



# 中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



111.6.16

# 壹、本次理事會政策考量因素

# A、貨幣政策：調升政策利率半碼，及 調升新台幣存款準備率一碼

## 一、調升政策利率半碼

### 考量因素

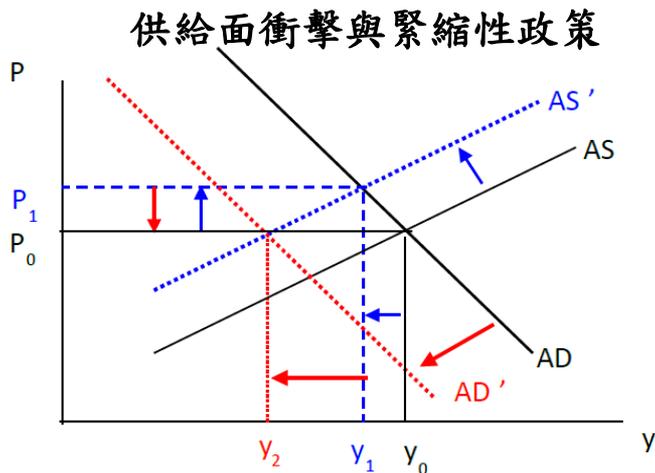
(一)因應供給面的通膨衝擊，需要各種政策配合，來維持物價穩定

1. 本(2022)年以來國內物價上漲，主要受進口原油及糧食成本上揚等供給面因素影響。面對來自供給面之輸入性通膨時，需要其他政策相互搭配，以充分發揮總體經濟政策穩定物價之效果。

□ 行政院「穩定物價小組」積極以供給面措施(例如，減徵貨物稅等油價平穩措施，燃氣價格維持不調漲，電價亦維持穩定，調降黃豆、小麥、玉米等關稅及營業稅)，因應能源及食物價格波動，對於整體物價的穩定有很大的幫助。

2. 維持物價穩定是央行的法定職責，央行向來審視通膨衝擊來源，採取妥適貨幣政策，以維持物價穩定。

- 對於供給面因素造成的物價大幅波動，央行若採大幅緊縮貨幣措施，會付出產出可能進一步下降的代價，宜以供給面措施因應。
- 當前國內通膨衝擊雖主要來自供給面之成本推動，但因預期較高的通膨率將持續一段期間，央行仍有必要採行適度緊縮貨幣政策，制約供需雙方的通膨預期，以維持物價穩定。



1. 進口原物料等生產成本上揚(總供給曲線AS移至AS')，造成物價大幅波動，產出由 $Y_0$ 降至 $Y_1$ 。
2. 央行若採大幅緊縮貨幣措施(使AD移至AD')，產出會由 $Y_1$ 再降至 $Y_2$ 。

(二)本年3月本行升息一碼，當時係預估內需服務業持續復甦，故將政策利率調回2020年疫情爆發前水準。惟近月國內疫情再起，衝擊內需服務業復甦步調，抑制民間消費成長，影響勞動市場穩定。

1. 因應國內疫情，政府延長紓困條例至明年6月30日，相關部會紓困貸款期間亦延長。
2. 本行中小企業專案貸款方案將於本年6月底結束，屆期後，原適用該方案優惠利率的中小企業貸款利率將提高。

(三)考量國內物價漲幅持續居高，惟受疫情影響之企業與勞工負債多(包括紓困貸款、其他政策性貸款)，且服務業員工薪資成長低緩，若升息幅度較大，將加重弱勢企業與勞工之貸款利息負擔，故本次升息幅度較和緩。

## 二、調升存款準備率一碼

### 考量因素

- (一) 國內物價漲幅居高，為抑制通膨預期心理，本行採取調升政策利率及存款準備率(價與量並行方式)，藉由各種貨幣政策工具搭配，可強化政策效果，亦明確宣示本行續採緊縮性貨幣政策立場。
- (二) 升息為全面性的影響，考量當前紓困或政策性貸款利率多係連結存款利率(如中華郵政二年期或一年期定期儲蓄存款機動利率)，調幅不宜過大；若採調升存款準備率，不會直接影響存款利率，有助緩和對弱勢勞工與企業貸款利息負擔加重之衝擊。
- (三) 本次調升存款準備率，旨在將原本銀行持有的本行定存單或轉存款，轉為應提準備金，拉長銀行資金存放本行的期間，降低貨幣數量的流動性，可減輕通膨壓力，有助物價穩定。
- (四) 由於銀行應提準備金增加(資金被鎖住)，其投資與新承做放款，勢必更加審慎，將會限縮信用創造能力，有助於將M2成長率控制在適當水準。

## B、維持現行選擇性信用管制措施

### 考量因素

- (一) 本行自2020年12月以來，四度調整選擇性信用管制措施，實施迄今，全體銀行建築貸款與購置住宅貸款成長趨緩，不動產貸款集中度大致穩定，有助銀行授信風險控管。
- (二) 隨政府各部會落實「健全房地產市場方案」措施，加以受疫情影響，本年以來房市交易趨緩，近月全國及六都建物買賣移轉棟數年增率轉呈負值。此外，內政部、財政部、金管會及地方政府陸續強化抑制房市炒作措施，其政策實施成效尚需一段時間發酵。
- (三) 本行3月以來之緊縮貨幣政策，亦有助強化選擇性信用管制措施成效；未來本行將持續關注不動產貸款情形，並檢視管制措施之執行成效，適時檢討調整相關措施內容，以促進金融穩定。

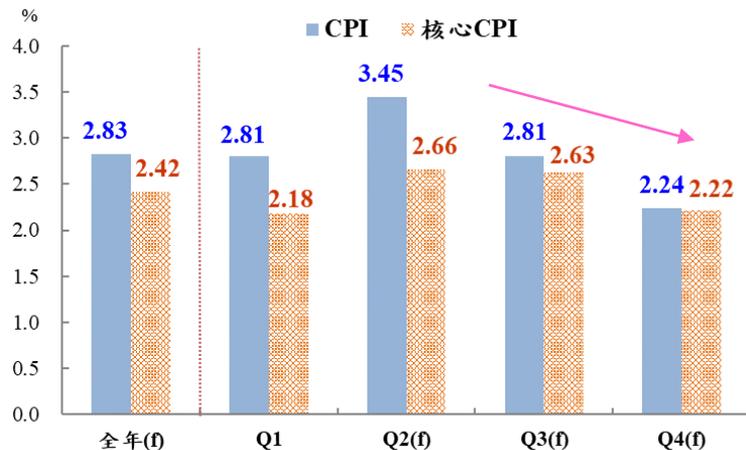
## 貨幣政策之背景資料

一、國際商品價格持續走高，國內輸入性通膨壓力大，國內物價漲幅將續居高

(一)受國際穀物及油價等原物料價格衝擊，近月國內通膨率走高。本年1至5月平均CPI、核心CPI年增率分別為3.04%、2.33%。

(二)輸入性通膨壓力仍大，預測下半年將隨油價漲幅減緩，而緩步回降；本年CPI及核心CPI年增率預測值上修為2.83%、2.42%。

本行對2022年CPI及核心CPI年增率之預測值



註：f:預測值。

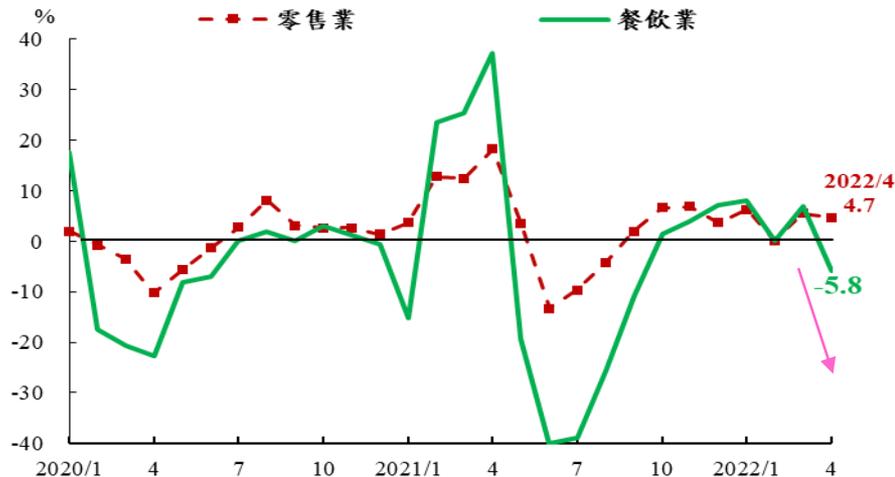
資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

## 二、近月國內疫情嚴峻，抑制民間消費動能，干擾內需服務業復甦步調

### (一)國內疫情升溫，致消費動能驟減，並衝擊非製造業景氣展望，抑制內需服務業復甦

一因國內疫情升溫，民眾大幅減少外出用餐，本年4月**餐飲業營業額結束連6個月正成長**；**非製造業景氣展望亦於4月起轉呈緊縮**。

零售業及餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部

非製造業(NMI)未來6個月展望指數

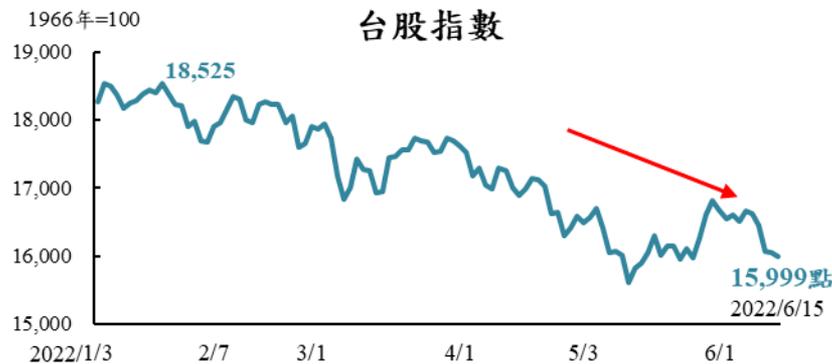


資料來源：國發會、中經院

—疫情致4月消費者生產指數轉呈負成長；台股震盪走跌，不利民間消費成長。



資料來源：經濟部

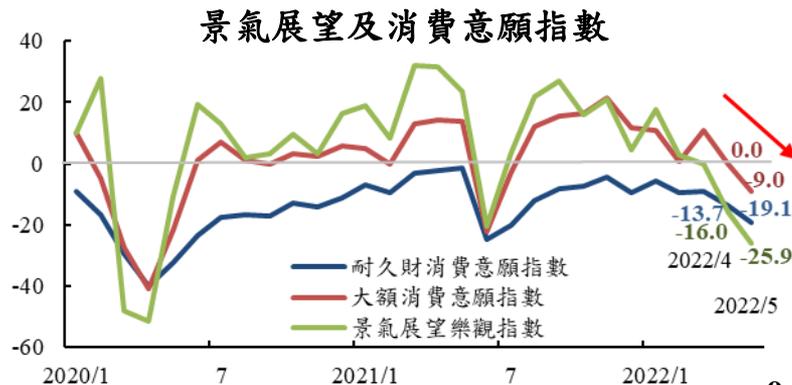


資料來源：證交所

—5月消費者信心指數下降；(未來半年)大額及耐久財消費意願指數亦降。



資料來源：中央大學台灣經濟發展研究中心



資料來源：國泰金控國民經濟信心調查

## (二) 勞動市場：無薪假人數增加且服務業實質薪資負成長

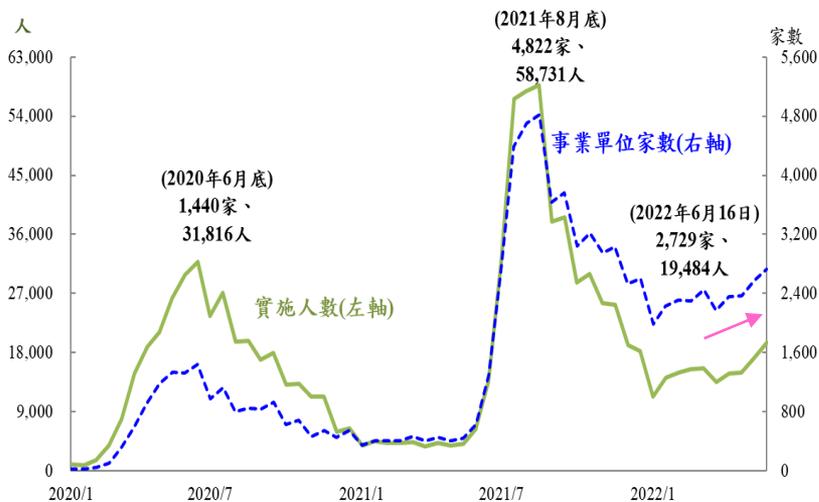
1. 本年4月中旬起，國內疫情升溫，企業減班休息家數及人數均增加。
2. 本年1-4月全體實質總薪資僅成長0.04%，主要係因服務業薪資下滑；**實質總薪資負成長**產業受僱員工440萬人(占比54.0%)，其中又以**服務業374萬**人居多。

—4月服務業實質總薪資負成長3.42%，致全體實質總薪資負成長0.69%。

### 2022年1-4月實質薪資成長情形—依中業別受僱員工人數分析

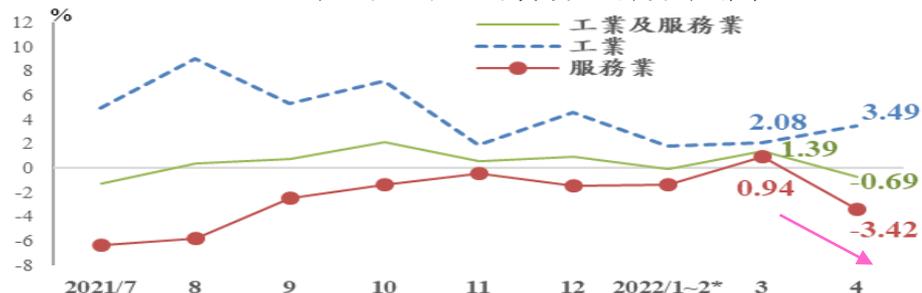
|            | 平均實質<br>總薪資年增率 | 實質薪資<br><u>正</u> 成長 | 實質薪資<br><u>負</u> 成長 | 合計               |
|------------|----------------|---------------------|---------------------|------------------|
| 工業         | 2.14%          | 274萬人<br>(33.6%)    | 66萬人<br>(8.1%)      | 341萬人<br>(41.8%) |
| 服務業        | -1.39%         | 101萬人<br>(12.4%)    | 374萬人<br>(45.9%)    | 475萬人<br>(58.2%) |
| 工業及<br>服務業 | 0.04%          | 375萬人<br>(46.0%)    | 440萬人<br>(54.0%)    | 816萬人<br>(100%)  |

### 實施減班休息家數及人數



資料來源：勞動部

### 2021年7月以來各月實質總薪資年增率



\*: 為避免春節發放年終獎金之季節因素影響，此為1~2月平均值。資料來源：主計總處

### 三、國際經濟前景面臨下行風險，可能影響國內經濟成長力道

(一)俄烏戰爭、供應鏈瓶頸等外部不確定性仍高，國際機構下調本年**全球經濟與貿易量**之成長率預測值，將**制約國內民間投資及出口擴張力道**

(二)本行**下修**本年經濟成長率預測值至**3.75%**

1.上半年：第1季穩健成長；**第2季國內疫情衝擊民間消費**，經濟成長降至全年最低點。

2.下半年：受全球經貿不確定性因素仍多之影響，**民間投資及輸出成長率略緩**，惟隨疫情漸趨穩定，民間消費回溫，經濟成長率將高於上半年。

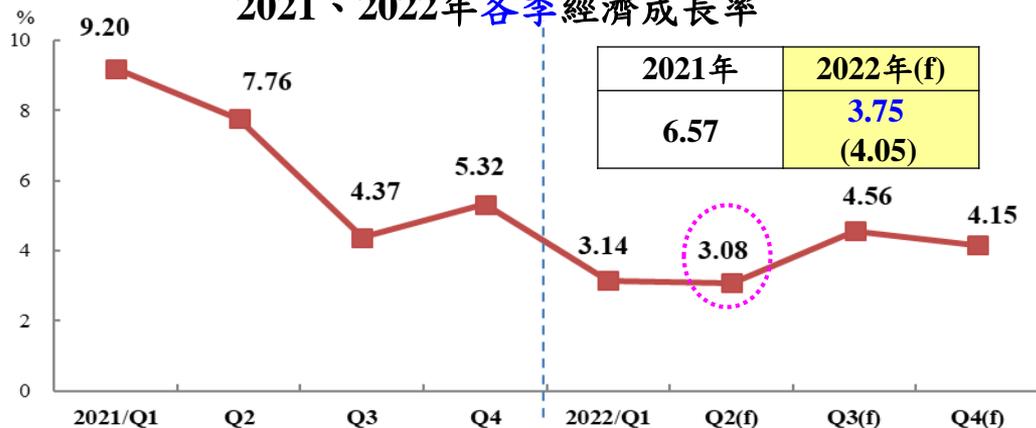
全球經濟與貿易量之成長率 單位:%

|     | 2021年<br>實際值 | 2022年<br>預測值 |
|-----|--------------|--------------|
| GDP | 5.8          | 2.9<br>(3.3) |
| 貿易量 | 10.1         | 5.0<br>(6.0) |

註:括弧內為上次預測值。

資料來源:GDP-S&P Global Market Intelligence(本次:6/15, 上次3/15); 貿易量-IMF(本次: 2022/4月, 上次2021/10月)

2021、2022年**各季**經濟成長率



註: f:預測值; 括弧內為本行3月預測值。  
資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

(三)近期主要經濟體通膨率攀升，美、英等加速升息，國際機構下修本年全球經濟成長預測值，並上修全球通膨率預測值。

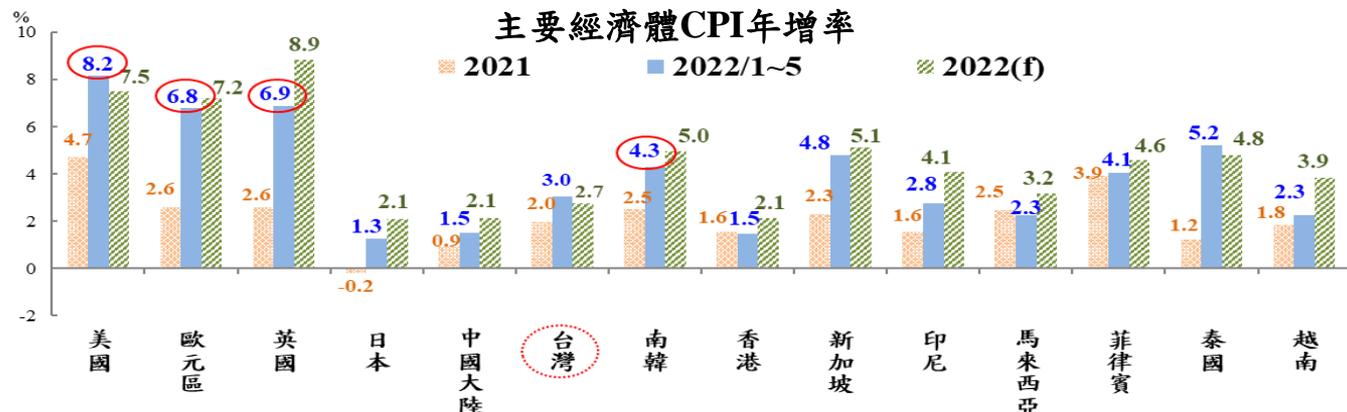
- 1.本年第1季美、歐、英、韓消費需求續增，加以受能源及食物價格上漲之供給面因素影響，本年以來通膨率及其預測值明顯高於上年。
- 2.台灣民間消費需求和緩，且政府積極採取供給面措施因應，致通膨率相對溫和。

2022年第1季  
實質民間消費年增率  
單位：%

|     |      |
|-----|------|
| 美國  | 4.8  |
| 歐元區 | 7.6  |
| 英國  | 12.5 |
| 南韓  | 4.4  |
| 台灣  | 0.46 |

註：美國為個人消費支出。

資料來源：Refinitiv Datastream、FRED、  
S&P Global Market Intelligence、主計總處



註：1.2021年及2022/1~5係實際值，2022年係S&P Global(2022.6.15)預測值。

2.尚未發布5月資料之國家或地區(英國、日本、香港、新加坡、馬來西亞)係1至4月平均值  
資料來源：各國政府統計、S&P Global Market Intelligence (2022.6.15)

(四)經濟前景仍具不確定性，包括：俄烏戰爭、全球高通膨可能推升通膨預期、國際金融情勢緊縮、中國大陸經濟成長放緩，恐影響全球生產與經貿活動；國內與全球疫情後續發展，亦增添不確定性。 12

## 貳、新台幣匯率與物價之說明

# 一、本年新台幣匯率貶值，主要反映外資大幅賣超台股並匯出資金，非美台利差擴大所致

(一) Fed加速升息，美債殖利率快速上升，致美股重挫，加以台股與美股(科技股)連動性高，外資因而大幅賣超台股逾新台幣8,000億元，且集中並同向大量匯出資金，致本年新台幣對美元匯率走貶。

(二) 美台利差擴大，惟國內壽險及投信債券ETF本年淨匯出金額並未增加，甚或減少。

一 本年1至4月美國10年期公債殖利率平均為2.14%，較上(2021)年9至12月上漲逾0.65個百分點，惟壽險業淨匯出金額反呈減少，投信債券ETF淨匯出金額變動不大。



\*新台幣對美元匯率使用台北外匯市場當月收盤最高價或最低價  
資料來源:金管會、中央銀行

## 二、當前國內通膨率居高主要係因進口原物料價格上漲，而新台幣貶值雖影響國內通膨，惟尚屬有限

- (一)本年1至5月新台幣對美元匯率較上年同期貶值，以新台幣計價進口物價漲幅17.00%，較以美元計價之漲幅15.73%略高，輸入性通膨壓力增加有限。
- (二)本年1至5月新台幣對美元匯率較上年同期貶值僅約1%。假設新台幣匯率由上年平均之28.02元貶值至本年平均之29元(貶幅3.4%)，估計將使本年CPI年增率上升0.1~0.17個百分點；若平均貶至29.5元(貶幅5.0%)，則其影響將略提高，估計為0.12~0.25個百分點，仍屬可控範圍。

進口物價年增率



資料來源：主計總處

新台幣貶值對國內通膨之影響估計

| 新台幣對美元匯率變化(全年平均)         | 對CPI年增率的影響      |
|--------------------------|-----------------|
| 由28.02元貶值至29元(貶幅3.4%)*   | 上升0.1~0.17個百分點  |
| 由28.02元貶值至29.5元(貶幅5.0%)* | 上升0.12~0.25個百分點 |

註：\*上年新台幣對美元匯率之全年平均值為28.02元；本年1~5月平均新台幣兌美元匯率為28.55元，若本年全年平均貶至29元，則6~12月平均須為29.32元；若貶至29.5元，則6~12月平均須為30.18元。

資料來源：本行使用分解子項目物價模型與總體經濟計量模型進行模擬估計。

# 參、外界關心之議題

- 一、國際經濟金融情勢及展望
- 二、國內經濟及通膨展望
- 三、當前國內物價上漲的主要衝擊來源分析
- 四、近期全球大宗商品價格上漲及主要經濟體通膨走勢分析
- 五、俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析
- 六、美國貨幣政策正常化對國際金融市場之影響
- 七、國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思
- 八、DeFi及NFT之發展與風險議題

對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列議題：

### □ 當前國內物價上漲的主要衝擊來源分析

— 本年以來物價上漲之主要衝擊係來自**成本推升**，故較適合以供給面措施因應**能源及食物價格波動**。

### □ 近期全球大宗商品價格上漲及主要經濟體通膨走勢分析

— 俄烏戰爭使主要經濟體**能源與糧食通膨**壓力大增，惟經濟情勢互異致**通膨走勢不盡相同**。

— **美、英薪資大漲**，**歐元區供給面風險高**，**日、韓進口物價漲幅較大**，均增添其通膨壓力。

### □ 俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析

— **俄羅斯部分措施略見功效**，但長期致力於「**去美元化**」措施，**難以抵禦國際聯合金融制裁**。

— **歐盟實施能源制裁的同時**，**爰如何穩定能源價格**，避免全球經濟受衝擊，係當前重要課題。

### □ 美國貨幣政策正常化對國際金融市場之影響

— **Fed加速緊縮貨幣政策**，致**美債殖利率大幅上揚及美股大跌**、**全球風險性金融資產價格回檔**，且**資金自新興市場撤出**。

### □ 國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思

— **近期IMF對資本管制態度轉變為認同其正當性**；相關**經濟研究亦支持一國須對資本移動加以管理**。

— **本行向來重視短期國際資本移動對國內經濟金融穩定可能帶來的衝擊**，且相關措施亦獲外界高度肯定。

### □ DeFi及NFT之發展與風險議題

— **DeFi去除傳統金融中介機構作為守門人的重要角色**，為控管相關風險，仍宜納入金融監理範圍；

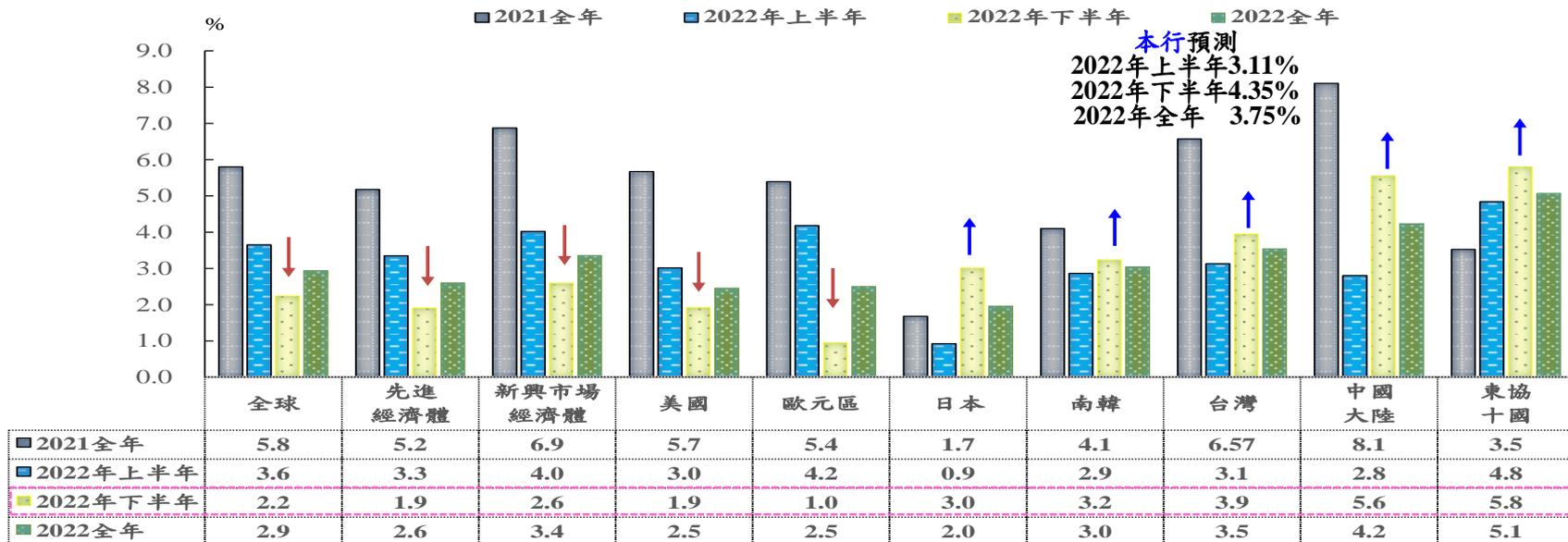
**NFT或有潛力形成數位商品交易的另類市場**，惟亦仍存在風險。

# 一、國際經濟金融情勢及展望

## (一)全球經濟前景不確定性大增，預期成長動能放緩

一俄烏戰爭膠著、中國大陸嚴格防疫封控衝擊經貿活動，復以全球通膨壓力居高，貨幣政策趨緊致金融情勢緊縮，恐將影響消費需求，預期下半年全球、先進及新興市場經濟體經濟成長將放緩，亞洲國家則可望持續增長。

主要經濟體經濟成長率



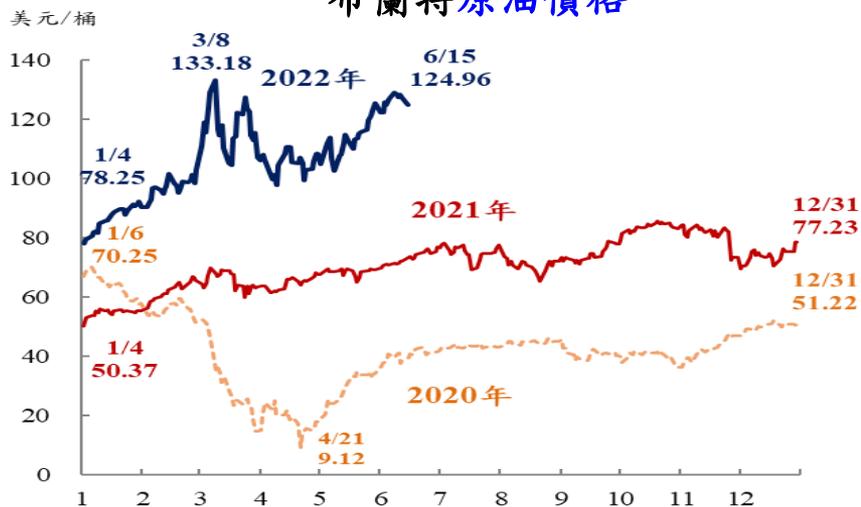
註：↓及↑分別表示2022年下半年較上半年下降及上升。

資料來源：官方網站及S&P Global Market Intelligence (2022/6/15)

## (二)近期大宗商品價格續揚，加劇全球通膨壓力

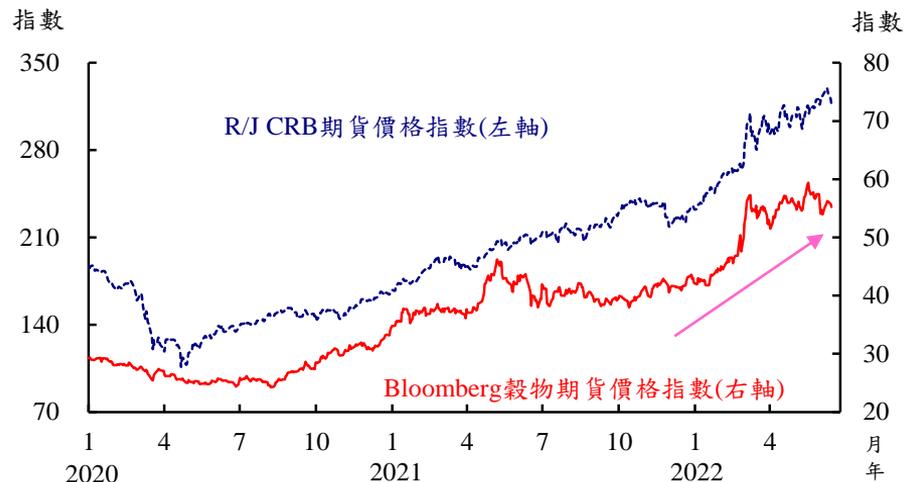
1. 近期油價震盪走升，後續走勢仍視全球供需發展而定。
2. 俄烏戰爭致烏克蘭穀物出口中斷，部分國家實施糧食出口禁令，推升穀價上漲；近期聯合國與各方協商恢復烏克蘭穀物及俄羅斯肥料出口，穀價自高點略下滑。
3. 代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨原油、穀物等商品價格變動而走高。

### 布蘭特原油價格



資料來源：Refinitiv Datastream

### 穀物及R/J CRB期貨價格指數

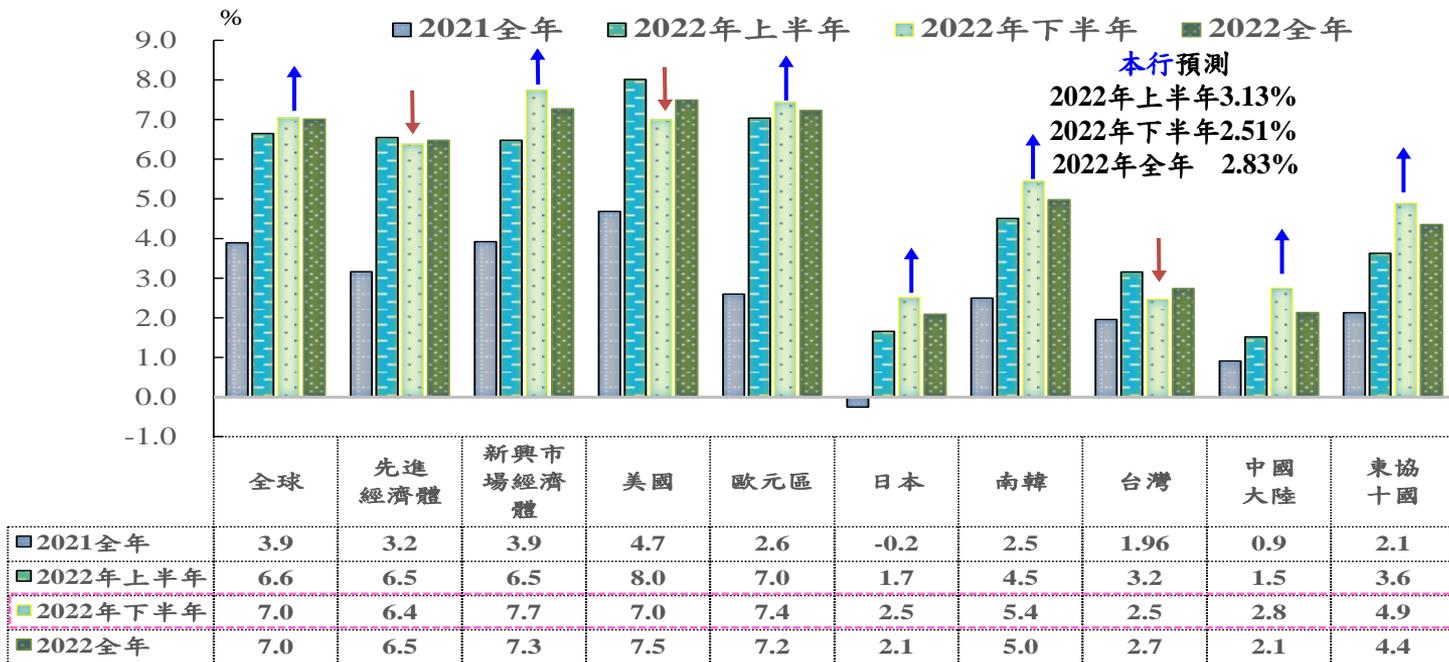


資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

#### 4. 能源及糧食價格因俄烏戰爭而大幅攀升，供應鏈瓶頸仍未紓解，高通膨可能較預期持久，恐造成民眾通膨預期升溫，加劇全球通膨壓力。

— 預期下半年全球通膨壓力仍高，亞洲國家通膨情勢則相對溫和。

主要經濟體CPI年增率



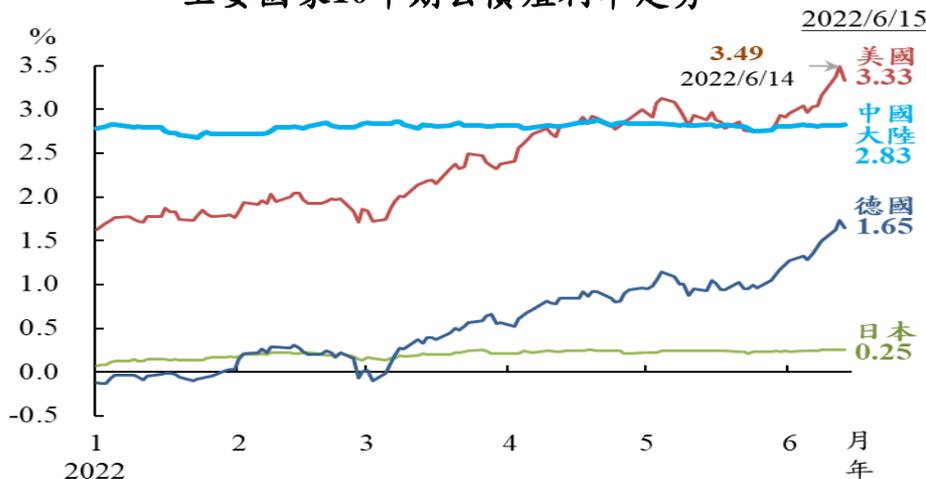
註：↓及↑分別表示2022年下半年較上半年下降及上升。

資料來源：官方網站及S&P Global Market Intelligence (2022/6/15)

### (三)國際金融市場：經濟不確定性大增，金融市場持續大幅波動

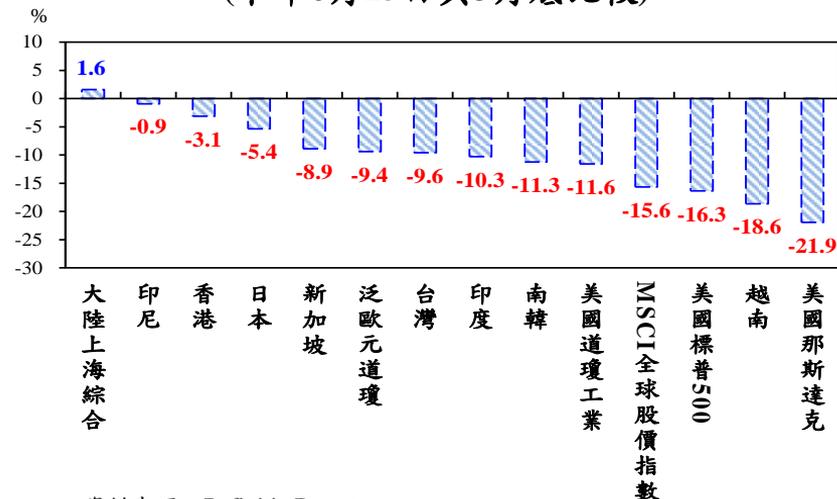
- 1.美、歐加速貨幣政策正常化，美、德10年期公債殖利率揚升，中國大陸持續寬鬆政策以激勵經濟成長，其10年期公債殖利率小幅盤整，本年4月18日美中10年期公債利差自2010年以來首度轉正；日本因BoJ啟動固定利率無限量購債操作，殖利率升幅受抑制。
- 2.全球經濟成長放緩，主要經濟體貨幣政策趨緊，投資人擔憂借貸成本增加影響企業獲利，全球主要股市續跌，美國科技類股跌幅較大。

主要國家10年期公債殖利率走勢



資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

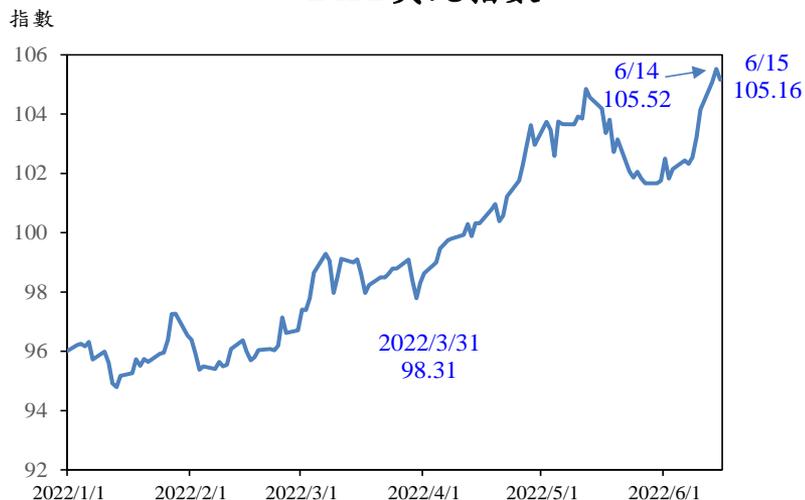
主要經濟體股價指數漲跌幅  
(本年6月15日與3月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

3. 本年4月以來，市場預期Fed升息幅度將大於其他主要經濟體，且地緣政治局勢持續緊張，美元需求大增，美元指數升逾105，創近20年新高。
4. 預期美國與日本利差持續擴大，日圓貶至24年低點；俄烏戰爭衝擊歐元區經濟，利率走升不利債務偏高之南歐國家，歐元走貶；中國大陸封控措施衝擊經濟發展，致部分資金流出人民幣資產，人民幣走貶；東協因經濟展望尚佳，成員國貨幣貶幅較小。

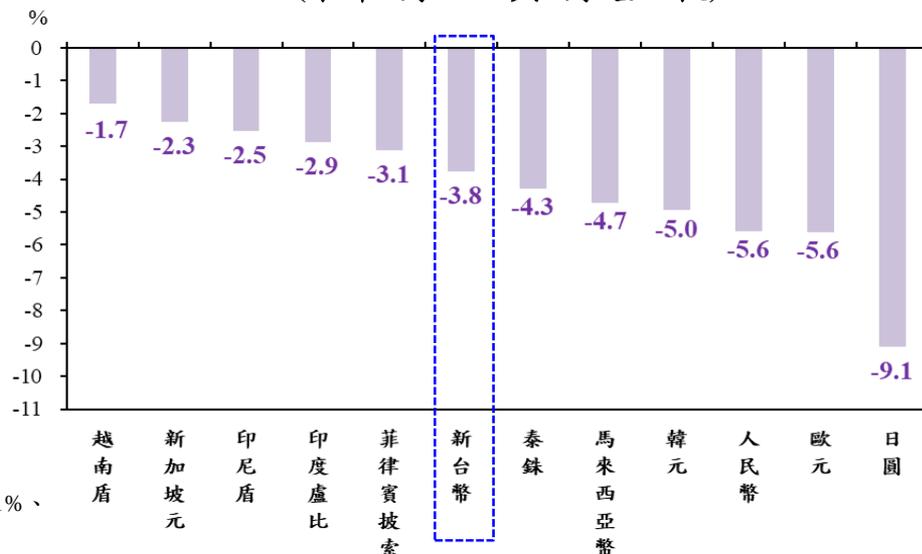
DXY美元指數



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

主要經濟體貨幣對美元之升貶幅度  
(本年6月15日與3月底比較)



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

## 二、國內經濟及通膨展望

(一)預期國內疫情將趨穩及基期因素影響，下半年經濟成長率預測值為4.35%，全年則為3.75%。

—下半年民間消費及淨外需對經濟成長貢獻較上半年為高，民間投資貢獻則略緩。

2022年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位:%/百分點

|        | 經濟成長率<br>=(1)+(6) | 內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5) |             |         |      |             | 淨外需貢獻 |      |       |      |
|--------|-------------------|-------------------------|-------------|---------|------|-------------|-------|------|-------|------|
|        |                   | 民間消費<br>(2)             | 民間投資<br>(3) | 政府支出(4) |      | 存貨變動<br>(5) | (6)   | 輸出   | (-)輸入 |      |
|        |                   |                         |             | 消費      | 投資   |             |       |      |       |      |
| 全年(f)  | 3.75              | 2.19                    | 1.25        | 0.99    | 0.25 | 0.20        | -0.50 | 1.57 | 3.78  | 2.22 |
| 上半年(f) | 3.11              | 2.32                    | 0.63        | 1.62    | 0.28 | 0.15        | -0.36 | 0.79 | 4.06  | 3.26 |
| 下半年(f) | 4.35              | 2.06                    | 1.83        | 0.40    | 0.22 | 0.24        | -0.63 | 2.28 | 3.53  | 1.24 |

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：主計總處、本行

## (二)下半年內需：民間消費回溫，民間投資溫和成長

### 1.民間消費回溫：

- (1)受國內疫情影響就業市場且通膨仍高等因素影響，消費者購買力降低。
- (2)惟上市櫃公司現金股利發放優於上年且預期疫情趨穩，將帶動民眾消費意願，加以宅經濟持續蓬勃發展，均有助支撐下半年消費成長。

### 2.民間投資溫和成長：

- (1)國內科技大廠持續投資以維持製程領先；綠能與5G基礎建設等廣續進行；業者因應節能減碳趨勢，更新生產設備；海、空運業者為擴增運能，新購運輸設備。
- (2)惟因基期較高，加以全球經貿不確定性因素仍多，製造業對未來景氣看法謹慎。

2022年台灣經濟成長率及GDP各組成項目成長率

單位:%

|        | 經濟成長率 | 內需   |      |      |      |      | 淨外需   |      |      |
|--------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
|        |       | 民間消費 | 民間投資 | 政府支出 |      | 輸出   | (-)輸入 |      |      |
|        |       |      |      | 消費   | 投資   |      |       |      |      |
| 全年(f)  | 3.75  | 2.57 | 2.80 | 4.49 | 1.86 | 5.17 | -     | 5.70 | 4.31 |
| 上半年(f) | 3.11  | 2.72 | 1.41 | 7.37 | 2.15 | 4.94 | -     | 6.28 | 6.57 |
| 下半年(f) | 4.35  | 2.42 | 4.16 | 1.82 | 1.61 | 5.33 | -     | 5.18 | 2.28 |

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

### (三)下半年外需：輸出成長動能略緩

1. 高速運算、車用電子等新興科技應用與數位轉型需求不墜；半導體先進製程將量產。
  2. 中國大陸漸放寬疫情管制措施並加快復工步伐，有利恢復全球供應鏈正常運作，帶動全球製造業生產與貿易活動。
  3. 惟隨俄烏戰爭、供應鏈瓶頸等外部不確定性仍高，國際機構下修全球經濟及貿易量成長率預測值，將制約台灣出口擴張力道。
- 例如：因通膨升溫，手機等終端消費性電子產品出貨量成長率恐減緩，將影響相關供應鏈廠商出口。

# (四) 國內外機構預測本年台灣經濟成長率介於2.77%~4.50%之間

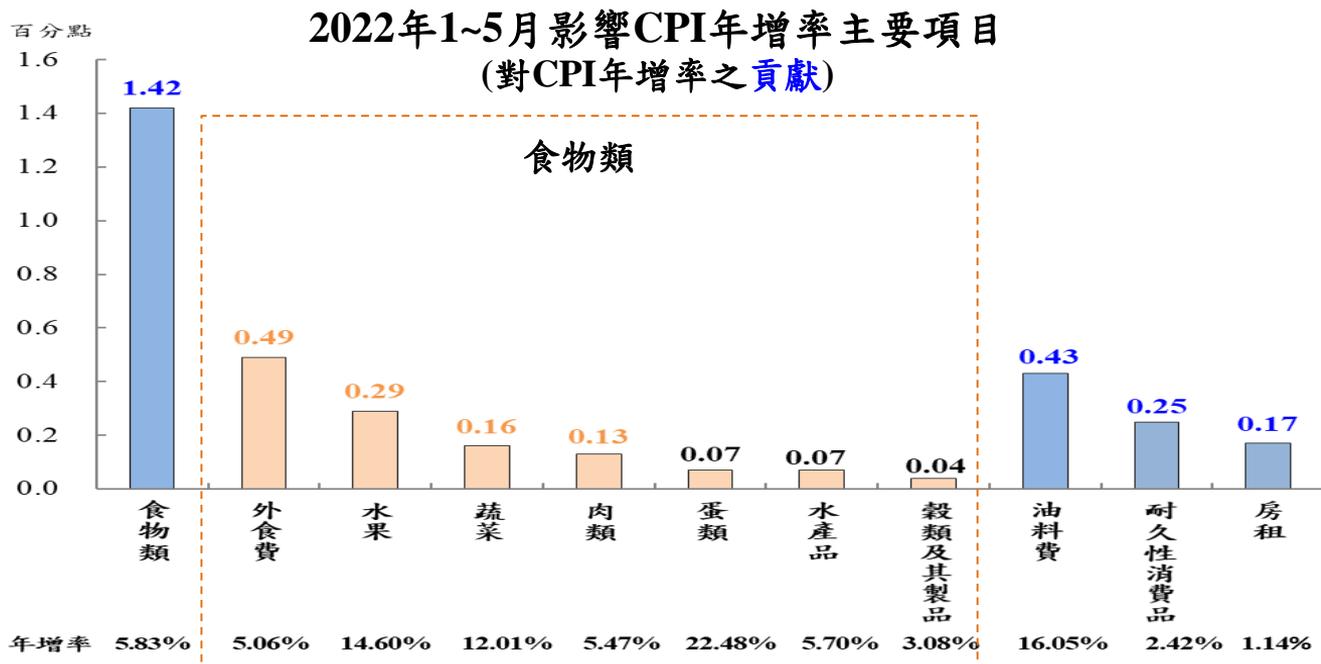
單位:%

| 預測機構                     |  | 2022年(f) |
|--------------------------|--|----------|
| 國內                       | 中央銀行(2022/6/16)                            | 3.75     |
|                          | 主計總處(2022/5/27)                            | 3.91     |
|                          | 台經院(2022/4/25)                             | 4.10     |
|                          | 中經院(2022/4/20)                             | 3.96     |
| 國外                       | S&P Global Market Intelligence (2022/6/15) | 3.54     |
|                          | Citi(2022/6/13)                            | 3.40     |
|                          | EIU(2022/6/13)                             | 4.50     |
|                          | Goldman Sachs(2022/6/13)                   | 3.35     |
|                          | HSBC(2022/6/13)                            | 3.80     |
|                          | Barclays Capital(2022/6/10)                | 3.90     |
|                          | BofA Merrill Lynch(2022/6/10)              | 3.30     |
|                          | J.P. Morgan(2022/6/10)                     | 3.50     |
|                          | Standard Chartered(2022/6/10)              | 3.60     |
|                          | UBS(2022/6/10)                             | 2.77     |
|                          | Credit Suisse(2022/6/9)                    | 3.50     |
| Morgan Stanley(2022/6/9) | 3.10                                       |          |

## (五)當前CPI年增率居高，本年通膨率上修

1.受原油及糧食等進口成本攀升，以及天候因素等供給面影響，1至5月平均CPI年增率為3.04%：

—反映食材、人力等成本，加以天候影響，食物類價格走高；油料費隨國際油價上揚而調漲；家電及汽車等耐久性消費品價格反映進口成本上漲。



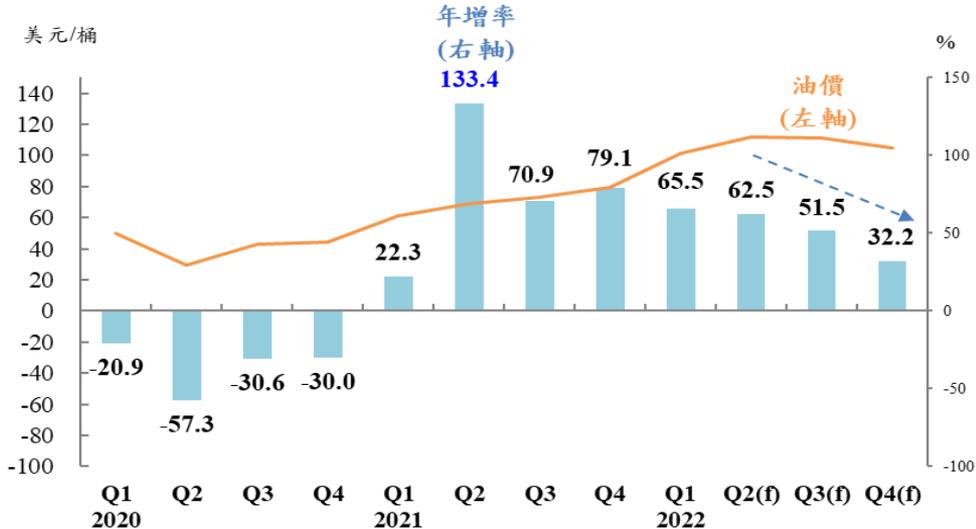
食物類、油料費及耐久性消費品合計使CPI年增率上升2.10個百分點，貢獻約69%。

## 2. 預測本年CPI及核心CPI年增率為2.83%、2.42%。

(1)主因：俄烏戰爭未見緩和及中國大陸嚴格防疫封控措施，加劇全球供應鏈瓶頸問題，國際商品價格持續走高，加以預期機票及旅遊團費價格調漲。

(2)上半年CPI年增率居高，預測下半年將隨油價漲幅減緩，而緩步回降。

布蘭特原油價格與年增率



資料來源：U.S. Energy Information Administration (EIA) (2022/6)

台灣2021年、2022年物價年增率

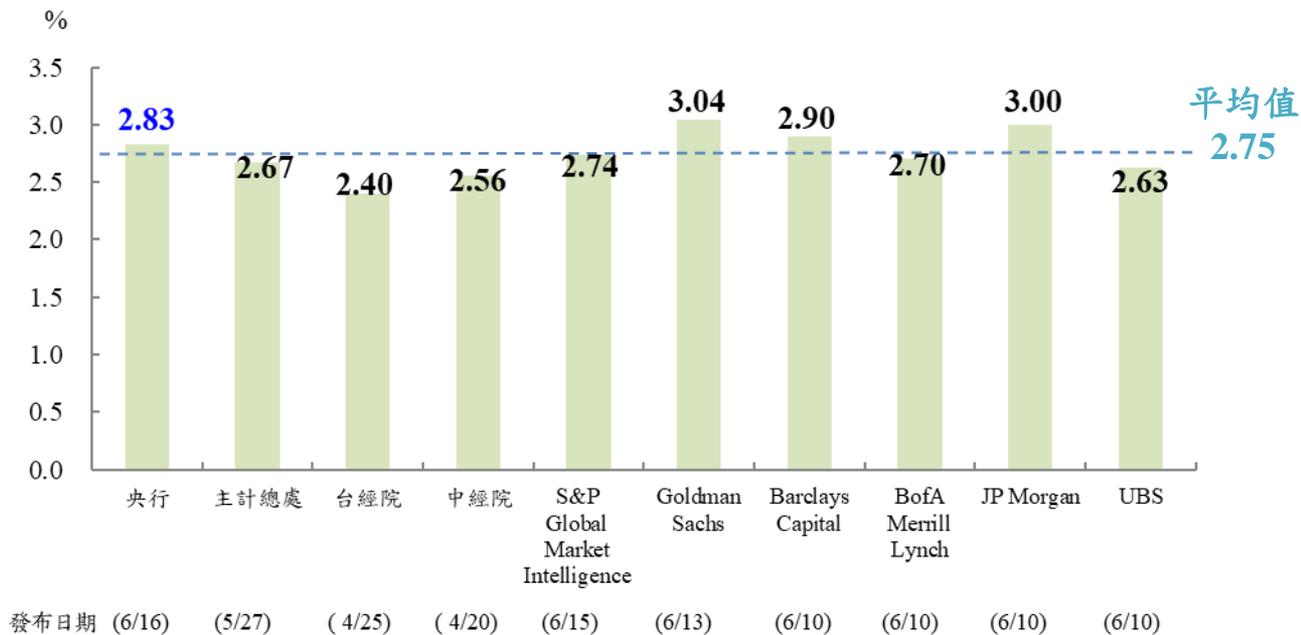
單位:%

|              | 2021年       | 2022年(f)    |
|--------------|-------------|-------------|
| <b>CPI</b>   | <b>1.96</b> | <b>2.83</b> |
| <b>核心CPI</b> | <b>1.33</b> | <b>2.42</b> |

註：f:預測值  
資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

### 3.主要機構陸續上修本年台灣CPI年增率預測值，多逾2.5%。

主要機構預測本年台灣CPI年增率

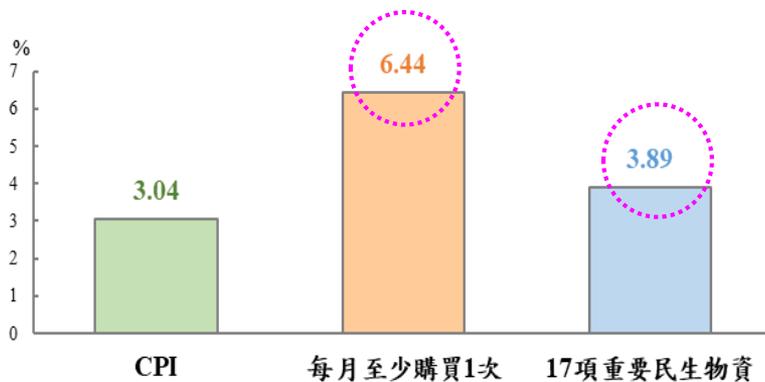


### 三、當前國內物價上漲的主要衝擊來源分析

(一)本年以來國內物價上漲，主要受進口原油及糧食價格等供給面因素影響—本年1至5月CPI上漲3.04%，其中食物類、油料費及耐久性消費品合計使CPI年增率上升2.10個百分點，貢獻約69%。

(二)受成本推升衝擊，經常購買之民生必需品價格漲幅較大，民眾感受較深

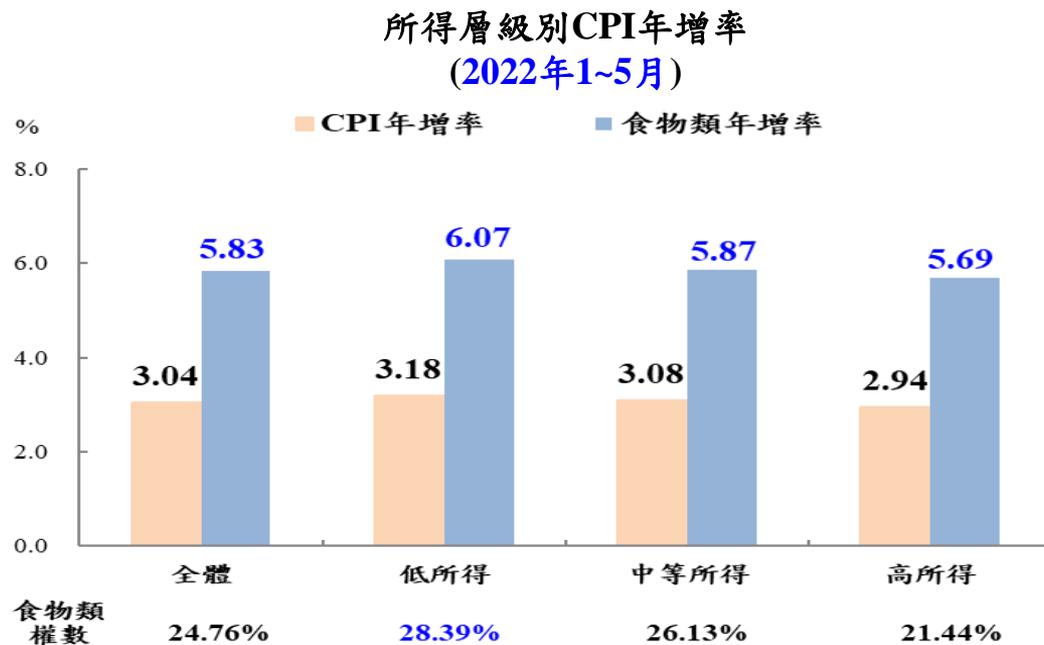
CPI、每月至少購買1次及17項重要民生物資  
CPI年增率(2022年1~5月)



### (三)食物類價格上漲幅度大，對低所得者衝擊較大

1.低所得家庭食物類消費支出比重高於中、高所得家庭。

2.內需服務業受僱員工人數多，惟薪資普遍相對較低，本年以來受到疫情與通膨雙重衝擊較大。



資料來源：主計總處

#### (四)對於來自供給面的通膨衝擊，較適合以供給面措施因應

1. 需求拉動的物價大幅上漲，央行可採緊縮貨幣措施減緩；對於供給面因素造成的物價大幅波動，央行若採大幅緊縮貨幣措施，可能會使產出進一步下降，宜以供給面措施因應。
2. 政府以供給面措施，因應能源及食物價格波動，有助整體物價穩定。例如：
  - (1) 油價：訂有「亞鄰最低價」調整上限、「油價平穩措施」之雙緩漲機制，以及減徵貨物稅等因應措施
  - (2) 燃氣：液化天然氣民生用戶及液化石油氣(桶裝瓦斯)價格維持不調漲。
  - (3) 電價：維持穩定。
  - (4) 提前採購黃豆、小麥、玉米，並調降其關稅及營業稅，確保民生物資量足價穩。

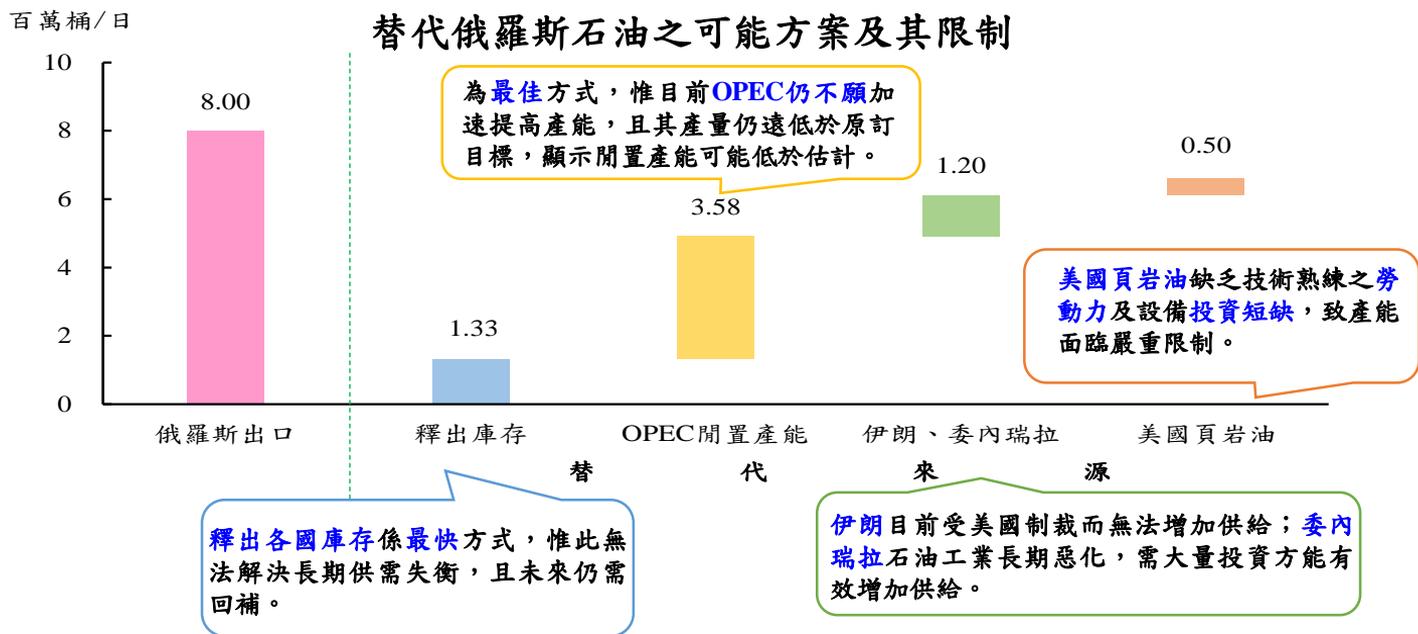
## 四、近期全球大宗商品價格上漲及主要經濟體通膨走勢分析

### (一) 俄烏戰爭致供應減少，連鎖效應及替代限制帶動大宗商品價格全面上揚

1. 化石能源價格上漲帶動肥料及糧食價格上漲，產生連鎖效應。

— 本年1~5月化石能源、肥料及糧食價格指數年增率平均分別達83.0%、124.6%與26.2%。

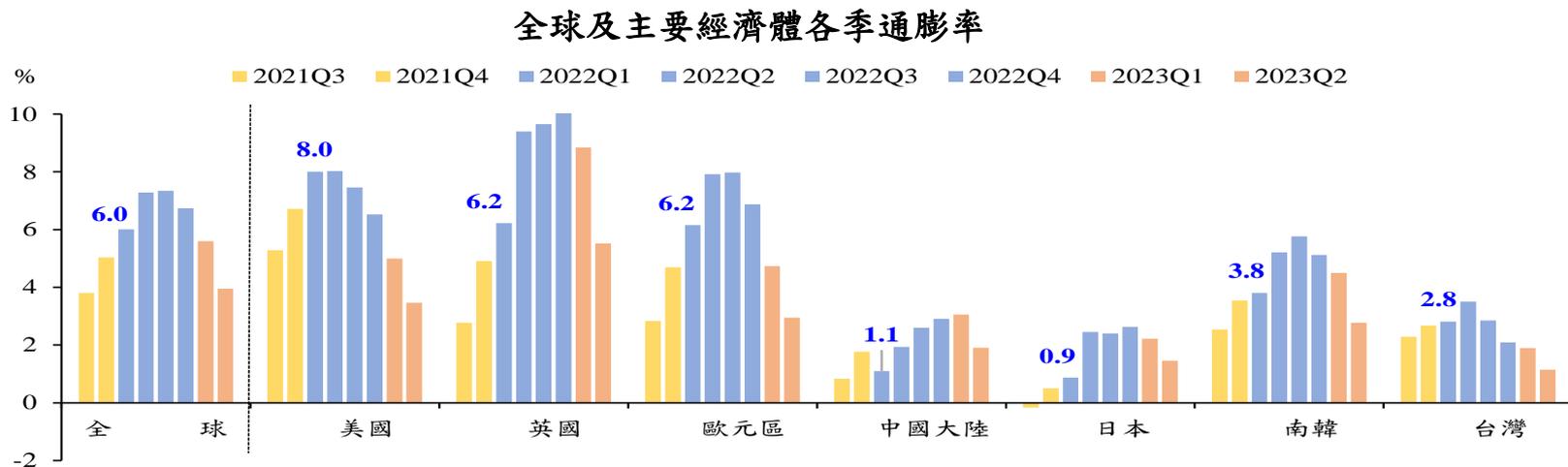
2. 目前4種替代俄羅斯石油之方案皆有其限制，預期油價仍將居高。



## (二)各經濟體能源及糧食通膨壓力大增，惟經濟情勢互異致通膨走勢不盡相同

1. 近期主要機構紛上修本年全球通膨預測，各經濟體走勢預測方面：

- (1) 美、英、歐本年通膨率預測值將升至逾7%；美國因加速緊縮貨幣政策，通膨率可望較早回落，英、歐受俄烏戰爭直接衝擊影響，通膨壓力則將持續較久。
- (2) 中、日、韓、台本年通膨率預測值介於2%~5%，且均可望於今、明兩年間自高點回落。



註：1. 上年第3季至本年第1季為各經濟體CPI年增率實際值，其餘各季皆為CPI年增率預測值。

2. Fed於本年6月15日對今、明兩年Q4/Q4之美國個人消費支出(PCE)年增率預測中位數分別為5.2%、2.6%，核心PCE年增率預測中位數分別為4.3%、2.7%。

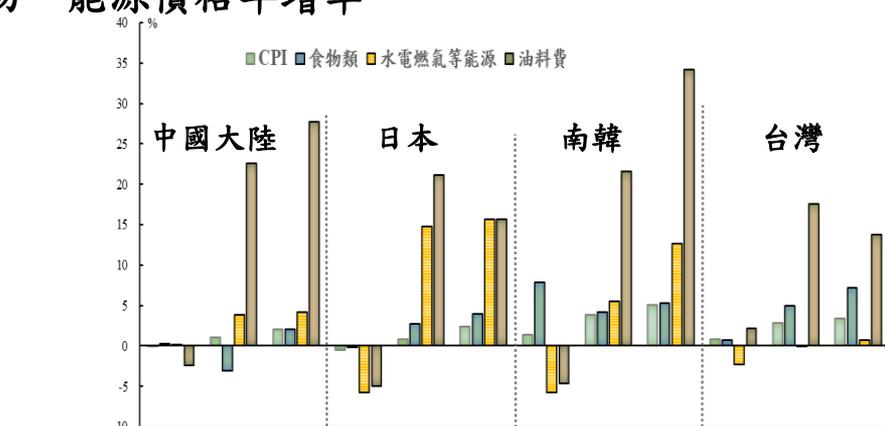
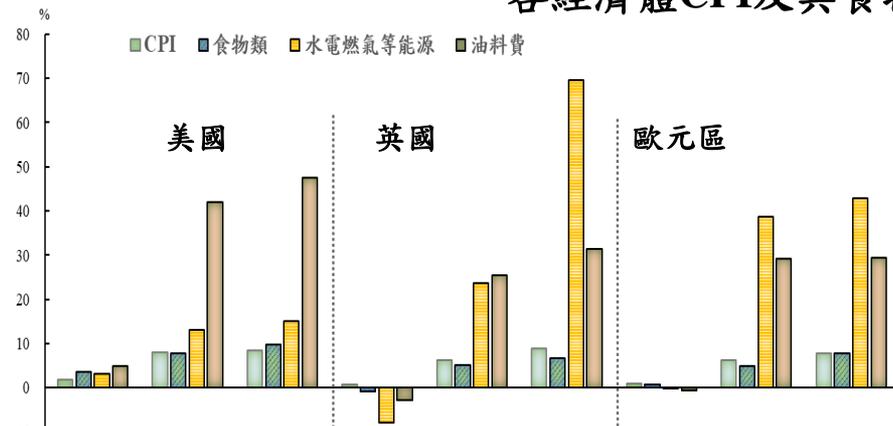
資料來源：S&P Global Market Intelligence, June 15, 2022

## 2.各經濟體均面臨能源通膨與糧食通膨挑戰。

(1)能源價格方面，英、歐受天然氣價格飆漲影響，漲幅較大；油料費以美國漲勢最猛；亞洲經濟體多設有油價平穩機制，除南韓外，油料費漲幅相對較小。

(2)食物類商品價格方面，美國漲勢猛烈，英、歐亦因俄烏戰爭地緣關係增添價格漲幅；中國大陸及南韓因肉類供應不穩而波動；日本及台灣則受外食費上漲及天候因素致蔬果價格波動影響較大。

各經濟體CPI及其食物、能源價格年增率



|         | 美國<br>2021/Q1 | 2022/Q1 | 2022/4~5月 | 英國<br>2021/Q1 | 2022/Q1 | 2022/4月 | 歐元區<br>2021/Q1 | 2022/Q1 | 2022/4月 |
|---------|---------------|---------|-----------|---------------|---------|---------|----------------|---------|---------|
| CPI     | 1.9           | 8.0     | 8.5       | 0.6           | 6.2     | 9.0     | 1.0            | 6.1     | 7.8     |
| 食物類     | 3.6           | 7.9     | 9.8       | -0.9          | 5.1     | 6.7     | 0.8            | 4.9     | 7.7     |
| 水電燃氣等能源 | 3.1           | 13.1    | 15.0      | -7.8          | 23.6    | 69.6    | 0.0            | 38.6    | 42.8    |
| 油料費     | 5.0           | 42.0    | 47.5      | -2.7          | 25.5    | 31.5    | -0.5           | 29.2    | 29.4    |

|         | 中國大陸<br>2021/Q1 | 2022/Q1 | 2022/4~5月 | 日本<br>2021/Q1 | 2022/Q1 | 2022/4月 | 南韓<br>2021/Q1 | 2022/Q1 | 2022/4~5月 | 台灣<br>2021/Q1 | 2022/Q1 | 2022/4~5月 |
|---------|-----------------|---------|-----------|---------------|---------|---------|---------------|---------|-----------|---------------|---------|-----------|
| CPI     | 0.0             | 1.1     | 2.1       | -0.5          | 0.9     | 2.4     | 1.4           | 3.8     | 5.1       | 0.8           | 2.8     | 3.4       |
| 食物類     | 0.2             | -3.1    | 2.1       | -0.2          | 2.7     | 3.9     | 7.9           | 4.2     | 5.3       | 0.7           | 5.0     | 7.2       |
| 水電燃氣等能源 | 0.0             | 3.8     | 4.2       | -5.8          | 14.8    | 15.7    | -5.8          | 5.5     | 12.7      | -2.3          | -0.1    | 0.7       |
| 油料費     | -2.4            | 22.6    | 27.8      | -5.0          | 21.2    | 15.7    | -4.6          | 21.6    | 34.2      | 2.2           | 17.6    | 13.8      |

資料來源：各經濟體官網，OECD資料庫，Bloomberg，Refinitiv Datastream，本行估算

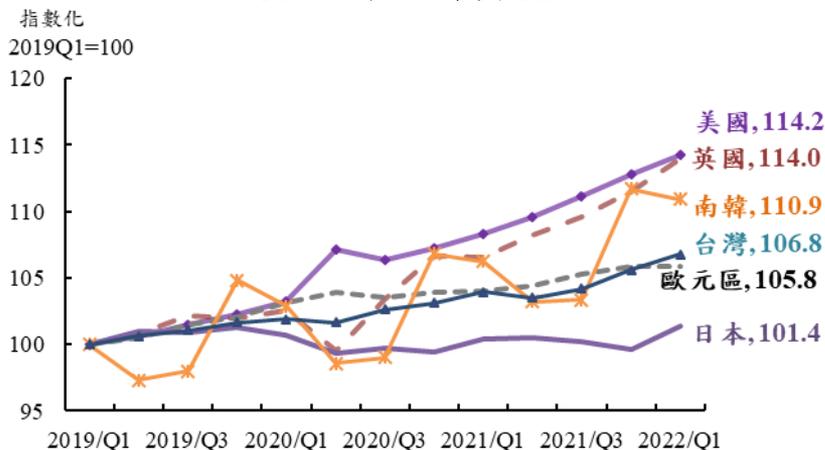
3.美、英薪資大漲，歐元區供給面風險高，日、韓進口物價漲幅較大，均增添其通膨壓力。

(1)美國因勞動市場錯配情況嚴重、英國因脫歐而勞動力短缺，薪資漲勢較大，其中英國生活成本危機加劇，市場長期通膨預期明顯居高，通膨制約鬆動風險上升。

(2)歐元區物價廣泛上漲，若俄烏戰爭情勢惡化，在能源替代來源有限且價格相對高昂下，各部門投入成本上升，恐造成高通膨現象持續更長時間。

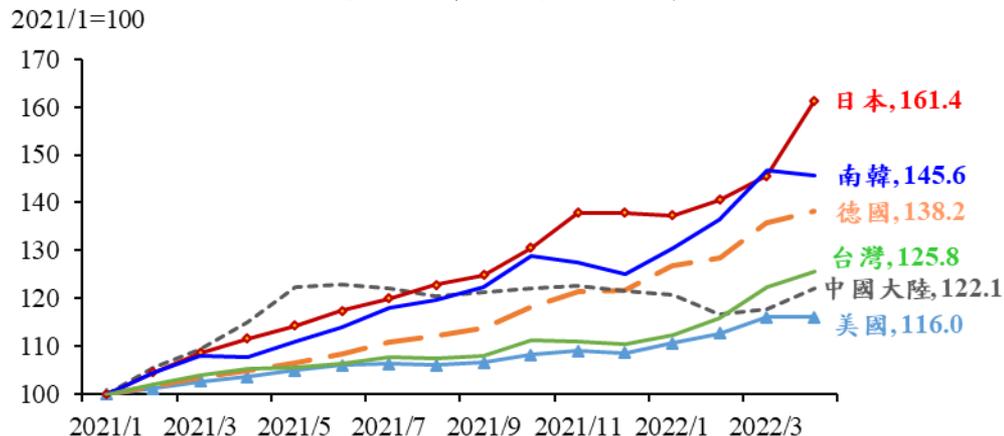
(3)國際美元走強，各經濟體因貨幣對美元相對貶值，進口成本上漲壓力擴增；其中日圓與韓元對美元貶值幅度較大，進口物價漲幅亦較大。

主要經濟體薪資變化



資料來源：Refinitiv Datastream及各經濟體官方網站

主要經濟體進口物價指數



註：中國大陸未公布進口物價指數，以所公布之物價指數年增率指數化。

資料來源：Refinitiv Datastream

(三)目前各經濟體皆推出多項平抑國內物價措施，如美國正考慮限制石油出口與調整對中國大陸加徵關稅項目，期能穩定本國物價。然而，主要央行近期通膨展望仍顯示，持續廣泛的物價上漲係目前之嚴峻挑戰

(四)展望未來，主要經濟體通膨率多可望於今、明兩年間回落，惟影響通膨壓力變化之因素仍多，後續通膨走勢不確定性仍高，須密切關注

#### 增加未來通膨壓力之因素

地緣政治因素或保護主義抬頭

為因應極端氣候所採行之相關措施

#### 減輕未來通膨壓力之因素

先進經濟體加速緊縮貨幣政策

新興科技運用與企業數位轉型

人口持續老化造成消費與投資不足

## 五、俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析

國際聯合制裁俄羅斯，嚴重衝擊其經貿與金融，俄羅斯採行多項因應與反制措施

### (一) 國際持續擴大對俄羅斯金融與經濟制裁

1. 繼俄烏戰爭初期對俄羅斯之金融制裁，近日國際再擴大制裁範圍

(1) 繼本年2月底首波制裁，4月6日美、英二國再凍結俄羅斯最大銀行「聯邦儲蓄銀行」之境外資產。目前俄羅斯前10大銀行已有9家銀行(約占俄羅斯銀行業總資產之75.4%)之境外資產遭凍結。

(2) 5月25日起，美國禁止俄羅斯透過美國金融體系償還主權債務。

(3) 繼3月初7家俄羅斯銀行遭逐出環球銀行金融電信協會(SWIFT)，6月3日歐盟再斷絕「聯邦儲蓄銀行」等3家銀行使用SWIFT系統，迄今已有10家俄羅斯銀行(約占俄羅斯銀行業總資產70%)遭SWIFT制裁。

2. 歐盟進一步對俄羅斯實施能源禁令制裁

歐盟初期僅禁止向俄羅斯提供煉油產品及技術，本年4月8日通過自8月起禁止進口俄羅斯煤炭；6月3日通過能源禁令，於本年底前停止進口90%俄羅斯原油，並禁止歐盟保險公司承保俄羅斯原油船運保險。

## (二)俄羅斯長期致力於「去美元化」措施及其成效

1. 俄羅斯雖已大幅調降外匯存底中之美元資產、提高人民幣資產並存放於中國大陸、增加黃金持有且全數存放俄羅斯境內等，惟對抵禦國際聯合制裁成效有限。

(1) 相較2014年底餘額，2021年底俄羅斯央行的外匯存底與黃金之組成比重，以人民幣與黃金增幅最大，美元資產則大幅下降；外匯存底存放中國大陸及日本的比重大幅提高，存放歐美國家則大幅下降，黃金則全數存放於俄羅斯境內。

(2) 俄羅斯央行多年來主動公布其持有外匯準備各幣別比重及存放地點等資訊，應屬政治目的考量，惟亦同時暴露其外匯資產配置之脆弱性，凸顯自身弱點而易遭反制。

2. 俄羅斯雖建置SPFS系統並與中國大陸CIPS合作，但因SPFS境外參加機構有限，且SPFS與CIPS合作模式主要係處理人民幣清算交易，對其他幣別仍受箝制，跨境交易仍須倚賴SWIFT，爰對抵制國際支付之制裁效果有限。

俄羅斯黃金及外匯存底存放地區之比重

俄羅斯黃金及外匯存底主要幣別配置之比重

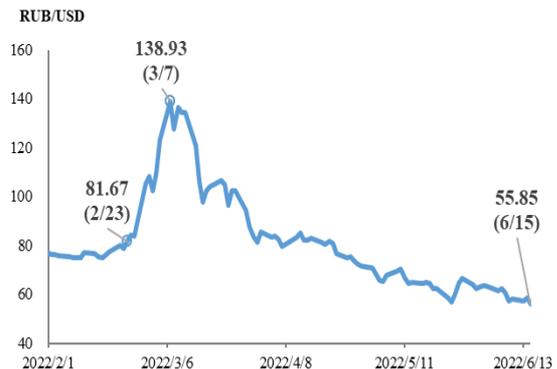
|      | 2014年底<br>(%) | 2021年底<br>(%) | 變動幅度<br>(百分點) |
|------|---------------|---------------|---------------|
| 黃金   | 12.0          | 21.5          | 9.5           |
| 人民幣  | 0.0           | 17.1          | 17.1          |
| 歐元   | 40.6          | 33.9          | -6.7          |
| 美元   | 34.8          | 10.9          | -23.9         |
| 英鎊   | 9.1           | 6.2           | -2.9          |
| 其他幣別 | 3.5           | 10.4          | 6.9           |

|      | 2014年底<br>(%) | 2021年底<br>(%) | 變動幅度<br>(百分點) |
|------|---------------|---------------|---------------|
| 俄羅斯  | 12.0          | 21.5          | 9.5           |
| 中國大陸 | 0.0           | 16.8          | 16.8          |
| 德國   | 15.3          | 15.7          | 0.4           |
| 法國   | 31.8          | 9.9           | -21.9         |
| 日本   | 0.0           | 9.3           | 9.3           |
| 美國   | 23.7          | 6.4           | -17.3         |
| 其他   | 2.2           | 5.8           | 3.6           |
| 英國   | 8.9           | 5.1           | -3.8          |
| 國際機構 | 3.3           | 4.3           | 1.0           |
| 加拿大  | 2.6           | 2.7           | 0.1           |
| 奧地利  | 0.2           | 2.5           | 2.3           |

### (三)俄羅斯因應本次國際制裁所採取之措施及成效

1. 俄烏開戰後，盧布兌美元匯率自戰前(2月23日)之81.67遽貶至3月7日之138.93。俄羅斯央行2月底將政策利率由9.5%上調至20%，並實施多項資本管制措施以為因應。6月15日盧布匯率為55.85，較戰前升值46.2%，反映資本管制及提升利率之成效。
2. 俄羅斯MOEX與RTS股票指數於開戰當日(2月24日)分別暴跌33.3%及38.3%，自2月26日暫停交易，3月24日始恢復交易，惟外國投資者仍被禁止賣出俄羅斯股票。6月15日RTS指數已回到戰前水準，惟MOEX指數仍較戰前跌逾24.8%。
3. 俄羅斯公債市場自2月26日暫停交易，3月21日恢復交易當日10年期公債殖利率升至14.41%。後因俄央行購債及調高政策利率，6月15日10年期公債殖利率已降至9.10%。

俄羅斯盧布兌美元匯率走勢



資料來源：Bloomberg

俄羅斯股票指數走勢



資料來源：Bloomberg

俄羅斯10年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg

## (四)俄羅斯反制國際制裁要求以盧布支付天然氣款項之措施及成效

1. 俄羅斯運用其能源出口優勢，要求自本年4月1日起，不友善國家購買俄國天然氣，須以盧布支付款項，否則將停止輸送天然氣至該等國家。

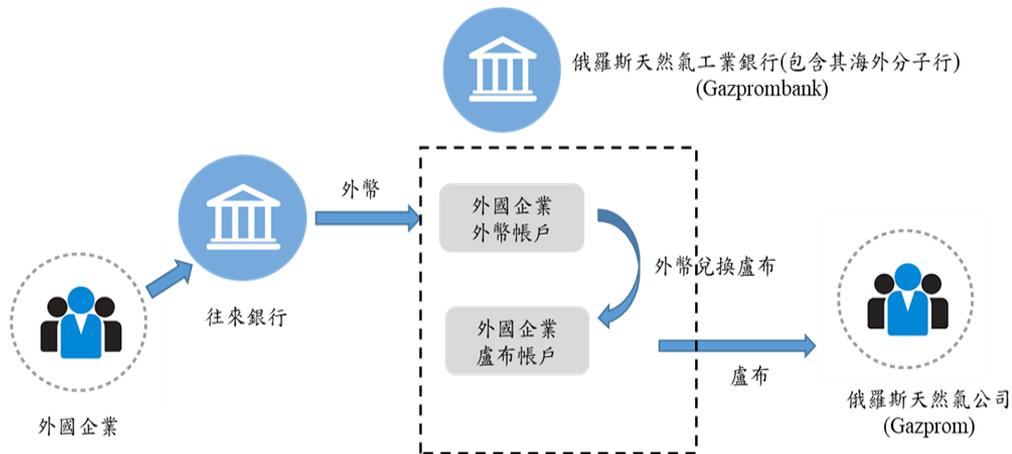
2. 以盧布支付天然氣款項之成效：

(1) 可增加外匯市場對盧布需求，並透過指定銀行帳戶統收統支，充分掌握能源出口之外匯收入，減輕外匯存底遭凍結的衝擊，達到穩定、甚至推升盧布匯率目的。

(2) 改變過去以外幣支付貨款之交易合約與程序，其交易流程及控制權全部轉移至俄羅斯，成為俄羅斯反制國際金融制裁之突破點。

(3) 2021年盧布占國際支付比重僅0.178%，即使俄羅斯能源出口均改以盧布支付，亦僅能增加盧布占比約0.006%，提升國際支付比重之效果有限。

外國企業向俄羅斯天然公司支付款項之流程



## (五) 歐盟實施原油進口禁令以反制俄羅斯能源出口之影響

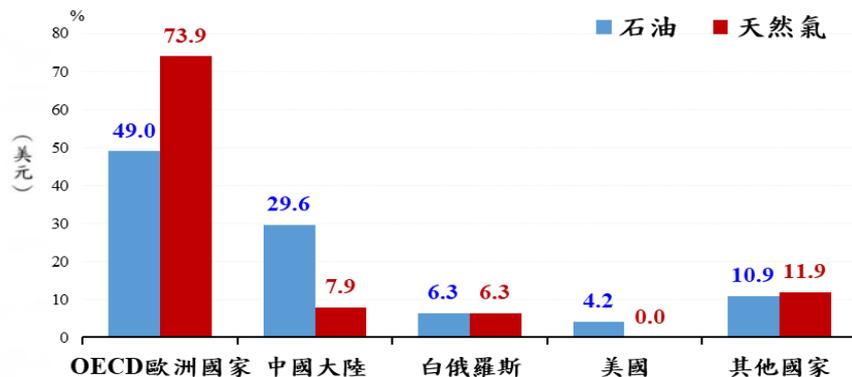
1. 俄羅斯因國際制裁，進口銳減44%，但由於仍繼續出售能源，加上能源價格飆漲，出口成長約8%。本年第1季經常帳順差達582億美元，創歷史新高。
2. 俄羅斯為石油及天然氣生產及出口大國，主要出口至OECD歐洲國家，歐盟將於本年底前停止進口90%俄羅斯原油，將加重對俄羅斯經濟之衝擊，但恐推升全球油價，衝擊全球經濟。
3. 面對國際能源制裁，俄羅斯雖加強與中國大陸及印度之能源合作以為因應，如本年5月對印度出口量已較3月增加8倍，中國大陸則增加70%，但受限於能源運送設施不足，短期內效果有限。

俄羅斯經常帳餘額及烏拉爾原油價格



資料來源：俄羅斯央行、俄羅斯財政部、OPEC、Scope評等公司

俄羅斯石油及天然氣出口國家



資料來源：US Energy Information Administration, 2021年

## (六) 結語

1. 俄羅斯因應及反制國際制裁之部分措施略見功效，但過去因政治考量長期致力於「去美元化」措施，不僅有損外匯資產流動性及收益性，加以主動揭露外匯準備各幣別比重及存放地點等資訊，反而凸顯自身外匯資產配置之脆弱性而遭反制，難以抵禦國際聯合金融制裁。
2. 歐盟對俄羅斯實施能源制裁的同時，如何穩定能源價格，避免全球經濟受衝擊，係當前重要課題

歐盟進一步的能源禁令制裁，雖可加重對俄羅斯經濟之衝擊，但俄羅斯能源出口受阻，恐引發全球能源價格攀升，加重通膨壓力，衝擊全球經濟，如何兼顧能源價格穩定與達到對俄羅斯能源制裁的效果，係當前極需因應解決之問題。

3. 中國大陸為避免遭連帶制裁，對與俄羅斯之擴大合作應會持審慎態度

由於中國大陸並未加入制裁俄羅斯行列，俄羅斯為抵制國際制裁，將擴大與中國大陸之金融與經貿合作，兩國金融與經貿往來關係將更為密切。

為避免中國大陸成為制裁俄羅斯的破口，本年3月美國國會提出「遏制中俄合謀法」，若中國大陸協助俄羅斯規避國際制裁，將對其施以連帶制裁，爰一般評估中國大陸對與俄羅斯之擴大合作應會持審慎態度。

## 六、美國貨幣政策正常化對國際金融市場之影響

### (一) Fed採取貨幣政策正常化三步驟，以控制通膨

- 1.縮減購債(Tapering)：上(2021)年11月Fed宣布縮減購債，次月宣布加速，本年3月中結束淨購債。
- 2.啟動升息循環：本年上半年累計升6碼；Powell表示7月將升2至3碼，本年底將升至3.0至3.5%之間。
- 3.啟動縮表(Quantitative Tightening)：本年5月Fed宣布，自6月啟動縮減資產負債表。

### (二) 本次Fed緊縮貨幣政策較前次更快且力道更強

- 1.本次為因應疫情推出史上最大規模QE及財政振興方案，加上供需嚴重失衡導致通膨急遽上揚，致本次Fed緊縮貨幣政策力道遠強於過去。

Fed前三輪QE及Pandemic QE之比較

| 方案(期間)               | 規模(約當GDP比)       | PCE通膨*(%) | 失業率*(%) |
|----------------------|------------------|-----------|---------|
| QE1 (2008/11-2010/3) | 1.725兆美元 (10.9%) | 0.9→2.4   | 6.8→9.9 |
| QE2 (2010/11-2011/6) | 0.60兆美元 (3.8%)   | 1.3→2.8   | 9.8→9.1 |
| QE3 (2012/9-2014/10) | 1.625兆美元 (10.3%) | 1.7→1.4   | 7.8→5.7 |
| 本次QE (2020/3-2022/3) | 4.80兆美元 (21.6%)  | 1.3→6.6   | 4.4→3.6 |

\*此處係指啟動QE當月至結束QE之經濟數據  
資料來源：Fed, Bloomberg

## 2. QT1.0及QT2.0啟動時點背景之比較

- (1) QT1.0：全球金融危機後，美國經濟的有效需求較疲弱，**通膨和緩**，Fed於**2014年10月完成縮減購債**後，直到**2015年12月才啟動升息循環**，並直到**2017年10月勞動市場接近充分就業**，Fed才**啟動QT1.0**，且**縮表力道溫和**。
- (2) QT2.0：由於**勞動市場非常緊俏**，**通膨又創40年高點**，Fed **啟動升息後隨即啟動QT2.0**，且**縮減資產負債表力道較QT1.0為強**。

### Fed執行QT1.0及QT2.0之背景比較

| 方案(期間)                | 啟動背景因素   | 預估規模<br>(約當GDP比)                     | PCE通膨*(%) | 核心PCE通膨*(%) | 失業率*(%) |
|-----------------------|--|--------------------------------------|-----------|-------------|---------|
| QT1.0(2017/10~2019/7) | 勞動市場接近充分就業   | 0.65兆美元(3.1%)                        | 1.8→1.5   | 1.7→1.7     | 4.2→3.7 |
| QT2.0(2022/6~未知)      | 1. <b>勞動市場非常緊俏</b><br>2. <b>美國通膨創40年新高</b> ，危及物價穩定目標 | 2.1兆~2.5兆美元<br>( <u>8.6%~10.3%</u> ) | 6.3→      | 4.9→        | 3.6→    |

\*此處係指啟動QT當月至結束QT之經濟數據；QT2.0係為2022年5月數據。  
資料來源：Fed, Bloomberg

### 3. 預期本次縮表對美國公債殖利率之影響亦較大

- (1) 實證研究(按當時通膨情勢較為溫和)顯示，Fed持有資產對GDP比率每變動1個百分點，10年期美國公債殖利率約變動4個基點(bps)(存量效果)；依此推估，**本次縮表**可能使**美國10年期公債殖利率**上升約**41bps**( $=10.3*4=41$ )。
- (2) 另Kansas City Fed亦曾指出，Fed資產負債表規模每縮小6,750億美元，約當升息25個基點；依此推估，**本次縮表效果**約當**政策利率**升息**78bps**( $=21,000/6,750*25=78$ )。

#### Fed執行縮表對美國公債殖利率之可能影響

|  | QT1.0 | QT2.0 |
|--|-------|-------|
| 方法1：Fed總資產規模對GDP比率降低幅度(%)                          | 4.8%  | 10.3% |
| 預估對10年期公債殖利率之影響(bp)<br>(每變動1%，10年期美國公債殖利率約變動4個基點*) | 19bps | 41bps |
| 方法2：Fed縮表規模(兆美元)                                   | 0.65  | 2.10  |
| 預估約當政策利率升息幅度(bp)<br>(每縮小6,750億美元，約當升息25個基點*)       | 24bps | 78bps |

\* 1基點(bp)=0.01個百分點

資料來源：Fed、Kansas City Fed；本行整理

### (三) Fed貨幣政策正常化對美國金融市場之影響

- Fed升息將帶動短天期公債殖利率上揚，殖利率曲線斜率多呈平坦化。
- Fed縮表將帶動10年期美國公債殖利率上揚(存量效果)。
- Fed執行緊縮政策時，公債殖利率上揚將影響金融資產價格，尤其是風險較高的股市。

#### 1. 本次Fed升息及QT2.0：採行高度且積極的緊縮政策措施。

- (1) 對美國債市之影響：美國10年期及2年期公債殖利率均大幅上揚，另因市場預期短期內大幅升息，致兩者之利差縮小速度遠較QT1.0為快。
- (2) 對美國股市之影響：因10年期美債殖利率快速上揚177個基點，加以市場下修企業每股盈餘成長率估值，使位於歷史高點的美股重挫。

美國股債市於Fed執行緊縮政策期間之表現

|                        | 10年期公債殖利率<br>(單位：基點) | 殖利率曲線<br>(10年及2年利差)<br>(單位：基點) | 股市<br>(S&P500)<br>(單位：%) |
|------------------------|----------------------|--------------------------------|--------------------------|
| QT1.0 (2017/10~2019/7) | -32                  | -57                            | +18.3                    |
| 本年迄今 (~2022/6/15)      | +177                 | -68                            | -20.5                    |

## (四) 此次Fed貨幣政策正常化對新興經濟體金融市場影響較大

本次Fed啟動升息及QT2.0，轉變原本全球金融循環擴張趨勢，美元流動性緊縮致全球金融資產價格承壓，股債市向下修正，新興市場亦面臨**金融情勢緊縮、資金外流及貨幣貶值**等挑戰。

1. **新興市場股市多呈下跌**：QT1期間，受美股呈上漲趨勢影響，MSCI新興市場股價指數僅微幅下跌4.1%。本年迄今，受**美股重挫**影響，MSCI新興市場股價指數**下跌17.2%**。
2. **新興市場債市亦面臨修正**：QT1期間，10年期美國公債殖利率先漲後跌，最後下跌32個基點，同期間彭博的新興市場美元計價債券指數上漲8.4%。本年迄今，受美國10年期公債殖利率上漲及部分新興市場經濟體升息，致**新興市場美元計價債券價格指數大幅下跌16.3%**。
3. **國際美元走強，新興市場經濟體貨幣對美元多呈貶值**。

新興市場股債匯市於Fed執行緊縮政策期間之表現

|                        | 股市<br>(單位：%) | 債市<br>(單位：%) | 匯市<br>(單位：%) |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|
| QT1.0 (2017/10~2019/7) | -4.1         | +8.4         | +1.5         |
| 本年迄今 (~2022/6/15)      | -17.2        | -16.3        | -3.7         |

美元指數之表現

|                        | 美元指數<br>(單位：%) |
|------------------------|----------------|
| QT1.0 (2017/10~2019/7) | +5.8           |
| 本年迄今 (~2022/6/15)      | +9.9           |

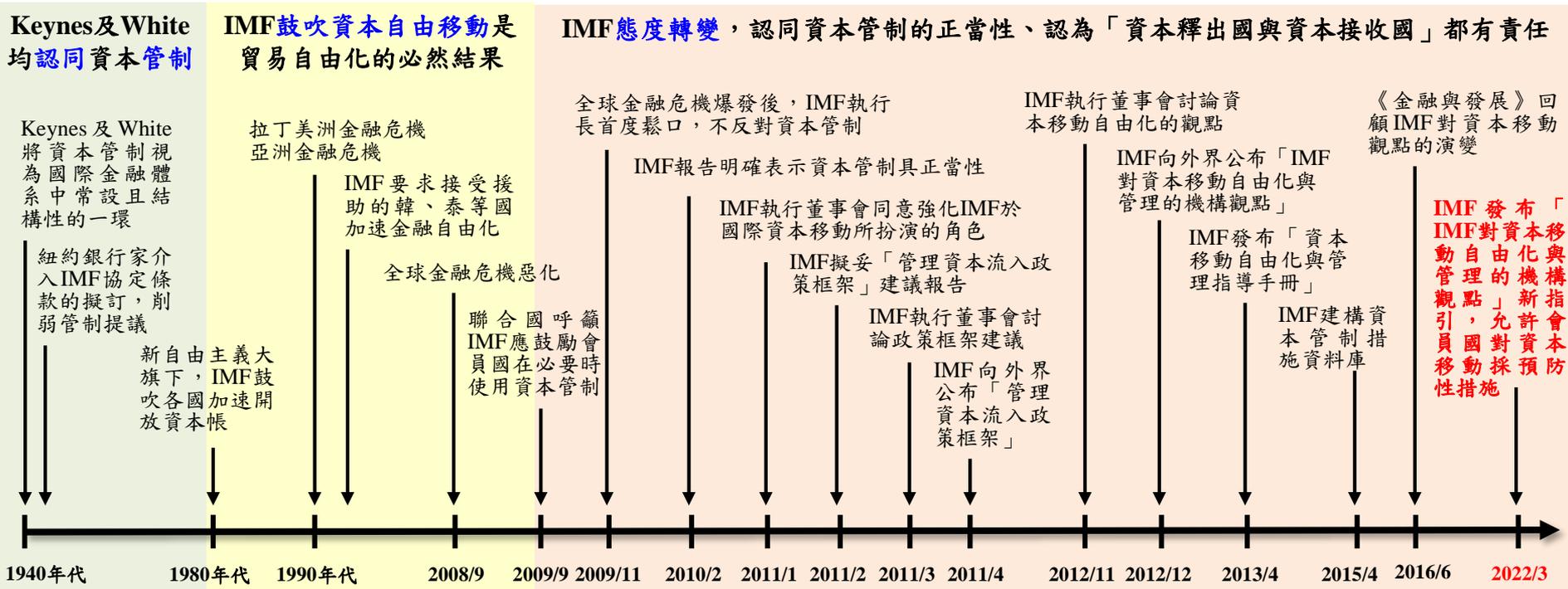
## (五) 結論

1. 2015~2019年美國經濟逐漸復甦，Fed陸續啟動升息及縮表。當時通膨並未急遽上揚，因此Fed緊縮貨幣政策力道尚稱和緩，對美國及全球金融市場的影響亦屬溫和。
2. 惟鑑於過去2年疫情造成供需嚴重失衡，加以俄烏戰爭與中國大陸的防疫封控措施，導致供給鏈瓶頸進一步惡化，美國通膨創下40年新高，致Fed大幅緊縮貨幣政策以因應。
3. 當前市場預期本年Fed至少升息10碼，明年亦可能持續升息，且本次縮表步調將較2017年至2019年縮表(QT1.0)更快且幅度更大。
4. 當Fed執行緊縮政策時，常會帶動美債殖利率上揚，進而反轉全球金融循環的擴張趨勢。此次Fed加速緊縮貨幣政策已導致美債殖利率大幅上揚、美股大幅下跌，使全球風險性金融資產價格普遍呈現回檔，資金亦自新興市場撤出。
5. 不同於前次Fed緊縮時期(2015~2019年)，當前歐美各國多面臨著高通膨情勢，部份央行朝向更積極的緊縮性政策方向，其外溢效果已造成全球金融市場大幅震盪，未來仍宜密切注意歐美等主要經濟體之通膨情勢及貨幣政策步調。

# 七、國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思

## (一) IMF對資本自由移動態度的轉變

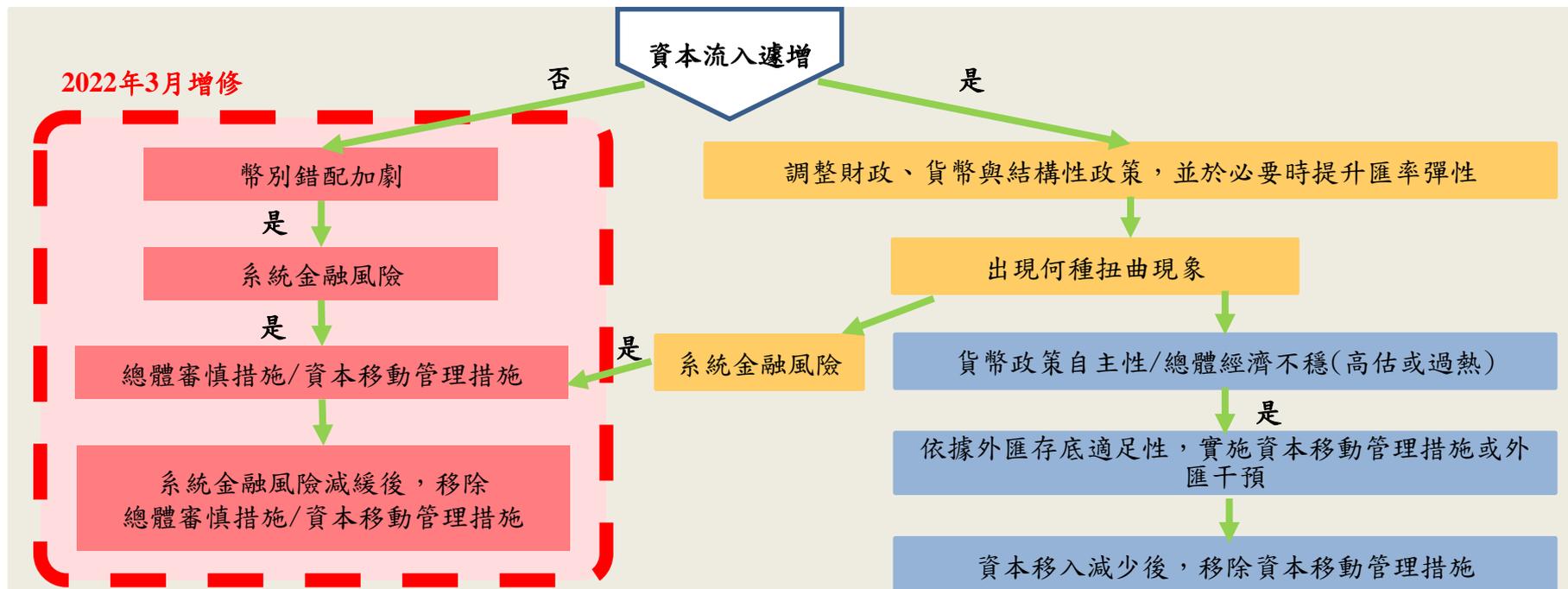
### 1. IMF從早期認同資本管制，轉為大力鼓吹資本自由移動；近年再回歸認同資本管制



資料來源：  
1. 中央銀行(2016)，「國際間對資本移動自由化觀點的省思 — IMF從誇大資本移動效益，到近期正視資本移動風險的重大轉變」，央行理監事會後記者會參考資料，6月30日。  
2. Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani, and Davide Furceri (2016), "Neoliberalism: Oversold?" IMF: Finance & Development, June.  
3. IMF(2022), "Executive Board Concludes the Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital flows," IMF Press Release, Mar. 30.

## 2. IMF於本年3月針對資本管制發布新指引，認同預防性資本移動管理措施與總體審慎措施。

- (1) 新指引同意將資本移動管理措施(Capital Flow Management Measures, CFMs)與總體審慎措施(Macroprudential Measures, MPMs)，以限制的方式納入政策工具箱，並列舉何種情形能夠使用，但強調這些工具不應取代必要的總體經濟調整。
- (2) 唯有資本移動對金融穩定造成威脅的前提下，CFMs及MPMs才會視為有效。



## (二)經濟學界對資本自由移動、浮動匯率效益的相關研究

1.倫敦商學院教授Hélène Rey：唯有對資本移動加以管理，方能獲得貨幣政策自主性。

- (1)Rey自2013年以來的相關研究發現，美國等主要國家央行的貨幣政策透過資本跨境移動的數量管道，以及利率與匯率等的價格管道，影響他國貨幣信用情勢及貨幣政策自主性，產生外溢效應(spillovers)，即使一國採浮動匯率也無法獲得貨幣政策自主性。
- (2)開放資本自由移動、允許通貨自由浮動的國家，不必然能享有全然的貨幣政策自主性；一國若想保有貨幣政策自主性，就須對資本帳加以管理，抑制過度的槓桿與信用成長，包括採取針對性資本管制、逆循環總體審慎措施、限制金融機構槓桿操作等。

2.IMF第一副執行長Gita Gopinath：浮動匯率的效益恐被誇大，浮動匯率未必能保有貨幣政策自主性。

- (1)浮動匯率未必能保有貨幣政策自主性，以外匯干預與審慎政策因應外部衝擊，可讓貨幣政策聚焦於處理國內物價壓力。
- (2)在若干新興市場及開發中經濟體，央行常因須回應外部衝擊而面臨艱難的政策選擇，當通膨預期難以制約，則貨幣政策喪失自主性；此時，外匯干預與資本管制可顯著改善政策抵換(policy tradeoffs)的難題，對於通膨預期制約不佳，以及對匯率與資本流量較為敏感的經濟體而言，更是如此。

### (三) 結論與啟示

1. IMF新指引備受關注，經濟學家卻深表失望；雖肯定IMF的努力，但認為新指引仍給予資本管制過多限制，有可能導致全球經濟更加不穩定。

(1) 諾貝爾經濟學獎得主Joseph Stiglitz表示，資本流出管制措施的關鍵在於政策如何設計，以及遊戲規則是否明確且提前告示。

(2) 波士頓大學教授Kevin Gallagher指出，新指引未能解決資本移動管理措施的多邊(multilateral)問題。

2. 近年來，經濟學家的研究普遍發現，即使採浮動匯率亦無法獲得貨幣自主性，這是因為大國貨幣政策(例如Fed採行QE)透過跨境資本移動外溢到其他國家，並且影響他國的貨幣與信用情勢，如以外匯干預與審慎政策因應外部衝擊，將可讓貨幣政策聚焦於處理國內物價壓力。

3. 此外，以美國Fed近期的升息行動，若干新興市場經濟體央行亦不得不配合升息，可歸因於Fed升息，已引發全球資本移動的溢回效應(spillbacks)，導致新興市場經濟體匯價面臨龐大貶值壓力。

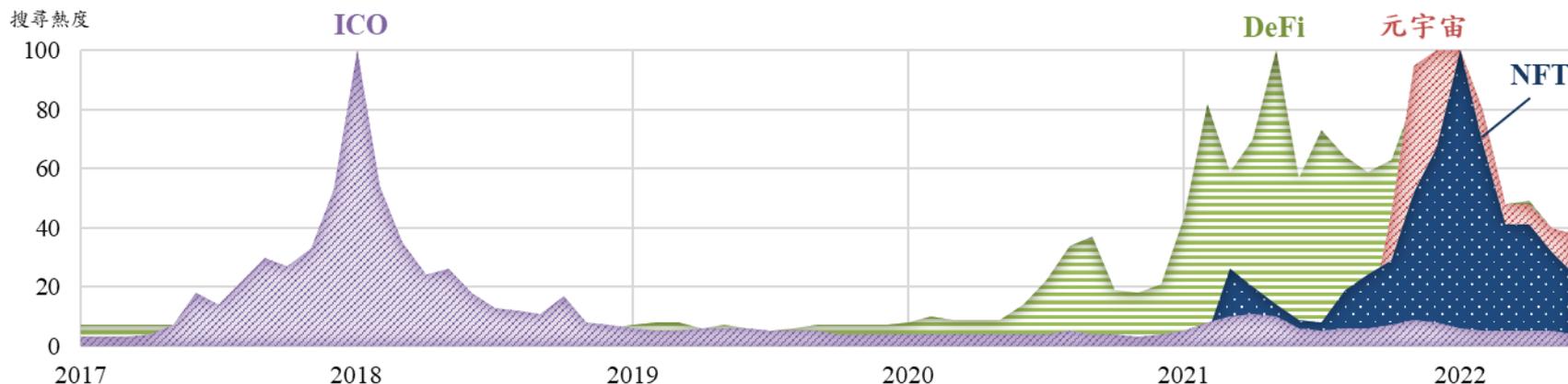
4. 本行向來重視短期國際資本移動對國內經濟金融穩定可能帶來的衝擊，除採取穩健外匯政策外；並審慎因應資本移動、對資本帳管理採相關的審慎措施。已故諾貝爾經濟學獎得主Robert Mundell、史丹佛大學教授Ronald McKinnon以及聯合國亞太經社委員會(UNESCAP)等，均對本行外匯政策與資本帳管理措施的表現，給予極高評價。

## 八、DeFi及NFT之發展與風險議題

### (一)加密資產市場炒作的新名稱或題材層出不窮

- 1.加密資產市場的新產品或服務，常冠以新穎的名稱博取市場關注，但炒作熱潮一過，很可能就乏人問津，如2017~2018年的「首次代幣發行」(ICO)。
- 2.近期有人開始利用未來「元宇宙」(Metaverse)題材，發想在元宇宙中進行「去中心化金融」(DeFi)，或是透過「非同質化代幣」(NFT)買賣虛擬世界的商品，惟熱潮似乎逐漸消退。

ICO、DeFi、元宇宙及NFT的網路搜尋熱度



資料來源：Google Trends網站

## (二)DeFi以去中心化方式提供加密資產的金融服務，已衍生諸多風險

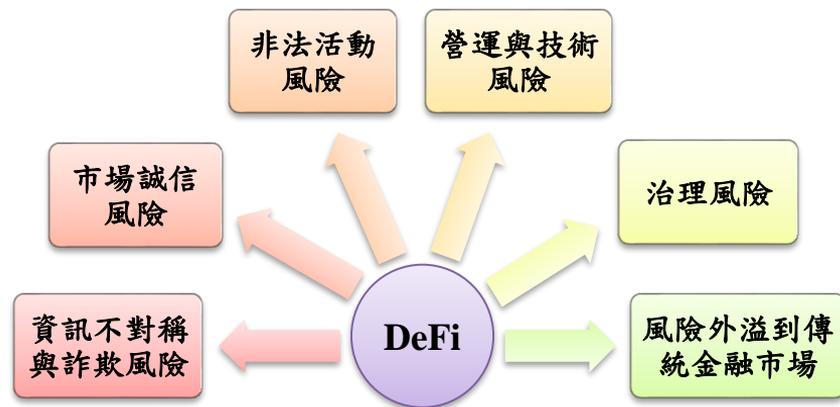
- 1.**DeFi**透過區塊鏈上自動執行的智能合約，能在無需中心化中介機構的情況下，為加密資產市場提供類似傳統金融的交易、借貸、投資等服務。
- 2.**DeFi**看似能更高效地提供相關金融服務，卻也去除傳統中介機構在保護投資人及維護市場誠信(integrity)上，作為守門人(gatekeeper)的重要角色；在監管範圍外發展的DeFi，已滋生諸多風險。

DeFi提供許多類似傳統金融的服務

| 服務 | DeFi                          | 傳統金融    |
|----|-------------------------------|---------|
| 交易 | 去中心化交易平台<br>(例如Uniswap)       | 交易所與OTC |
| 借貸 | 去中心化借貸平台<br>(例如Aave、Compound) | 商業銀行等   |
| 投資 | 去中心化投資組合<br>(例如yearn、Convex)  | 基金公司    |

資料來源：主要取材自Aramonte等(2021)

DeFi已滋生諸多風險

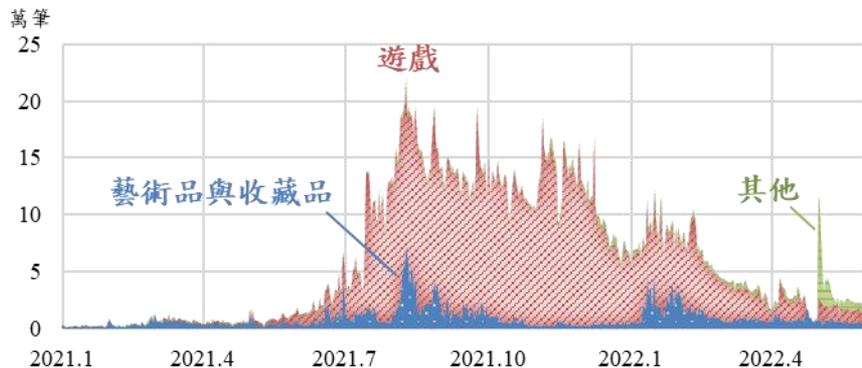


資料來源：IOSCO (2022)

### (三) NFT尚在發展初期，存在許多風險與挑戰

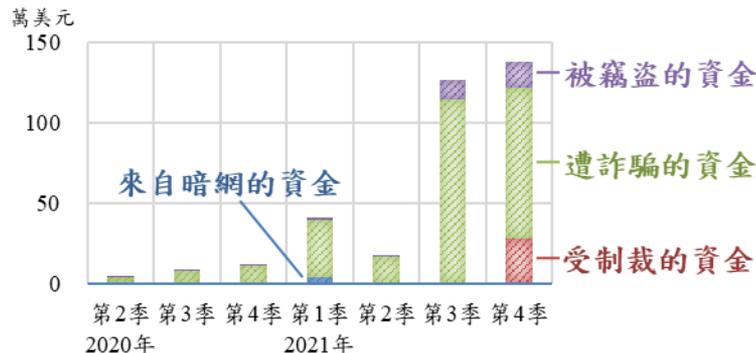
1. **NFT**是近期加密資產市場炒熱的新興標的，目前試圖用來代表對於某一件數位藝術品、收藏品或電腦遊戲中特定道具等商品的所有權。
2. **NFT**只是一種區塊鏈上的特殊代幣，可用來記載任意數據，惟是否可表彰其代表商品的所有權，尚有疑義。
3. 目前**NFT**法律定位不明、市場機制不全、消費者與投資人保護不足、交易潛藏風險、甚至可能涉及不法資金；且**NFT**數位藝術品、收藏品及遊戲道具等，通常無法合理評價，並不適合一般大眾作為投資標的。

NFT銷售以藝術品、收藏品及遊戲等類別為主



資料來源：NonFungible網站

NFT交易平台已收到許多不法資金



資料來源：Chainalysis (2022)

## (四)結語

### 1.加密資產市場已引發對於投資人與消費者保護的議題

— 目前加密資產規模尚小\*，與金融體系間的連結程度不高，對金融穩定影響有限；然炒作風氣盛行，非法吸金、金融詐騙等案件頻傳，涉及許多投資人與消費者保護議題，已引發主要國家對於加密資產監理的關注。

### 2.DeFi雖採去中心化運作，惟為控管相關風險，仍宜納入金融監理範圍

— DeFi陸續提供類似傳統金融的服務，爰宜適用相似之監管規範，以確保不會損害投資人或消費者權益，或是將風險外溢到傳統金融市場。

### 3.NFT或有發展潛力，惟一般大眾如要作為投資標的，需審慎為之

— 目前NFT存在諸多風險，但大多數國家尚未納入監理，難以期待消費者受到周延的保護；由於NFT投資風險很高，一般大眾如要作為投資標的，需審慎為之。

\*目前全球加密資產總市值約1兆美元，遠不及全球金融資產市值469兆美元。

簡報完畢

謝謝！

