



中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



111.9.22

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

考量因素

(一)本年下半年國內通膨率可望緩步回降，惟全年仍高於2%；明年將回降至2%以下

—本行預測本年下半年CPI年增率將由上半年之3.13%降為2.74%，全年為2.95%。另下半年及全年核心CPI年增率分別為2.64%、2.52%。

—本行預測明年CPI及核心CPI年增率分別回降為1.88%、1.87%。主要機構對明年台灣CPI年增率預測平均值為1.79%。

(二)明年國內經濟成長將趨緩至3%以下

—本行下修本年經濟成長率預測值為3.51%，預期明年經濟成長2.90%。

造成國內通膨壓力下降、經濟成長力道趨緩之主因：

(一)全球經濟走緩、金融情勢緊縮之外溢效應

美、歐等經濟體積極緊縮貨幣政策，國際金融情勢緊縮，本、明年全球經濟成長將放緩，且下行風險升高。台灣為小型開放經濟體，經由3項管道受到外溢影響：

1. 實體部門管道：受全球終端需求降溫，近月台灣出口成長減緩，民間投資亦趨保守，本行預估明年國內經濟成長趨緩至3%以下；此將降低國內通膨壓力。
2. 物價管道：全球經濟成長放緩，原油等原物料價格因需求下降而回跌，加以全球供應鏈瓶頸逐漸紓解，國際貨運費率走低，有助減緩國內輸入性通膨壓力。
3. 金融管道：Fed持續升息，加以投資人擔憂全球經濟陷入衰退，全球股市大幅修正；國內方面，台股震盪走跌，外資大量匯出，金融情勢趨緊。

(二)政府持續以供給面措施，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。

1. 持續機動調降汽油、柴油與水泥貨物稅，及牛肉、奶粉、奶油與小麥等關稅；延續免徵進口黃豆、小麥及玉米營業稅，至本年底止。
2. 電價費率審議會決議本年下半年電價不調整。

(三)調升政策利率及存款準備率，採價與量並行方式，有助抑制國內通膨預期心理。

1. 隨本行升息，長短期利率走升，整體金融情勢緊縮。
2. 調升存款準備率，可加強貨幣信用管理，降低貨幣數量成長率：銀行應提準備金增加，將限縮信用創造能力，有助於將M2成長率控制在適當水準。近月M2年增率呈下降趨勢；本年1至8月M2年增率為7.66%，仍高於M2成長參考區間上限之6.5%。若本行持續調升存款準備率，將使本年M2成長減緩現象更為明顯，強化抑制通膨預期。

B、維持現行選擇性信用管制措施

考量因素

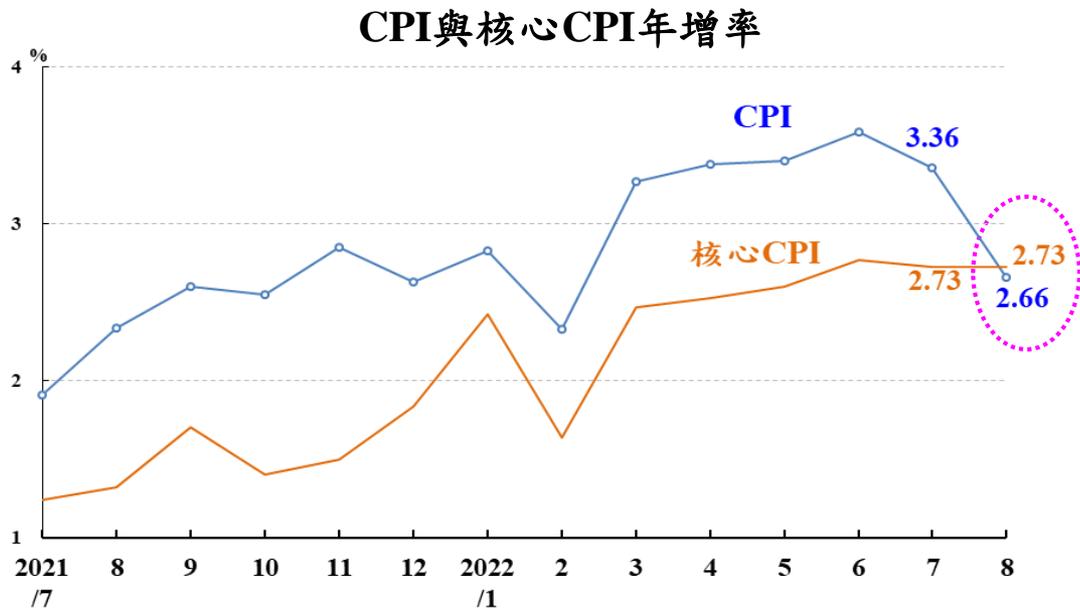
- (一) 本行自2020年12月以來，四度調整選擇性信用管制措施，有助銀行授信風險控管。本年以來，全體銀行建築貸款與購置住宅貸款成長走緩，不動產貸款集中度大致穩定，不動產貸款之逾放比率亦低。
- (二) 本行3月以來之緊縮貨幣政策，亦有助強化選擇性信用管制措施成效。
- (三) 隨政府各部會落實「健全房地產市場方案」措施，加以受疫情影響，本年以來房市交易趨緩。

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、國內通膨壓力趨緩

(一)隨國際原油等大宗商品價格回跌，加以國內蔬菜價格下跌，本年8月CPI年增率由7月之3.36%降至2.66%，核心CPI年增率則為2.73%

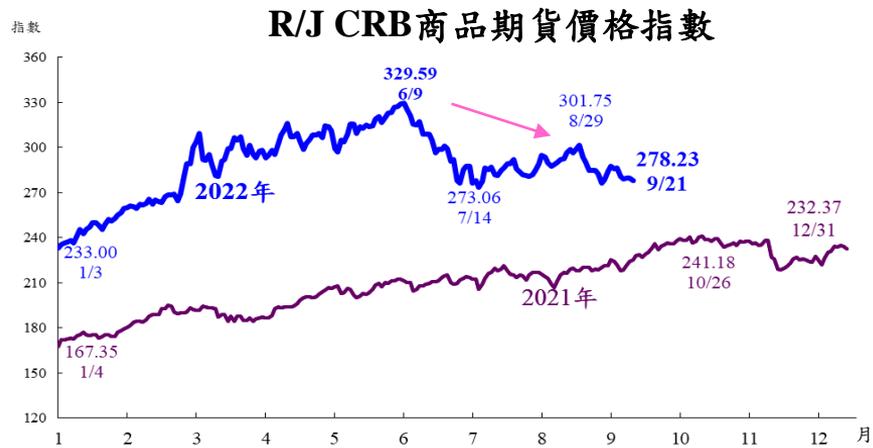


資料來源：主計總處

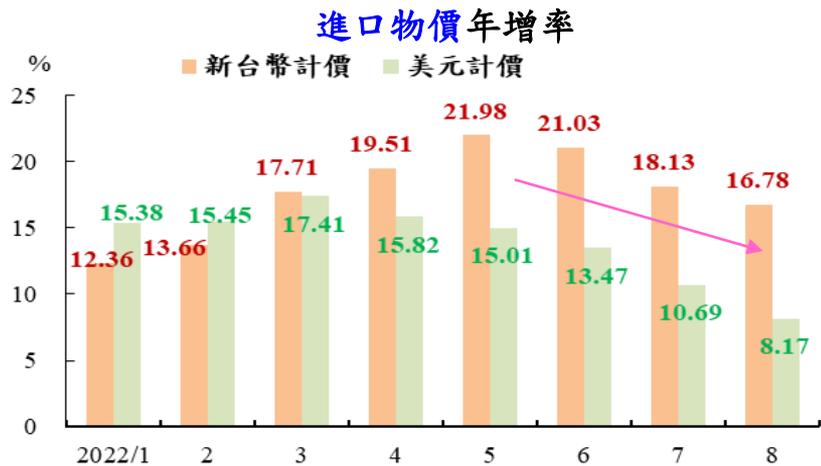
一近月多項通膨相關指標顯示國內通膨壓力可望趨緩。



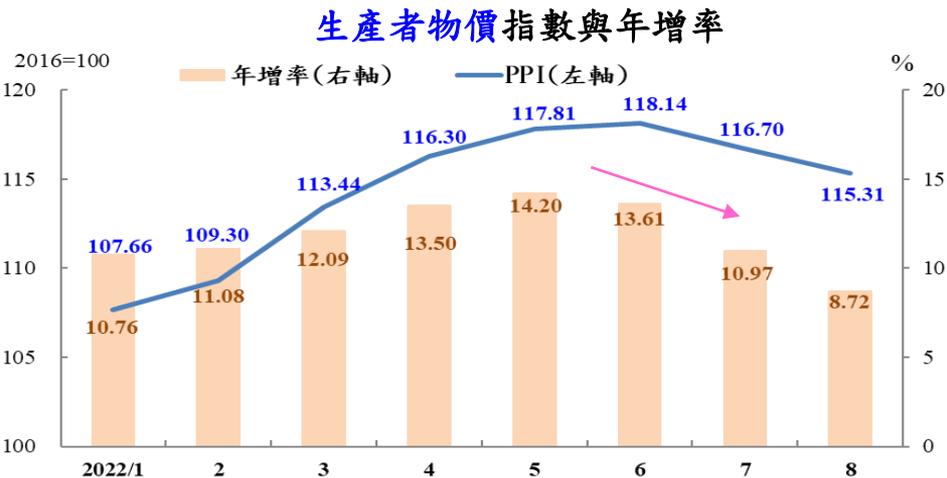
資料來源：Refinitiv Datastream



資料來源：Bloomberg



資料來源：主計總處



資料來源：主計總處

(二)本行預估下半年通膨率緩步回降，明年降至2%以下

1.隨全球供應鏈壓力下降，國際貨運費率走低，加以全球經濟成長減緩，帶動原油等原物料價格回降。國際機構預測原油價格將自本年第2季高點回降，且明年轉呈負成長。

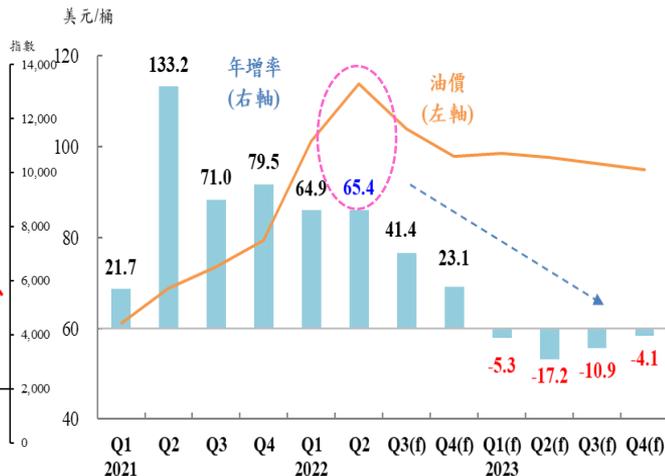
2.本行預估CPI年增率將由本年第2季的高點3.46%，回降至明年第4季的1.64%；核心CPI年增率將由本年第3季的高點2.73%，回降至明年第4季的1.64%。

全球供應鏈壓力與貨運費指數



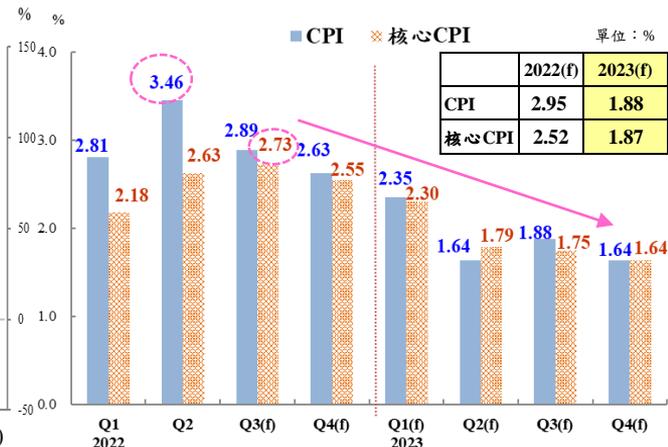
資料來源：NY Fed

布蘭特原油價格與年增率



資料來源：U.S. Energy Information Administration (EIA) (2022/9)

本行對CPI及核心CPI年增率之預測值



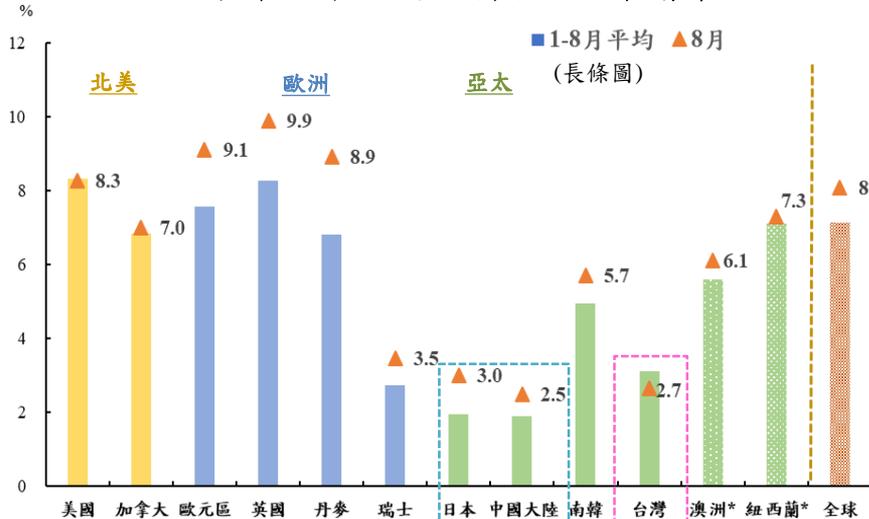
註：f: 預測值。

資料來源: 實際值-主計總處、預測值-本行

(三)美、加、歐及部分亞太地區經濟體面臨高通膨壓力，升息幅度亦較高

1. 本年以來，台灣物價漲幅相對較美、加、歐、韓、澳、紐低，故緊縮貨幣政策程度無須與高通膨經濟體一致。
2. 台灣物價漲幅與日本、中國大陸相近，惟日本維持寬鬆貨幣政策，中國大陸進一步降息，本行仍逐步升息。

本年以來主要經濟體CPI年增率



*：澳洲及紐西蘭通膨率為季資料，採第2季及1至2季平均。
資料來源：官方網站及S&P Global Market Intelligence (2022/9/15)

本年以來主要經濟體政策利率變動



註：中國大陸政策利率以1年期貸款市場報價利率(LPR)代表。
資料來源：各央行網站(截至9月21日資料)

二、國際經濟前景下行風險升高，影響國內下半年及明年經濟成長力道

(一) 全球經濟走緩，衝擊台灣出口及民間投資成長動能

1. 受全球經貿成長減緩影響，近月台灣出口成長減緩。

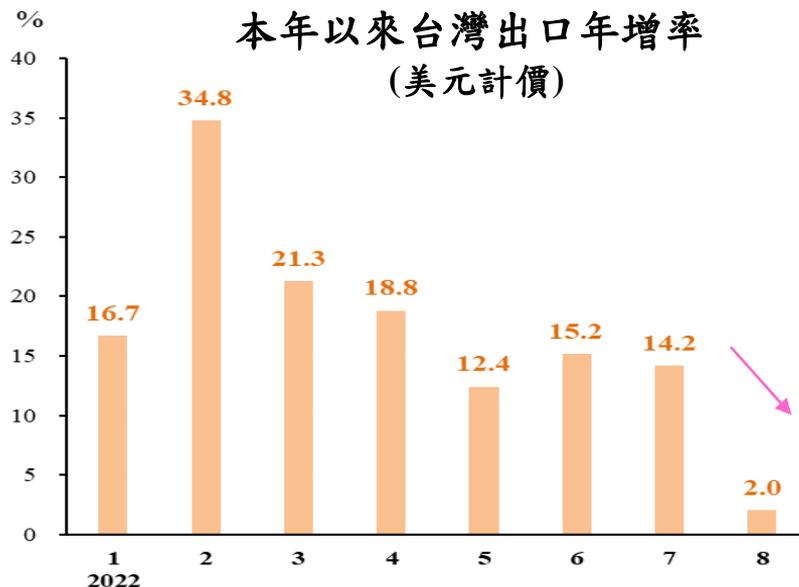
全球經濟與貿易量之成長率

單位:%

	2021年 實際值	2022年 預測值	2023年 預測值
GDP	5.8	2.8 (2.9)	2.0
貿易量	10.1	4.1 (5.0)	3.2

註:括弧內為上次預測值。

資料來源:GDP-S&P Global Market Intelligence(本次:9/15, 上次6/15); 貿易量-IMF(本次:7月, 上次:4月)



資料來源：財政部

2.民間投資亦趨保守，本年8月半導體設備進口年增率轉為負值，連帶使資本設備進口值衰退。

3.本行下修本年經濟成長率預測值至3.51%，預估明年經濟成長趨緩至2.90%。

資本及半導體設備進口年增率
(美元計價)



資料來源：財政部

2022年、2023年台灣經濟成長率

單位:%

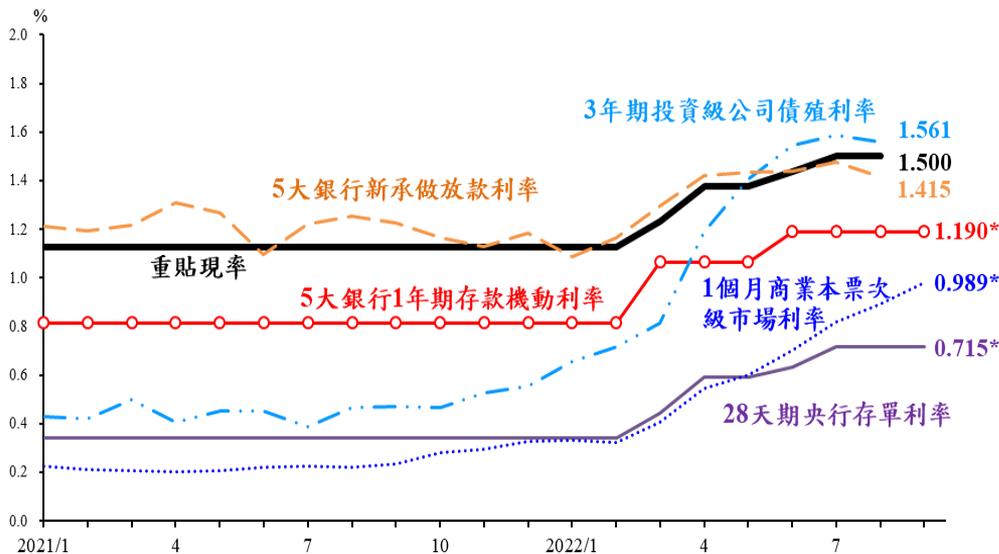
2022年(f)	2023年(f)
3.51 (3.75)	2.90

註：f:預測值；括弧內為本行6月預測值。
資料來源:本行

(二)經濟前景仍具不確定性，包括：俄烏戰事未歇、極端氣候加劇，致全球通膨壓力仍存；國際金融情勢緊縮，高外債國恐面臨違約；美國、歐元區與中國大陸等主要經濟體景氣放緩；全球地緣政治風險升高。

三、隨本行升息，長短期利率走升，加以外資匯出，台股走跌，整體金融情勢緊縮

台灣長短期利率

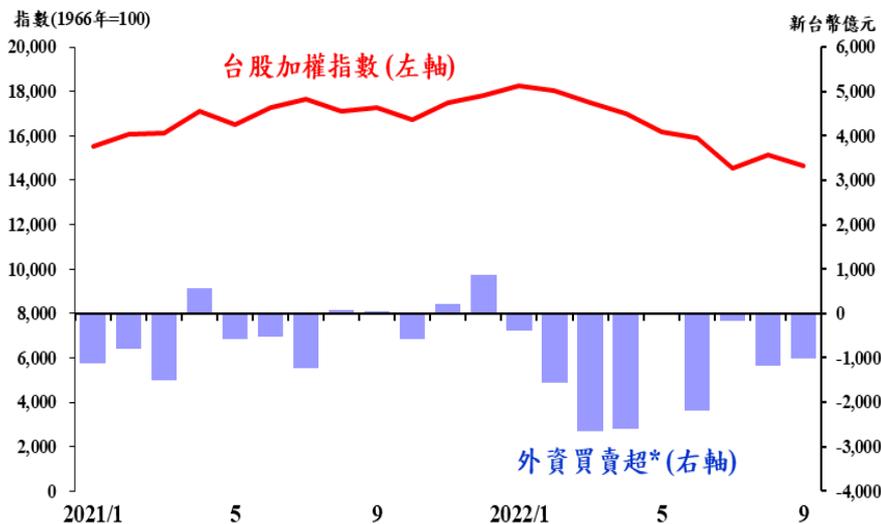


註：1.*: 9/1-9/21平均。

2.投資級公司債殖利率資料來源為證券櫃檯買賣中心，投資級為twA+級以上。

資料來源：本行、證券櫃檯買賣中心

台股指數與外資買賣超



註：1.*: 包含陸資買賣超。

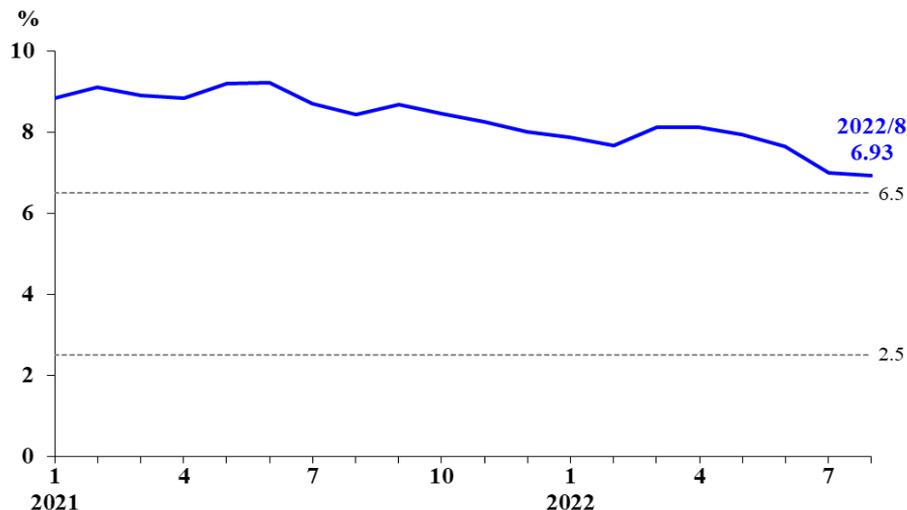
2.9月資料，台股指數為9/1-9/21平均，外資買賣超為9/1-9/21合計。

資料來源：台灣證券交易所

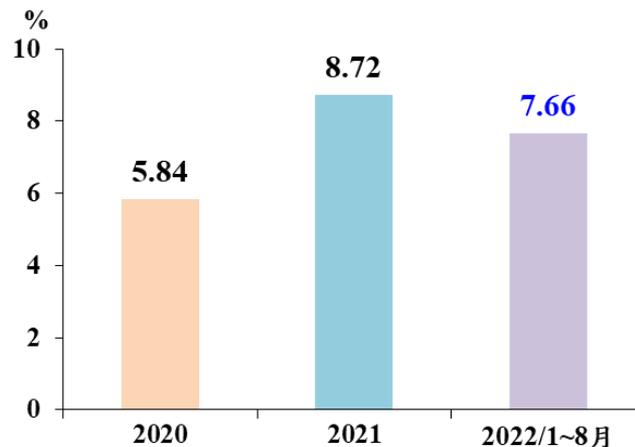
四、近月M2年增率雖下降，惟仍高於參考區間上限之6.5%

—2021年受放款與投資明顯成長，且外資淨匯入，致M2年增率達8.72%；而本年因銀行放款與投資成長減緩、外資淨匯出，加以本行3月、6月升息及7月調升存準率，8月M2年增率降至6.93%，1至8月平均年增率為7.66%。

各月M2年增率



2020、2021及本年以來M2年增率



資料來源：本行金融統計月報

貳、新台幣匯率與物價之說明

一、外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因

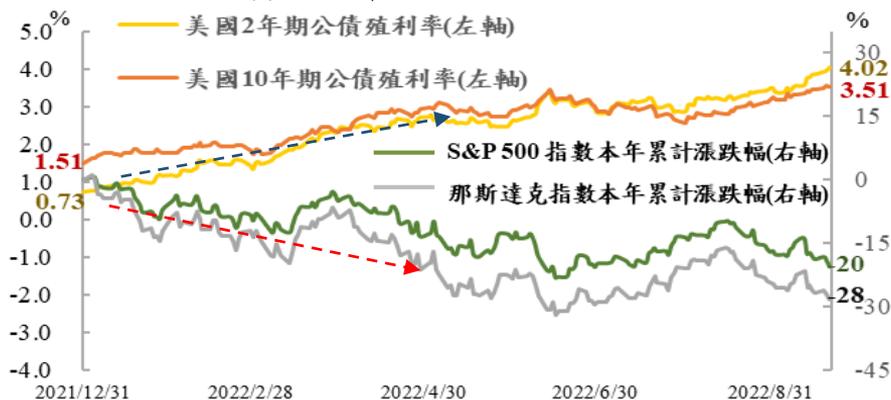
— 外界認為外資係因美台利差擴大而匯出資金，並不符國內金融市場實際情形。

(一) 美債殖利率揚升使台股隨美股震盪下跌

1. 本年以來，**美股**受三因素影響，致股價評價面臨修正：

- (1) **無風險利率上揚**：美國Fed因國內通膨嚴峻而加速緊縮貨幣政策，致短期國庫券等無風險利率上揚，並帶動美國公債殖利率快速攀升。
- (2) **預期未來股利下滑**：市場擔憂經濟動能趨緩下調企業獲利展望，預期未來股利下滑。
- (3) **風險溢酬上升**：股票風險溢酬反映投資人承擔不確定性所要求之額外報酬，經濟前景之不確定性升高，股票風險溢酬上升。

美國公債殖利率與美國主要指數漲跌幅



資料來源：Bloomberg

股價評價變動方向

$$\text{股價評價} = \frac{\text{未來每期股利}}{\text{無風險利率} + \text{股票風險溢酬}}$$

變動因素	股利折現模型公式(DDM)	股價評價
未來每期股利 ↓	分子 ↓	↓
無風險利率 ↑	分母 ↑	↓
股票風險溢酬 ↑	分母 ↑	↓

- 2.台股與美國那斯達克指數連動緊密(相關係數達**0.93**)，致本年台股隨美股震盪下跌。
- 3.外資基於全球資產重新配置及面臨基金贖回之資金需求等考量，實現其在台股之龐大帳面利益。

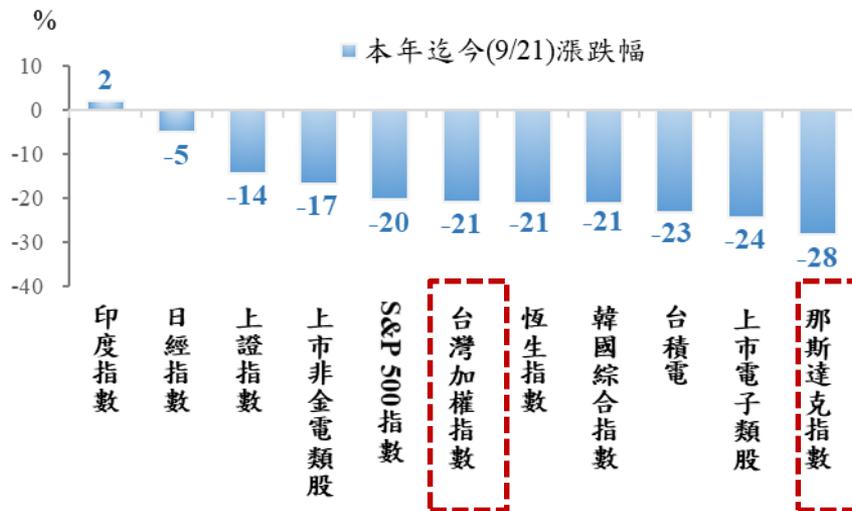
一截至上年底，外資投資國內資產**市值約7,545億美元**，扣除所匯入本金後，帳上獲利達**5,249億美元**，加以推估本年股息發放創新高達新台幣**2.32兆元(約770億美元)**，其中外資獲配股息約可達新台幣**6,632億元(約220億美元)**。

台灣加權指數與美國那斯達克指數走勢



資料來源：Bloomberg

本年美國與亞洲主要股市漲跌幅

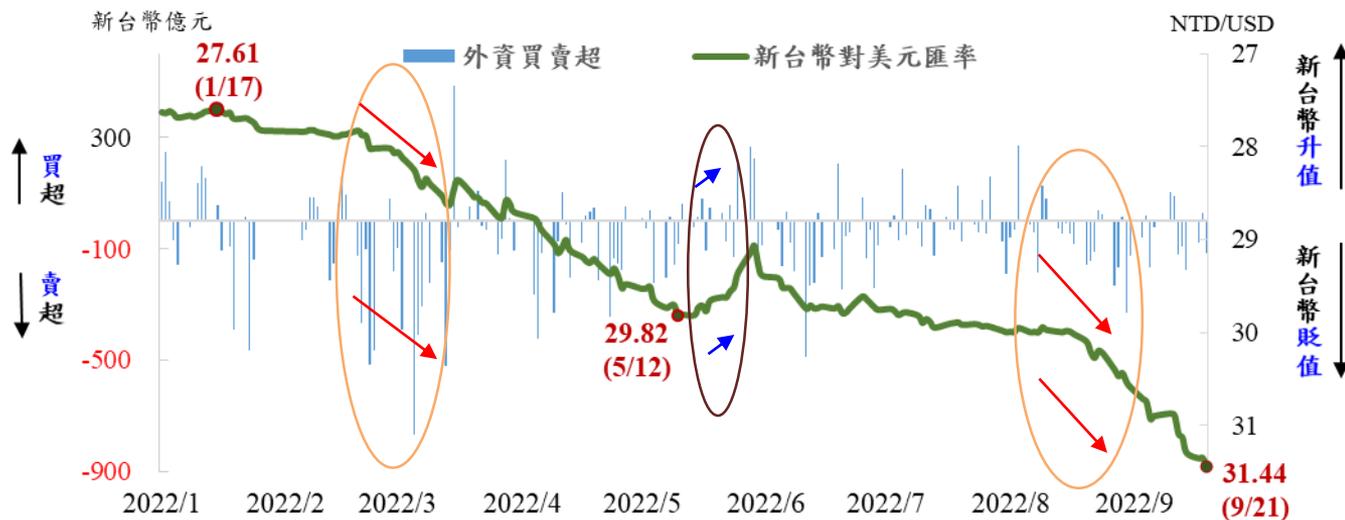


資料來源：Bloomberg、證交所

(二) 本年以來新台幣貶值，主要係因外資賣超台股並匯出資金

一外資匯入資金以投資台股為主，持有台債之比重甚微；本年以來，隨外資賣超台股實現龐大獲利後並大舉匯出，加以其在國內匯市交易比重達7成，致台北外匯市場美元需求大於供給，為本年新台幣對美元匯率貶值逾11%之主因。

外資買賣超與新台幣匯率走勢



資料來源：金管會、本行

(三) 壽險業匯出金額並未增加，顯示利差亦非其本年投資海外之主要考量

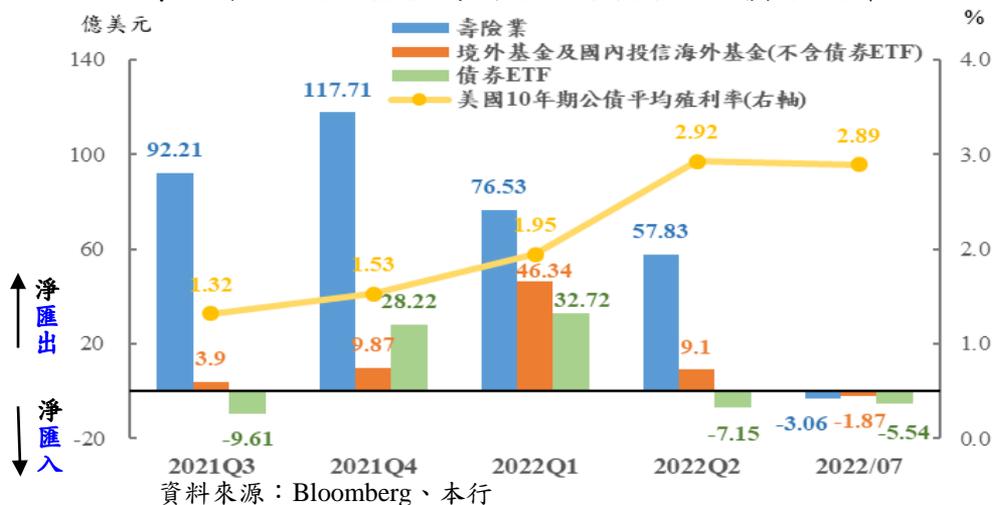
1. 影響壽險業國外投資因素，主要為保費收入及核定對外投資上限。

— 壽險業保費收入連續3年呈現縮減，本年1-7月保費收入較上年同期減少18.9%，致可運用資金較往年為低；壽險業國外投資已逼近核定上限*。

2. 近期壽險業、投信業等之淨匯出金額並未增加。

— 本年上半年國內壽險業淨匯出金額反呈減少；本年第2季國內投信之債券ETF因其主要投資人(即壽險業者)大幅贖回，資金轉為淨流入(即外匯供給者)。

壽險業及投信基金等淨匯出與美國公債殖利率



*依保險法規定，保險業國外投資總額最高不得超過各該保險業資金之45%，加計不計入限額之外幣傳統保單準備金及國際債券等金額後，本年7月底實際投資國外比重達69.40%，尚可投資國外金額空間不多。

二、本年以來面臨輸入性通膨壓力，而新台幣貶值雖影響國內通膨，惟尚屬有限

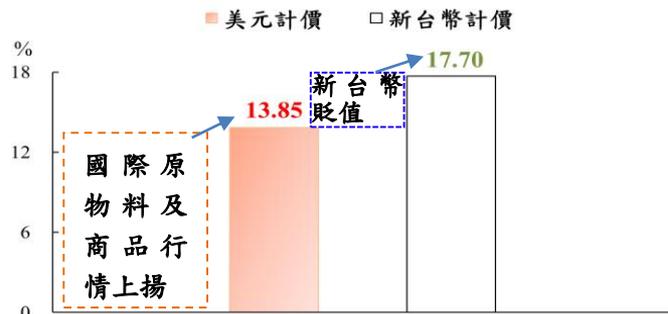
(一)國內輸入性通膨壓力主要來自國際原物料價格高漲：

本年1至8月美元計價進口物價年增率為13.85%，惟已連續數月回降，至8月為8.17%。因回降幅度大於新台幣對美元匯率貶值幅度，使得新台幣計價進口物價年增率亦連續數月回降。

(二)新台幣匯率貶值加重國內輸入性通膨壓力，但仍屬可控：

1至8月新台幣對美元匯率較上年同期貶值3.15%，使得新台幣計價進口物價年增率升為17.70%，其增幅3.85個百分點，估計貢獻CPI年增率0.10~0.19個百分點，影響相對有限（本年新台幣匯率貶值的影響已部分反映到CPI）。

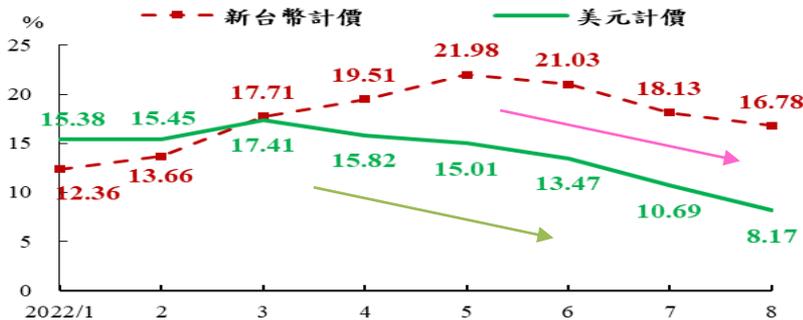
本年以來進口物價年增率



資料來源：主計總處

2022/1~8

本年各月進口物價年增率



資料來源：主計總處

(三)假設新台幣匯率由上年平均之28.02元貶值至本年平均之29.5元(貶幅5.02%)，估計將使本年CPI年增率上升0.12~0.25個百分點；若平均貶至30元(貶幅6.6%)，則其影響將略提高，估計為0.16~0.33個百分點，仍屬可控。

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29.5元(貶幅5.02%)*	上升0.12~0.25個百分點
由28.02元貶值至30元(貶幅6.60%)*	上升0.16~0.33個百分點

註：*本年1至8月平均新台幣兌美元匯率為29.04元，若本年全年平均貶至29.5元，則9至12月平均須為30.42元；若貶至30元，則9~12月平均須為31.92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、本行貨幣、信用及外匯政策執行成效之說明
- 四、美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係
- 五、本年Fed緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響
—外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因
- 六、由勞動市場發展觀察美國經濟軟著陸之可能性
- 七、虛擬資產市場最近風險事件與主要國家監理方向

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：

□ 本行貨幣、信用及外匯政策執行成效之說明

- 隨全球利率走低及國內超額儲蓄居高，台灣名目利率下跌，惟實質利率並未偏低；匯率原則上由外匯市場供需決定，長期呈升值趨勢，本行並未「阻升不阻貶」。
- 長期以來，本行採行妥適貨幣、信用、外匯及總體審慎政策，達成法定經營目標。

□ 美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係

- 美元為最主要國際準備貨幣，Fed貨幣政策寬鬆與緊縮，使跨國資本快速且大量流動，全球各國經濟金融因而大起大落(booms and busts)，而造成全球金融循環(global financial cycle)現象。

□ 本年Fed緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響 — 外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因

- Fed加速升息致美債殖利率揚升，使台股隨美股震盪下跌，加以外資實現龐大帳面利益，賣超台股並匯出，為新台幣貶值主因。此外，壽險業匯出金額並未增加，顯示利差亦非其本年投資海外之主要考量。

□ 由勞動市場發展觀察美國經濟軟著陸之可能性

- 當前美國勞動市場非常緊俏，未來能否實現失業率僅小幅上揚之經濟軟著陸，仍未有共識，且美國須防範薪資-物價盤旋上升風險。

□ 虛擬資產市場最近風險事件與主要國家監理方向

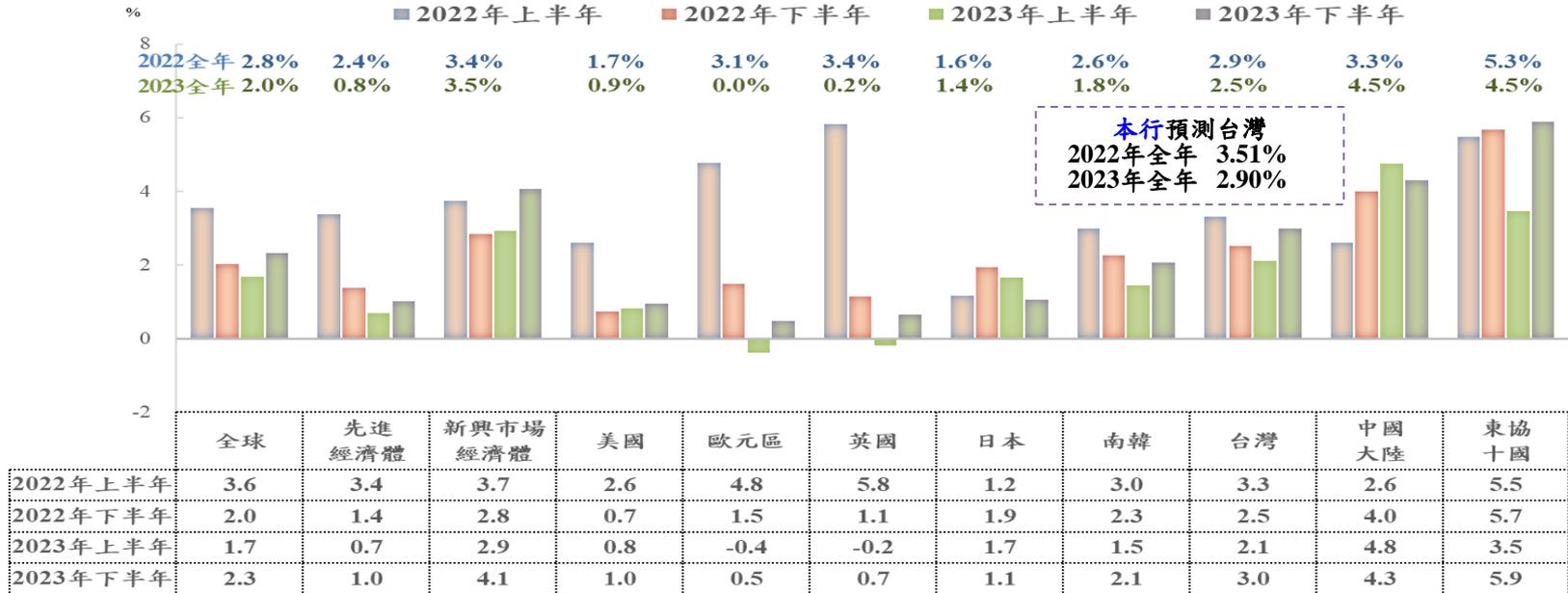
- 近期發生美元穩定幣TerraUSD(UST)崩盤、美國虛擬資產借貸平台Celsius Network無預警凍結客戶資金及對沖基金三箭資本(Three Arrow Capital)破產之三大風險事件，主要國家正加強監管虛擬資產。

一、國際經濟金融情勢及展望

(一) 金融情勢緊縮，全球景氣降溫

— 俄烏戰爭持續，主要經濟體因高通膨加速緊縮貨幣，消費需求下降，預期本年及明年全球及先進經濟體經濟成長放緩，新興市場經濟體則持穩。

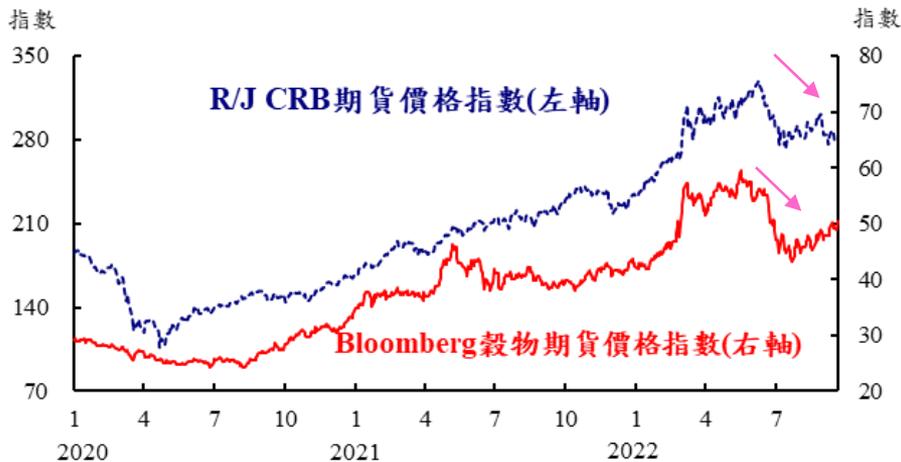
主要經濟體經濟成長率



(二) 國際油價下跌，穀價及金屬價格下跌後盤整，全球通膨壓力仍高

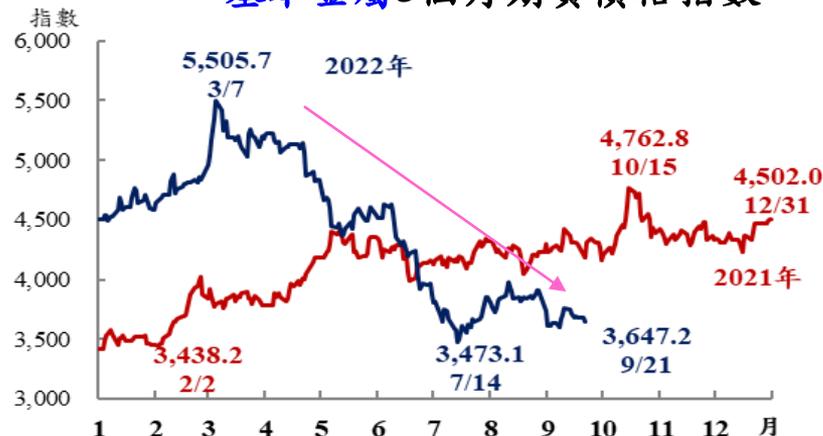
1. 全球景氣下滑，衝擊原油需求，油價走跌。
2. 烏克蘭重啟黑海港口出口穀物，穀價自本年高點下跌，並於近期低點盤整。
3. 代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數隨原油、穀物及基本金屬價格變動，自本年高點回落後，於近期低點波動。

穀物及R/J CRB期貨價格指數



資料來源: Bloomberg、Refinitiv Datastream

基本金屬3個月期貨價格指數



註：倫敦金屬交易所基本金屬價格指數係根據倫敦金屬交易所之鋁（權重42.8%）、銅（31.2%）、鋅（14.8%）、鉛（8.2%）、鎳（2%）及錫（1%）距到期日3個月期貨合約價格計算。

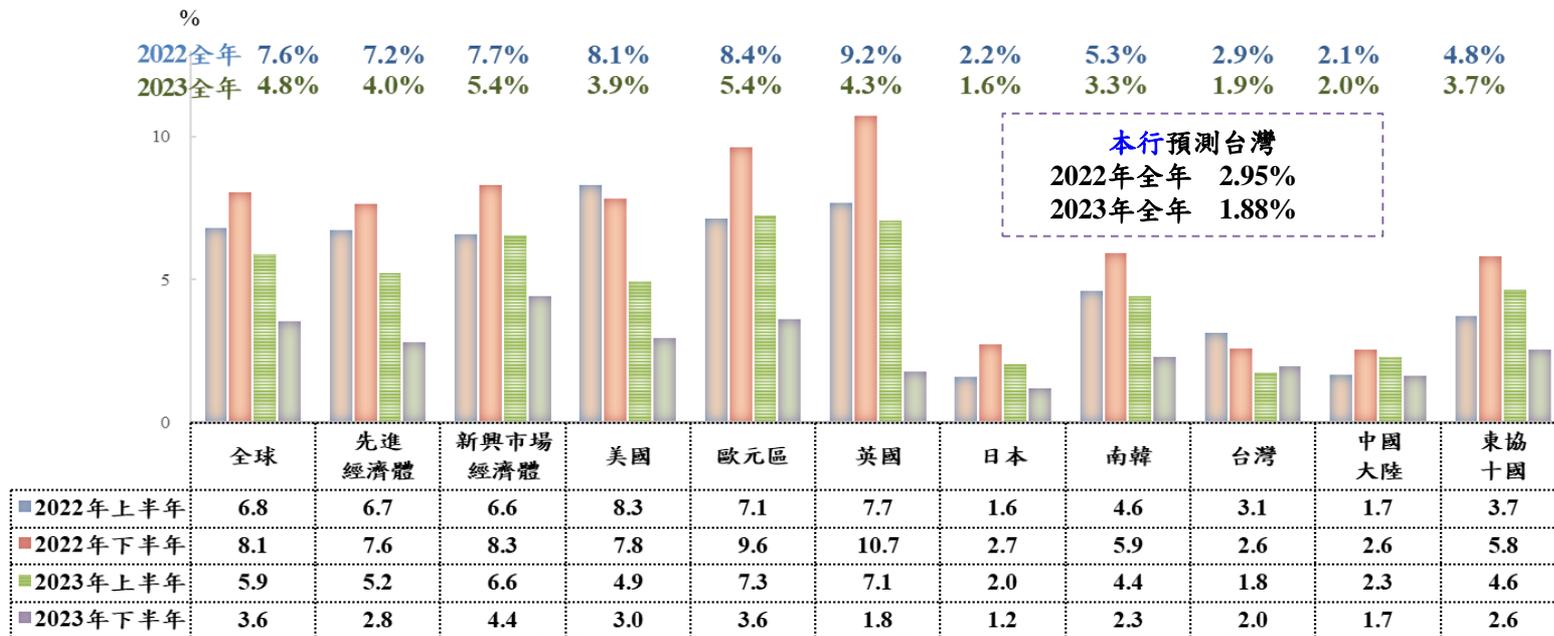
資料來源：Refinitiv Datastream

4. 俄羅斯恐中斷對歐洲之天然氣供應，致國際能源價格持續居高；國際美元走強，加劇全球物價壓力，預期下半年全球通膨壓力仍高，明年有望回降。

— 美國、歐元區、英國等通膨壓力仍高，亞洲國家通膨情勢相對溫和。

主要經濟體CPI年增率

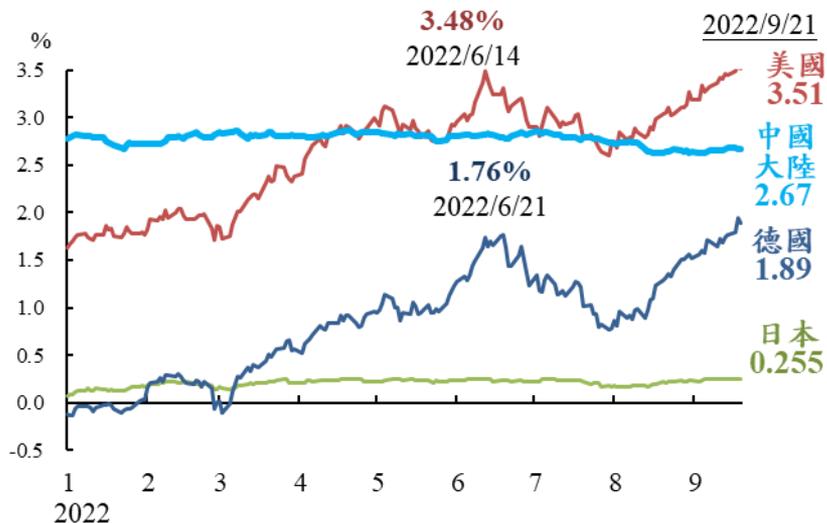
■ 2022年上半年 ■ 2022年下半年 ■ 2023年上半年 ■ 2023年下半年



(三)主要經濟體公債殖利率回升，美元強勢，股市疲弱

1. Fed及ECB釋出持續緊縮訊息，復以通膨率持續居高，美、德10年期公債殖利率回升。中國大陸則受人行調降工具利率影響，10年期公債殖利率下跌；日本10年期公債殖利率於BoJ殖利率曲線控制區間上限波動。
2. 近期美國、德國、英國及南韓等先進經濟體公債殖利率曲線趨於平坦，投資人對經濟衰退的擔憂上升，主要股市走跌，香港及中國大陸股市表現尤為弱勢。

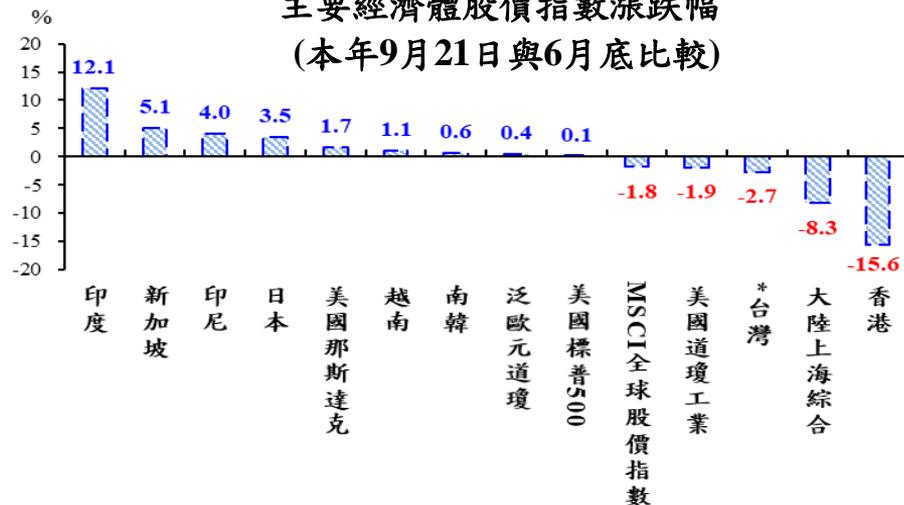
主要國家10年期公債殖利率走勢



2022

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9月21日與6月底比較)



*：台灣股價指數下跌，部分係反映本年7月以來上市公司配發現金股利且配息率高。

資料來源：Refinitiv Datastream

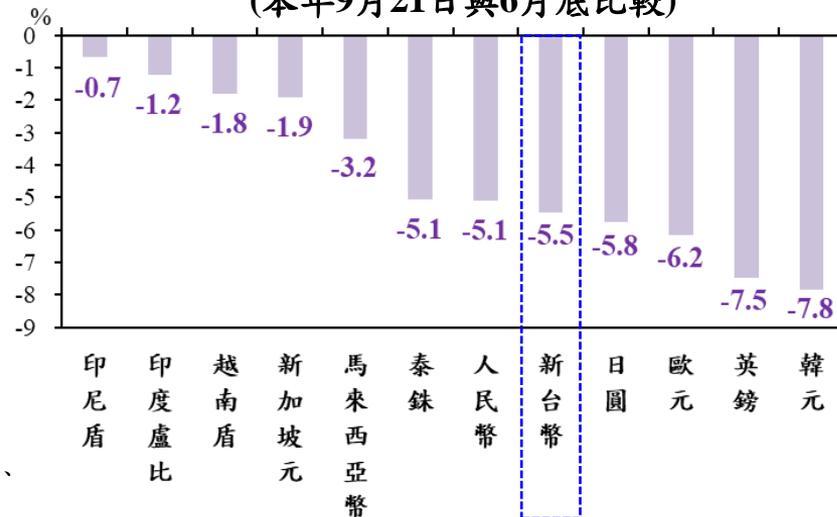
3. Fed主席表示將持續升息以打擊通膨，市場預期美元利率將與常用於利差交易之融資貨幣(如日圓、歐元等)利率進一步擴大，復以投資人對全球經濟陷入衰退的擔憂上升，資金流入美元資產，**美元指數升逾110，創逾20年新高。**
4. 南韓出口下滑，經濟下行風險升高，韓元對美元貶至2009年3月以來最低；美日利差擴大，加以日本貿易入超持續，**日圓貶至144日圓之24年來低點**；中國大陸經濟金融情勢具高度不確定性，**人民幣貶至低於7.0重要關卡**；歐洲面臨能源危機衝擊，**歐元兌美元貶至低於1.0平價**，創2002年9月以來最低。



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9月21日與6月底比較)**



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

二、國內經濟及通膨展望

(一) 內需為驅動本年及明年經濟成長之重要力道

1. 本年：下半年民間消費貢獻可望提升、民間投資及輸出貢獻則減緩，預測全年內需貢獻**2.86**個百分點，淨外需貢獻**0.66**個百分點，**經濟成長3.51%**。
2. 明年：預期全球經貿成長減緩，輸出貢獻不易擴增、惟隨國人出國旅遊與外出消費意願增加，民間消費貢獻增加，**經濟將溫和成長2.9%**。

本、明兩年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位:%/百分點

	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)						淨外需貢獻		
		民間消費 (2)	民間投資 (3)	公共支出(4)		存貨變動 (5)	(6)	輸出	(-)輸入	
				消費	投資					
2022年(f)	3.51	2.86	1.38	1.38	0.31	0.16	-0.37	0.66	3.71	3.05
上半年	3.38	3.44	0.76	2.18	0.36	0.18	-0.03	-0.06	4.30	4.36
下半年(f)	3.63	2.31	1.96	0.64	0.26	0.14	-0.69	1.32	3.16	1.83
2023年(f)	2.90	3.28	2.10	0.70	0.56	0.21	-0.30	-0.38	3.32	3.71

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

(二) 本年下半年民間消費成長明顯回升，民間投資及輸出成長動能趨緩

1. 民間消費成長回升：上年同期因三級警戒措施致比較基期較低，加以肺炎疫情影响鈍化、政府推動振興國旅政策等，激勵國人消費意願。
2. 民間投資趨向保守：雖綠能與5G基礎建設賡續進行，惟因全球景氣下行風險升溫，部分半導體廠商遞延投資計畫。
3. 輸出成長動能趨緩：雖新興科技應用與數位轉型等需求持續，惟全球經濟因主要央行加大貨幣政策緊縮力道、中國大陸清零政策而下行壓力漸增，使下半年輸出成長力道減緩。

本年台灣經濟成長率及GDP各組成項目成長率

單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需		
		民間消費	民間投資	公共支出		輸出	(-)輸入		
				消費	投資				
2022年(f)	3.51	3.36	3.09	6.25	2.26	4.37	-	5.59	5.93
上半年	3.38	4.05	1.69	9.90	2.74	5.64	-	6.65	8.75
下半年(f)	3.63	2.73	4.46	2.87	1.85	3.23	-	4.64	3.41

註:公共支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

(三)預測明年經濟溫和成長

1. 內需穩健成長：

- (1) 民間消費續成長回溫：防疫管制措施可望再鬆綁，國人出國意願增加、基本工資調升。
- (2) 民間投資成長趨緩：5G、綠能與節能減碳等投資趨勢延續。惟民間投資隨出口成長力道趨緩，而成長動能受限。

2. 輸出成長減緩：

- (1) 半導體廠商高階產能陸續開出與製程優勢、5G及高速運算等新興應用續推展，加以預期邊境管制漸鬆綁，服務輸出可望增加。
- (2) 惟全球經貿擴增力道減緩，將抑制出口成長。

明年台灣經濟成長率及GDP各組成項目成長率

單位:%

經濟成長率	內需				淨外需			
		民間消費	民間投資	公共支出		輸出	(-)輸入	
				消費	投資			
2.90	3.85	4.70	3.06	4.21	5.17	--	4.54	6.31

註:公共支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源:本行

(四) 主要機構預測本年台灣經濟成長率多逾3%，明年則多低於3%

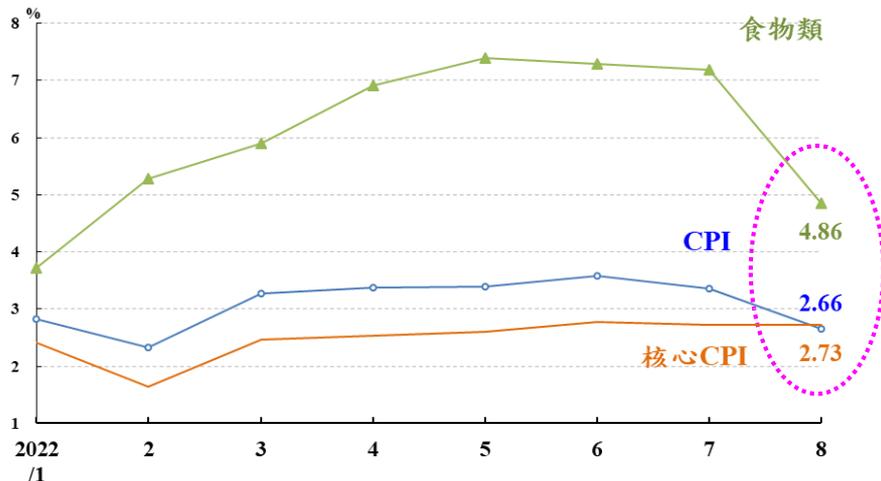
單位:%

預測機構		2022年(f)	2023年(f)
國內	中央銀行(2022/9/22)	3.51	2.90
	元大寶華(2022/9/21)	3.40	3.08
	主計總處(2022/8/12)	3.76	3.05
	台經院(2022/7/25)	3.81	n.a.
	中經院(2022/7/19)	3.56	3.41
	中研院(2022/7/18)	3.52	n.a.
國外	Citi(2022/9/21)	3.40	3.00
	EIU(2022/9/21)	2.90	2.40
	Goldman Sachs(2022/9/21)	2.99	2.61
	HSBC(2022/9/21)	3.20	2.20
	UBS(2022/9/20)	3.35	2.97
	Standard Chartered(2022/9/19)	3.60	2.60
	Barclays Capital(2022/9/16)	3.40	2.60
	BofA Merrill Lynch(2022/9/16)	3.30	2.20
	Credit Suisse(2022/9/16)	2.80	2.20
	J.P. Morgan(2022/9/16)	2.60	1.90
	Morgan Stanley(2022/9/16)	3.10	2.70
	S&P Global Market Intelligence(2022/9/15)	2.91	2.55

(五) 本年下半年CPI年增率緩步回降，明年將降至2%以下

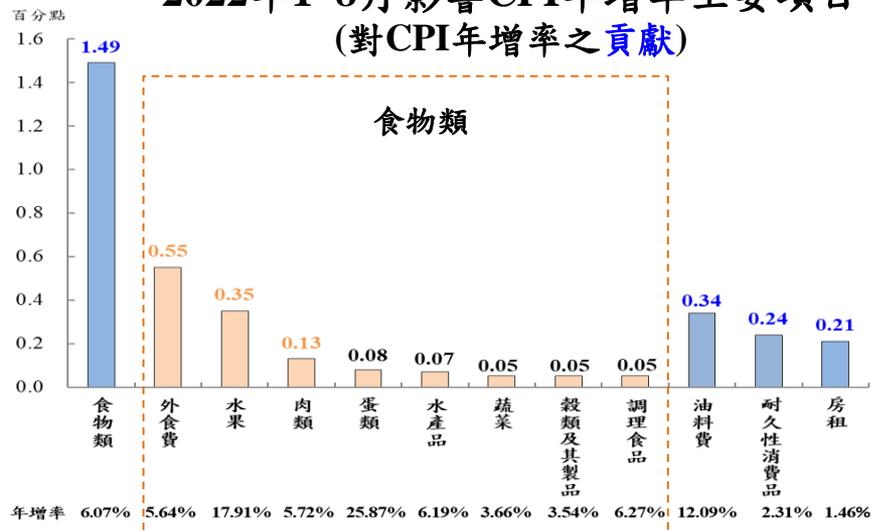
1. 近月國際原油等原物料價格回軟，加以國內蔬菜價格下跌*，CPI年增率回降，8月為**2.66%**，核心CPI年增率則略降為**2.73%**。
2. 本年1-8月CPI年增率為**3.10%**，其中**食物類**、**油料費**、**耐久性消費品**(如家電及汽車)及**房租**上漲，合計使1-8月CPI年增率上升2.28個百分點，**貢獻率達74%**。

CPI與核心CPI年增率



資料來源：主計總處

2022年1~8月影響CPI年增率主要項目 (對CPI年增率之貢獻)



資料來源：主計總處

*本年8月蔬菜價格下降**19.07%**，對8月CPI年增率貢獻為**-0.38**個百分點。

3. 本行預測本年CPI、核心CPI年增率為2.95%、2.52%；明年通膨展望向下，預期CPI、核心CPI年增率均降至2%以下。

4. 主要機構對本年CPI年增率預測值介於2.85%至3.11%；明年則介於1.36%至2.40%。

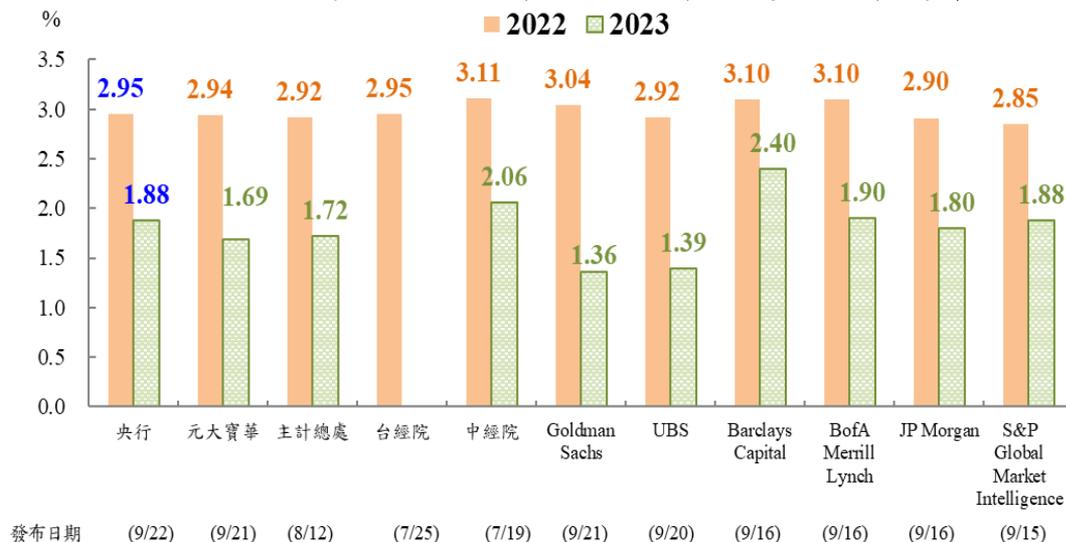
本行對台灣2022年、2023年通膨率預期值

單位:%

	2022年(f)	2023年(f)
CPI	2.95	1.88
核心CPI	2.52	1.87

註：f:預測值
資料來源:本行

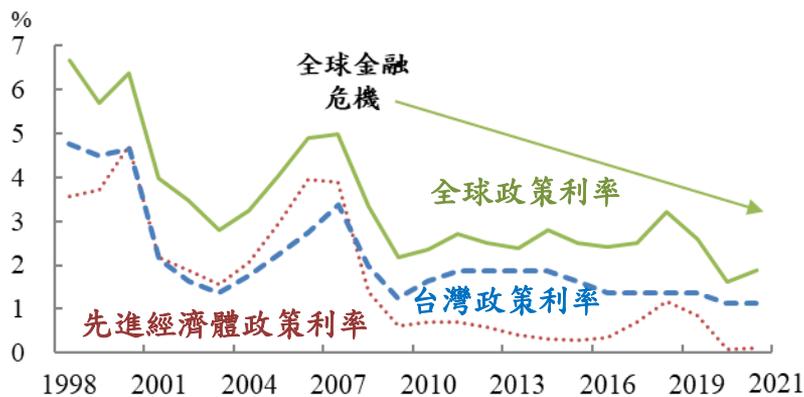
主要機構預測2022年、2023年台灣CPI年增率



三、本行貨幣、信用及外匯政策執行成效之說明

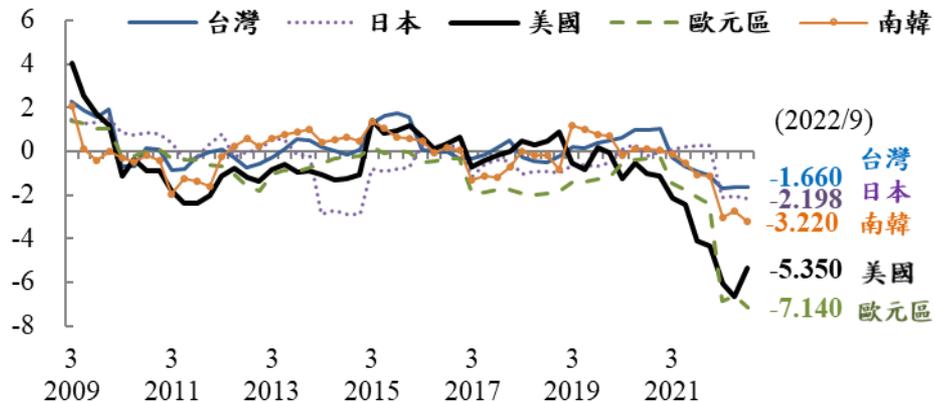
- (一) 中央銀行是肩負公共利益的政府部門，不以營利為目的，經營目標是以全民福祉為依歸，主要包括維持物價穩定與匯率穩定、促進金融穩定及協助經濟發展。
- (二) 國內政策利率係由本行理事會訂定；在全球利率走低(2008年全球金融危機後，全球陷入長期停滯困境)及國內超額儲蓄居高下，台灣名目利率下跌，惟與主要經濟體相較，實質利率並未偏低。

全球、先進經濟體與台灣政策利率趨勢



資料來源：S&P Global Market Intelligence

主要經濟體實質利率比較



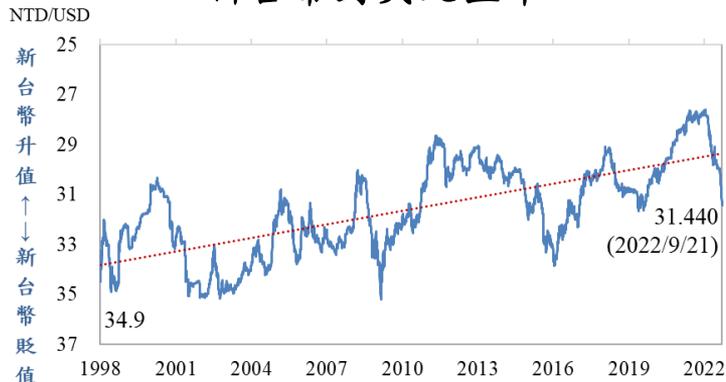
註：實質利率=1年期定期存款利率-通膨率預測值。

資料來源：本行整理

(三)新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，長期呈升值趨勢；本行採雙向調節匯市，並未「阻升不阻貶」。

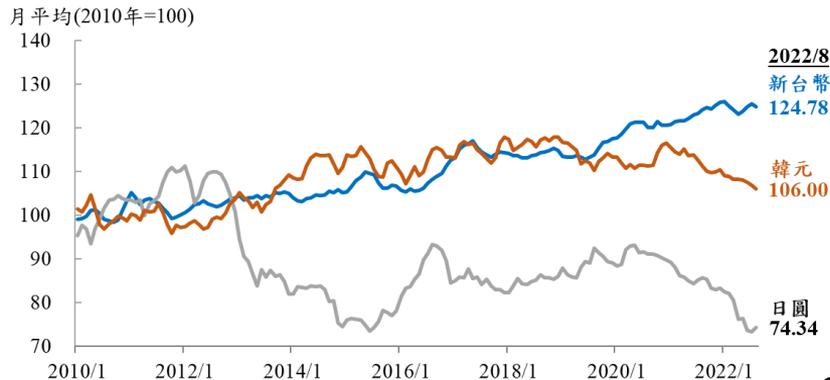
- 1.新台幣對美元匯率自1998年中之低點約35，升值至2022年9月21日之31.440，升幅約11.3%。新台幣對一籃通貨之名目有效匯率指數(NEER)，2022年8月較2010年上升24.78%，遠高於韓元(6%)、日圓(-25.66%)。顯示本行未刻意壓低匯率。
- 2.根據「中央銀行法」第43條規定，本行持有之外幣資產及負債，因匯率變動而發生之利得或損失，均不得列為當年度損益，因此，新台幣匯率升貶與繳庫盈餘無直接關聯。

新台幣對美元匯率



資料來源：Bloomberg

台、韓、日名目有效匯率指數

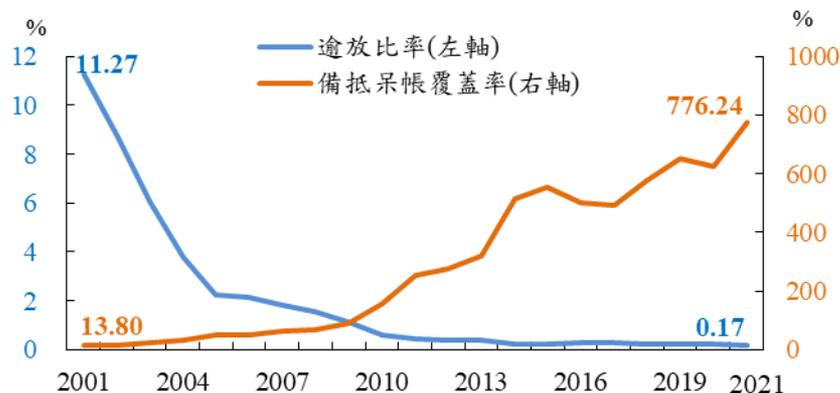


資料來源：BIS Effective exchange rate indices (Broad indices)

(四)長期以來，本行採行妥適貨幣、信用、外匯及總體審慎政策，均能達成「中央銀行法」賦予本行之經營目標。

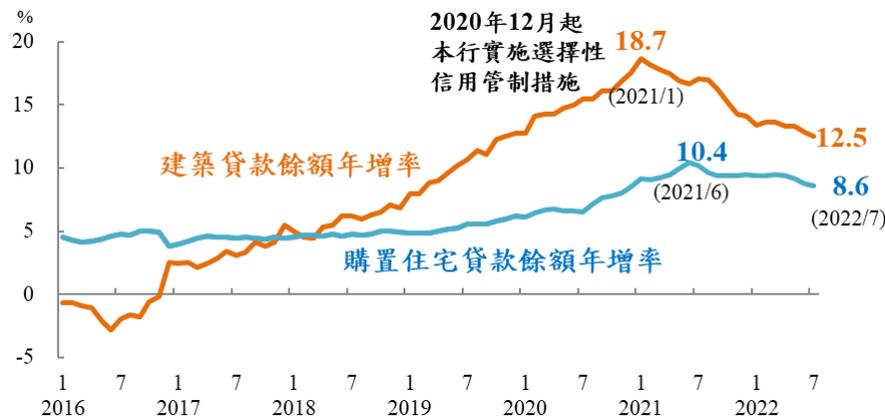
- 1.目標一「促進金融穩定」：國內並未出現金融危機。不像美國爆發次貸風暴並擴大成全球金融危機、南韓則發生兩次重大金融危機。
- 2.目標二「健全銀行業務」：國內銀行業逾放比率持續下降，資本適足率持續提升，獲利表現穩健。本行適時採取總體審慎措施(即選擇性信用管制措施)，加強控管銀行不動產貸款風險，有助銀行降低授信風險與健全經營。

本國銀行資產品質指標



註：指標為年底數；備抵呆帳覆蓋率越高表示銀行承受壞帳之能力越高。
資料來源：金管會

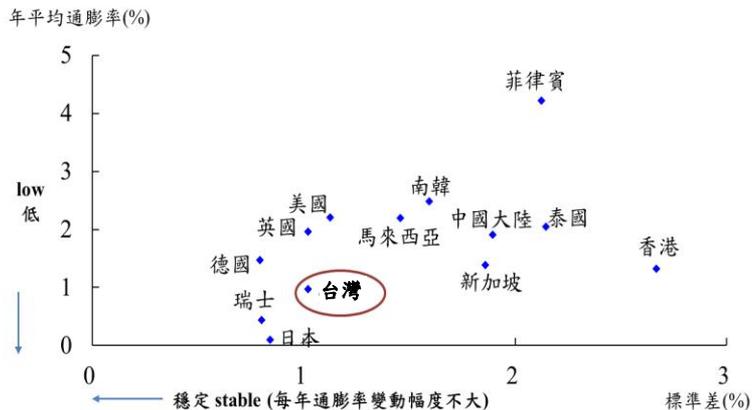
全體銀行購置住宅貸款與建築貸款年增率



資料來源：本行

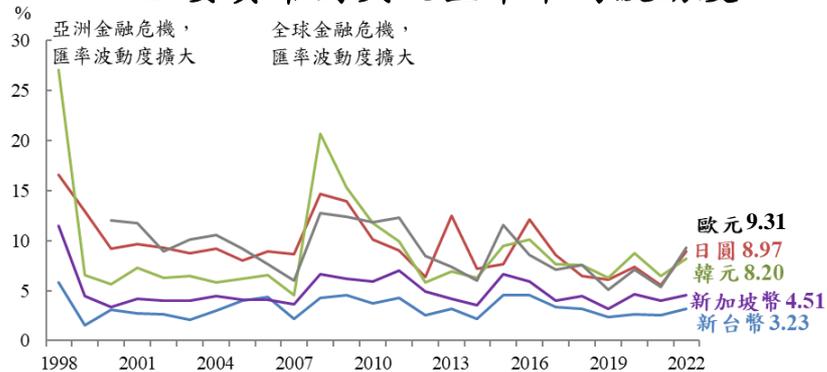
3. 目標三「維護對內及對外之幣值穩定」(即指國內物價穩定及新台幣匯率的動態穩定)：1998至2021年間台灣CPI平均年增率僅約1.0%，通膨低且穩定。長期以來，新台幣對美元匯率波動度小於主要貨幣。
4. 目標四「於上列目標範圍內，協助經濟之發展」：亞洲金融危機、全球金融危機、新冠肺炎疫情等危機期間，本行適時採取有效的貨幣、信用、外匯與總體審慎政策因應，提供市場充裕流動性，讓金融市場沒有發生信用緊縮，協助經濟迅速復甦。1998至2021年間台灣經濟平均成長率4.0%，高於全球平均2.7%。

主要國家CPI通膨率 (1998~2021年平均)



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

主要貨幣對美元匯率平均波動度



註：各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去20天期之標準差(並將其年率化)；2022年平均波動度係該年1/3至9/21之日資料平均。

資料來源：本行

(五) 台灣與美國經濟結構及金融體制差異大，本行不宜以美國Fed之貨幣政策架構及決策組織為師。

1. 台、美經濟特質不同，貨幣政策考量亦不同：台灣為高度開放的小型經濟體，貨幣政策須同時考量利率及匯率穩定對總體經濟的影響；美國為大型經濟體，主要考量利率對總體經濟的影響。
2. 台、美金融體制不同，形成不同貨幣政策傳遞機制。
3. 各國經濟金融體制不同，央行理事會制度也不一致，如台、英、新加坡採專任及兼任理事並存制度。此外，採專任制理事模式之央行，也未必能改善貨幣政策成效(例如，美國Fed未能妥善管理次級房貸，而引爆全球金融危機；且近期美國通膨率遠逾其政策目標。日本央行未能解決日本長年通縮問題)。

台、美GDP相對規模及貿易依存度
(2021年)

	一國GDP 相對 台灣規模(倍)	貿易依存度	
		輸出/GDP	輸出/GDP
台灣	1	66%	118%
美國	30	11%	26%

台、美貨幣政策傳遞機制

台灣貨幣政策主要透過銀行體系(間接金融)傳遞	台灣多為中小企業，主要由銀行融資取得資金，且債券市場規模不大；因此，本行公開市場操作透過本行定期存單發行利率，引導相近天期貨幣市場及銀行存款利率訂價，再影響銀行放款利率，進而影響經濟活動。
美國貨幣政策主要透過資本市場(直接金融)傳遞	美國以直接金融為主，具有深度資本市場，企業透過發行債券或股票在市場上籌資；因此，Fed貨幣政策操作目標為聯邦資金利率(貨幣市場利率)，藉以影響短中、長期市場殖利率曲線，進而影響經濟活動。

(六)長年以來，本行經營成效受到國際間(S&P、Moody's、Fitch三大國際信評公司、德國民間最大智庫貝特曼基金會、IMF、BIS、諾貝爾經濟學獎得主Mundell等國際知名學者)高度肯定。

(七)結語：

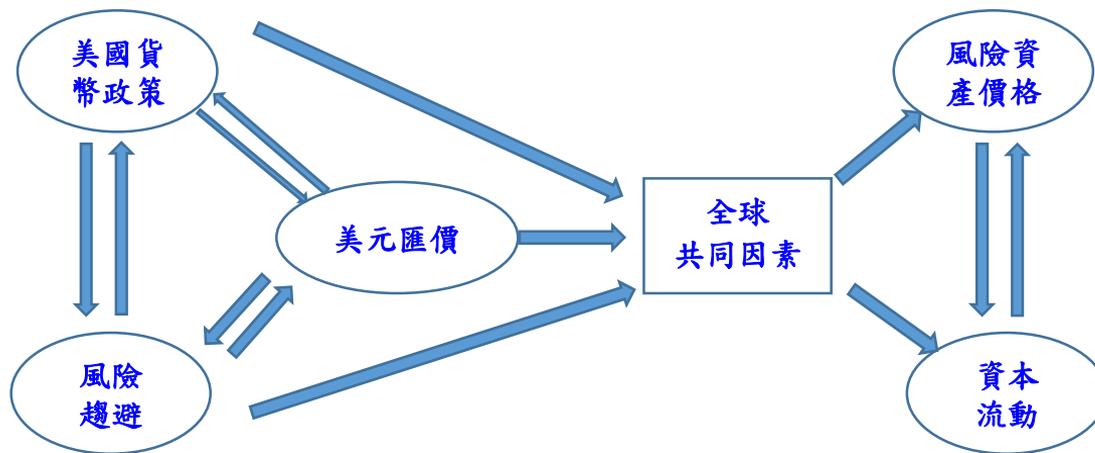
- 1.長期以來，在本行採行妥適之雙率政策下，已達成法定經營目標，且受到國際間高度肯定。
- 2.由於本行已達成法定經營目標，同時本行又恪盡外匯資產之善良管理人責任，因而能產生盈餘並依法繳庫。況且，本行經營目標不包含盈餘繳庫，本行不會為提高收益而犧牲貨幣政策獨立性。本行盈餘主要來自外幣資產孳息，且匯率變動而發生之利得或損失，依法不得列為當年度損益，所以不需要也不會刻意壓低國內利率及匯率來達到盈餘繳庫的預算目標。
- 3.究之實際，台灣實質利率水準並未偏低，新台幣對美元匯率長期走升，足以顯示本行未刻意壓低國內利率及匯率。
- 4.為因應國內外經濟金融環境的改變，本行將持續檢視貨幣政策架構的妥適性，必要時進行調整。

四、美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係

(一) 美國貨幣政策與全球金融循環

美元為最主要國際準備貨幣，美國Fed貨幣政策寬鬆與緊縮，常帶動全球金融循環，進而影響其他國家之經濟金融情勢。

全球金融循環的傳遞管道



資料來源：European Central Bank(ECB) 、Habib and Venditti (2018)

(二)美國貨幣政策對全球金融市場之影響

1. 如2020年3月美國實施貨幣寬鬆政策，美國公債殖利率下跌，美元對其他國家貨幣貶值，資金流向新興市場，風險性資產價格上揚。
2. 而本年以來美國採取貨幣緊縮政策，則導致美國公債殖利率上揚及美元走強，資金自新興市場撤出，風險性資產價格下跌。

美元指數與美國2年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg

MSCI全球及MSCI新興市場指數



資料來源：Bloomberg

五、本年Fed緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響—外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因

—外界認為外資係因美台利差擴大而匯出資金，並不符合國內金融市場實際情形。

(一) 美債殖利率揚升使台股隨美股震盪下跌，本年賣超金額創歷年之最

—本年前8月已淨賣超台股逾新台幣1兆元，超越上年全年之4,970億元。

(二) 外資賣超台股並匯出資金，為本年以來新台幣貶值之最主要因素

—外資匯入資金以投資台股為主，持有台債之比重甚微，持有新台幣存款金額相對穩定：

1. 外資債券投資金額甚微，近年占比皆不到總持有資產市值0.3%(上年底投資政府公債餘額15.55億美元)；本年美債殖利率揚升，外資仍未大舉出脫台債。

2. 外資亦未因美台利差擴大而減持新台幣存款。

公共外債總餘額與美台公債利差



說明:公共外債主要為外資持有。另外資投資台債以公債為主，持有之金融債等僅約新台幣24億元。資料來源：本行、Bloomberg

外國人持有新台幣存款金額

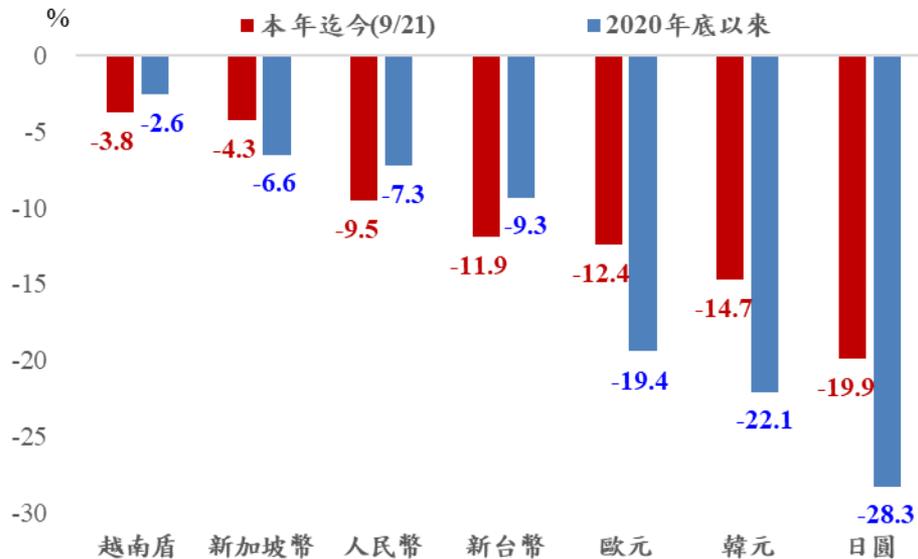


說明:外國人持有之新台幣存款包括國外非金融機構所持有之活期性及定期性存款；本項存款絕大多數為外資匯入投資台股之流動資金。資料來源：本行

(三) 新台幣匯率相對穩定，本行將因應外資動向，適時進場調節

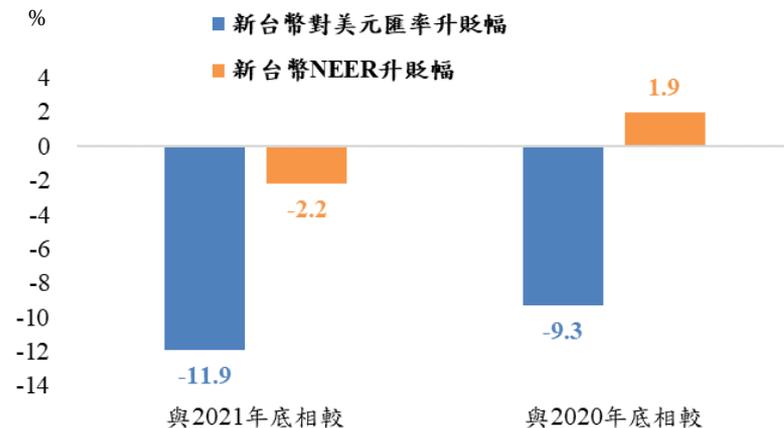
1. 本年迄今，國際美元走強，新台幣雖對美元貶值11.9%，惟貶幅小於歐元(-12.4%)、韓元(-14.7%)及日圓(-19.9%)。
2. 同期間BIS編製新台幣對主要貿易對手一籃貨幣加權平均匯率(NEER)僅貶值2.2%，顯示新台幣對美元以外之主要貿易對手貨幣之加權平均匯率升值。

主要貨幣對美元匯率升貶幅



資料來源：Bloomberg

新台幣對美元及新台幣NEER升貶幅

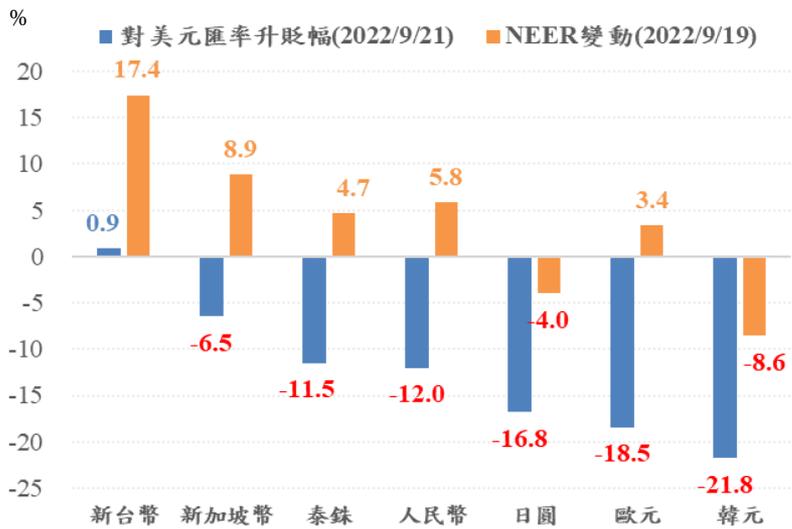


*註：NEER採BIS編製之Broad Indices NEER，按60國貨幣計算，係一單位一國貨幣對其他59個主要貿易對手一籃貨幣的匯率指數；2022/9/21新台幣NEER採BIS最新(2022/9/19)資料暫代。

資料來源：本行及BIS

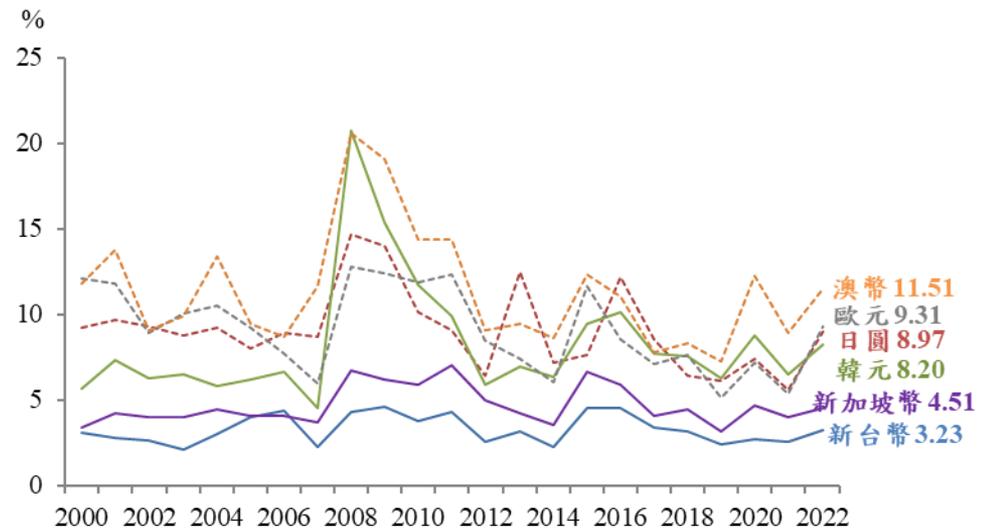
3. 2014年底迄今，新台幣對美元升值**0.9%**，同期間主要貨幣對美元則大幅貶值，使**新台幣NEER升幅達17.4%**，居亞幣之冠。
4. 新台幣對美元匯率之波動度小於歐元、日圓、韓元及新加坡幣等主要貨幣，顯示在本行適時進場調節下，新台幣匯率相對穩定。

主要貨幣對美元升貶幅與NEER變動
(2014年底迄今)



資料來源：本行、BIS

主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1.各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去20天期之標準差(並將其年率化)。
2.2022年平均波動度係該年1月3日至9月21日資料平均。

資料來源：本行

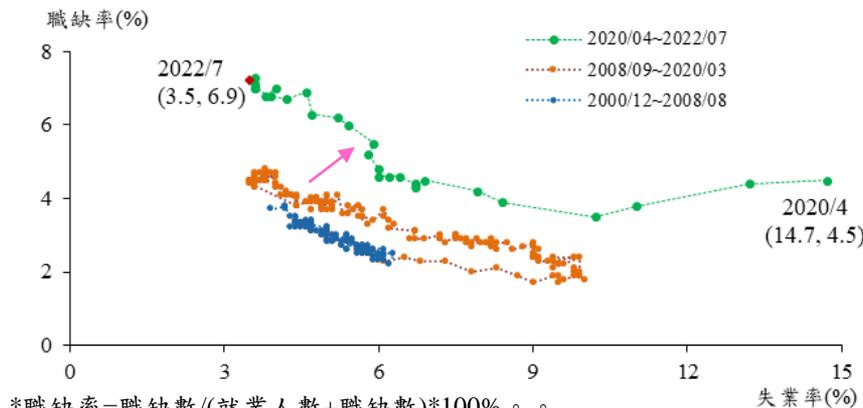
六、由勞動市場發展觀察美國經濟軟著陸之可能性

(一)當前Fed積極緊縮貨幣，能否實現經濟軟著陸成為焦點

1. 1970年代以來，Fed升息循環後，美國失業率多大幅上揚。
2. 本(2022)年3月以來，Fed為穩定物價而積極緊縮貨幣，惟**勞動市場景氣仍強勁**。
3. 當前勞動市場非常緊俏，未來能否實現失業率僅小幅上揚之經濟軟著陸，**仍未有共識**。

(1) **貝弗里奇曲線(Beveridge Curve)**描繪**職缺率與失業率**的負向關係；與疫情前相較，貝弗里奇曲線已**大幅外移**，顯示**勞動市場媒合效率下降**，且**勞動市場非常緊俏**。

美國貝弗里奇曲線

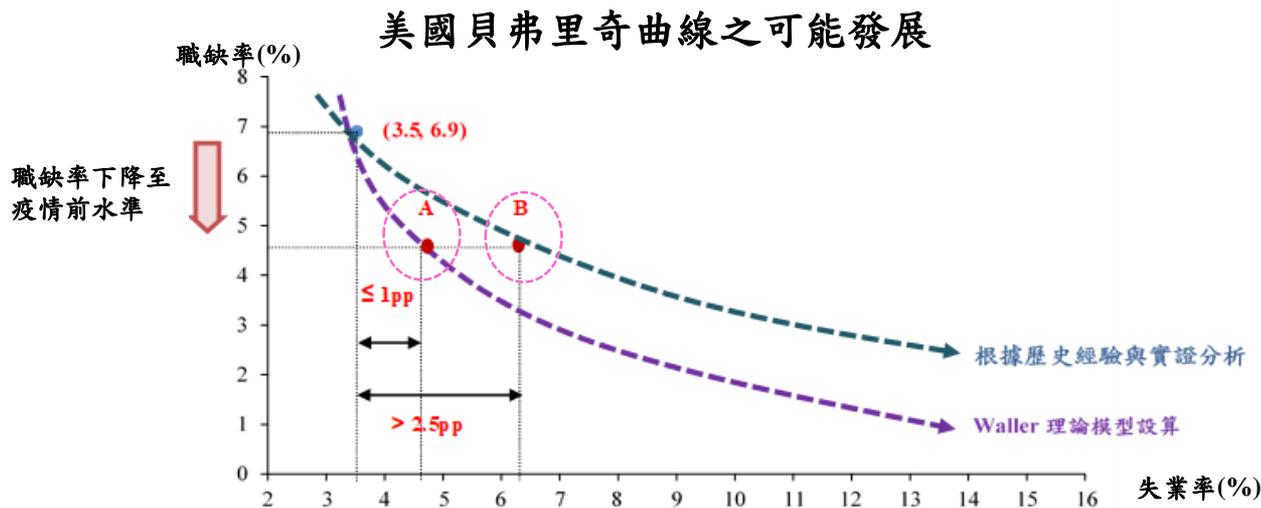


*職缺率=職缺數/(就業人數+職缺數)*100%。

資料來源：美國勞工統計局與作者整理

貝弗里奇曲線外移表示失業率大幅上升(相同職缺率所抵換的失業率變大)或職缺率大幅上升(相同失業率所對應的職缺率變大)，均顯示市場媒合效率有惡化現象。

- (2) Fed理事Waller等研究指出，未來轉職情況將趨緩，若媒合效率未再惡化且企業未大幅裁員，Fed緊縮貨幣，失業率可能僅小幅上升，有機會實現經濟軟著陸(下圖A點)。
- (3)美國智庫PIIE與Brookings Institution近期的研究，由於美國貝弗里奇曲線已外移，若根據歷史資料設算，職缺率下降時，失業率必大幅上升，實現經濟軟著陸機率非常低。
- PIIE：若職缺率降至疫情前水準，失業率須上升逾2.5個百分點(下圖B點)，即失業率升逾6%。
 - Brookings Institution：Fed要達成通膨目標，較可能的情境是2023與2024年美國失業率升至7.5%。



(二)美國薪資普遍大漲，須防範薪資-物價盤旋上升風險。

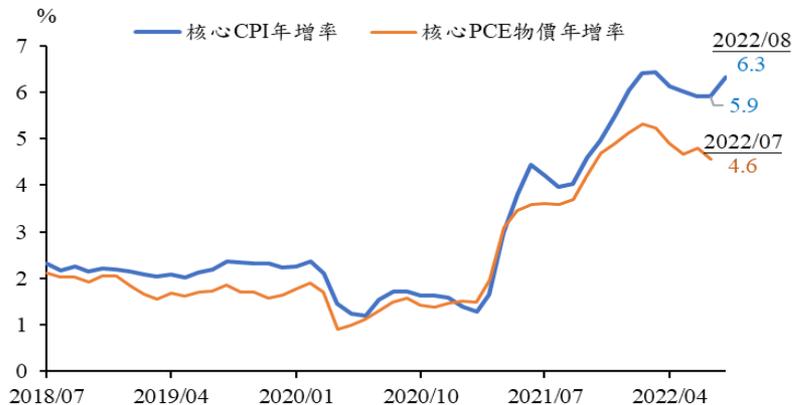
1.美國薪資普遍大漲，本年8月與2020年2月相較，非農整體平均時薪成長13.3%；**休閒遊憩業及教育及健康服務業**薪資漲幅較大，分別成長20.2%與14.6%。

2.美國通膨率持續居高，且近期單位勞動成本影響核心通膨的長期傳遞效果已大幅升高，仍須防範**薪資-物價盤旋上升(wage-price spiral)**風險。

(1)當前核心通膨率居高，遠超過Fed之2%通膨目標，有**通膨根深柢固**風險。

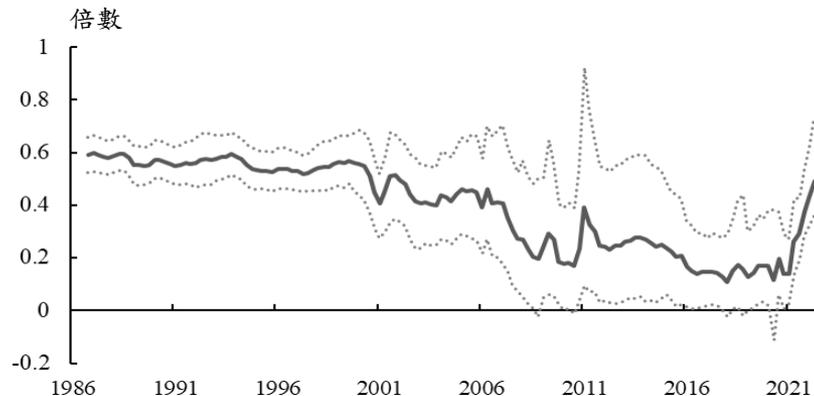
(2)實證研究顯示，近期美國單位勞動成本影響核心通膨的長期傳遞效果大幅升高，**薪資-物價盤旋上升之風險**升高。

美國核心物價年增率



資料來源：美國勞工統計局與美國經濟分析局

美國單位勞動成本影響核心通膨的長期傳遞效果



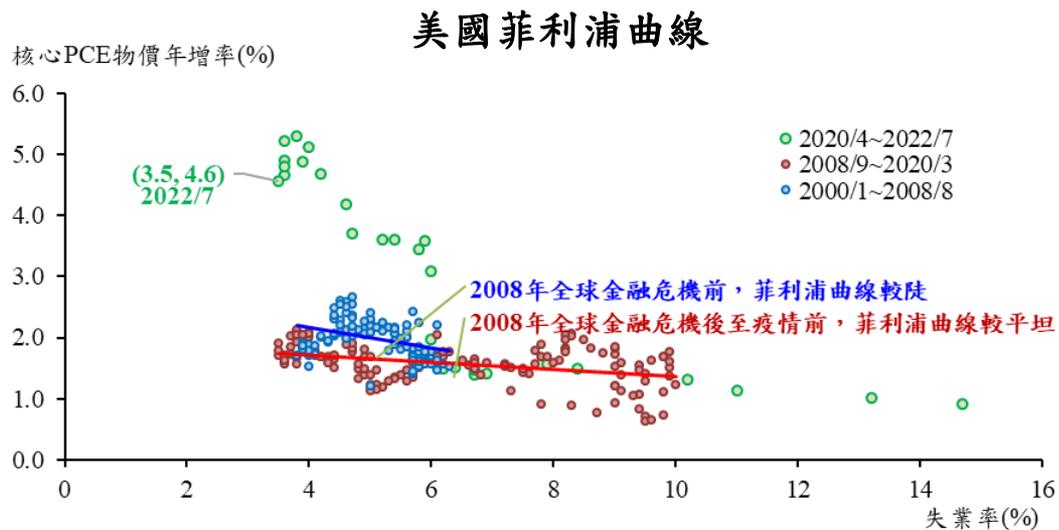
*上下虛線分別為傳遞效果的第84個百分位數與第16個百分位數。

資料來源：聖路易聯邦準備銀行FRED資料庫、美國經濟分析局、自行估算

3. 疫情前描繪通膨率與失業率抵換關係之**菲利普曲線(Phillips Curve)**趨平坦化；若高通膨根深柢固，要降低通膨恐須付出**經濟衰退**的代價；惟須持續關注**菲利普曲線斜率**之發展。

(1) 疫情前已趨平坦的**菲利普曲線**，使失業率與通膨率的抵換關係微弱；若**菲利普曲線**持續平坦，**高通膨**一旦變得根深柢固，則Fed要達成通膨目標，恐須**容忍更高的失業率**，美國經濟或將硬著陸。

(2) 目前美國**菲利普曲線**反映通膨率與失業率可能存在**非線性抵換關係**；空前緊俏的**勞動市場**下，通膨率與失業率之抵換關係可能將有所改變，須持續關注**菲利普曲線斜率**之發展。



資料來源：美國勞工統計局

(三) 結語

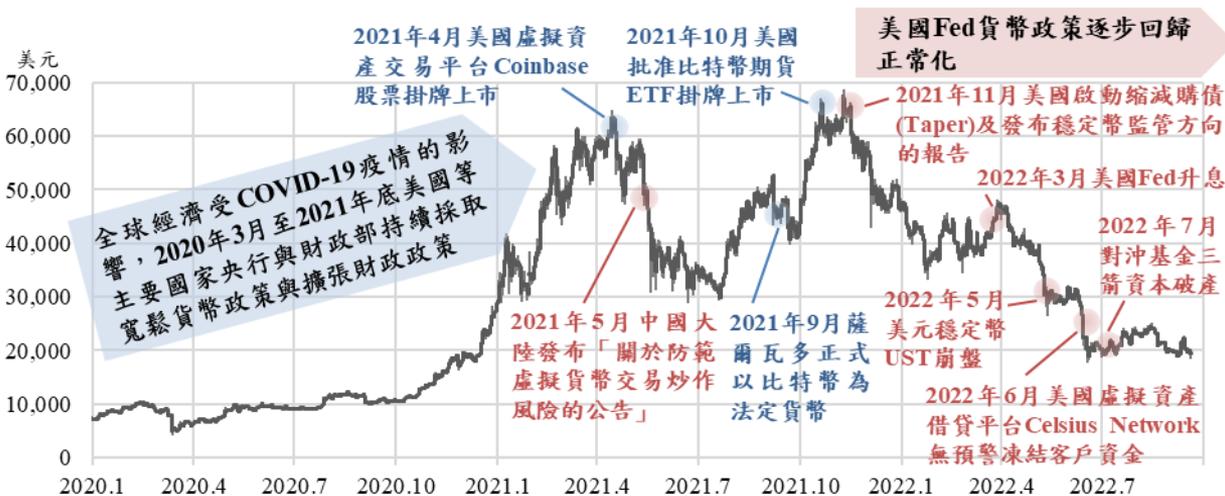
1. 若根據歷史資料設算，職缺率下降時，失業率必然大幅上升，美國經濟實現軟著陸的機率不高；惟Fed理事Waller等研究認為，未來轉職情況將趨緩，若媒合效率未再惡化且企業未大幅裁員，失業率可能僅小幅上升，有機會實現經濟軟著陸。
2. 疫情衝擊後，重要產業勞動市場供需情勢改變，緊俏程度空前；而勞工議價能力上升，進一步助長薪資漲勢。
3. 實證研究顯示，近期美國單位勞動成本影響核心通膨的長期傳遞效果大幅已升高，薪資-物價盤旋上升風險加劇，加以通膨持續居高，距離2%通膨目標尚遠，有通膨根深柢固的風險。
4. 若平坦的菲利普曲線持續，則Fed要達成通膨目標，恐須容忍更高的失業率，美國經濟或將硬著陸。
5. 勞動市場媒合效率短期難以改善，貝弗里奇曲線或已外移，因此，美國實現經濟軟著陸可能更加困難。空前緊俏的勞動市場下，通膨率與失業率之抵換關係可能將有所改變，須持續關注菲利普曲線斜率之發展。

七、虛擬資產市場最近風險事件與主要國家監理方向

(一)當前虛擬資產為高度投機、不具備避險功能的數位虛擬商品

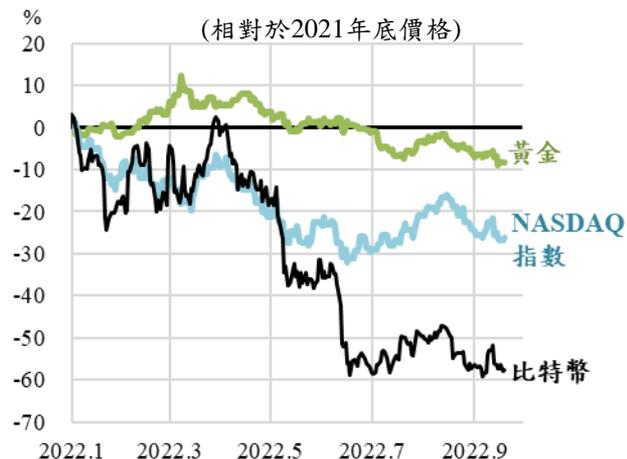
- 1.2021年11月起美國Fed貨幣政策逐步回歸正常化，投機炒作資金的退潮，使比特幣價格大幅回落，接連引發美元穩定幣崩盤等多起風險事件。
- 2.比特幣等虛擬資產迄今仍未被普遍接受作為支付工具，也未成為良好的避險工具；其無法有效規避總體經濟不確定性，價格波動幅度遠大於其他資產。

比特幣價格走勢與相關重要事件



資料來源：CoinMarketCap網站及本文整理

比特幣、NASDAQ指數及黃金價格漲跌幅



資料來源：Investing.com網站

(二)近期虛擬資產市場發生三大風險事件

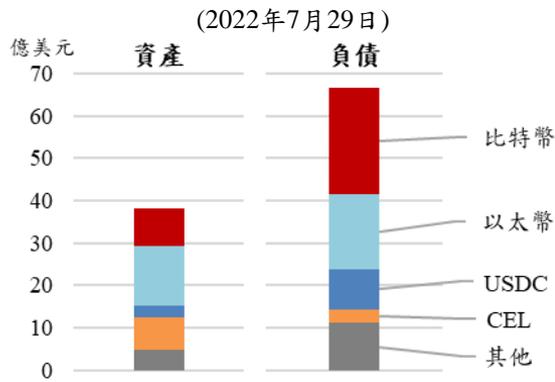
1. 美元穩定幣UST宣稱能與美元維持1:1等價，卻無類似銀行存款的種種保障；在2022年5月擠兌後，UST價格與美元徹底脫鉤，使投資人蒙受損失。
2. Celsius Network公司以高息帳戶吸金，但沒有依法揭露相關資訊；並利用此資訊不對稱，從事損害客戶利益的行為。最終該公司因虧損而資不抵債。
3. 三箭資本運用高槓桿大量投資虛擬資產，惟風險管理不當，最終因接連出現重大虧損而破產。所幸三箭資本規模有限，其債權人多為虛擬資產業者，未對金融穩定造成太大影響。

UST因擠兌而與美元脫鉤



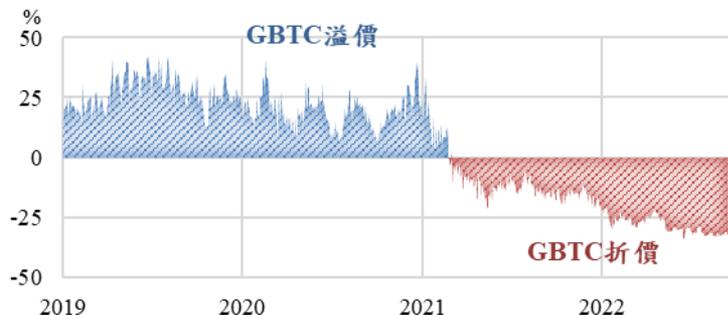
資料來源：CoinMarketCap網站

Celsius Network公司資不抵債



資料來源：Kirkland & Ellis(2022)

三箭資本投資GBTC*賺取溢價的交易部位，在GBTC轉為折價後形成鉅額虧損



*GBTC是灰度基金公司推出的比特幣信託基金。
資料來源：The Block網站

(三) BIS呼籲各國政府採取監管行動以解決虛擬資產風險問題

1. 依據「相同業務、相同風險、相同規範」的原則進行監管：應確保虛擬資產業務符合相對應傳統業務的法律要求，嚴格處理監管套利的情形。
2. 需支持貨幣與金融體系的安全性與完整性：隱匿交易身分且不遵守認識客戶(KYC)及反洗錢要求的虛擬資產業者，應受到裁罰或勒令停業。
3. 需有保護投資人的相關政策：雖然應允許投資人投資包括虛擬資產在內的風險資產，但資訊應充分揭露。
4. 需減輕金融機構對虛擬資產暴險而造成的金融穩定風險：近年來傳統金融機構對虛擬資產的投資快速增長，可能會使金融體系受到虛擬資產市場的外溢效應；BIS巴塞爾銀行監理委員會已提議銀行在比特幣等虛擬資產的總暴險應低於第一類資本的1%。

(四)結語

- 1.比特幣等虛擬資產價格波動劇烈，迄今仍多為投機炒作的工具。
- 2.許多虛擬資產業者打著去中心化新金融體系的口號，試圖作為規避傳統金融監管的藉口，卻不斷地重演傳統金融在歷史上出現過的教訓；觀察近期UST、Celsius Network及三箭資本事件所引發的風險竟是如此的相似。
- 3.BIS呼籲各國政府在虛擬資產監管上應依據「相同業務、相同風險、相同規範」原則；歐美等主要國家近期正逐漸加強對虛擬資產的監管，除最基本的洗錢防制外，也開始注重虛擬資產涉及的投資人保護等議題。
- 4.我國現階段虛擬資產相關產業係由金管會就洗錢防制範疇進行監管；至於在產業治理、投資人保護及稅賦等事項之監管方向，行政院已邀集經濟部、法務部及財政部等相關部會進行討論，研議適合我國的管理架構。

簡報完畢
謝謝!

