政策與降息政策之實證結果應屬對稱。

#### 4. 貨幣政策可能影響不均，而不均亦可能影響貨幣政策傳遞

(1) 央行貨幣政策的改變，可能帶來所得與財富不均的分配效果；另一方面，不均亦將影響貨幣政策之施行。

(2) 各家庭間的所得不均超過一定程度後，可能會削弱貨幣政策的傳遞效果。

— 在所得分配最底層與最頂層的家庭，消費對利率變化的敏感度皆低。

- 所得分配最底層的家庭可能受限於較嚴格之借款條件，即使信用情勢較為寬鬆，恐亦無法受益。
- 所得分配最頂層的家庭在消費已相當高的情況下，再增加消費的傾向低。

— BIS(2021)實證結果顯示<sup>7</sup>，不均可能削弱貨幣政策的傳遞效果。在不同國家中，當所得不均程度較高時，消費對貨幣寬鬆的反應較小；貨幣寬鬆施行2年後，所得不均程度較低的國家累積之消費成長，比所得不均程度較高的國家高出約0.8個百分點。

(3) 普林斯頓大學教授 Atif Mian 等研究指出<sup>8</sup>，所得不均上升是解釋自然利率(natural rate of interest)(亦即  $r^*$ )下滑的重要因素；彼等認為，在預測未來自然利率變動時，應密切地追蹤不均情況的變化；此外，在用於政策分析的總體經濟模型中，不均應扮演更重要的角色。

#### 5. 伴隨景氣循環特性轉變，貨幣政策對不均的影響更加複雜

(1) 由於大多數國家通膨對經濟情勢緊縮所致壓力的敏感度明顯下降，或稱為菲利浦曲線(Phillips curve)平坦化，加以金融自由化(financial liberalization)擴大了金融因素對實體經濟的影響，金融因子放大景氣波動的作用增加；1980年代中期以來，景氣衰退的性質由一般性衰退(normal recession)<sup>9</sup>，轉變為金融性衰退(financial recession)。

<sup>7</sup> 同註 1。

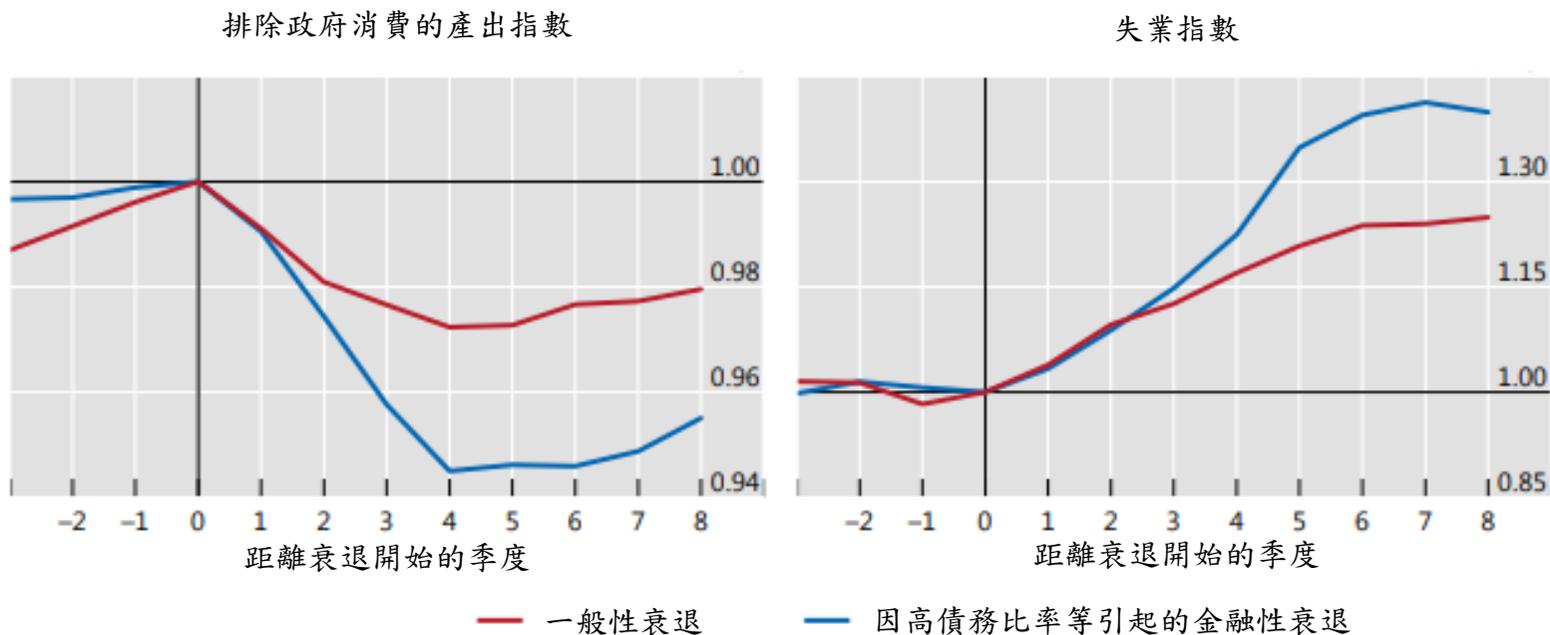
<sup>8</sup> Mian, Atif, Ludwig Straub and Amir Sufi (2021), “What Explains the Decline in  $r^*$ ? Rising Income Inequality Versus Demographic Shifts,” Paper Prepared for the 2021 Jackson Hole Economic Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug..

<sup>9</sup> 一般性衰退係指實體面景氣榮枯所致的經濟衰退，亦即傳統的景氣衰退。

(2)隨著景氣循環特性轉變，央行欲讓經濟保持平穩的任務變得**更為艱鉅**，進而使**貨幣政策對不均的影響**，更加**錯綜複雜**。

- 一方面，在**通膨率低且穩定**的情況下，**央行擁有更多施行貨幣寬鬆的空間**，俾**支持最弱勢族群的就業與所得**。
- 另一方面，**長期貨幣寬鬆可能導致金融不平衡(financial imbalances)的緩慢積累**，進而**播下未來可能步入金融性衰退的種子**。相較於一般性衰退，**金融性衰退更嚴重且期間更長**，致**產出下滑、失業率增加幅度更大**(圖 6)，恐加劇**所得與財富不均**。

圖6 一般性衰退與金融性衰退的長期影響



註：1980~2020年資料，涵蓋奧地利、澳洲、比利時、加拿大、瑞士、捷克、德國、丹麥、西班牙、芬蘭、法國、英國、匈牙利、愛爾蘭、義大利、日本、南韓、盧森堡、荷蘭、挪威、紐西蘭、葡萄牙、瑞典與美國。  
資料來源：BIS(2021)、各國資料

### (三)貨幣政策應聚焦於核心職責，財政政策、結構性政策等處理不均較有效<sup>10</sup>

#### 1. 央行藉由履行核心職責來維持經濟金融穩定，已有助於減緩不均

(1)在更均等的所得與財富分配方面，貨幣政策所能做出的最佳貢獻在於履行其職責，確保總體經濟穩定與金融穩定；

藉由維持經濟與金融體系平穩運作，央行能促進可持續成長，亦有助減輕不均，在新興市場經濟體尤然。

(2)如總體經濟出現不穩定(如通膨、經濟衰退等)，對貧窮者、弱勢族群等衝擊尤深，恐使分配不均惡化。

— 高通膨將侵蝕實質薪資與儲蓄，對貧窮者衝擊尤深。

— 經濟衰退對弱勢族群傷害尤深，經濟衰退期間，低技能勞工往往先被解雇，面臨的失業期間亦可能較長。

#### 2. 央行亦可善用貨幣政策以外的其他職能，以協助降低不均

(1)央行亦能透過善用貨幣政策職責以外的其他職能，包括：促進金融發展、深化金融包容性、強化金融消費者保護、鼓勵金融知識與教育、監管及引領支付系統的發展等，為更公平的社會做出貢獻。

(2)央行在執行這些任務時，能在多大程度上為抵禦不均做出貢獻，將取決於其法定職責(此可能因國而異)<sup>11</sup>，以及其可運用工具的範圍與有效性。

#### 3. 一般咸認，直接將不均納入貨幣政策目標並不適宜；目標過多可能削弱貨幣政策效力、損及央行獨立性

(1)如將貨幣政策更直接地用於處理不均問題實屬不切實際，且恐弱化貨幣政策的有效性、不利總體經濟穩定。

(2)貨幣政策並非萬靈丹，減緩不均的目標可能與央行其他目標有所抵觸，恐不利央行聚焦於其核心職責。

(3)央行涉入不均等廣泛的政治議題，恐損及央行獨立性(central bank independence)，且亦不利於解決不均問題<sup>12</sup>。

<sup>10</sup> 同註 1。

<sup>11</sup> 前馬來西亞央行總裁 Zeti Aziz 指出，多數新興市場經濟體央行除貨幣與金融穩定職責外，尚肩負發展金融體系、國內金融市場、支付系統與金融基礎設施等職責，此有助於讓較低所得族群亦可取得金融服務，有利促進平衡、具包容性的成長。請參閱 Schragar, Allison (2021), “Stay in Your Lane,” *City Journal*, Sep. 2.

<sup>12</sup> King, Mervyn and Dan Katz (2021), “Central Banks Are Risking Their Independence,” *Bloomberg*, Aug. 23; Webb, Mervyn Somerset (2021), “Central Banks Need to Stop The Mission Creep,” *Financial Times*, Aug. 27.

4. 為有效減緩不均，訴諸財政政策、結構性政策及審慎政策等，可能更為直接且適當<sup>13</sup>

(1) 財政政策(包括稅負、公共移轉支出等)能較有效地促使所得與財富重分配，且能緩解經濟衰退對失業勞工及貧窮者所帶來的嚴峻衝擊。

財政政策	主要內容
稅負	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府可藉調整所得稅制來影響所得分配，例如，實施累進稅(progressive taxation)，對較高所得家庭課徵較高稅率，可降低稅後所得不均。</li> <li>● 政府可透過提高財富稅與財產稅、減少使高所得族群受惠的租稅減免，以及加強查緝逃漏稅等，以降低稅後財富不均。此外，近來若干美國經濟學家亦認為，應對富人課徵財富稅<sup>14</sup>。</li> <li>● 政府於改革相關稅制時，亦須維持租稅中立性(tax neutrality)，注意不傷害工作與儲蓄誘因。</li> </ul>
公共移轉支出	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府能將公共移轉支出導引至特定群體，以影響其可支配所得；例如，失業給付可藉維持失業勞工的所得，以大幅限縮經濟衰退對彼等之不利衝擊，進而減緩不均。</li> <li>● 此外，公共移轉支出通常旨在確保最低生活水準，對貧窮者較為有利，亦有助於降低不均。</li> </ul>

(2) 結構性政策如教育政策(如提供更公平的受教機會、加強教育投資)、勞動市場政策(如矯正勞動市場失靈、降低勞動市場雙元性(labor market dualism)<sup>15</sup>)等，可因應結構性因素所致的不均問題，且為推動長期可持續成長的唯一引擎。

<sup>13</sup> Bonifacio, Valentina et al. (2021), “Distributional Effects of Monetary Policy,” *IMF Working Paper*, Jul. 30; Budina, Nina, Chiara Fratto, Deniz Igan and Hélène Poirson (2021), “Central Banks Should Better Communicate Monetary Policy’s Distributional Effects,” *IMF Finance & Development*, Jun.; Dabla-Norris, Era et al. (2015), “Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective,” *IMF Staff Discussion Note*, Jun.; Dabla-Norris, Era, et al. (2015), “Growth’s Secret Weapon: The Poor and the Middle Class,” *IMFdirect*, Jun. 15; Davies, Howard (2021), “Put Central Bankers in Their Place,” *Project Syndicate*, Jul. 20; 同註 1。

<sup>14</sup> UC Berkeley 教授 Emmanuel Saez 及 Gabriel Zucman 認為，對財富課稅，可能是面對失靈的市場(misfiring markets)之合理回應。The Economist (2019), “Wealth Taxes Have Moved up the Political Agenda,” *The Economist*, Oct. 3.

<sup>15</sup> 勞動市場雙元性，係描述勞動市場由典型與非典型等兩個層級所組成。在典型層級中，勞工享有高工資與社會福利(如失業保險與退休金)，且就業保障較高；非典型勞工，則往往工資較低，較可能無社會福利，且就業保障低。典型與非典型勞工，通常以就業契約類型來區分，如臨時性雇用、兼職與自雇者，皆屬於非典型勞工。

結構性政策	主要內容
教育政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>●教育是改善所得分配不均的關鍵，政府藉由提供更公平的受教機會，可培育人才、累積人力資本，有助於維持公平的競爭環境，進而降低不均。</li> <li>●政府加強教育投資，除可藉提升人力資本、生產力以提高產出外，改善教育與在職學習管道、品質的政策，有助於提升技術水準、提供取得更高薪工作機會的管道，進而降低薪資差異。</li> </ul>
勞動市場政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>●矯正勞動市場失靈的政策(如適當的最低工資、職缺與技術的配對)等，對中低所得勞工具正面效益，有助減緩不均。</li> <li>●降低勞動市場雙元性的政策(如縮小典型(regular)勞工與非典型(non-regular)勞工之間的保障差異)，有助於降低勞動市場的分配不均程度。</li> <li>●設計良好的勞動市場政策與制度，有助於因應技術變遷與需求組成改變，使高技能工作較具優勢的挑戰，亦有助於支撐成長；此外，其讓長期失業者(通常是技能較低者)得以重新進入勞動市場，並使彼等與較高技能勞工間的所得差距減少，可降低分配不均程度，且不損及效率。</li> </ul>

- (3) 審慎政策可藉由維持金融穩定，避免金融危機爆發對金融體系與經濟所致的不利衝擊，導致不均進一步惡化。
- 若金融危機爆發導致金融體系崩潰、銀行對企業與家庭縮減放款，可能引發衰退程度更深、持續期間更長的金融性衰退，進而導致更嚴重的失業增加、所得不均惡化，對中低所得族群衝擊尤深。
  - 審慎政策<sup>16</sup>可藉由降低金融不穩定風險、強化金融體系韌性(resilience)，俾防止金融危機及接踵而至的嚴重經濟衰退，對中低所得族群造成嚴重衝擊。

<sup>16</sup> 審慎政策(prudential policies)包括總體審慎政策(macprudential policies)與個體審慎政策(microprudential policies)。總體審慎政策旨在限制系統風險(systemic risk)，確保整體金融體系的健全性；個體審慎政策旨在限制個別金融機構風險，確保個別金融機構的健全性。

#### (四)結語

##### 1. 1980 年代以來，結構性因素使許多國家國內不均程度呈上升趨勢

(1)1980 年代以來，全球貧窮率已下降，在新興市場經濟體尤然，且各國間的不均程度亦呈縮減。

(2)不過，**技術進步與全球化等結構性因素**，創造了新的贏家與輸家，導致**許多國家國內所得與財富不均日益擴大**。

##### 2. 全球金融危機，尤其近期新冠肺炎危機以來，各界對不均議題益加關注

(1)**全球金融危機以來，尤其新冠肺炎危機後，主要央行採大舉降息、大規模資產購買計畫**等寬鬆性貨幣政策<sup>17</sup>；論者指稱，該等舉措導致**資產價格大幅上漲，引發有利於富者、加劇不均**的疑慮。

(2)近來**主要央行已就不均議題展開討論**，並提及**若無寬鬆性貨幣政策恐帶來更大傷害**<sup>18</sup>。不過，前 BoE 副總裁 Howard Davies 則認為<sup>19</sup>，已開發經濟體的貨幣寬鬆有加劇分配不均之虞；央行關注分配不均議題，或係防衛性舉措。

(3)MIT 教授 Kristin Forbes 於本年 Jackson Hole 年會發表演說時表示<sup>20</sup>，中小企業對政策利率較敏感，主要央行在協助經濟恢復正常化的過程中，應儘量採取對中小企業與家計部門影響較小的方式，亦即應更優先考慮縮減資產購買計畫；Forbes 認為，因應不均雖非央行職責，惟保護更多的中小企業生存，可能有助於促進勞動參與，並減少不均。

##### 3. 央行藉由維持經濟金融穩定、善用非貨幣性工具等，已有助於減緩不均

(1)**國際間實證研究顯示，貨幣政策對不均的影響尚無定論**。本行研究發現，**貨幣政策對台灣所得不均的影響不明顯**。

(2)**貨幣政策對分配的影響相當複雜且不易認定**，央行僅能聚焦於其**核心職責**，採行有利於全民福祉的政策。

(3)央行藉由**聚焦於其核心職能與目標、採行適當的貨幣政策**，可**避免總體經濟與金融不穩定對弱勢族群所致的不利衝擊**，已有助於**減緩不均**。此外，**央行透過其貨幣政策以外的職能(如強化金融包容性等)**，亦有助於**降低不均**。

<sup>17</sup> 詳請參閱中央銀行(2021)，「新冠肺炎危機 vs.全球金融危機：起因、影響及因應對策與啟示」，央行理監事會後記者會參考資料，6月17日。

<sup>18</sup> 例如 ECB 研究報告指出，若 Fed 未採大規模購債來因應新冠肺炎疫情衝擊，相較於當前的情況，美國產出恐再多下滑 10%、失業率再增加 20%，至於實質薪資則恐多下滑 15%。見 Chadha, Jagjit S. et al. (2021), “Monetary and Fiscal Complementarity in the Covid-19 Pandemic,” *ECB Working Paper No 2558*, Sep..

<sup>19</sup> Davies, Howard (2021), “Put Central Bankers in Their Place,” *Project Syndicate*, Jul. 20.

<sup>20</sup> 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.

4. 國際間咸認，處理不均問題，央行並無直接且有效的工具；宜訴諸財政政策、結構性政策及審慎政策等工具

(1)一般咸認，央行並無直接、充足且有效的工具，以抵銷結構性因素對分配所致之長期影響。

(2)欲較有效地解決不均問題，亟須其他政策(包括財政政策、結構性政策及審慎政策等)共同發揮作用。

5. 本行採行妥適貨幣政策、總體審慎政策及強化對外溝通等，均有助於全民福祉之提升

(1)本行維持物價穩定、金融穩定，可減輕景氣衰退、通膨大幅上揚及金融危機等對低所得者與弱勢族群的不利衝擊，有助於減緩不均惡化。此外，本行並未如主要央行採大規模資產購買計畫而引發不均惡化的疑慮。

(2)近來，全球許多國家房價均呈上揚，為避免信用資源過度流向不動產貸款、協助健全房市及維持金融穩定，本行已適時採行選擇性信用管制措施<sup>21</sup>；未來本行仍將持續關注不動產貸款及房市發展情形，並檢視本行管制措施成效，適時檢討採行妥適措施。不過，影響房價的因素眾多，健全房市仍有賴各部會通力合作，從供需面多管齊下，以健全房地產市場發展。

(3)新冠肺炎疫情後，本行於上年3月間降息、通過中小企業貸款專案融通方案，均有助中小企業減輕債息負擔、度過疫情難關<sup>22</sup>；本年9月10日，惠譽信評公司(Fitch)對本行的中小企業貸款專案融通及不動產總體審慎措施均表肯定<sup>23</sup>。

(4)另為強化對外溝通，本行已建置貨幣金融知識專區、官方臉書等，透過多元管道推廣金融知識與教育，並增進與外界的互動及溝通；此外，本行將持續採行妥適的政策措施，續朝提升整體福祉的方向邁進。

(5)財政政策的所得重分配工具(redistributional tool)可有效處理不均問題，宜善加使用。IMF 研究報告曾比較 2000 年代中期先進經濟體重分配政策對降低基尼係數的影響，結果發現，台灣的重分配政策對降低所得基尼係數的貢獻，為先進經濟體最低<sup>24</sup>。此或顯示，台灣的財政重分配政策仍有矯正分配不均的空間。

<sup>21</sup> 詳請參閱中央銀行(2020)，「本行積極引導信用資源配置，健全房市則須多管齊下」，央行理監事會後記者會參考資料，12月17日；本行上年12月7日發布之「中央銀行常務理事會決議調整本行不動產貸款針對性審慎措施」新聞稿，及本年3月18日、9月23日發布之「中央銀行理監事聯席會議決議」新聞稿。

<sup>22</sup> 新冠肺炎疫情後，IMF 首席經濟學家 Gita Gopinath 建議，央行應準備好對銀行及非銀行金融機構提供充足的流動性，尤其是貸放予中小企業的金融機構。請參閱 Gopinath, Gita (2019), "Limiting the Economic Fallout of the Coronavirus with Large Targeted Policies," *IMF Blog*, Mar. 9。此外，Fed 亦直接對中小企業等提供流動性與信用支持，強化對主要大街(Main Street)的援助，與過去以華爾街(Wall Street)為主要紓困對象的作法有別。

<sup>23</sup> 中央銀行(2021)，「惠譽信評公司(Fitch)調升 2021 年我國長期主權信用評等為 AA 級，並肯定央行中小企業貸款專案融通及不動產總體審慎措施」，中央銀行新聞參考資料，9月10日。

<sup>24</sup> IMF (2014), "Fiscal Policy and Income Inequality," *IMF Policy Paper*, Jan. 23.

## 七、國際間穩定幣的發展、風險及監管議題

比特幣等虛擬資產(或商品)雖具備價值移轉的功能，但由於價格波動劇烈，並不適合作為支付工具使用。因此，近年來業者朝降低價格波動的方向發展，新推出另類虛擬資產「穩定幣」(stablecoin)。迄今穩定幣仍多作為促進虛擬資產交易用的工具，並已衍生投機炒作與洗錢等風險，未來如跨入實體經濟作為支付工具使用，影響範圍將擴及社會大眾，帶來更多風險，特別是穩定幣可能涉及向不特定大眾吸收資金等類似銀行的業務，以及可能在全球流通，爰引發國際間監管機關的關注。本文將介紹穩定幣近期的發展，探討其可能的風險，並整理國際間研議中的監管方向，以供各界參考。

### (一)穩定幣是比特幣等虛擬資產的延伸產品

穩定幣是另類的虛擬資產，以區塊鏈技術為基礎，搭配業者自行設計的機制，試圖讓其價格穩定在1美元、1歐元或其他資產價格<sup>1</sup>，在虛擬資產世界中建立起與真實世界資產價格1:1的穩定關係，惟至今許多穩定幣的價格實際上並不能保持穩定。

#### 1. 金融穩定委員會(FSB)認為穩定幣是為滿足虛擬資產投機炒作而生的副產品(by-product)<sup>2</sup>

- (1) 比特幣等虛擬資產問世之初，雖被市場稱為虛擬通貨，實際上則屬高度投機的資產或商品，不是貨幣，爰目前國際間多已改稱為虛擬資產或加密資產。
- (2) 隨著比特幣等虛擬資產之後發展的穩定幣，最初推出的背景，係為解決當時直接用美元購買虛擬資產的不方便，因透過銀行體系將美元匯款至交易平台(可能位於海外)，過程耗時且手續費不便宜<sup>3</sup>，並須受反洗錢/反資恐

<sup>1</sup> 係可能是一籃子資產(如數種法幣、商品、資產等的組合)的加權平均價格；本文主要探討在價格上欲與單一法幣(如美元)維持1:1的穩定幣。此類穩定幣大多以法幣計價資產作為擔保資產，另外也有少部分穩定幣是以虛擬資產(如以太幣)作為擔保或使用特殊機制(如演算法)維持價格穩定，惟後者機制較為複雜且尚難證明其有效性，爰本文不列入討論。

<sup>2</sup> FSB (2021), "Regulation, Supervision and Oversight of 'Global Stablecoin' Arrangements," Oct. 7.

<sup>3</sup> 除銀行收取匯款相關的手續費外，交易平台也常會酌收相關處理費用。

(AML/CFT)等規範；如果改用美元穩定幣買賣虛擬資產，可繞過銀行體系，直接在交易平台上完成，更方便進行虛擬資產投機或投資交易<sup>4</sup>，且穩定幣具備在全球範圍流通的潛力，可能作為跨境支付的工具，因此衍生洗錢/資恐等風險。

## 2. 穩定幣試圖在價格波動劇烈的虛擬資產世界中，創造出價格穩定的價值儲藏工具

(1)穩定幣是透過向不特定大眾吸收法幣，並承諾持有人可按穩定幣面額 1:1 兌現成法幣的方式，試圖讓價格能維持穩定。此運作方式類似電子貨幣或銀行存款，主要的差別在於穩定幣目前沒有接受相同的監管<sup>5</sup>，且是以區塊鏈網路作為基礎設施，在虛擬資產世界中流通。

(2)相較於比特幣採去中心化發行且沒有內含價值，導致價格波動劇烈，穩定幣通常改採中心化的方式發行，並以擔保資產作為價值的來源，試圖在虛擬資產市場中創造出價格穩定的價值儲藏工具。以美元穩定幣為例，通常是使用者向中心化的發行人支付美元，換取等額美元穩定幣(為發行人的負債)的發行，原則上每 1 美元穩定幣都有對應的 1 美元作為擔保資產，進而讓使用者相信價格能維持在 1 美元。

## 3. 穩定幣雖試圖創造出價格穩定的價值儲藏工具，但並非所有的穩定幣都能保持價格穩定

(1)國際清算銀行(BIS)研究報告指出，許多穩定幣發展至今，仍然名不符實，既不是貨幣，價格也不穩定<sup>6</sup>。

(2)目前各業者推出的穩定幣，運作機制與技術規格不一，且通常未接受外部公正的稽核與監管，亦缺乏制度性安排的保障(如資產擔保與存款保險機制)，使其價格常常無法如宣稱般保持穩定(圖 1)。

(3)穩定幣一旦在營運上或技術上的任一環節發生狀況或事故，均可能引發擠兌的情形，導致價格瞬間崩盤。例如本

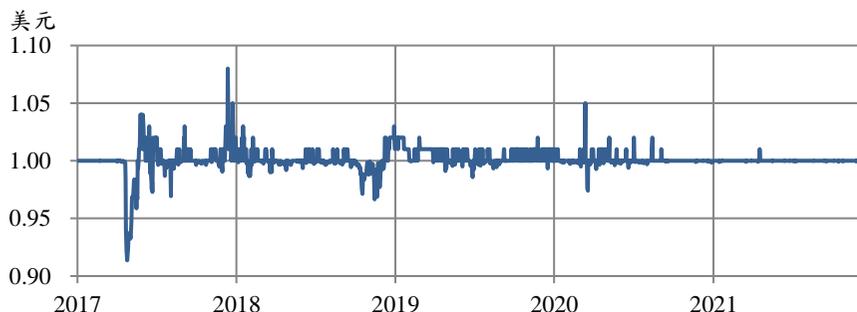
<sup>4</sup> 除用穩定幣購買虛擬資產外，投資人可透過將虛擬資產賣出並換成穩定幣的操作方式，規避虛擬資產的價格波動，或以穩定幣作為虛擬資產期貨或槓桿交易的保證金等，以利於促進虛擬資產交易的投機炒作。

<sup>5</sup> 目前穩定幣發行人大多未取得電子貨幣發行機構或銀行等執照，也未接受相應的監管，其宣稱的擔保資產或價格穩定機制可能虛偽不實且潛藏風險，無法保證穩定幣價格在任何時候都能保持穩定。

<sup>6</sup> Aramonte, Sirio, Wenqian Huang and Andreas Schrimpf (2021), “DeFi Risks and the Decentralisation Illusion,” *BIS Quarterly Review*, Dec. 6; Arner, Douglas, Raphael Auer and Jon Frost (2020), “Stablecoins: Risks, Potential and Regulation,” *BIS Working Papers*, No. 905, Nov.

(2021)年新推出的美元穩定幣 IRON，其 25%的擔保資產是以 TITAN 代幣<sup>7</sup>組成。在本年 6 月 TITAN 代幣價格暴跌後，旋即引發市場對 IRON 擔保不足的擔憂，造成 IRON 的擠兌<sup>8</sup>(圖 2)。

圖 1 美元穩定幣 USDT 的價格走勢



資料來源：CoinMarketCap(2021.12.10)

圖 2 美元穩定幣 IRON 的價格走勢



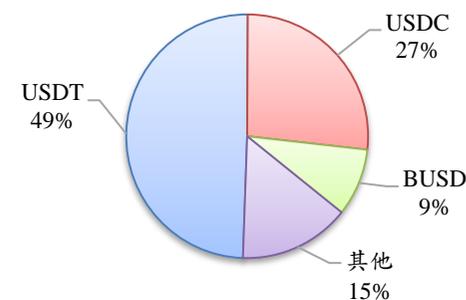
資料來源：CoinGecko(2021.12.10)

## (二)穩定幣的市場發展現況

### 1. 穩定幣目前仍主要是用於交易其他虛擬資產，未成為實體經濟交易的主流支付工具

(1)依據 CoinMarketCap 網站統計，截至本年 12 月 10 日全球共有 72 種穩定幣，總市值約 1,539 億美元；當中**前三大穩定幣**：泰達幣(USDT)、USD Coin (USDC)及 Binance USD (BUSD)**均為美元穩定幣**<sup>9</sup>，共占全球穩定幣逾 8 成市值(圖 3)。然而，值得注意的是 USDT 與 BUSD 的發行人未能遵循美國的法令，早已退

圖 3 穩定幣市值占比



資料來源：CoinMarketCap(2021.12.10)

<sup>7</sup> TITAN 代幣是 IRON 發行人(Iron Finance 公司)另外發行的新虛擬資產。

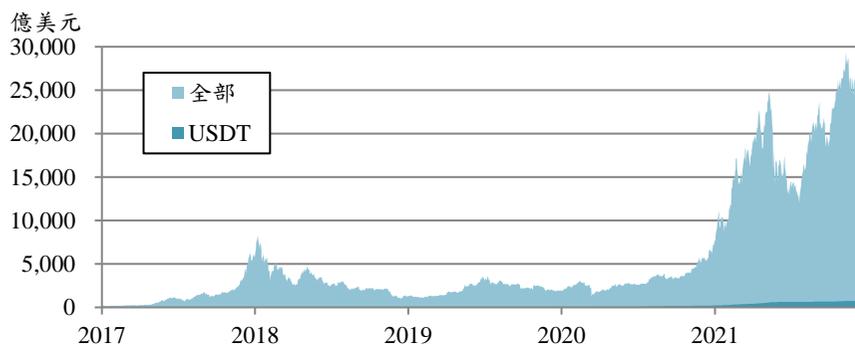
<sup>8</sup> 每一單位 IRON 的發行，係由 0.75 單位的 USDC 與價值 0.25 美元的 TITAN 代幣共同組成擔保資產。然而，由於 TITAN 代幣價格在 2021 年 6 月間從炒作到近 65 美元的高點瞬間跌至 0.000000035 美元，使其作為 IRON 擔保資產的價值幾乎歸零，連帶導致 IRON 發生擠兌，價格也從約 1 美元滑落至僅約 0.75 美元；參見 Sinclair, Sebastian (2021), “Iron Finance’s Titan Token Falls to Near Zero in DeFi Panic Selling,” Jun. 17。

<sup>9</sup> USDT、USDC 及 BUSD 分別為 Tether 公司、Circle 公司及幣安交易平台(與 Paxos 公司合作)所發行的美元穩定幣。

出美國市場，形成美元穩定幣卻不提供美國人使用的奇異現象<sup>10</sup>，反而在海外流通造成其他國家的問題<sup>11</sup>。

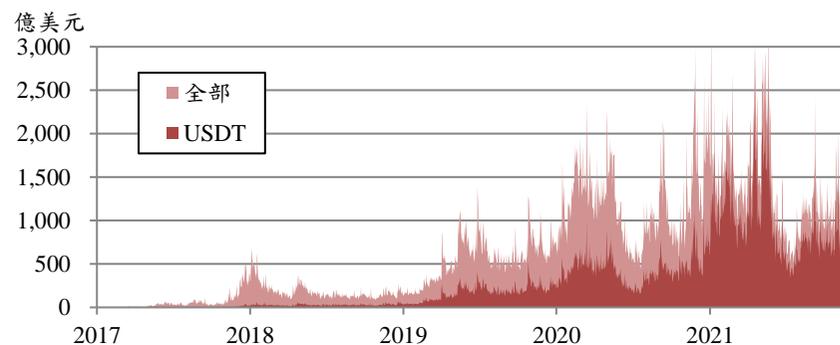
(2)目前**穩定幣以 USDT 為首**，市值約 762 億美元，雖**僅占目前全球虛擬資產總市值約 2.3 兆的 3%**(圖 4)，**卻是虛擬資產投機或投資交易最主要的操作工具**；**以 USDT 進行的虛擬資產交易**(例如 BTC/USDT、ETH/USDT)，其**占比將近全球所有虛擬資產交易的 7 成**(圖 5)。然而 USDT 存在擔保資產虛偽不實等問題，已被美國政府開罰<sup>12</sup>。

圖 4 虛擬資產及 USDT 市值



資料來源：CoinMarketCap(2021.12.10)

圖 5 虛擬資產及 USDT 交易金額



資料來源：CoinMarketCap(2021.12.10)

(3)**美國證券管理委員會(SEC)主席 Gensler 將穩定幣比擬為「賭桌上的籌碼」**<sup>13</sup>；就像是進入賭場的賭客，先換取穩定幣作為籌碼，並以此下注買賣虛擬資產，對虛擬資產的價格進行賭博，賭贏(虛擬資產價格如期上漲或下跌)則可換得的籌碼增加，賭輸則減少。但籌碼一般**只在賭場**(如交易平台或相關區塊鏈網路)**中使用，鮮少將籌碼直接**

<sup>10</sup> 發行 USDT 的 Tether 公司於 2018 年 1 月退出美國市場，停止向美國個人與企業提供 USDT 發行與兌現服務，發行 BUSD 的幣安交易平台則於 2019 年 6 月停止向美國人提供服務；參見 Tether 公司網站 FAQs 與 De, Nikhilesh (2019), “Crypto Exchange Binance.com to Block US Customers from Trading,” *CoinDesk*, Jun. 14。

<sup>11</sup> 穩定幣與其他虛擬資產相同，業者通常會在無監管或低度監管的國家(或地區)經營相關活動，進行監管套利並形成監管上的漏洞，爰需要全球合作，共同實施一致的監管標準。

<sup>12</sup> USDT 雖是目前虛擬資產交易中最常使用的穩定幣，但其潛藏許多風險，例如紐約州總檢察長 Letitia James 於 2021 年 2 月控訴 Tether 公司聲稱 USDT 由美元完全擔保是個謊言，其隱藏 8.5 億美元的鉅額虧損及在紐約非法經營等，爰已禁止其在紐約繼續經營、裁罰 1,850 萬美元並應每季公布擔保資產的類別與比重等；美國商品期貨交易委員會(CFTC)於 2021 年 10 月也針對 Tether 公司在 USDT 擔保資產上的不實或誤導性陳述，裁罰 4,100 萬美元；參見 New York Attorney General (2021), “Attorney General James Ends Virtual Currency Trading Platform Bitfinex’s Illegal Activities in New York,” Feb. 23 與 CFTC (2021), “CFTC Orders Tether and Bitfinex to Pay Fines Totaling \$42.5 Million,” Oct. 15。

<sup>13</sup> Washington Post Live (2021), “The Path Forward: Cryptocurrency with Gary Gensler,” Sep. 21.

帶出賭場用於日常支付。

## 2. 大型科技公司如推出穩定幣，可能造成深遠的影響

- (1) 隨著數位經濟的發展，**大型科技公司**(BigTechs)提供的服務也愈發成為民眾日常生活的一部分，並**開始跨足金融服務領域，特別是支付領域**。
- (2) **大型科技公司如成功將其數據分析(Data analytics)、網路外部性(Network externalities)與多元化商業活動(Activities)的 DNA 競爭優勢<sup>14</sup>運用於支付市場**，掌握攸關隱私的金流資訊，將能完整地分析個別消費者的習性，甚至能洞悉市場的全貌，大幅提高其競爭優勢，**很有可能使市場發生結構性的改變，甚至壟斷支付市場<sup>15</sup>**。
- (3) **如果未來大型科技公司推出穩定幣**，可利用現有龐大的用戶基礎與全球廣布的網路平台，加速推廣穩定幣的大規模採用，並在全球流通，作為跨境支付的工具，例如臉書在 2019 年發起的 Libra 計畫<sup>16</sup>。此外，透過穩定幣產生的支付交易數據，將強化大型科技公司的 DNA 優勢。然而，這也**可能進一步將市場力量集中在少數人手中，恐不利於金融穩定、數據隱私及公平競爭等<sup>17</sup>**。

### (三)穩定幣的運作機制與主要風險<sup>18</sup>

#### 1. 穩定幣的發行與兌現

- (1) **穩定幣的發行**，通常是由**使用者以法幣 1:1 向發行人兌換**。而為保持穩定幣對法幣的價格穩定，業者常宣稱穩定

<sup>14</sup> 中央銀行(2019)，「FinTechs 與 BigTechs 在金融領域的發展、影響與管制議題」，9 月 19 日央行理監事會後記者會參考資料。

<sup>15</sup> 依據易觀智庫統計，支付寶與微信支付 2020 年第 3 季分占中國大陸行動支付市場的 55%與 39%。

<sup>16</sup> 臉書於 2019 年 6 月發起 Libra 計畫；2020 年 4 月調整架構，改版成 Libra 2.0，並向瑞士金融市場監理局(FINMA)申請支付系統執照；2020 年 12 月改名為 Diem，將品牌重新包裝，試圖淡化與臉書的連結；惟在 2021 年 5 月撤回向 FINMA 申請案，表示現階段發展重心聚焦於美國；參見 FINMA (2021), “Diem Withdraws Licence Application in Switzerland,” May 12 與 Diem Association (2021), “Diem Announces Partnership with Silvergate and Strategic Shift to the United States,” May 12。

<sup>17</sup> Carstens, Agustin (2021), “Regulating Big Tech in the Public Interest,” Speech at the BIS Conference “Regulating Big Tech: between Financial Regulation, Antitrust and Data Privacy,” Oct. 6.

<sup>18</sup> 主要參考自 PWG, FDIC and OCC (2021), “Report on Stablecoins,” Nov. 1。

幣價格有擔保資產作為保障，試圖讓持有人相信可按穩定幣面額 1:1 地兌現成法幣。

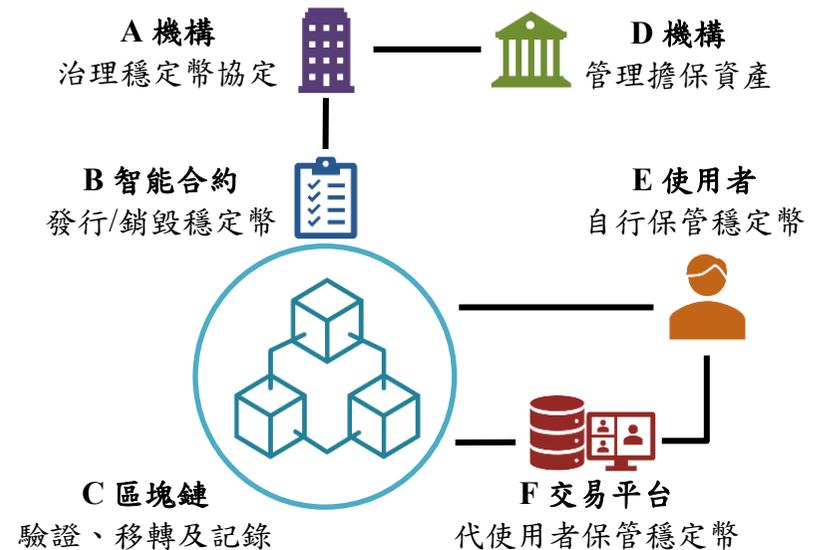
(2) **穩定幣擔保資產的組成並無標準**，有些穩定幣宣稱擔保資產均為銀行存款或國庫券，有些則持有風險較高的商業本票、公司債或其他虛擬資產；**且對相關資訊揭露的程度與頻率不一**，透明度不佳，形成發行人與使用者間的資訊不對稱。

(3) **持有人兌現穩定幣的權利亦存有差異**，包括向發行人兌現的身分資格限制及可兌現的數量限制<sup>19</sup>等，有些穩定幣的條款允許發行人可以延後兌現，甚至有權暫停兌現<sup>20</sup>。

## 2. 穩定幣的運作機制複雜，且可能涉及多方參與者，不易監管

(1) **穩定幣的運作機制**，可能**涉及多方參與者，以分散且複雜的方式分工**(圖 6)；例如，A 機構負責穩定幣協定(protocol)的治理<sup>21</sup>；B 智能合約實際在 C 區塊鏈<sup>22</sup>上執行穩定幣的發行及銷毀；D 機構管理擔保資產，進行相關資產配置；E 使用者可自行保管穩定幣，或交由 F 交易平台代為保

圖 6 穩定幣運作的可能分工情形<sup>註</sup>



註：1.本圖係描繪穩定幣運作可能的一種生態體系，惟穩定幣的設計各有不同，也可能採別種運作方式。

2.本案例中，穩定幣發行的運作流程為：A 機構設計並管理穩定幣運作的相關規則。當 A 機構收受 E 使用者申購穩定幣的款項後，可透過 B 智能合約在 C 區塊鏈上發行穩定幣，並透過 C 區塊鏈移轉給 E 使用者；A 機構另將該申購款項交由 D 機構管理，作為穩定幣的擔保資產。E 使用者可在 C 區塊鏈上開立錢包自行保管穩定幣，或交由 F 交易平台代為保管。至於穩定幣交易的驗證、移轉及記錄等作業，可由 C 區塊鏈網路負責處理。

資料來源：本文整理

<sup>19</sup> 例如，歐元穩定幣 EURS 不允許一般使用者向發行人(STASIS 公司)兌現，只能透過向虛擬資產交易平台等機構賣出 EURS 以換回歐元；美元穩定幣 TrueUSD 則有規定每次兌現的最低金額為 1,000 美元；參見 Gorton, Gary B. and Jeffery Y. Zhang (2021), "Taming Wildcat Stablecoins," SSRN, Sep. 30。

<sup>20</sup> 例如，USDT 的服務條款中載明，發行人 Tether 公司有權延後或暫停 USDT 的兌現；參見 <https://tether.to/legal>。

<sup>21</sup> 係指負責穩定幣運作的規則與管理。

<sup>22</sup> 穩定幣的發行人通常不會自行建置與營運新的區塊鏈網路，而是利用現有已具有一定規模的區塊鏈網路發行，例如 Tether 公司目前在比特幣(的 Omni Layer)、Ethereum、Tron 等區塊鏈上均有發行 USDT；參見 <https://wallet.tether.to/transparency>。

管<sup>23</sup>；而穩定幣交易的驗證、移轉及記錄等作業，則由分散式的 C 區塊鏈網路<sup>24</sup>處理。此外，各方參與者可能位於海外，**不易監管**。

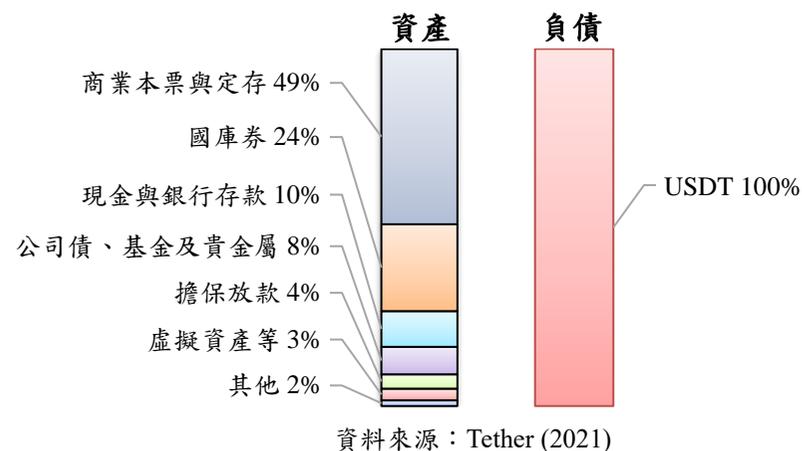
(2)穩定幣運作的任一環節、任一參與者，如發生事故或出現惡意的行為等(如區塊鏈網路發生技術故障、交易平台被駭、發行人捲款潛逃等)，均可能危及穩定幣持有人的財產安全。在缺乏監管以及相關保障措施的情形下，穩定幣如發生爭議恐不易釐清、解決，造成的損失也難以追討或得到補償。

### 3. 穩定幣發行人的資產負債表可能類似電子貨幣發行機構或銀行

(1)觀察**穩定幣發行人資產負債表**的組成結構，是將向不特定大眾吸收的款項用於投資，並記載在**資產**(借方)上作為**擔保資產**，**負債**(貸方)則是**流通在外的穩定幣**。假如擔保資產均為現金或約當現金(如國庫券)<sup>25</sup>，則資產負債表的組成可能**類似**一家**電子貨幣發行機構**；假如投資在更高風險的資產，甚至從事放款(圖 7)<sup>26</sup>，則可比擬是一家**銀行**。

(2)目前**發行人自由發行穩定幣**，**向大眾吸收資金的亂象**，越來越像**19 世紀美國自由銀行時代(Free Banking Era)的野貓銀行(wildcat bank)**。由於當時沒有統一的官方鈔券，而各地的民間銀行均可自行印製銀行券，結果一共發行了

圖 7 USDT 的資產負債組成  
(2021 年 6 月 30 日)



<sup>23</sup> 使用者自行在區塊鏈上開立錢包保管穩定幣，雖可規避交易平台挪用資金、倒閉或系統失靈等風險(但使用他人開發的錢包軟體也不一定安全)，但要直接使用區塊鏈有其難度，需具備一定的專業知識，且透過區塊鏈移轉穩定幣的費用可能相當可觀；例如，USDT 有部分是在比特幣區塊鏈上發行，而 2021 年 4 月該區塊鏈每筆交易手續費曾高達 62.78 美元；資料來源：blockchain.com 網站。

<sup>24</sup> 穩定幣是在區塊鏈網路上發行與流通，也因此承接該區塊鏈的優缺點。例如在區塊鏈上處理穩定幣交易，通常需要比中心化系統更多的運算資源(如使用類似比特幣挖礦的工作證明機制)。

<sup>25</sup> 例如，USDC 的擔保資產目前全為存放在銀行的美元存款及美國國庫券；參見 CENTRE Consortium (2021), “USDC Reserves Composition,” *Centre Blog*, Aug. 22 與 Grant Thornton (2021), “2021 Circle Examination Report October 2021,” Nov.。

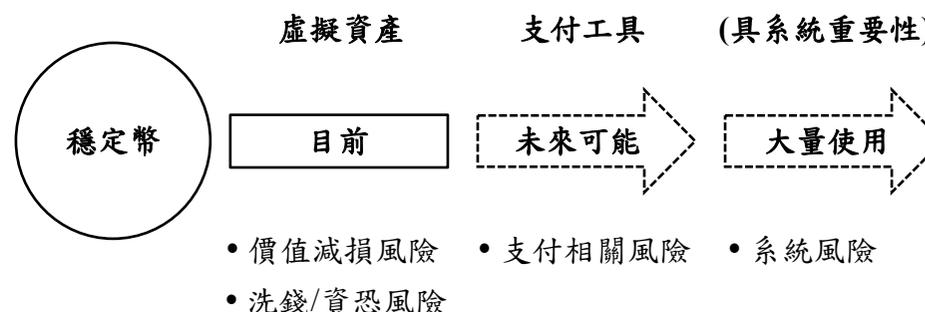
<sup>26</sup> Tether (2021), “Tether Responds to Bloomberg BusinessWeek Article,” Oct. 7.

8,000 多種的野貓銀行券(wildcat banknote)。然而，在缺乏有效監管下，野貓銀行發行的銀行券沒有足額的擔保資產卻讓大眾誤以為可以隨時兌現；**最終**這些銀行因**無法償付而以倒閉收場**，演變成美國史上一段又長、又耗費成本的金  
融不穩定時期<sup>27</sup>。

#### 4. 穩定幣的主要風險<sup>28</sup>

**穩定幣**本身**如果不能維持其價格**，可能發生擠兌，**持有人會蒙受損失**；且會有**虛擬資產的洗錢/資恐風險**；如用於**支付**，也會產生額外的**風險**。此外，穩定幣**如使用到達一定規模**，也可能帶來更大的**系統風險**(圖 8)，影響金融穩定。因此，**G7 認為**廣泛用作價值儲藏或支付工具的**穩定幣**，需恪守高**監管標準**，**遵循「相同業務、相同風險、相同規範」**(same activity, same risk, same regulation)**的原則**<sup>29</sup>。

圖 8 穩定幣可能涉及的主要風險



資料來源：本文整理

##### (1) 價值減損(loss of value)風險

— **擔保資產的健全管理是支撐穩定幣價格的核心**，須解決的問題**包括：擔保資產的組成結構為何？是否投資在高品質流動資產**，能滿足持有人的兌現需求？由誰負責管理，進行**資產配置**？是否有落實**資產區隔**，確保持有人

<sup>27</sup> 美國耶魯大學教授 Gorton 與 Fed 官員 Zhang 認為穩定幣自由發行的亂象，很類似 19 世紀美國的野貓銀行券。但《經濟學人》認為兩者間仍有差異，當時，美國尚未發行統一的官方鈔券，民眾只能選擇由民間銀行發行的銀行券；如今，民眾可以使用統一的官方鈔券，或是各種方便且受監管的電子支付工具，並非只有穩定幣一種選項。因此，將穩定幣比擬為野貓銀行券，並不明確。參見 Gorton, Gary B. and Jeffery Y. Zhang (2021), “Taming Wildcat Stablecoins,” SSRN, Sep. 30 與 The Economist (2021), “Taming Wildcats,” Dec. 4。

<sup>28</sup> 主要參考自 PWG, FDIC and OCC (2021), “Report on Stablecoins,” Nov. 1。

<sup>29</sup> HM Treasury and Bank of England (2021), “G7 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Statement on Central Bank Digital Currencies (CBDCs) and Digital Payments,” Oct. 13。

的資金不被非法挪用或盜取等。

- 假如穩定幣的機制運作不善，**無法維持其價格**，嚴重時很可能會引發穩定幣的擠兌，即持有人爭相將穩定幣兌現回法幣，或直接在市場上拋售穩定幣，以換取其他業者的穩定幣或虛擬資產。最終，穩定幣價值的任何減損，**都會影響持有人的權益，將涉及投資人/消費者保護等議題**。因此，穩定幣需要有明確的債權債務規範，並在發生問題時，提供相關的救濟措施。
- 由於穩定幣的擔保資產也有可能是投資傳統金融商品(如商業本票、公司債)，**一旦穩定幣發生擠兌**，可能導致擔保資產被迫在市場上變現，如果規模龐大，**也有可能波及到傳統金融市場**，對實體經濟造成影響。
- 為使**穩定幣**在承平時或危機時期，都能平穩地按面額 1:1 兌現，需要有一套健全的**穩定機制**，**包括穩定幣擔保資產的價值穩定且具有良好的流動性**，輔以**適當的保障**措施，並**賦予穩定幣持有人明確的兌現權利**等。

## (2) 支付相關風險

- **穩定幣**具備價值移轉的功能，基本上將**涉及**與其他虛擬資產相同的**洗錢/資恐風險**。此外，**如果穩定幣**跨出投機或投資交易範圍，**進入實體經濟作為支付工具使用**，則其**影響範圍將擴及社會大眾**，並衍生更多風險，爰應接受與其他支付工具相同等級的監管，以確保穩定幣同樣的安全可靠，不會影響現有支付與金融體系的健全運作。
- 支付用的**穩定幣有作業風險**<sup>30</sup>與**清算風險**<sup>31</sup>等問題，**尤其是穩定幣可能採用與以往不同的新興技術**(如區塊鏈技術)、交易流程及治理架構等，**恐形成風險控管上的額外挑戰**<sup>32</sup>。

## (3) 系統風險

- 雖然相較於傳統形式的貨幣，**穩定幣**目前規模仍小<sup>33</sup>，但其近年來成長快速<sup>34</sup>，**如果未來廣泛使用**到一定規模，

<sup>30</sup> 穩定幣具備許多現有支付系統的作業風險，例如人為操作錯誤或停電斷線等外部事件導致服務拖延、中斷等。

<sup>31</sup> 穩定幣通常沒有載明最終清算(final settlement)的時點，導致使用者無法確定穩定幣何時已移轉完成，且不再變動。

<sup>32</sup> 例如，許多區塊鏈網路為激勵礦工協助移轉代幣(包括穩定幣)，會設計支付礦工手續費等機制。然而，縱使支付合理的手續費，當遇到區塊鏈網路壅塞，有大量交易同時進行時，則礦工很可能會延後或拒絕執行手續費較低的交易，導致服務拖延或中斷。

<sup>33</sup> 例如，穩定幣目前在全球的總市值約 1,539 億美元，遠小於美國 2021 年 10 月 M1 貨幣總計數約 20 兆美元；資料來源：CoinMarketCap 與 St. Louis Fed 網站。

<sup>34</sup> 例如，USDT 市值 2020 年初時約 41 億美元，如今已超過 700 億美元，不到 2 年的時間成長超過 17 倍；資料來源：CoinMarketCap 網站。

特別是進入實體經濟作為支付工具使用，可能會產生系統風險。

— **FSB 認為穩定幣會促進虛擬資產的投機炒作**，擴大散戶投資人的參與，可能侵蝕金融體系的信任，導致更廣泛的金融穩定問題。另一方面，未來穩定幣如**持續發展**，進入多國的主流金融體系，**做為支付工具**或價值儲藏使用，**且有潛力達到大量使用**，則**可能成為「全球穩定幣」**(global stablecoin, GSC)。GSC 對金融穩定的**風險更大**，並挑戰現有監管機制的整體性與有效性。因此，**有必要**在不同國家間確保適當的監管，以**避免監管不一致而發生監管套利**<sup>35</sup>。

— **G7 本年 10 月重申**，任何 **GSC 經適當**的設計，在充分滿足相關法律、規範及**監管要求前**，**都不應開始營運**<sup>36</sup>。

#### (四)國際間研議中的穩定幣監管方向

##### 1. 歐盟、美國及英國的穩定幣監管方向與建議重點<sup>37</sup>

###### (1) 歐盟擬將穩定幣歸類為電子貨幣；規模達系統性者另採更高的監管要求

— **歐洲執委會**(European Commission)於上(2020)年 9 月**提出**加密資產市場規範(Markets in Crypto-Assets Regulation, **MiCA**)<sup>38</sup>**草案**，旨在針對包括穩定幣在內的所有虛擬資產，建立一套全面性的監管架構，以確保消費者保護、市場完整性等，以及避免影響貨幣與金融穩定。

— **MiCA 將與單一法幣掛勾**(referencing one single fiat currency)且用於支付的**穩定幣**，歸類為「**電子貨幣代幣**」(e-money token)，**適用現行電子貨幣的法律架構**，須取得歐盟的許可。至於與一籃子資產(如數種法幣、商品、資

<sup>35</sup> FSB (2021), “Regulation, Supervision and Oversight of ‘Global Stablecoin’ Arrangements,” Oct. 7.

<sup>36</sup> HM Treasury and Bank of England (2021), “G7 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Statement on Central Bank Digital Currencies (CBDCs) and Digital Payments,” Oct. 13.

<sup>37</sup> 主要參考自 FSB (2021), “Regulation, Supervision and Oversight of ‘Global Stablecoin’ Arrangements,” Oct. 7。

<sup>38</sup> European Commission (2020), “Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Markets in Crypto-Assets, and Amending Directive (EU) 2019/1937,” Sep. 24.

產等的組合)掛勾者，則歸類為「資產掛勾代幣」(asset-referenced token, ART)，須符合更高的監管標準<sup>39</sup>；例如針對客戶數、發行量、交易量及跨境使用量等**規模達到系統性**<sup>40</sup>的**穩定幣**，MiCA 對發行人**施以更高的監管要求**，包括對流動性、互通性及自有資金等的要求。

## (2)美國擬要求支付型穩定幣發行人須為存款機構

美國政府本年 11 月 1 日由總統金融市場工作小組(President's Working Group on Financial Markets, PWG)聯合聯邦存款保險公司(FDIC)及財政部的通貨監理局(OCC)發布報告<sup>41</sup>，**認為穩定幣**如經良好設計並接受適當的監管，將有潛力提供有益的支付選項；但是**如沒有適當的監管**，則**將對使用者與整體系統帶來風險**。該報告**建議國會**針對支付型穩定幣<sup>42</sup>**修法**，重點如次：

- **要求發行人須為納入存款保險的存款機構**，以緩解穩定幣使用者的風險，並防範穩定幣擠兌。
- **賦予聯邦主管機關監管權力**，要求對穩定幣運作有重大影響者，須符合適當的風險管理標準，以緩解對支付系統的風險；並有權實施促進穩定幣互通性<sup>43</sup>的標準等。
- **限制發行人與關係企業的業務往來**，類似於限制銀行業的經營須與其他關係產業的區隔<sup>44</sup>，以緩解系統風險及對經濟力量集中化的擔憂。

在法規未修正前，美國各政府機關將持續協調合作，並依其管轄範圍，緩解穩定幣的風險，確保穩定幣及相關活動遵循現行法律義務，例如穩定幣可能涉及數位資產相關業務，當中投資人保護、市場完整性等議題，屬美

<sup>39</sup> ART 同樣須取得歐盟的許可，且在治理、資訊揭露(包括擔保資產的管理)、爭議處理、避免利益衝突、有序退場、擔保資產的投資與保管、持有人的權利等方面負有額外的義務。

<sup>40</sup> MiCA 中以重大(significant)一詞代替系統性；而穩定幣達到重大的門檻與條件，主要由歐洲銀行管理局(EBA)決定。

<sup>41</sup> PWG, FDIC and OCC (2021), "Report on Stablecoins," Nov. 1.

<sup>42</sup> PWG 將支付型穩定幣(payment stablecoin)定義為，設計成維持穩定價值(相對於某一法幣)，從而有潛力被廣泛用作為支付工具的穩定幣。

<sup>43</sup> 包括穩定幣之間的互通性，以及穩定幣與其他支付工具之間的互通性。

<sup>44</sup> 本項提案旨在限制穩定幣發行人的業務活動，須與其關係企業有所區隔。此也可避免穩定幣發行人透過其關係企業(特別是大型科技公司)，形成足以壟斷市場的經濟力量，不利市場的公平競爭與長期發展。例如，2019 年臉書發起的穩定幣 Libra 計畫，現已改名為 Diem，並由另外成立的 Diem 協會負責推動，現與美國加州 Silvergate 銀行合作，由該銀行發行 Diem 美元穩定幣並管理擔保資產，藉此與臉書本身龐大的社群媒體業務作出區隔；參見 Diem Association (2021), "Diem Announces Partnership with Silvergate and Strategic Shift to the United States," May 12。

國 SEC、商品期貨交易委員會(CFTC)的管轄範圍；另為避免穩定幣用於非法金融，美國財政部將持續在防制洗錢金融行動工作組織(FATF)發揮領導作用，鼓勵各國實施國際 AML/CFT 標準。

### (3)英國擬要求具系統重要性穩定幣(systemically important stablecoin)應符合與商業銀行貨幣同等的監管標準

- 英國財政部於本年 1 月 7 日對加密資產與穩定幣進行公開諮詢<sup>45</sup>，做為英國對此進行立法的第 1 階段。英國財政部提議穩定幣在消費者保護及行為規則有關的事項，由英國金融行為監理總署(FCA)監管；如穩定幣與現有支付系統發揮類似功能，則可能由英國支付系統監管機構(PSR)監管<sup>46</sup>，以促進競爭與創新，並確保支付系統的運作符合民眾與企業的利益。
- 英格蘭銀行金融政策委員會(FPC)亦針對具系統重要性穩定幣<sup>47</sup>提出兩項監管方向：首先，使用穩定幣的支付鏈(payment chain)應按照適用於傳統支付鏈的標準進行監管；其次，當穩定幣在具系統重要性的支付鏈中作為類似貨幣工具使用時，其在價值穩定性、合法債權的健全性及按面額 1:1 兌現法幣的能力上，應符合與商業銀行貨幣同等的監管標準<sup>48</sup>。

## 2. 國際機構研議中的穩定幣監管標準

### (1)穩定幣適用 FATF 的 AML/CFT 標準

穩定幣係源自於虛擬資產，因此，具有虛擬資產的匿名性、全球散布(global reach)及分層化(layering)等特性，可能形成 AML/CFT 上的弱點(vulnerability)<sup>49</sup>。

- 匿名性：虛擬資產能匿名使用<sup>50</sup>，掩蓋支付雙方的身分，為 AML/CFT 最主要的弱點。

<sup>45</sup> HM Treasury (2021), “UK Regulatory Approach to Cryptoassets and Stablecoins: Consultation and Call for Evidence,” Jan. 7.

<sup>46</sup> PSR 為 FCA 轄下的機構，負責監管經英國財政部指定的支付系統(如 Visa、MasterCard、Bacs、CHAPS 及 FPS 等)。

<sup>47</sup> FPC 稱之為系統性穩定幣(systemic stablecoin)。

<sup>48</sup> Bank of England (2021), “New Forms of Digital Money,” *Bank of England Discussion Paper*, Jun. 7.

<sup>49</sup> FATF (2020), “FATF Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on So-called Stablecoins,” Jun.

<sup>50</sup> 虛擬資產也能運用特殊技術隱藏交易軌跡，例如運用混幣器(mixer)將虛擬資產交易，與多筆意圖擾亂的交易混合、參雜在一起，以提高追查資金流向的難度。

- **全球散布**：虛擬資產能透過網路跨過國界，在全球範圍傳遞，可能會加劇洗錢/資恐的風險。
- **分層化**：由於不同虛擬資產之間可以快速地轉換，使得非法資金可以在很短的時間內，透過不同虛擬資產轉換加以層層區隔(可能跨過不同的區塊鏈移轉)，增加追蹤非法資金流向的難度。

因應虛擬資產的洗錢/資恐風險，FATF 已於 2019 年 6 月修訂其標準，要求虛擬資產服務提供者(virtual asset service provider)實施完整的 AML/CFT 措施。此 FATF 的標準同樣適用於穩定幣，爰涉及穩定幣運作的機構均需肩負相關 AML/CFT 義務。

此外，**FATF 認為穩定幣相較於其他虛擬資產，更有可能被大量採用**(特別是由大型機構或社群媒體推動)，從而帶來更高的洗錢/資恐風險。FATF 爰於本年 10 月呼籲各國、相關業者及機構，應持續且前瞻地辨識與評估穩定幣相關的洗錢/資恐風險；**不只在發行前即採取適當的措施，在發行後也要持續注意大量使用可能帶來的風險**<sup>51</sup>。

## (2) 具系統重要性穩定幣應遵循金融市場基礎設施準則(PFMI)

**支付暨市場基礎設施委員會(CPMI)及國際證券管理機構組織(IOSCO)於本年 10 月發布諮詢報告**<sup>52</sup>，**建議具系統重要性穩定幣**<sup>53</sup>**應遵循 PFMI**<sup>54</sup>，另鑒於穩定幣具備多項與現有金融基礎設施不同的特徵<sup>55</sup>，爰該報告針對穩定幣在適用 PFMI 中的 4 項原則提出指引如下：

- **治理**：由於穩定幣可能僅是一個區塊鏈帳本上的智能合約，除缺乏應對外在環境變化與突發事件的靈活性外，亦沒有可承擔責任的對象，爰 CPMI-IOSCO 建議，**具系統重要性穩定幣的所有權結構及營運應具備明確且直接**

<sup>51</sup> FATF (2021), “Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers,” Oct.

<sup>52</sup> CPMI-IOSCO (2021), “Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to Stablecoin Arrangements,” Oct.

<sup>53</sup> 主管機關判斷穩定幣是否具系統重要性之評估項目包括：穩定幣的規模(例如交易金額、筆數及使用人數)、穩定幣的性質與風險(例如係供民眾零售支付使用或金融機構專用)、與實體經濟及金融體系間的相互連結性與相互依存性(例如是否用於政府交易或重要金融市場交易)、可替代性(市場上是否有其他類似產品)等。

<sup>54</sup> 金融市場基礎設施(FMI)可促進貨幣與其他金融交易結算、清算及記錄的作業效率，並能強化其所服務之市場，在促進金融穩定方面扮演關鍵角色。然而，若未適當管理，亦可能使金融體系遭受重大風險，尤其在市場遭受壓力期間，成為風險蔓延的潛在來源，爰 CPSS(後改名為 CPMI)及 IOSCO 已於 2012 年訂定 PFMI，作為系統重要性支付系統、證券集中保管機構、證券清算系統、集中交易對手及交易資料保管機構等金融市場基礎設施應遵循的標準；參見 CPSS-IOSCO (2012), “Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI),” Apr.。

<sup>55</sup> 例如穩定幣之最終清算時點可能不明確，或因採用去中心化之營運或治理方式，致發生問題時無可課責對象等。

**的責任分工及可課責制**，例如須由一個或多個可辨認且可課責的法人擁有及營運，且該等法人係由自然人控制，不得採取完全去中心化的營運或治理模式。

- **全面性風險管理架構**：考量穩定幣的發行、兌現、保管及移轉等各項功能，可能係由不同業者執行，且不同功能間可能相互影響，爰營運具系統重要性穩定幣的業者**應定期檢視相關的重要風險**，並**發展適當的風險管理架構及工具**，以全面的觀點辨認風險，並採取適當的因應措施。
- **清算最終性**：部分穩定幣可能具有「不確定清算」(probabilistic settlement)特徵，使原先被認為具備最終清算<sup>56</sup>效力的交易，後來因分叉而遭到逆轉(reversed)<sup>57</sup>，進而造成交易糾紛，爰 CPMI-IOSCO 建議，營運具系統重要性穩定幣的業者**應明確定義最終清算的時點**，並透明地揭露是否存在分叉的可能性及分叉的解決方案等。
- **款項清算**：營運具系統重要性穩定幣的業者，其用於清算款項的穩定幣**應無或僅有極低的信用及流動性風險**，相關考量因素包括穩定幣是否能在承平時或危機時期，皆能按面額 1:1 兌現、持有人是否對發行人或擔保資產有請求權、擔保資產是否足以保障流通在外穩定幣的價值等。

## (五)結語

### 1. 穩定幣係虛擬資產的延伸產品，目前主要用於促進其他虛擬資產交易，持有人需瞭解穩定幣並非完全穩定

- 目前**穩定幣**主要是**用來促進其他虛擬資產的投機或投資交易**，如同美國 SEC 主席 Gensler 所比擬的「賭桌上的籌碼」，**鮮有消費者實際用於購買一般商品或服務**，也尚未被社會大眾接受作為主流支付工具。
- 穩定幣持有人需瞭解到**穩定幣的價格可能並非完全穩定**，**單靠穩定幣發行人宣稱的價格穩定**機制或有足額資產作為擔保等片面的說法，**不足以確保持有人最終能將穩定幣 1:1 兌現成法幣**。

<sup>56</sup> 最終清算係指金融市場基礎設施或其參加者，依據相關契約之條款，進行資產或金融工具之不可撤銷且不附條件的移轉，或債務的解除。最終清算係法定重要時點；參見中央銀行業務局(2015)，「金融市場基礎設施準則」，2月。

<sup>57</sup> 例如，一部分的 USDT 是在比特幣區塊鏈上(即 Omni Layer)發行，然而比特幣區塊鏈可能會出現暫時分叉(fork)的情形，交易可能是由分叉出的支鏈所記錄(但使用者當時無從辨別該支鏈是否會成為主鏈)，導致當該支鏈隨後被主鏈取代時，原以為完成的交易可能尚未記錄在主鏈上。

—如果未來穩定幣跨出虛擬資產投機或投資交易的範圍，進入實體經濟作為支付工具使用，則其影響範圍將擴及社會大眾，甚至可能在全球流通，將衍生出諸多風險。

## 2. 穩定幣作為支付工具使用，應接受與其他支付工具相同等級的監管

—作為支付工具使用的穩定幣，其發行及兌現涉及向不特定大眾吸收法幣並承諾按面額償還，應接受與辦理其他類似支付工具(如電子支付帳戶或銀行存款)相同等級的監管，以避免發生類似美國 19 世紀未受監管的自由銀行時代，各野貓銀行吸收大眾資金浮濫發行銀行券，終因無法兌償而紛紛倒閉，影響金融穩定。

—歐美英等主要國家遵循 G7「相同業務、相同風險、相同規範」的原則，針對穩定幣未來朝支付工具發展的潛在可能性，已開始研議相關的監管措施；例如，歐盟擬套用現行電子貨幣的法律架構、美國擬要求支付型穩定幣發行人須為存款機構、英國則擬要求具系統重要性穩定幣須符合與商業銀行貨幣同等的監管標準等。

—在國際監管標準上，除針對穩定幣與虛擬資產共通的洗錢/資恐風險，應依 FATF 既定的 AML/CFT 規範外，CPMI-IOSCO 亦建議具系統重要性的穩定幣應遵循 PFMI，確保符合現行系統重要性支付系統(systemic payment system)的標準，以避免穩定幣的運作削弱大眾對支付系統的信心，影響金融穩定。

## 3. 台灣已將虛擬資產納入洗錢防制規範，對於穩定幣監管議題，本行將持續關注國際發展情形，並將資料提供相關機關參考

—台灣已於 2018 年 11 月修訂洗錢防制法，將「虛擬通貨平台及交易業務事業」納入規範；金管會亦於本年 6 月 30 日發布「虛擬通貨平台及交易業務事業防制洗錢及打擊資恐辦法」，並於本年 7 月 1 日生效。

—相較於比特幣等虛擬資產目前主要用於投機炒作，穩定幣較有作為支付工具的潛力。未來如有業者有意在台灣發行穩定幣，則須依「相同業務、相同風險、相同規範」的原則納管，例如遵循現行電子支付機構、銀行或其他相關的規範。本行也將持續關注國際間穩定幣的監管議題，並提供資料給相關機關參考。