

# 中研院經濟所「總體經濟計量模型研討會」專題演講 「台灣的通膨與貨幣政策：回顧與展望」摘要

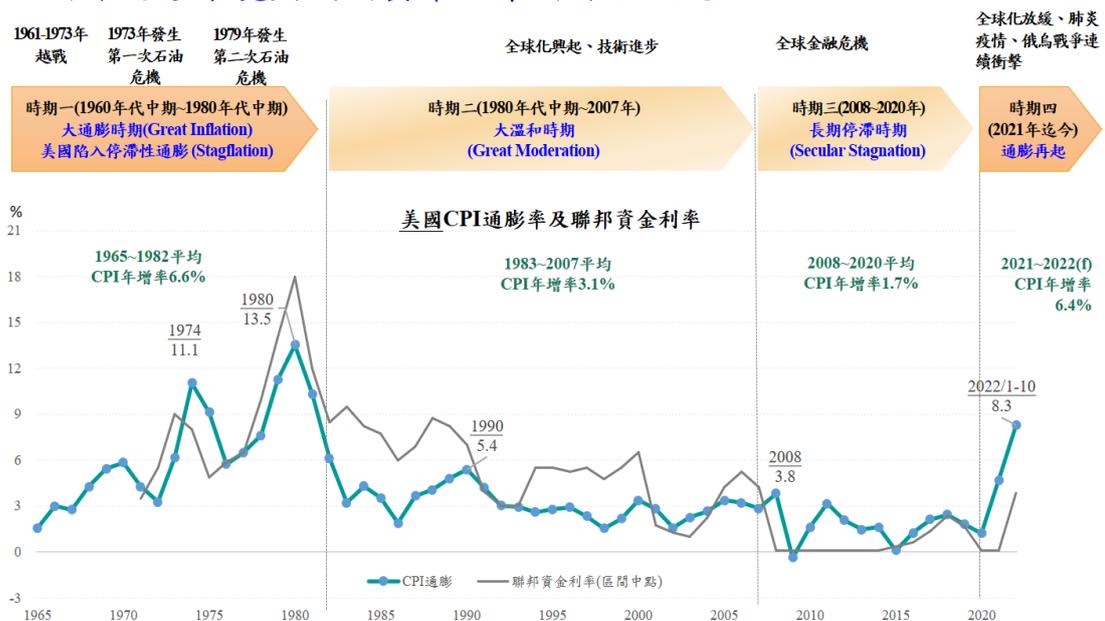
楊金龍

111.11.29

本年以來，美、歐通膨率頻創新高，經濟成長走緩，使外界擔憂1970年代停滯性通膨(Stagflation)重現。回顧1960年代中迄今，伴隨全球經濟重大事件或結構性變化，以美國為首的主要經濟體通膨發展，大致經歷四個時期：(1)兩次石油危機的大通膨時期(Great Inflation)；(2)全球化發展(1980年代中至2007年)的通膨大溫和時期(Great Moderation)；(3)2008年全球金融危機後至2020年的低成長、低通膨之長期停滯時期(Secular Stagnation)；以及(4)2021年至今，隨美中衝突、COVID-19疫情、俄烏戰爭等改變全球化內涵下，通膨再起時期。

台灣為一高度開放的小型經濟體，通膨情勢除受國內經濟發展影響外，亦深受全球性因素影響。二戰後美國經濟金融規模躍居全球第一，美元成為核心國際準備貨幣，使Fed貨幣政策的外溢效應常驅動全球金融循環(Global Financial Cycle)。基此，本演講將以美國通膨演變作為國際環境變化的背景代表，論述台灣通膨與貨幣政策架構發展。過去五十餘年，本行因應台灣經濟金融體質，採取具有彈性的貨幣政策架構，落實維持物價穩定與匯率穩定、促進金融穩定及協助經濟發展之法定職責。

## 壹、國際通膨環境與美國貨幣政策的外溢效應



註：2022年美國CPI年增率預測值來自S&P Global Market Intelligence (2022/11)。  
資料來源：S&P Global Market Intelligence、Bloomberg

## 一、1960 年代中至 1980 年代中大通膨時期

兩次石油危機導致美國面臨停滯性通膨，1965~1982 年美國平均 CPI 年增率達 6.6%；1979 年至 1982 年 Fed 主席 Paul Volcker 強化對 M1 成長率控制，成功控制通膨。

## 二、1980 年代中至 2007 年的通膨大溫和時期

受全球化加速、技術進步影響，全球及美國均呈現通膨下降，如 1983~2007 年美國平均 CPI 年增率 3.1%，且經濟穩定成長；此外，美國經濟成長與通膨率的波動亦較前段時期為小。

## 三、2008 年至 2020 年長期停滯時期

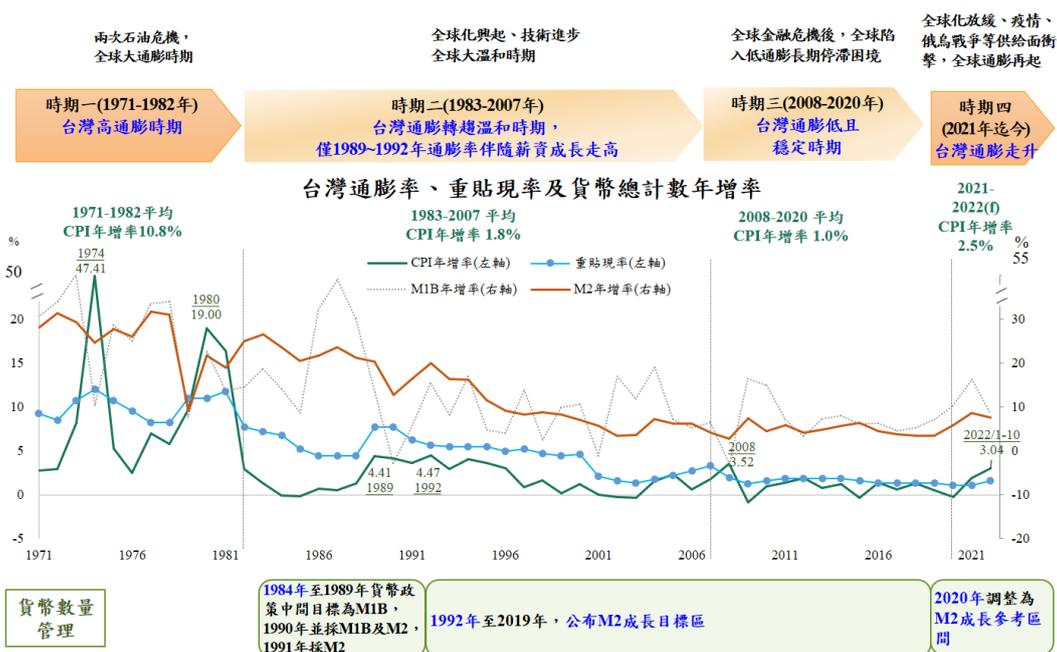
全球金融危機後，美國通膨明顯下降，並處在低經濟成長、低通膨、低利率的長期停滯困境，如 2008~2020 年美國平均 CPI 年增率僅 1.7%；Fed 推出非傳統貨幣政策工具，並於 2012 年 1 月起採通膨目標機制，惟因長期達不到 2%通膨目標，2020 年 8 月 Fed 改採平均通膨目標為 2%。

## 四、2021 年迄今通膨再起

美中衝突、COVID-19 疫情及俄烏戰爭等連續非預期事件衝擊，導致供應鏈瓶頸，全球通膨大幅攀升，美國通膨亦居高，如 2021~2022 年美國平均 CPI 年增率<sup>1</sup>達 6.4%；前述現象使 Fed 自本年 3 月起大幅升息 15 碼，聯邦資金利率目標區間由 0~0.25%升至 3.75~4.0%。由於美國貨幣政策的外溢效應常驅動全球金融循環，進而影響風險性資產價格及全球資本移動，全球金融市場出現大幅波動。

<sup>1</sup> 2022 年美國 CPI 年增率預測值來自 S&P Global Market Intelligence (2022/11)。

## 貳、台灣的通膨與貨幣政策架構演變



註：2022年台灣CPI年增率預測值來自本行(2022/9)。

資料來源：行政院主計總處、中央銀行、Bloomberg

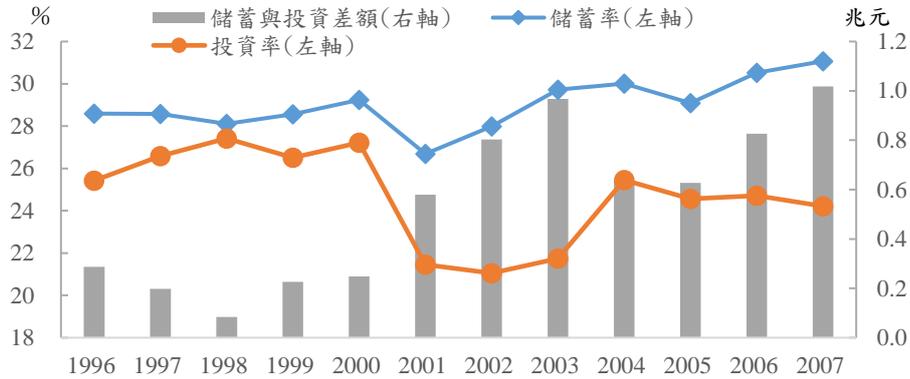
### 一、1971年至1982年台灣高通膨時期(請見附表1「1971至1982年之重要經濟指標」)：

兩次石油危機期間，台灣通膨大幅上升，1971~1982年台灣平均CPI年增率達10.8%，本行採價量並行緊縮貨幣政策抑制通膨；實施固定匯率並搭配資本移動管理，使貨幣政策具自主性。

### 二、1983年至2007年台灣通膨轉趨溫和時期：

此期間，僅在1989-1992年通膨率較高(此期間CPI平均年增率為4.16%)，而同期間總薪資成長率高達12.49%，且經濟成長率達7.74%，本行採價量並行緊縮貨幣政策以抑制通膨，致1983~2007年我國平均CPI年增率為1.8%；另為因應金融自由化與全球化，本行於1989年改採管理浮動匯率制度，並於1992年公布M2成長目標區。惟在2000年後，受全球化等因素之影響，國內投資率走低，致超額儲蓄擴增，為國內帶來充沛資金，是日後國內利率走低的主因之一。

### 台灣儲蓄率、投資率、儲蓄與投資差額



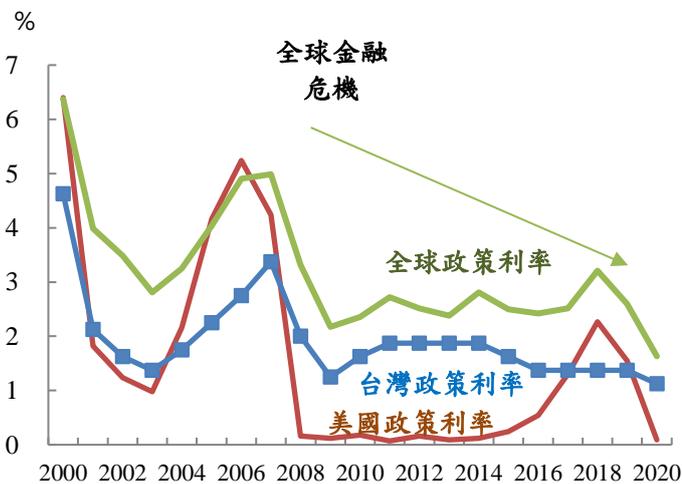
註：儲蓄率為國民儲蓄毛額占 GNI 之比重；投資率為國內投資毛額占 GDP 比重。  
資料來源：主計總處

### 三、2008 年至 2020 年台灣通膨低且穩定時期(請見附表 2 「2008 至 2020 年之重要經濟指標」)：

全球金融危機後，國內出現投資不足，通膨率低之現象，如 2008~2020 年我國平均 CPI 年增率為 1.0%。在物價穩定與超額儲蓄擴大下，本行貨幣政策寬鬆；本行亦調整利率操作策略，以強化貨幣政策傳遞效果，並於 2020 年調整 M2 成長目標區為參考區間，發揮中長期通膨定錨機制的的作用。

此時期，受全球金融危機影響，台灣政策利率伴隨全球利率走低；且因國內企業投資不振，由資金需求者轉為供給者，政府部門亦於 2014 年至 2019 年出現超額儲蓄，致國內全體超額儲蓄擴大。

#### 全球、美國與台灣政策利率趨勢



資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/11/15)

#### 台灣儲蓄與投資差額-部門別



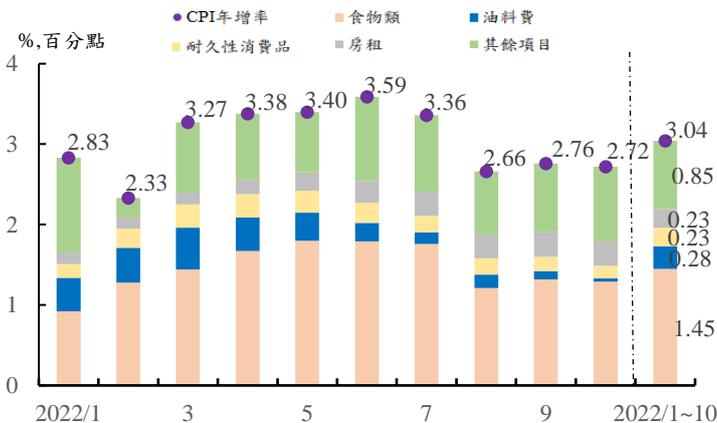
資料來源：主計總處

#### 四、2021 年迄今台灣通膨走升：

2021 年通膨率受供給面(COVID-19 疫情導致全球供應鏈瓶頸)及基期因素影響而走升，2021~2022 年<sup>2</sup>我國平均 CPI 年增率為 2.5%；2022 年以來，因全球供應鏈瓶頸未完全紓解及俄烏戰爭，進口原油及糧食等價格攀升，國內物價大漲。國內輸入性通膨壓力主要來自國際原物料及商品行情上揚，本年新台幣貶值雖增加進口原物料及商品成本，惟國內通膨尚屬可控。

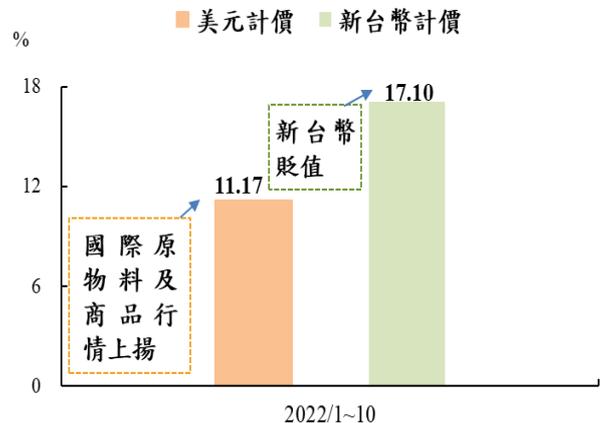
如本年 1 至 10 月以美元計價之進口物價指數年增率為 11.17%，因新台幣對美元較上年同期貶值 5%，致以新台幣計價進口物價漲幅升為 17.10%，估計此將使本年 CPI 年增率上升 0.12~0.25 個百分點；若本年新台幣對美元平均貶值 6%，則對 CPI 年增率影響為 0.15~0.30 個百分點。

2022 年 1~10 月 CPI 年增率及其主要影響項目



\*林依伶(2022)，「CPI 與 PPI 之關係—台灣與主要經濟體之比較」，中央銀行經濟研究處。

2022 年 1-10 月台灣之進口物價年增率



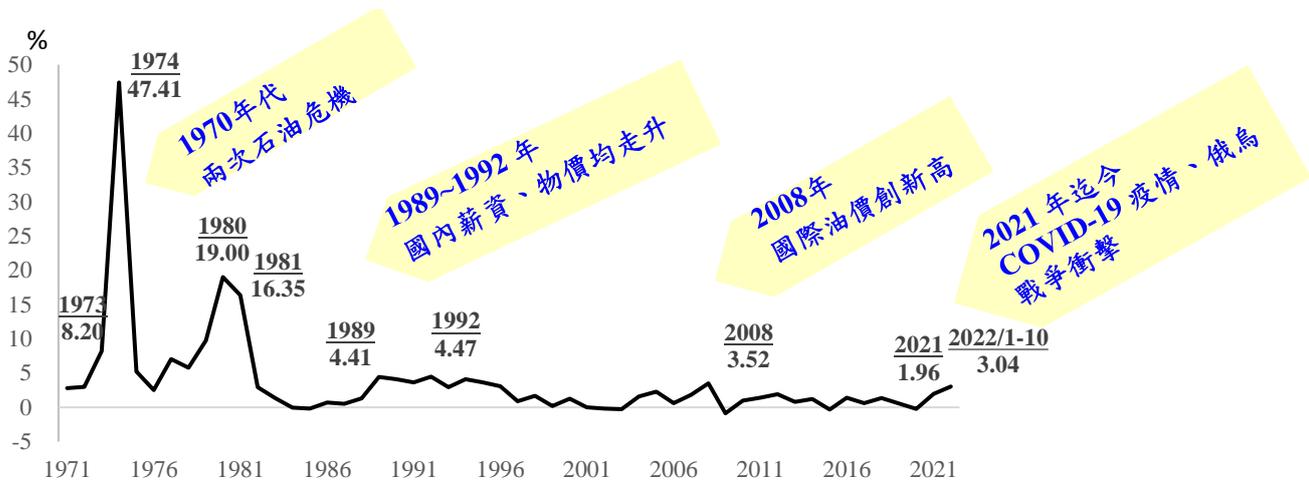
資料來源：主計總處、中央銀行估算

#### 五、小結

長期以來，台灣通膨低且穩定；回顧前述四時期，雖曾面臨數次通膨衝擊，主要多來自外來的供給面衝擊(即輸入性通膨)；基此，我國政府均積極採行供給面措施因應，本行亦運用多元政策工具，適時調整貨幣政策，有效減緩通膨衝擊。

<sup>2</sup> 2022 年台灣 CPI 年增率預測值來自本行(2022/9)理事會後發布之估計值。

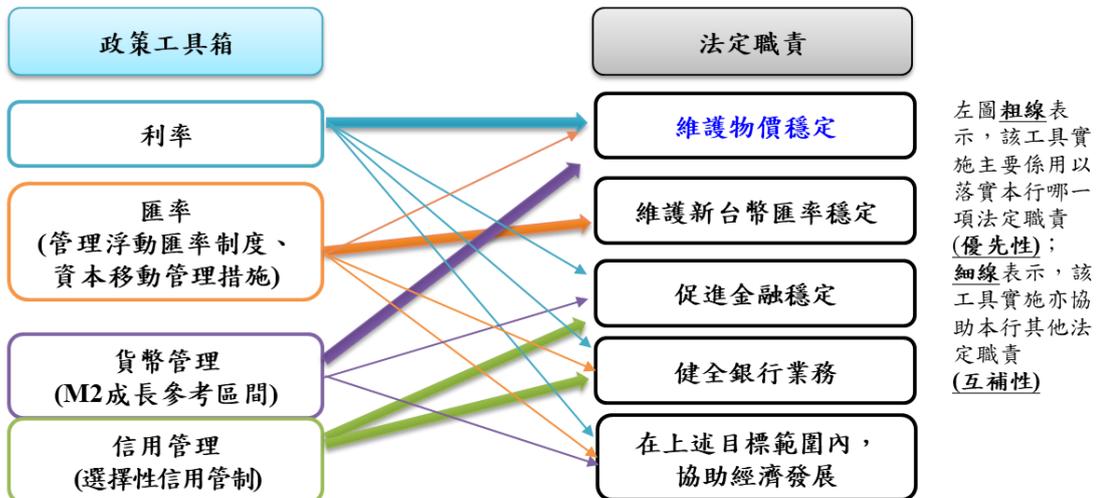
## 1970 年迄今台灣通膨上揚主要來自外來的供給面衝擊



資料來源：主計總處、中央銀行

本行政策工具箱包括利率、匯率，以及貨幣與信用管理，透過影響資金借貸成本及數量等，以影響實體經濟，落實多重目標。

### 央行政策工具箱與法定職責



資料來源：中央銀行

## 參、本行貨幣政策因應當前通膨情勢之作法

2021 年起，台灣通膨雖上升，惟與多數主要經濟體比較，台灣通膨相對溫和；本行採行價量並行、漸進緊縮貨幣政策，抑制通膨預期。

一、與主要經濟體比較，2021 年以來台灣通膨表現相對穩定，主因有四：

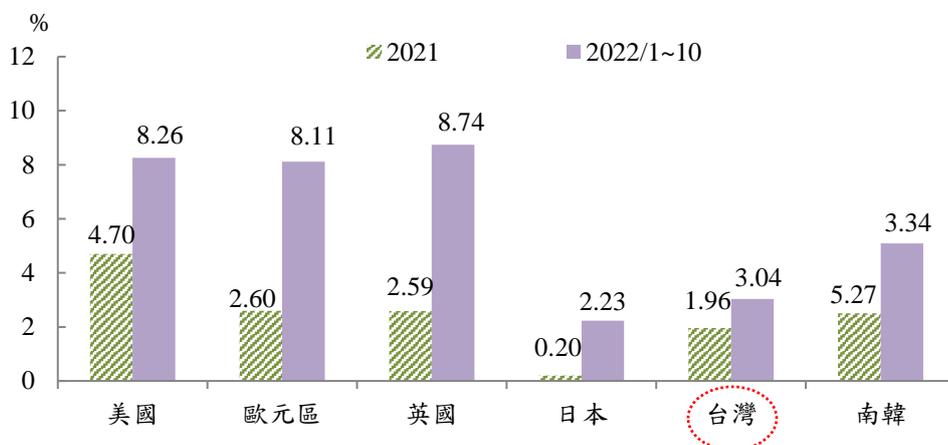
(一)受疫情衝擊較小且循序解封，未影響商品生產。

(二)政府採平穩物價機制，且較無物流不暢通、勞動市場緊俏等供應鏈瓶頸問題。

(三)台灣與主要經濟體對於能源價格之應對機制不同：台灣由台電、中油等國營事業配合政策吸收成本，穩定能源價格，降低其外溢效果。美、歐等國初期讓油電價格自由反映市況，致能源通膨壓力外溢至其他商品與服務項目；之後，其政府編列預算進行補貼，甚至設定價格上限，惟已難舒緩通膨壓力。

(四)台灣因應疫情之財政及貨幣政策激勵規模相對較小。

2021 年以來主要經濟體通膨率



資料來源：各國政府統計

## 二、本行採價量並行、漸進緊縮貨幣政策，抑制通膨預期

本年以來，本行三度調升政策利率，共計 0.5 個百分點；並二度調升新台幣存款準備率，共計 0.5 個百分點。如與美、歐等經濟體比較，台灣緊縮貨幣政策程度相對溫和，主要原因為：

- (一) 美、歐等經濟體積極緊縮貨幣政策，實際上也對台灣的經濟、物價與金融帶來緊縮效應。
- (二) 本年國內物價上漲，主要受供給面因素影響；政府持續以供給面措施因應，對整體物價的穩定有很大的幫助。
- (三) 央行採行價量並行方式，適度緊縮貨幣政策，制約通膨預期。
- (四) 本年台灣物價漲幅相對美、加、歐及部分亞太地區低。

## 肆、國內外通膨與經濟展望

### 一、本行預期明(2023)年台灣通膨率回降至 2% 以下，經濟成長走緩

全球供應鏈瓶頸逐漸紓解，國際貨運費率走低，原油等原物料價格將回跌，本行 9 月理事會預測明年台灣通膨率為 1.88%；另因國際景氣趨緩，制約台灣出口與投資動能，經濟成長率將降為 2.90%。

因主要經濟體積極緊縮貨幣政策之外溢效應與國際景氣趨緩影響，主計總處已下調本年第 3 季經濟成長率概估數，加以預期第 4 季出口負成長與投資動能趨緩，本行將於本年 12 月理事會會議後公布明年經濟成長率、通膨率新的預測值。

### 二、國際機構預估明年全球通膨率仍高，主要經濟體經濟成長率可能轉負

本年以來，美、歐、英等主要經濟體通膨率大幅攀升，明年雖可望低於本年，惟仍遠高於疫情前水準。隨主要央行貨幣政策加速緊縮，經濟前景面臨下行風險，明年主要經濟體可能轉為衰退。

### 三、未來主要經濟體發展是停滯性通膨還是長期停滯？

(一)根據國際機構預測，明年美、歐、英等先進國家通膨雖回降惟仍居高，且經濟轉呈衰退，例如 S&P Global Market Intelligence 預估美國、歐元區及英國明年 CPI 年增率分別為 4.3%、6.1%及 5.5%；而美國、歐元區及英國明年 GDP 年增率分別為-0.2%、-0.5%及-0.9%；若未來前述經濟體失業率升高，將陷入停滯性通膨。例如 Lawrence Summers 指出，美國大幅升息，恐引發經濟衰退；然升息過慢，恐使停滯性通膨風險升高。

(二)但人口結構老化、所得分配不均、儲蓄過剩等長期結構因素可能會因通膨消退後，歷經經濟衰退而再度顯現，恐回到低利率、低通膨、低成長的長期停滯現象，例如本年 Lawrence Summers、Olivier Blanchard、Paul Krugman 及 Raghuram Rajan 等知名經濟學家均提出類似看法。

**伍、結語：高度不確定的年代下，本行彈性的貨幣政策架構，將可協助台灣達成物價穩定、金融穩定與經濟成長之法定目標**

- (一) 展望未來，全球經濟具高度不確定性，先進國家是否會走向停滯性通膨或是長期停滯，仍待觀察。
- (二) 台灣是高度開放的小型經濟體，受到國際經濟金融情勢的影響甚鉅，尤其主要經濟體的貨幣政策會產生龐大的外溢效果，對小型開放經濟體造成很大的衝擊。
- (三) 在國際經濟諸多的限制下，身為小型開放經濟體的台灣宜採取管理浮動匯率，並實施若干程度的資本移動管理，以保有一定程度的貨幣政策自主性，達成國內經濟目標。
- (四) 面對高度不確定的全球經濟環境，本行會密切觀察國內外經濟走勢，採取適當的貨幣、信用與外匯政策，以降低來自國外的衝擊，追求台灣的物價穩定與經濟成長。

附表 1 1971 至 1982 年之重要經濟指標

年	重貼現率(%)	M1B 年增率(%)	CPI 年增率(%)	經濟成長率(%)	失業率(%)
1971	9.25	30.63	<b>2.80</b>	13.43	NA
1972	8.50	34.06	<b>2.99</b>	13.87	
1973	10.75	50.42	<b>8.20</b>	12.83	
1974	<b>12.00</b>	<b>10.42</b>	<b>47.41</b>	<b>2.67</b>	
1975	10.75	28.77	<b>5.24</b>	6.19	
1976	9.50	25.06	<b>2.50</b>	14.28	
1977	8.25	33.56	<b>7.02</b>	11.41	
1978	8.25	37.01	<b>5.80</b>	13.56	1.67
1979	11.00	7.69	<b>9.74</b>	8.83	1.27
1980	<b>11.00</b>	<b>22.68</b>	<b>19.00</b>	<b>8.04</b>	<b>1.23</b>
1981	<b>11.75</b>	<b>13.71</b>	<b>16.35</b>	<b>7.10</b>	<b>1.36</b>
1982	7.75	14.61	<b>2.94</b>	4.81	2.14

資料來源：行政院主計總處、中央銀行、Bloomberg

附表 2 2008 至 2020 年之重要經濟指標

	重貼現率 (%)	M2 年增率(%)	放款 年增率(%)	CPI 年增率 (%)	總薪資 年增率(%)	經濟 成長率(%)
2008	2.00	2.71	2.49	<b>3.52</b>	0.02	0.80
2009	1.25	7.45	0.70	<b>-0.87</b>	-4.77	-1.61
2010	1.63	4.53	6.74	<b>0.97</b>	5.55	10.25
2011	1.88	5.83	5.58	<b>1.42</b>	2.95	3.67
2012	1.88	4.17	3.29	<b>1.93</b>	0.32	2.22
2013	1.88	4.78	3.48	<b>0.79</b>	0.14	2.48
2014	1.88	5.66	4.77	<b>1.20</b>	3.59	4.72
2015	1.63	6.34	3.43	<b>-0.30</b>	2.49	1.47
2016	1.38	4.51	3.48	<b>1.39</b>	0.49	2.17
2017	1.38	3.75	4.68	<b>0.62</b>	2.46	3.31
2018	1.38	3.52	5.18	<b>1.35</b>	3.82	2.79
2019	1.38	3.46	4.88	<b>0.56</b>	3.82	3.06
2020	<b>1.13</b>	<b>5.84</b>	<b>7.00</b>	<b>-0.23</b>	<b>1.32</b>	3.36
平均	1.59	4.81	4.28	<b>0.95</b>	1.71	2.98

資料來源：行政院主計總處、中央銀行、Bloomberg