

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

112.6.15

前 言

本(2023)年以來，受惠於國際能源等大宗商品價格下跌，全球通膨率多自高點回落，惟服務類價格仍居高；若干央行已暫停升息，俾檢視此波升息循環之累積影響效果。近年我國製造業與服務業勞動報酬成長差異、美元國際主導地位會否動搖、大型科技公司(BigTechs)跨足金融服務領域之最新發展與風險等議題，亦備受各界關注。

本年3月本行理監事會議以來，全球央行緊縮貨幣政策之累積效應影響終端需求，預期本年全球經貿成長力道仍緩，通膨降溫，惟仍居高。影響所及，台灣之輸出及民間投資成長動能將受制約，惟防疫管制鬆綁，民間消費可望穩健成長，預期台灣本年經濟將溫和擴張，消費者物價指數(CPI)年增率緩步走低。

本年以來，隨大宗商品價格下跌，主要經濟體商品類價格漲幅已明顯減緩；惟疫後生活正常化，服務類價格漲幅仍居高，台灣情況亦然。由於服務類價格走高且具僵固性，恐影響通膨預期，致通膨率回降不易，對主要經濟體貨幣政策帶來挑戰。

台灣製造業之每人勞動報酬成長率明顯高於服務業，主要係因勞動生產力穩定成長，而服務業則長期低緩。政府宜協助服務業及傳產製造業，進行創新與科技轉型，以提振勞動生產力，進而提升勞動報酬份額。

近期國際間去美元化(de-dollarization)聲浪再起，如檢視國際貨幣須具備之計價單位、交易媒介及價值儲藏等功能，目前美元在國際貿易與債券發行之計價幣別、外匯交易、官方外匯存底等之全球占比仍居冠，加以美國股、債市具深度及廣度，且金融法規體制完備，均將支撐美元國際地位，致短期內仍難被取代。

BigTechs 挾「DNA」優勢跨足金融服務領域，與傳統金融機構存在競合關係；主要國家多秉持「同樣行為、同樣風險、同樣監管」原則。近年中國大陸已責令阿里巴巴集團分拆，另蘋果公司跨足金融服務領域亦備受矚目。監管當局須擬訂兼顧創新與消費者保護之監管架構；其所引發之金融穩定及貨幣政策操作問題，亦須關注。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定之職責，並協助促進經濟發展，須密切關注並分析國內外經濟金融情勢與重大議題之發展；爰將探討情形彙集成冊，廣供參閱。

目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、國內經濟及通膨展望	13
三、近年主要經濟體之商品與服務類價格走勢分析	32
四、我國製造業與服務業勞動報酬成長差異之原因分析	52
五、美元之國際地位：過去、現在及未來	66
六、BigTechs 跨足金融服務領域的最新發展、影響與啟示	86

一、國際經濟金融情勢及展望

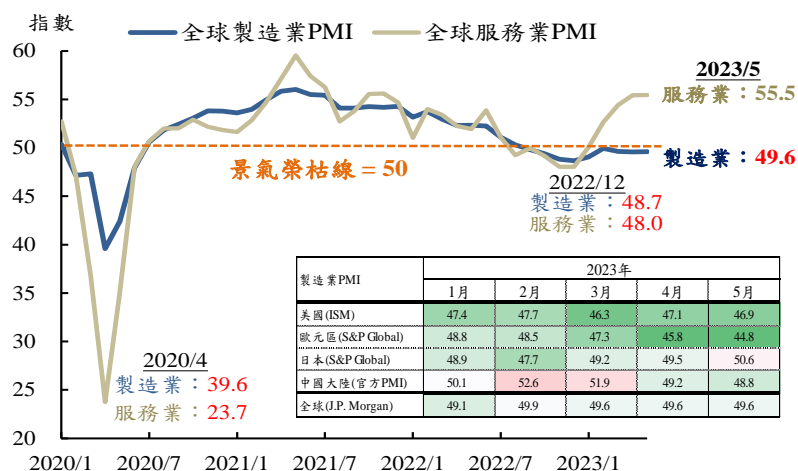
本(2023)年 3 月本行理監事會議以來，美、歐等主要央行大幅升息之**累積緊縮效應影響終端需求**，**全球製造業景氣低迷**，**服務業景氣**則因各國解除防疫管制效應而**回升**。預期**本年全球經貿成長力道仍緩**，下半年有望觸底回升，全球**通膨降溫**，**惟食物類及服務類通膨仍居高**；由於國際經濟金融情勢快速變動，全球經濟**前景續存極高不確定性**，宜密切關注經濟金融動態發展。

(一)全球經濟展望：終端需求疲弱，全球經貿成長力道仍緩

1. 終端需求疲弱抑制製造業生產，防疫管制解除效應挹助服務業景氣回升

- 近期全球及主要經濟體製造業採購經理人指數(PMI)多低於**50 榮枯線**，僅日本轉升(圖 1)；主因**主要央行緊縮貨幣政策之累積效應抑制終端需求**，新訂單僅略回升，產業持續調整存貨，**製造業生產活動仍疲弱**(圖 2)。
- COVID-19 肺炎疫情影响漸除，各國陸續解除邊境防疫管制後，**跨境旅行與娛樂**相關服務活動暢旺，**全球服務業採購經理人指數(PMI)回升逾 50 榮枯線**，並持續走揚(圖 1)。

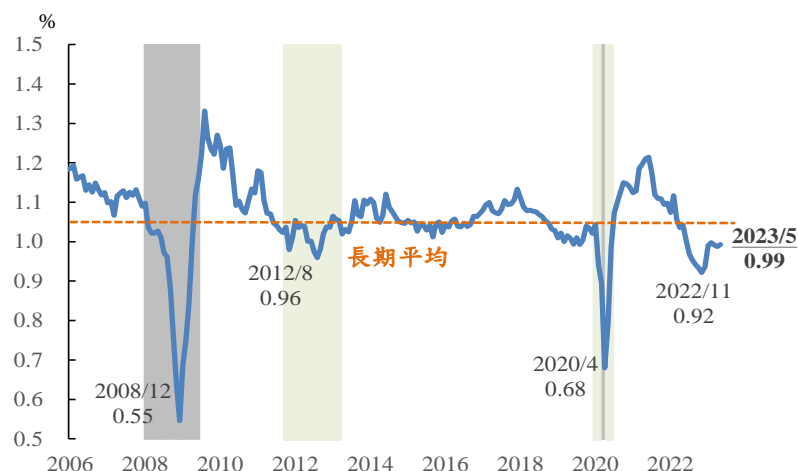
圖 1 全球製造業及服務業 PMI



註：製造業 PMI 高於 50 代表經理人看好的比例較高，即製造業景氣擴張，以紅色區塊表示，顏色愈深表示景氣愈熱絡；PMI 低於 50 則表示經理人看壞的比例較高，即製造業景氣緊縮，以綠色區塊表示，顏色愈深表示景氣愈黯淡。

資料來源：J.P. Morgan, Refinitiv Datastream、S&P Global

圖 2 全球製造業 PMI 新訂單相對存貨比率



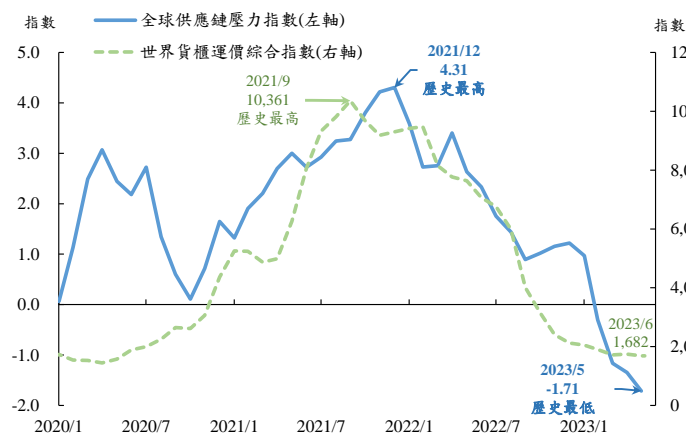
註：1.新訂單相對存貨比率為觀察製造業景氣變動的領先指標。
2.灰色區域為美國及歐元區均陷入經濟衰退期間，綠色區域為歐元區經濟衰退期間。

資料來源：J.P. Morgan, 本行整理

2. 供應鏈瓶頸紓解，惟商品需求降溫，全球貿易成長動能下降，下半年有望回升

- 疫情對供應鏈之干擾大抵結束，全球供應鏈壓力已大幅低於疫情爆發前水準，運價亦大幅回落(圖 3)，有助舒緩物價上漲壓力¹。
- 終端需求不振致全球貿易成長動能走弱，S&P Global Market Intelligence (簡稱 S&P Global)預測**本年第 2 季全球商品出口年增率恐降至負值**(圖 4)，第 3 季回升；另 WTO 公布之第 2 季商品貿易指標(Goods Trade Barometer)仍低於長期趨勢值之下，惟已自第 1 季低點回升，顯示**下半年全球貿易有望轉佳**²(圖 5)。

圖 3 全球供應鏈壓力指數

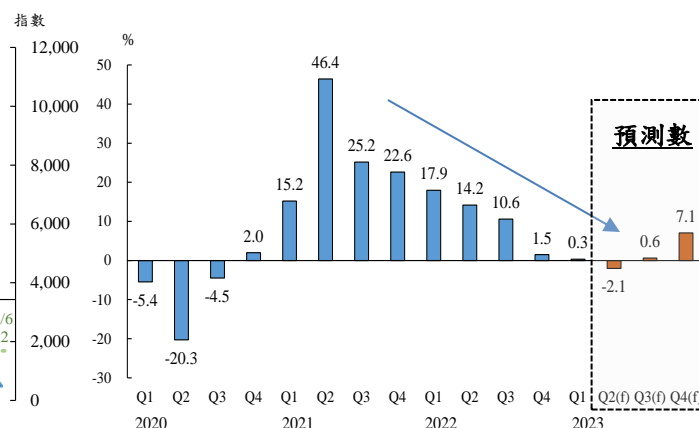


註：1.全球供應鏈壓力指數(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI) 由 New York Fed 編製，指數升高表示供應鏈瓶頸壓力增大，指數小於 0 表示供應鏈瓶頸壓力低於歷史平均。

2.世界貨櫃運價指數(World Container Index)反映 40 呎標準貨櫃之美元計價運費。

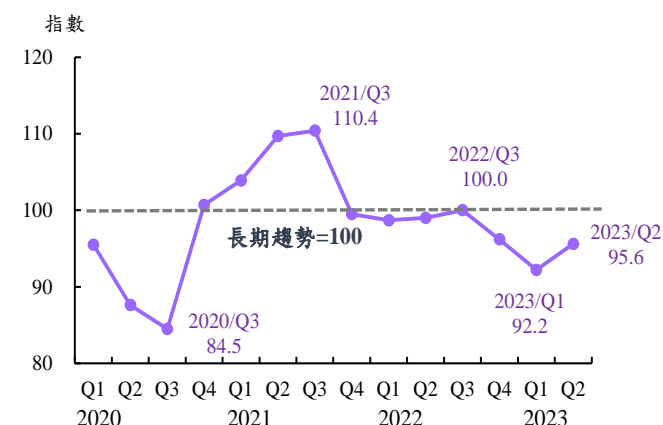
資料來源：Bloomberg、New York Fed

圖 4 全球商品出口量年增率



資料來源：S&P Global (2023/5/15)

圖 5 WTO 商品貿易指標



註：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；指數 100 表示商品貿易成長同趨勢值，指數低於 100 表示成長低於趨勢值。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

¹ 參見 New York Fed (2023), “How Much Can GSCPI Improvements Help Reduce Inflation?” *Liberty Street Economics*, Feb. 22。

² 第 2 季商品貿易指標改善主因出口訂單回升至高於長期趨勢，且汽車類商品貿易持續成長，另集裝箱航運(container shipping)、空運(air freight)、電子零組件(electronic components)及原材料(raw materials)指數雖低於趨勢惟已有改善跡象；參見 WTO (2023), “Goods Barometer Stabilizes, Indicating Possible Turning Point for Trade,” May 31。

3. 全球經濟成長仍緩，預測本年成長率為 2.3%，下半年成長率略高於上半年

歐洲能源危機解除，中國大陸疫後經濟重啟，全球消費者信心有望緩步回升，S&P Global 對本年全球經濟成長率之預測值由 2.2% 略上調至 2.3% (圖 6)，下半年成長率略高於上半年，惟**先進經濟體成長力道仍疲弱**(圖 7)

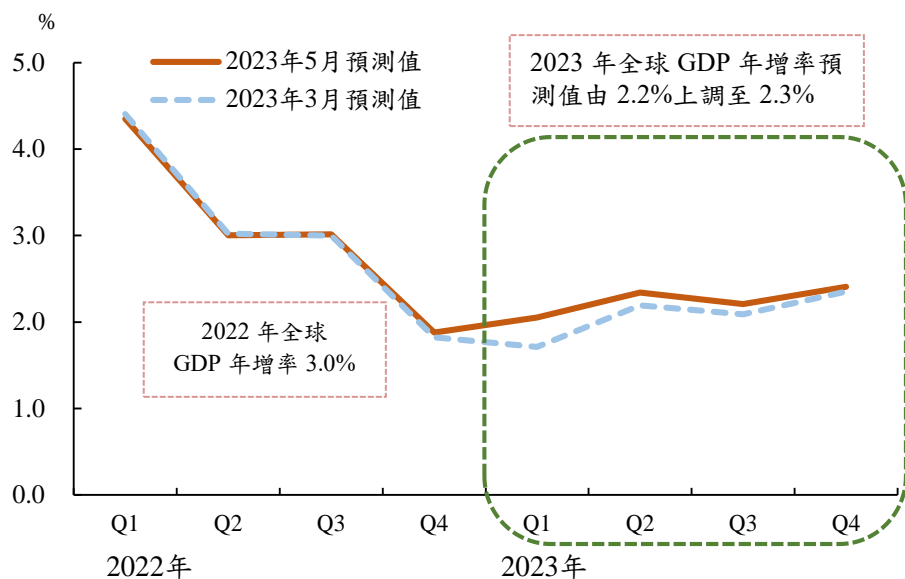
美國：利率居高制約消費與投資動能，預測本年**下半年**經濟成長率為 0.8%，低於上半年之 1.6%，全年為 **1.2%**，**成長力道疲弱**。

歐元區與英國：生產活動復甦而未陷入衰退，惟**俄烏戰爭未歇**影響經濟信心，預測**歐元區**本年**下半年**經濟成長率為 0.7%，低於上半年之 1.0%，全年為 **0.9%**，**成長力道平緩**。**英國**物價高漲且借貸成本上升，抑制消費及投資動能，**預測本年微幅成長 0.2%**。

日本：製造業復甦，加以邊境解封後國際旅客帶動服務業成長，**預測本年下半年**經濟成長率為 1.3%，**高於上半年**之 0.6%，**全年為 1.0%**，**經濟逐步復甦**。

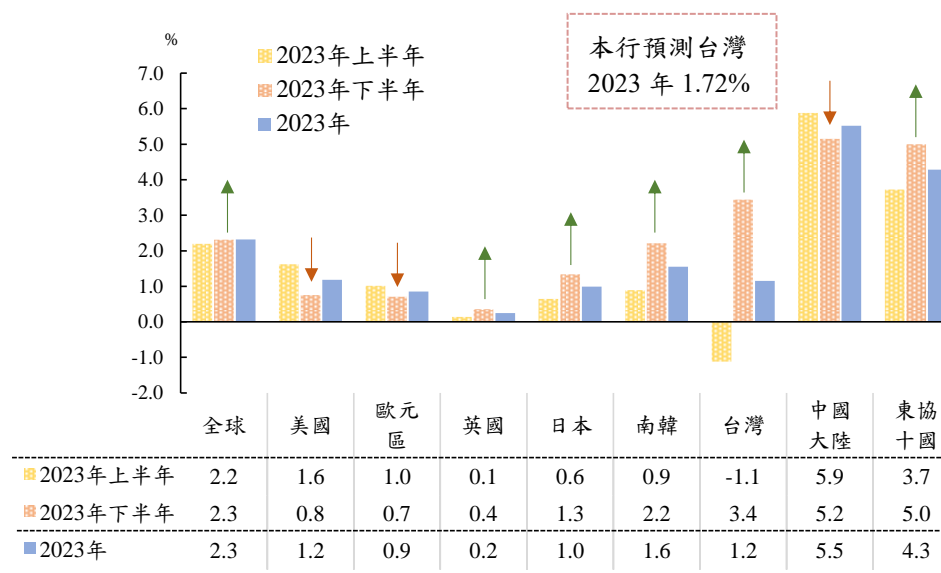
中國大陸：經濟重啟帶動民間消費回溫，惟復甦仍不穩定，且全球商品需求疲弱不利出口，**預測本年下半年**經濟成長率為 5.2%，**低於上半年**之 5.9%，**全年為 5.5%**。

圖 6 全球經濟成長率預測值變動路徑更新



資料來源：S&P Global，本行整理

圖 7 主要經濟體經濟成長率預測



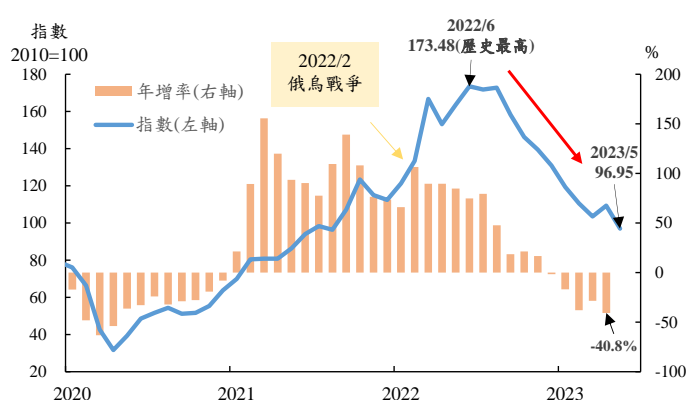
註：↓及↑分別表示 2023 年下半年較上半年下降及上升。
資料來源：各國官方網站，S&P Global (2023/5/15)

(二)全球物價展望：全球能源價格回降，食物類及服務類價格續升，通膨降溫惟仍居高

1. 全球能源及金屬價格自上年歷史高點下跌，糧食價格亦降惟仍居高

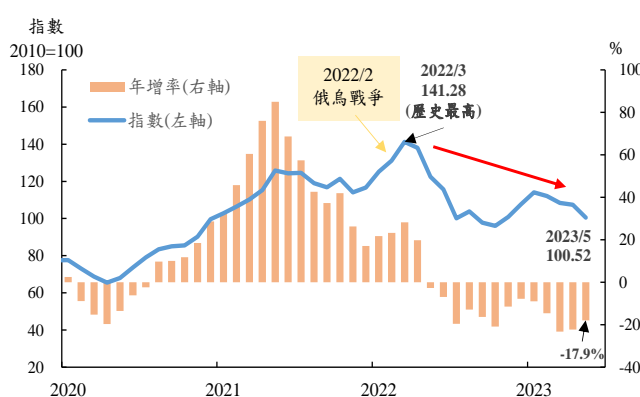
- 全球經濟活動放緩，近期國際原油及天然氣等**化石能源商品價格已降至大幅低於俄烏戰爭爆發前水準**(圖 8)。
- 中國大陸經濟復甦力道未如預期強勁，全球終端商品需求偏弱，產業持續調整存貨，抑制工業生產活動，全球**金屬與礦物價格回降**(圖 9)。
- 上年年中以來，俄烏簽訂黑海穀物出口協議，有助烏克蘭穀物出口，全球糧食價格自上年 5 月之歷史高點**下滑**，惟**天候因素及肥料價格居高**等因素，致糧食價格降幅有限(圖 10)。

圖 8 化石能源價格指數及年增率



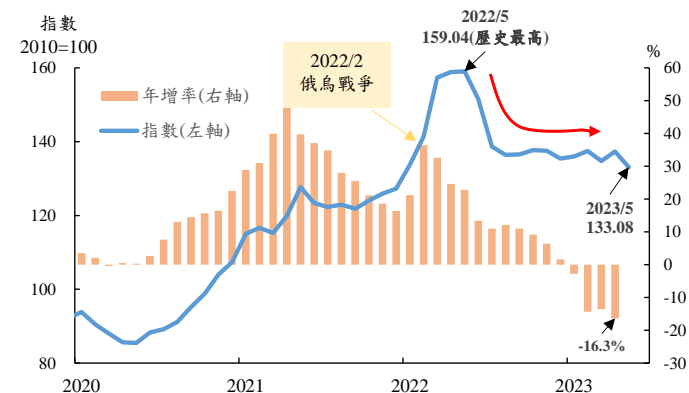
資料來源：Word Bank，本行整理

圖 9 金屬礦物價格指數及年增率



資料來源：Word Bank，本行整理

圖 10 糧食價格指數及年增率

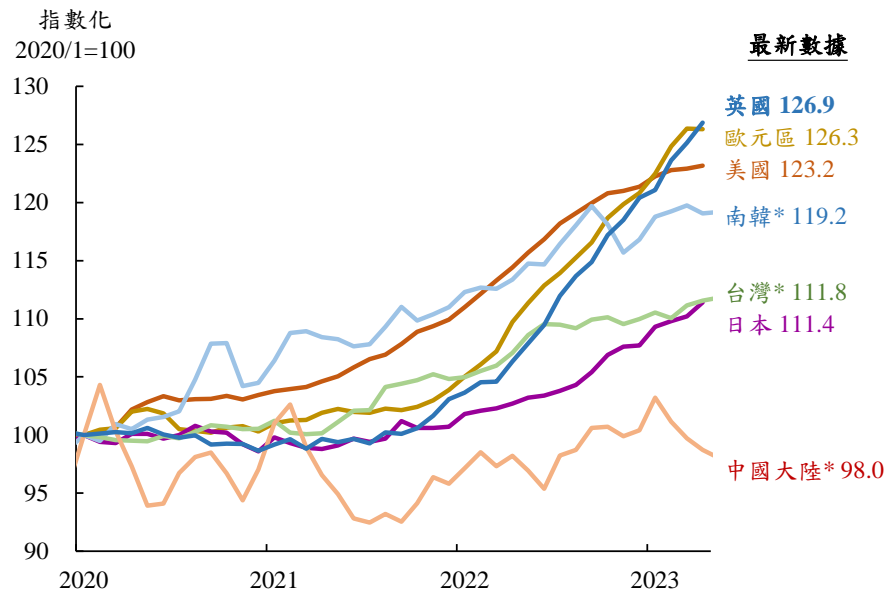


資料來源：Word Bank，本行整理

2. 主要經濟體食物類及服務類價格持續攀升

- 全球糧食價格仍高，復以**食品加工投入成本**(如肥料及勞工成本)**居高**，主要經濟體消費者物價指數中之**食物類商品價格大多持續攀高**(圖 11)。
- 各國**解除疫情管制**措施後，**服務需求大增**，且**勞動力供需失衡推升人力成本**，部分**企業**調整價格以**維持利潤率**³，致**服務類價格攀升**⁴(圖 12)。

圖 11 主要經濟體之食物類商品價格變動

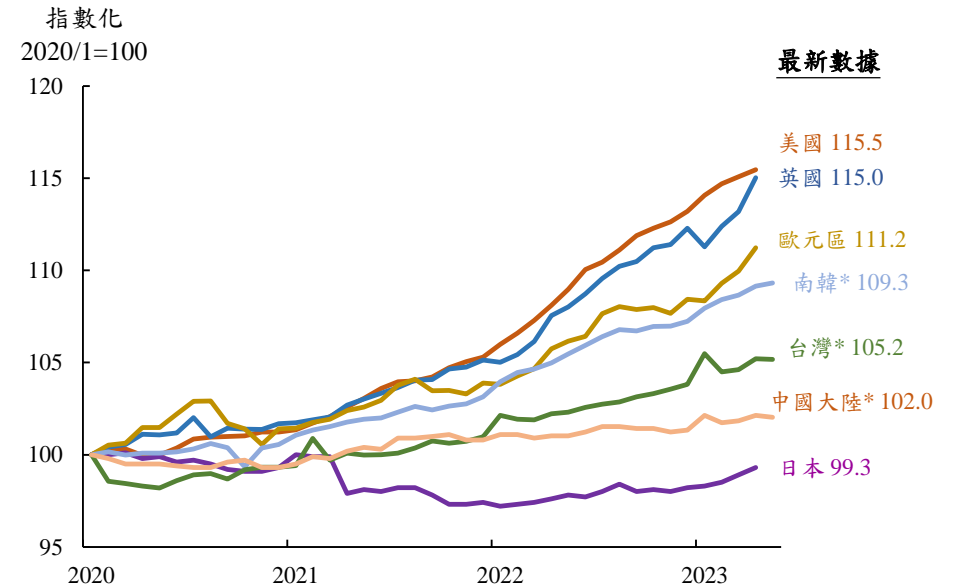


*：台灣、南韓及中國大陸資料至本年 5 月，其餘經濟體為本年 4 月。

註：各經濟體食物類商品價格指數為其消費者物價指數中之分類指數，取 2020 年 1 月指數為基期進行跨國比較；另中國大陸未公布指數水準值，改以月增率數據推算相關指數。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

圖 12 主要經濟體之服務類價格變動



*：台灣、南韓及中國大陸資料至本年 5 月，其餘經濟體為本年 4 月。

註：各經濟體服務類商品價格指數為其消費者物價指數中之分類指數，取 2020 年 1 月指數為基期進行跨國比較；另中國大陸未公布指數水準值，改以月增率數據推算相關指數。

資料來源：Refinitiv Datastream，本行整理

³ 參見 ECB Blog (2023), "How Tit-for-Tat Inflation Can Make Everyone Poorer," Mar. 30; UNCTAD (2023), "Trade and Development Report Update," *Global Trends and Prospects*, Apr. 21。

⁴ 參見本行本次理監事會後記者會參考資料「三、近年主要經濟體之商品與服務類價格走勢分析」。

3. 全球通膨降溫，惟仍居高，主因服務類價格具僵固性，致核心通膨率降幅有限；預測本年下半年全球通膨率低於上半年，全年為 5.6%

貨幣緊縮累積效應抑制全球消費需求，OECD 會員國通膨數據顯示，通膨率已自上年高點快速走低，惟不含能源及食物類商品之核心通膨率僅緩步下降(圖 13)。S&P Global 預測本年下半年全球通膨率由上半年之 6.2% 降至 4.7%，全年為 5.6%(圖 14)，顯示全球通膨降溫，惟仍居高。

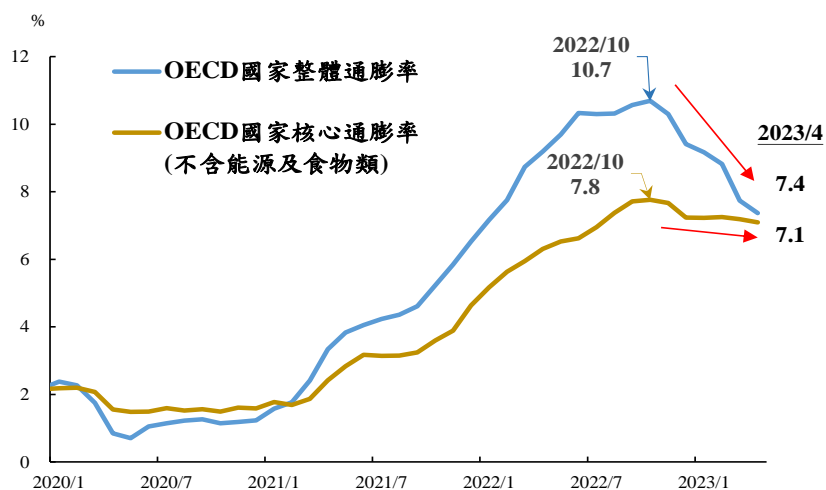
美國：能源價格下跌，商品類價格回降，通膨率逐步走低，惟勞動市場緊俏仍有推升物價壓力，預測全年通膨率為 4.2%，仍高於其央行之 2% 政策目標。

歐元區與英國：食物類商品價格持續攀升，薪資上漲壓力上升，英國另受脫歐後進口商品價格上漲影響；歐元區與英國通膨壓力均高，預測通膨率將隨能源價格走低而回降，惟仍分別高於央行之 2% 政策目標。

日本：服務業勞動力短缺，本年企業將積極調薪，恐推升物價，惟政府對電費及瓦斯費採取補貼措施，可望壓制物價上漲力道，預測本年下半年通膨率由上半年之 3.5% 降至 2.3%，全年為 2.9%。

中國大陸：貨幣政策延續寬鬆基調，民間消費支出逐步回升，復以上年嚴格防疫管制導致蔬果價格上漲之高基期效應遞減，預測本年下半年通膨率高於上半年，全年為 1.6%。

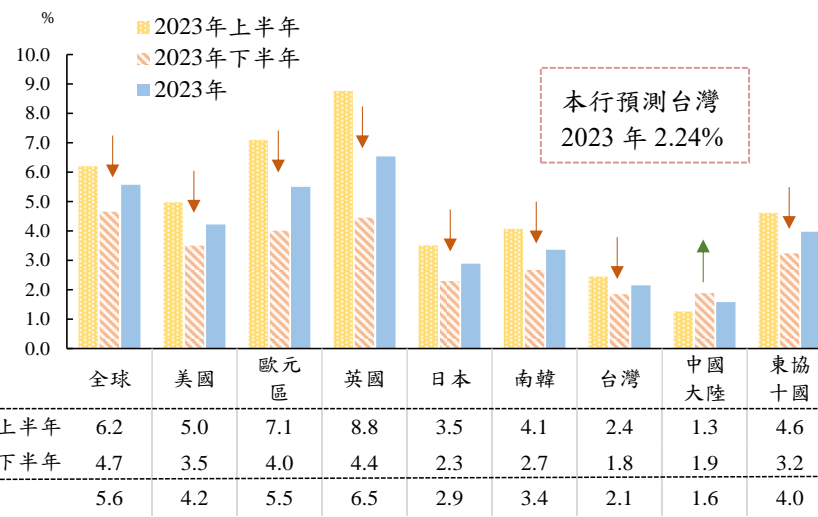
圖 13 OECD 國家通膨率與核心通膨率



註：OECD 以 38 個會員國之消費支出為權數，編製 OECD 國家整體通膨率與不含能源及食物類之核心通膨率。

資料來源：OECD，本行整理

圖 14 主要經濟體通膨率預測



註：↓及↑分別表示 2023 年下半年較上半年下降及上升。

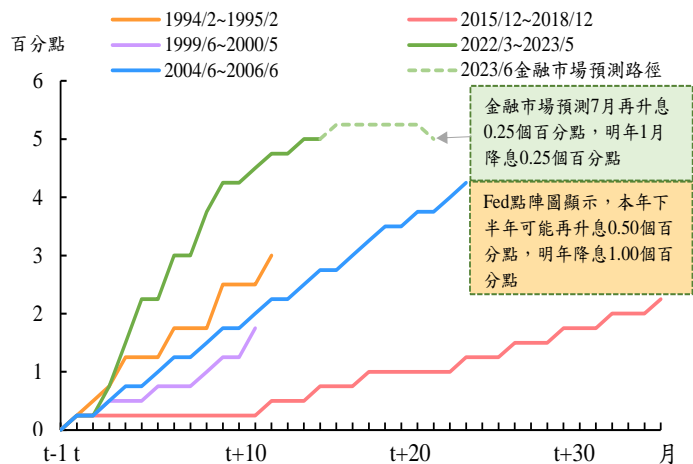
資料來源：S&P Global (2023/5/15)

(三)主要央行貨幣政策：升息週期接近尾聲，惟美、歐等經濟體高利率仍將維持一段時間

主要央行依其通膨及經濟情勢調整貨幣政策：

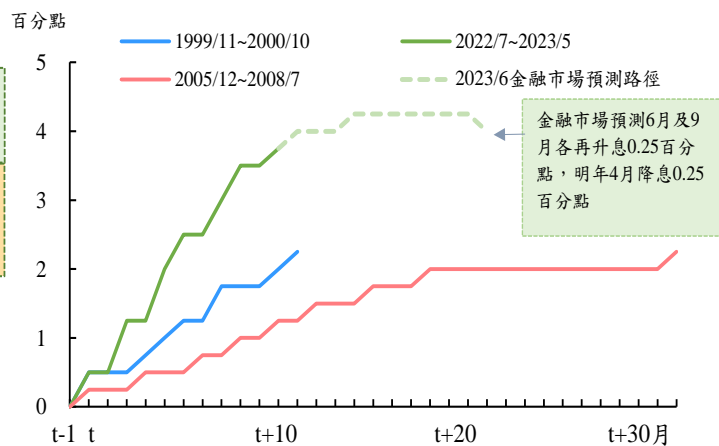
- 一 上年以來，美國聯邦準備體系(Fed)及歐洲央行(ECB)為抑制高通膨而持續調升政策利率，**累積升幅分別達 5.00 及 3.75 個百分點**，係近 30 年來最為積極之升息週期(圖 15 及圖 16)；積極升息所累積之效果持續顯現，政策利率或已接近限制性(restrictive)水準⁵，**升息週期可望邁向尾聲**，惟**預期高利率將維持一段時間**。
- 一 南韓央行考量通膨趨緩及經濟成長恐疲弱，自本年 1 月後已暫停升息；澳洲央行 4 月一度暫停升息，惟因通膨率仍高，5 月及 6 月各再度升息 0.25 個百分點；加拿大央行 3 月及 4 月暫停升息，惟因經濟表現較預期強勁，加以通膨率復升，6 月再度升息 0.25 個百分點(表 1)。
- 一 日本央行(BoJ)仍維持寬鬆貨幣政策，中國人民銀行(以下簡稱人行)則調降政策利率(表 2)。

圖 15 Fed 各升息週期累積升息幅度



註：橫軸表示升息週期持續月數，t 表示開始升息當月。
資料來源：Fed、Refinitiv Datastream、Bloomberg (截至本年 6 月 14 日資料)

圖 16 ECB 各升息週期累積升息幅度



註：橫軸表示升息週期持續月數，t 表示開始升息當月。
資料來源：ECB、Refinitiv Datastream、Bloomberg (截至本年 6 月 14 日資料)

表 1 本年以來主要央行升息情形

	最新政策利率 (%)	本年以來迄今		最新通膨率 (%)
		升息次數	累計升息 (百分點)	
Fed	5.00~5.25	3	0.75	4.0
ECB	3.75	3	1.25	6.1
南韓央行	3.50	1	0.25	3.3
澳洲央行	4.10	4	1.00	6.8
加拿大央行	4.75	2	0.50	4.4

註：美國、歐元區、南韓通膨率為本年 5 月資料，其餘為 4 月資料。
資料來源：各經濟體官網 (截至本年台北時間 6 月 15 日中午 12 點資料)

⁵ 限制性水準係指政策利率達到可促使需求及供給達到平衡，引導通膨率回降至政策目標之水準。參見 Bullard, James (2023), "Is Monetary Policy Sufficiently Restrictive?" St. Louis Fed, Jun. 1。

表 2 本年 3 月以來四大央行貨幣政策動向

央行	內容
Fed	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 月 22 日及 5 月 3 日均決議調升聯邦資金利率目標區間 0.25 個百分點，至 5.00%~5.25%；6 月 14 日決議維持於 5.00%~5.25%不變。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 上年 9 月起每月最高減持美國政府公債 600 億美元，另機構債*(agency debt，指 Fannie Mae、Freddie Mac、聯邦住房貸款銀行(Federal Home Loan Banks)等政府機構發行之債券)與機構房貸擔保證券(agency MBS)每月最高減持 350 億美元。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 主席 Jerome Powell 於 6 月政策會議後記者會表示，考量先前積極升息之累積效果及其落後性，以及信用緊縮對經濟之影響，並關注對利率變動敏感之房市及投資活動，決議本次暫停升息，以評估更多資訊。
ECB	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 月 16 日及 5 月 4 日分別決議調升政策利率 0.50 及 0.25 個百分點，主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別至 3.75%、4.00%及 3.25%。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 資產購買計畫(APP)持有資產之到期本金不再全額投資，並於 6 月底前以平均每月減少 150 億歐元速度縮減 APP 規模，預估於 7 月終止再投資；因應疫情緊急購買計畫(PEPP)之到期本金再投資，將至少持續至 2024 年底。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 總裁 Christine Lagarde 於 5 月政策會議後記者會表示，歐元區整體通膨率雖自高點回落，惟核心物價壓力仍高，通膨壓力仍大，未來將確保政策利率達到足夠之限制性水準，並維持一段時間，以促使通膨率儘速回落至目標。
BoJ	<ul style="list-style-type: none"> ● 3 月 10 日及 4 月 28 日均決議維持短期政策利率於-0.10%，且長期利率目標(10 年期公債殖利率)於 0%左右。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 4 月政策聲明中強調「將堅持寬鬆貨幣政策，以達成伴隨薪資成長之情況下，實現 2%物價穩定目標」，以強化薪資成長之重要性，並暗示不排除調整政策利率之可能性。
人行	<ul style="list-style-type: none"> ● 自 3 月 27 日起全面下調金融機構存款準備率 0.25 個百分點，致金融機構加權平均存款準備率降至約 7.60%，估計可釋出資金約 6,000 億人民幣。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月 13 日下調 7 天期逆回購利率 0.10 個百分點至 1.90%，並下調隔夜、7 天期、1 個月期常備借貸利率(SLF)各 0.10 個百分點至 2.75%、2.90%、3.25%。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月 15 日下調 1 年期中期借貸便利利率(MLF)0.10 個百分點至 2.65%。

*：Fed 持有之機構債約 23 億美元，自上年 6 月啟動縮減資產負債表計畫以來規模未變。

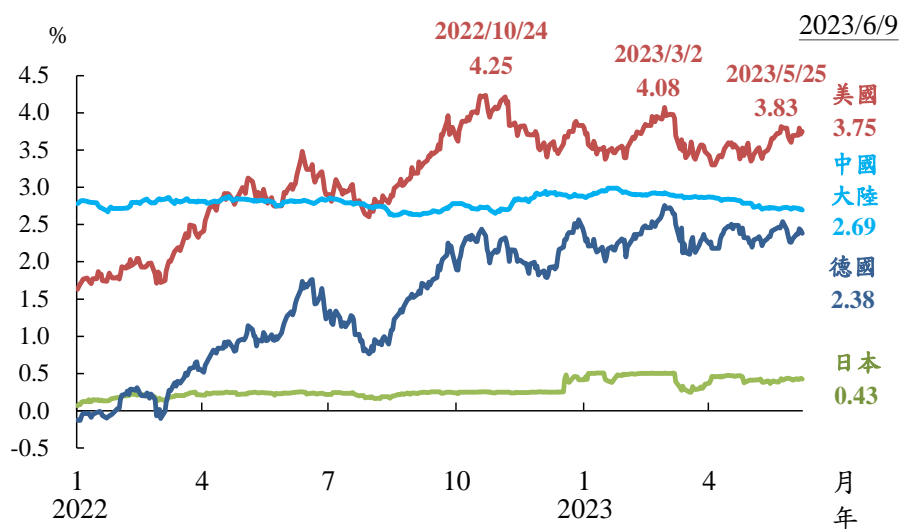
資料來源：各央行網站(截至本年台北時間 6 月 15 日中午 12 點資料)

(四) 金融市場：美、德公債殖利率震盪走升，全球主要股市多上漲，美元指數回升

1. 美、德 10 年期公債殖利率走揚，美國公債波動度仍高

- 本年 4 月，美、歐銀行業危機漸平息，避險資金流出公債市場，加以 Fed、ECB 可能續緊縮貨幣，美、德 10 年期公債殖利率震盪走揚；日本 10 年期公債殖利率因 BoJ 宣布續維持寬鬆貨幣政策而於區間波動；中國大陸則因復甦不如預期，貨幣政策恐更趨寬鬆，10 年期公債殖利率下滑(圖 17)。
- 上年 3 月 Fed 大幅升息以來，美國公債市場波動度持續走高，本年 3 月美國矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)倒閉等事件一度導致公債市場波動度驟升，嗣隨銀行業危機漸息而下滑；4 月以來，則因美國債務上限爭議而略升，惟隨暫停債務上限法案通過而走低，但仍於 Fed 啟動升息週期以來之區間波動，市場對 Fed 貨幣政策動向之預期將為影響公債市場的重要因素(圖 18)。

圖 17 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 18 美國公債市場波動度



資料來源：Refinitiv Datastream

2. 全球成長股上漲，主要經濟體股市多走高

- 本年以來，投資人預期主要央行升息週期步入尾聲，復以**看好人工智慧(AI)**相關應用市場**需求大幅擴增**，帶動全球**成長股上漲**，傳統**價值股**則僅**小幅波動**，不同產業股價表現分歧(圖 19)。
- 本年 6 月 9 日與 3 月底比較，**日本**因外資投資大增，**股市大漲 15.1%**；**美國費城半導體**及**那斯達克指數**由於 Fed 升息放緩，加以市場看好 AI 應用有助科技業景氣加速復甦，致其**漲幅分別達 9.1% 及 8.5%**；**香港**則因美國計劃限制其企業對中國大陸高科技領域之投資，其股市科技股比重較高，**跌幅 5.0% 較大**(圖 20)。

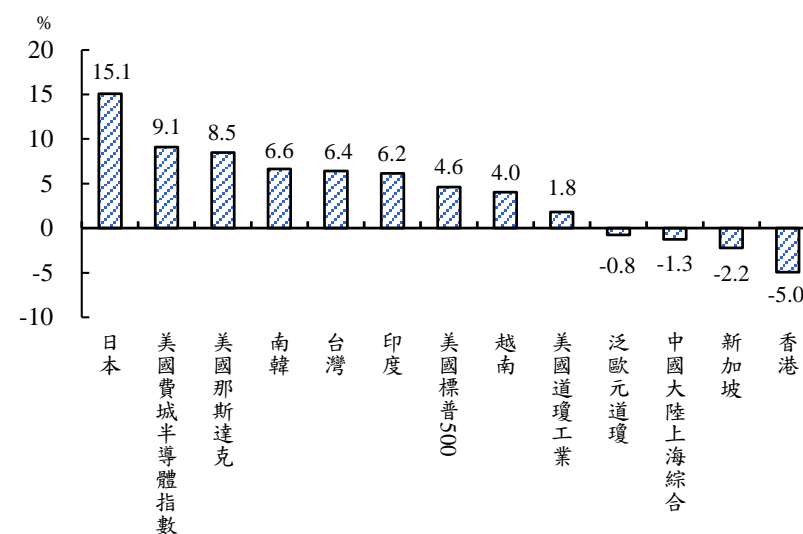
圖 19 本年以來全球成長股及價值股指數變動



註：MSCI 將已開發國家之公開發行公司，依營運特性(如長期預期盈餘、盈餘成長率等)分類編製全球成長股及價值股股價指數；目前權重最高的成長股為 Apple 及 Microsoft 等科技股，價值股為 Unitedhealth Group 及 Johnson & Johnson 等傳統產業股。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 20 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年 6 月 9 日與 3 月底比較)



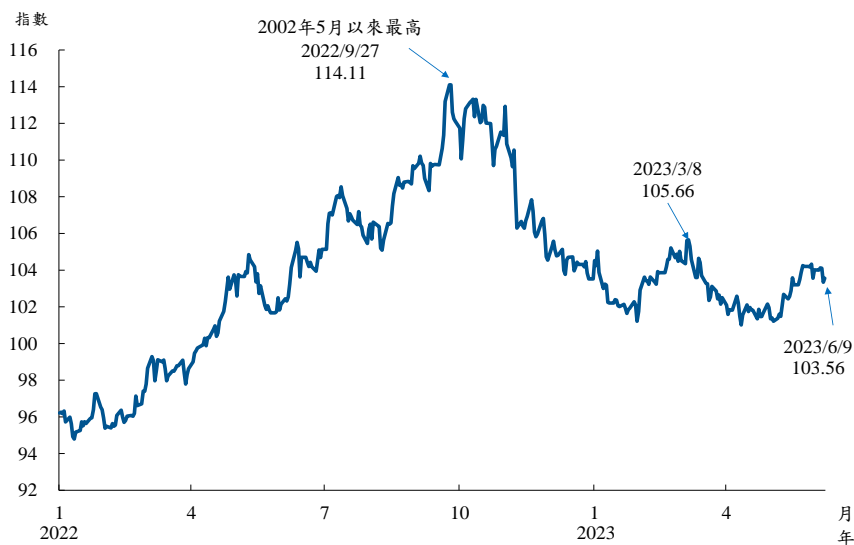
資料來源：Refinitiv Datastream

3. 美元指數回升，主要經濟體貨幣對美元多走貶

本年4月，美國通膨率續降，加以美國經濟成長停滯之隱憂浮現，市場預期Fed升息週期已近尾聲，美元指數於低點震盪；惟5月以來，美國消費者通膨預期升溫，加以勞動市場仍緊俏，帶動美元指數回升(圖21)，6月9日與3月底比較，主要經濟體貨幣對美元多走貶(圖22)：

- 歐元：ECB縮減升息幅度，歐元對美元由升值轉為貶值0.8%。
- 英鎊：英國通膨率仍居高，市場預期其央行將持續緊縮貨幣，致英鎊對美元升值1.9%。
- 日圓：因BoJ寬鬆貨幣政策未見反轉跡象，日圓對美元貶值4.7%，貶幅較大。
- 人民幣：中國大陸經濟復甦不如預期，致人民幣對美元貶值3.5%。

圖 21 美元指數

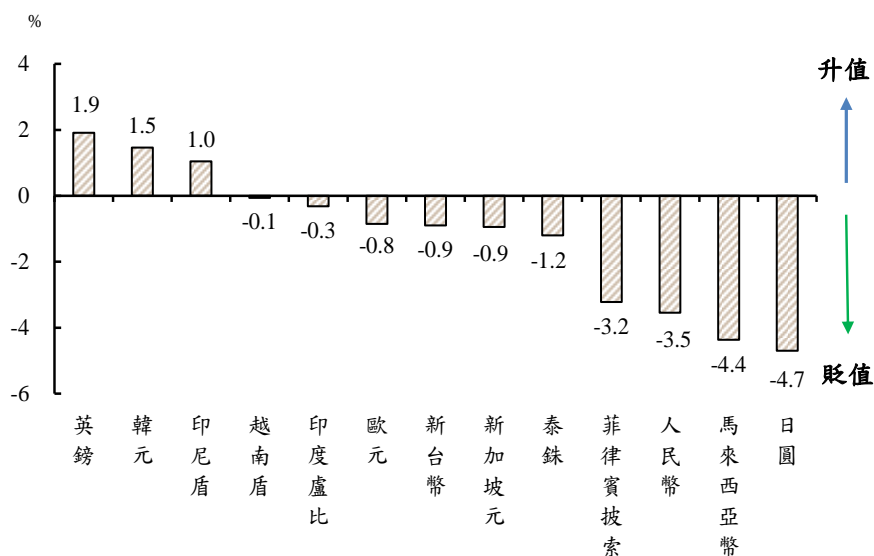


註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月 (=100)。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 22 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅

(本年 6 月 9 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

(五)全球經濟前景面臨諸多恐帶來下行風險之不確定性因素

預期本年全球經濟成長將放緩，通膨率雖降惟仍居高，且經濟前景面臨以下諸多不確定因素，如美國、歐元區、英國維持高利率更長時間；中國大陸之經濟復甦程度不如預期；氣候變遷增加糧食供應及綠色通膨風險；該等不確定因素若發生，將為全球經濟前景增添下行風險，宜密切關注相關情勢後續發展(圖 23)。

圖 23 全球經濟前景之不確定性因素及帶來之下行風險

美國、歐元區、英國維持高利率更長時間

- 美國、歐元區、英國勞動市場緊俏，薪資持續成長，加以服務類價格具僵固性，致核心物價下跌不易，央行恐將維持高利率政策更長時間，金融情勢持續緊縮將不利消費及投資成長，並延緩全球經濟復甦進程。
- 新興市場經濟體擁有龐大以變動利率及美元計價之外債，美國貨幣持續緊縮恐使該等經濟體陷債務困境。

中國大陸之經濟復甦程度不如預期

- 中國大陸經濟重啟後，復甦未如預期，加以青年失業率居高、地方政府債務龐大、房地產市場供給過剩等隱憂仍存，不僅將拖累其經濟成長，並可能帶來金融風險。
- 若中國大陸經濟復甦遲緩，將拖累全球經濟成長，且對出口原物料至中國大陸及經濟依賴中國大陸遊客之經濟體，帶來巨大影響。

氣候變遷增加糧食供應及綠色通膨風險

- 今、明兩年全球聖嬰(El Niño)現象恐再現，可能使高溫破紀錄，天災頻傳，加以部分國家仍對糧食出口實施管制，俄烏戰爭亦未見結束跡象，糧食供應不確定性將升高。
- 全球積極轉型至淨零碳排，並擬課徵碳稅或碳費，且發展綠能之原物料需求增加，推升其價格，亦可能引發綠色通膨(greenflation)。

二、國內經濟及通膨展望

本(2023)年以來，全球景氣持續低迷，不確定性仍高，影響台灣輸出及民間投資成長動能，制約經濟成長表現，本行**預測本年經濟成長率從3月原估的2.21%下修至1.72%**。

第1季因全球**終端需求不振**，及全球供應鏈持續**去化庫存**，制約台灣輸出成長動能與廠商存貨調整速度，亦使民間投資審慎保守，經濟成長率為-2.87%；預期第2季民間投資與輸出續疲，惟受惠民眾**外食及旅遊需求大幅提升**，帶動餐飲、交通、旅宿等消費支出增加，挹注民間消費成長力道，本行預期**經濟成長率回升至1.4%**。**展望下半年**，生成式AI、雲端與高速運算等**新興科技應用擴散**，與**來台旅客可望持續成長**，均有助強化輸出成長動能；以及**暑期與年底旅遊旺季**，支撐民間消費成長，維繫下半年經濟表現。本行預測下半年經濟成長率為4.07%，高於上半年的-0.74%。

物價方面，**疫後生活正常化**，餐飲及旅宿**服務需求升溫**，價格攀高，惟預期原油等**原物料需求下滑**，國內相關進口物價回降，商品類價格逐漸回軟，本行預測本年CPI年增率緩步走低，全年為2.24%。

以下就本年國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一)本行下調本年經濟成長率預測值，而內需續為驅動經濟成長主力

1. **考量輸出及投資成長動能降溫，本行下調本年經濟成長率預測值至1.72%，較3月預測減少0.49個百分點。**

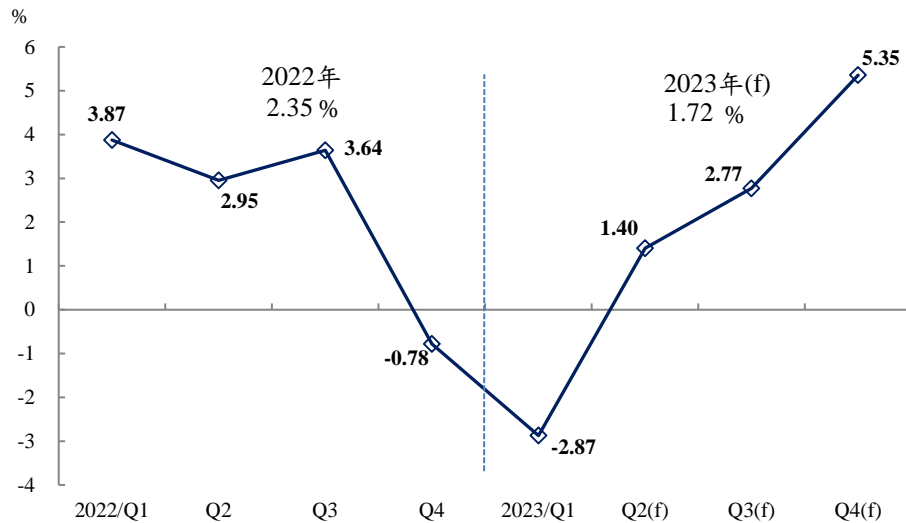
(1)本行下調本年經濟成長率預測值，除因**第1季GDP成長不如預期**，主要考量**全球需求低迷**，出口動能平疲；民間投資方面，則因未來全球景氣下行風險仍存，廠商**庫存去化速度不如前季預估**，且業者對未來**景氣看法持續保守**，致民間投資成長動能疲弱。

(2) 本年 GDP 成長率逐季走升：

- 第 1 季經濟成長率為-2.87%；第 2 季受惠民眾生活回歸常軌，餐飲與旅遊、娛樂服務需求上升，本行預測經濟成長率將升至 1.4% (圖 1)。
- 下半年預期第 3 季受惠暑期旅遊旺季，民間消費規模(跨境與國內)續擴增，預測經濟成長率為 2.77%；第 4 季預期民間消費穩健成長，且全球景氣可望回穩，及人工智慧與高效能運算等新興科技應用拓展，帶動相關供應鏈出口成長，加以來台旅客持續攀升，挹注輸出成長動能，且上年比較基期較低，經濟成長率預測值為 5.35%。

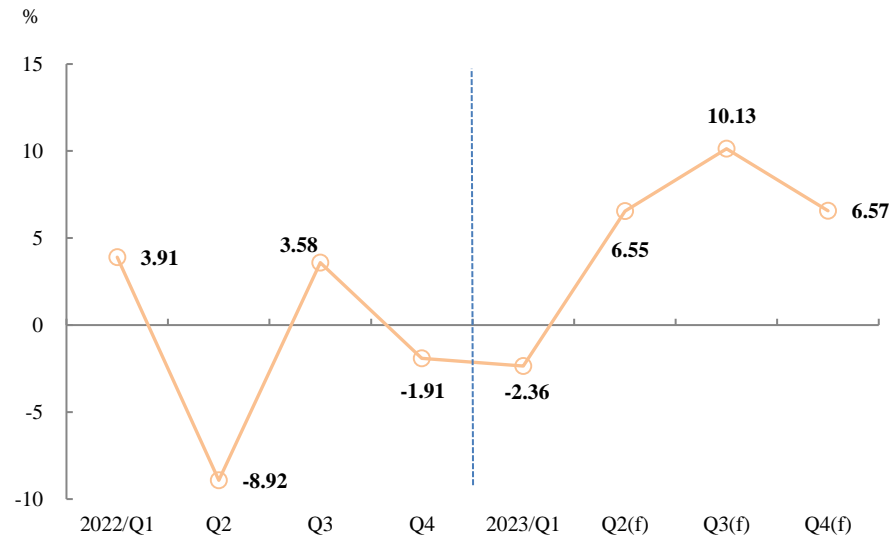
(3) 就經季調後之實質 GDP，與上季比較，並年率化後(saar)之經濟成長率而言，其中，第 1 季因全球終端需求仍平疲，拖累台灣輸出表現，為全年最低點，之後逐季走升，第 3 季達 10.13%，為全年最高點(圖 2)。

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。

2. 內需續為驅動經濟成長之主力，且下半年貢獻高於上半年。

(1)本行預期下半年民間消費**穩健擴張**，**內需**貢獻經濟成長 3.15 個百分點；且**淨外需**對經濟成長**貢獻轉正**，為 0.92 個百分點(表 1)。

□ 預測**下半年經濟成長率**為 4.07%，**高於上半年**之-0.74%。

(2)全年**內需**為**支撐經濟成長的重要來源**，且下半年內需對經濟成長貢獻高於上半年。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻之預測值

單位:%；百分點

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	公共支出			存貨變動 (d)	(e)	國外淨需求	
					(c)	消費	投資*			輸出	(-) 輸入
上半年	-0.74	2.23	3.51	-0.81	0.47	0.30	0.17	-0.94	-2.97	-5.76	-2.79
下半年	4.07	3.15	2.56	-0.52	0.52	0.34	0.18	0.59	0.92	4.49	3.57
全年	1.72	2.70	3.02	-0.66	0.50	0.32	0.18	-0.16	-0.98	-0.51	0.47

*：包含公營事業與政府投資。

資料來源：中央銀行

(二)下半年輸出成長動能回溫，民間消費續擴張

1. **輸出成長轉正**：下半年比較基期較低，且可望受惠新興科技應用拓展與來台旅客增加。

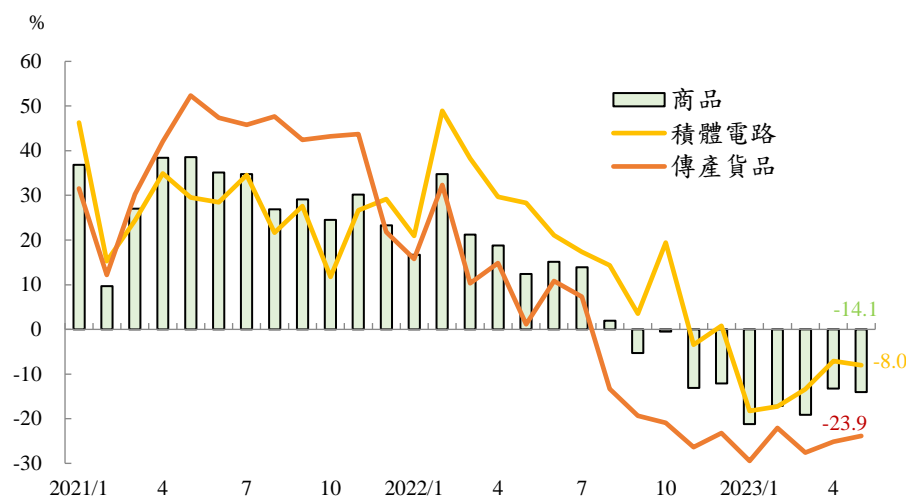
(1) 上年以來，主要央行**同步緊縮貨幣政策**的**累積效應**，**影響全球終端需求**，且品牌及通路商**持續進行庫存調整**，**抑制台灣廠商出口**動能；加以各國邊境開放，消費者**重心轉至跨境旅遊**等服務類支出，致台灣商品出口連續9個月負成長(圖3)。

□ 主要貨品出口，**積體電路需求仍顯疲弱**，**傳產貨品外銷亦多呈衰退**(圖3)。

□ 以出口地區別而言，**中國大陸解封後，房地產市場疲弱、地方政府債務惡化**，**經濟復甦不如預期**，1~5月台灣對中國大陸與香港商品出口金額(美元計價)衰退幅度最大，年減26.7%；其次為東協之-14.7%。

□ 4月外銷訂單金額年減18.1%；且5月PMI新增出口訂單續跌，處於緊縮狀態(圖4)，恐不利出口動能。

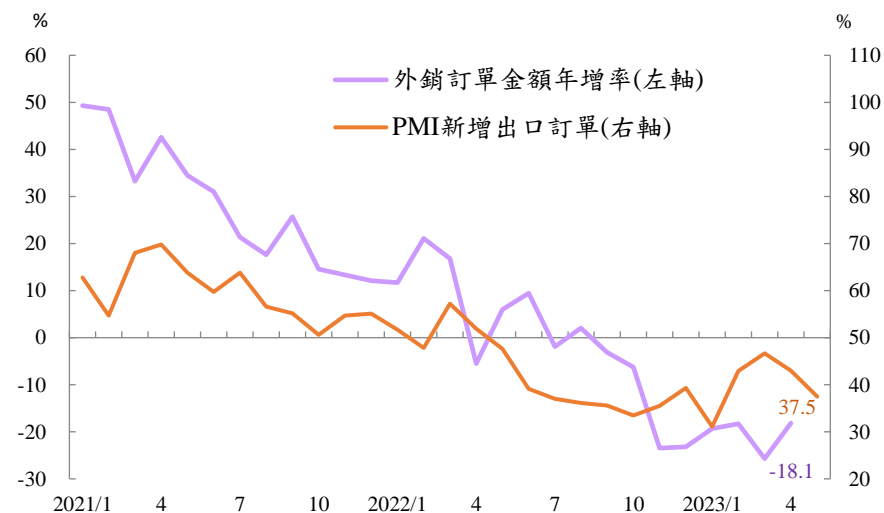
圖3 商品、積體電路及傳產貨品出口年增率



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4 外銷訂單與 PMI 新增出口訂單



註：外銷訂單以美元計價。

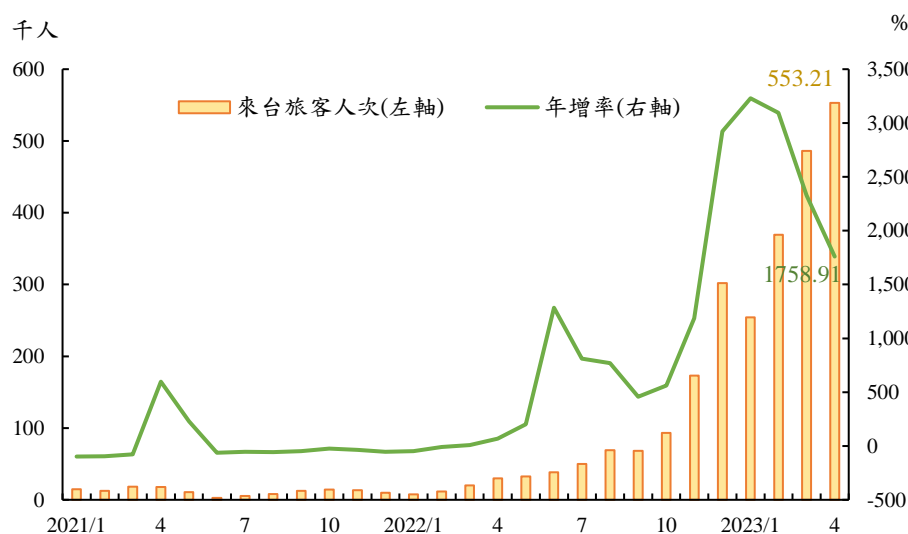
資料來源：經濟部、國發會

(2)新興科技應用推展，與旅客來台擴增，預期下半年輸出成長動能回溫。

- 部分重要**全球指標緩步走升**，有助維繫下半年出口動能：如 OECD 公布之 4 月 G20 國家領先指標為 98.9，連續 3 個月回升，全球景氣可望逐漸回穩。
- 人工智慧(如生成式 AI)、資料中心與高效能運算等**新興應用需求推展**，維繫下半年台灣輸出成長。
- COVID-19 **防疫降階與管制措施解除**，加以政府積極**行銷台灣特色**，吸引**外國人來台旅遊**(圖 5)¹，旅行收入可望持續成長，挹注輸出成長力道。

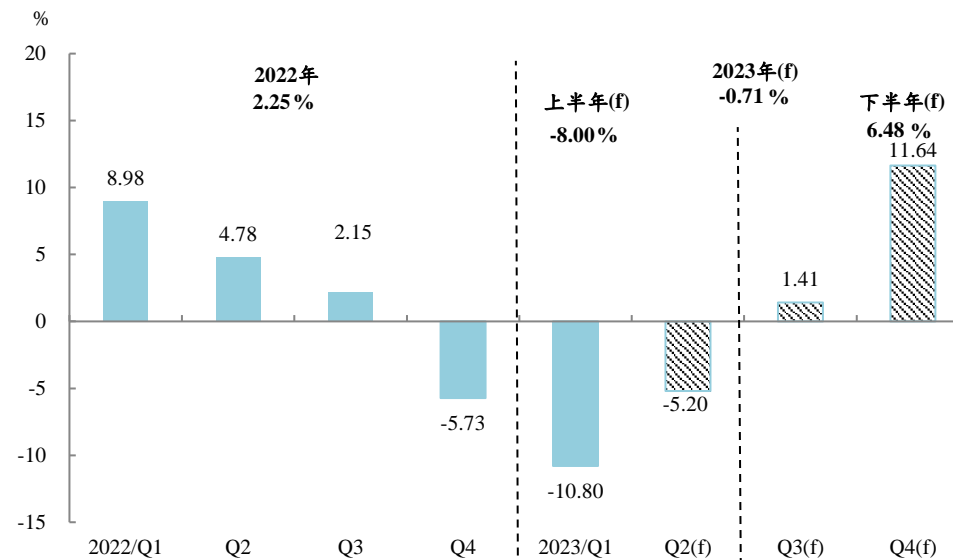
(3)另考量**上年下半年之比較基期較低**，預測下半年實質輸出年增率為 6.48%，高於上半年之-8.00%，全年為-0.71% (圖 6)。

圖 5 來台旅客人次與年增率



資料來源：交通部

圖 6 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。

¹ 政府推廣郵輪與商務觀光，且推出「加速擴大吸引國際觀光客方案」，針對自由行旅客來台，每人有機會獲得新台幣 5,000 元消費金；旅遊團體來台，依停留天數及團體人數，可獲得 5,000 元~5 萬元之獎助金。交通部預估 6 月底來台旅客可達 267 萬人次，參見工商時報(2023)，「交通部：600 萬國際旅客來台最快第 3 季達標」，6 月 8 日。

2. **民間投資恐續呈衰退**：主因出口成長動能平疲，廠商持續調整庫存，且全球景氣不確定性高。

(1) 太陽能與離岸風電等綠能建設持續推進，廠商回台投資計畫廣續進行，加以政府積極推動產業及中小企業升級轉型(疫後特別預算)²，有助維繫民間投資成長動能。

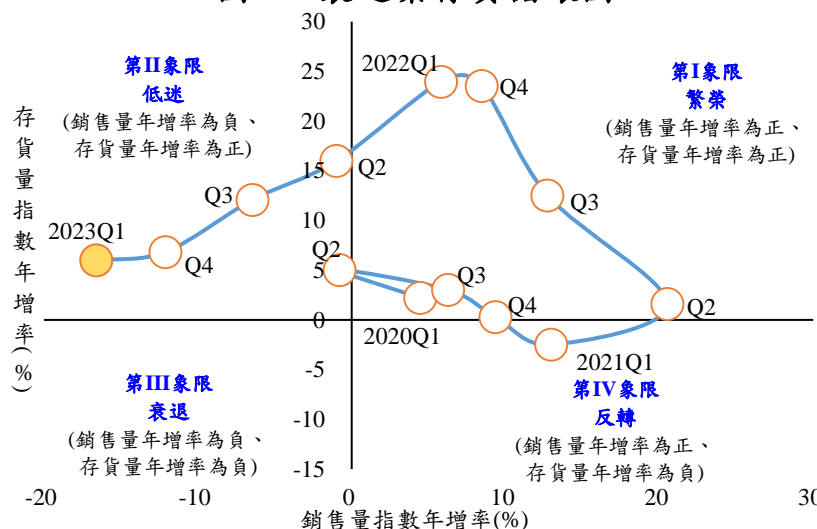
(2) 惟全球**終端需求不振**，加以**全球供應鏈持續調整庫存**，抑制台灣出口表現，且台灣民間投資與出口長期連動性高，本年**出口不確定性猶存**，拖累業者投資布局步調，設備投資意願下滑。

□ 觀察存貨循環圖(圖 7)，廠商**庫存調整速度不如預期**³，本年第 1 季**製造業續處低迷階段**，廠商**持續調整存貨**，且銷售量衰退擴大。

□ 本年自 3 月起半導體及資本設備進口金額已連續 3 個月衰退，5 月分別年減 20.2% 與 6.4%(圖 8)。

□ 隨製造業與房市景氣趨緩，**廠房與住宅建置需求下滑**，不利營建工程投資成長(圖 9)。

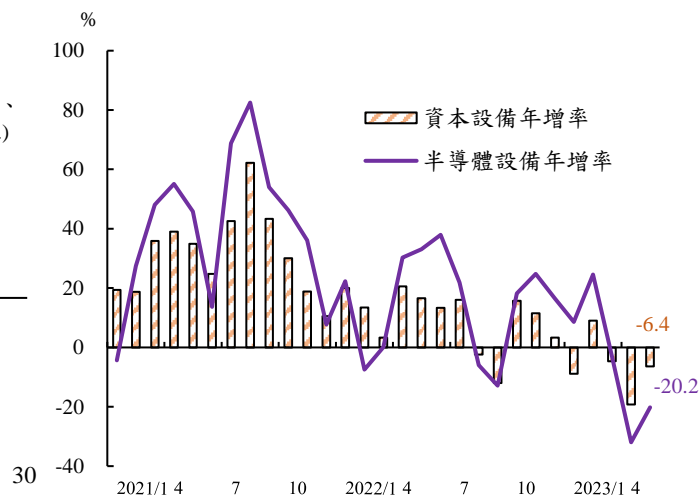
圖 7 製造業存貨循環圖



註：存貨循環圖係以製造業銷售量指數年增率(橫軸)及存貨量指數年增率(縱軸)之變化，觀察產業庫存調整與景氣循環之關係。

資料來源：經濟部

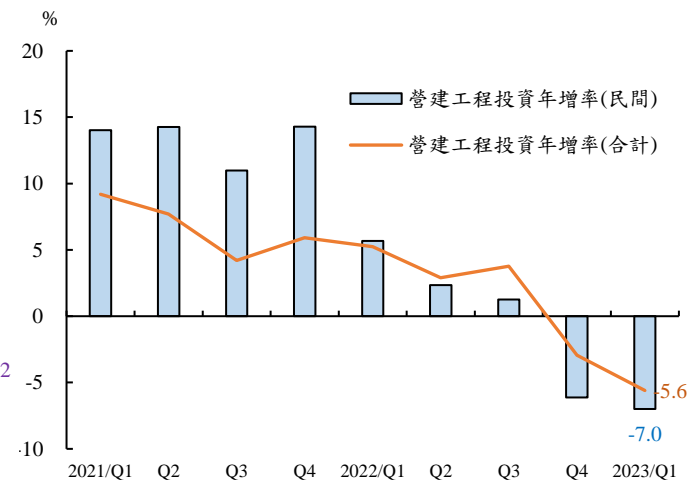
圖 8 資本及半導體設備進口



註：以美元計價。

資料來源：財政部

圖 9 營建工程投資



資料來源：主計總處

² 本年 3 月政府通過約 3,800 億元「中央政府疫後強化經濟與社會韌性及全民共享經濟成果特別預算案」，分 3 年支出，本年支出約 2,769 億元、明(2024)年約 640 億元、2025 年約 391 億元。疫後特別預算中，辦理推動產業及中小企業升級轉型，約 317 億元。

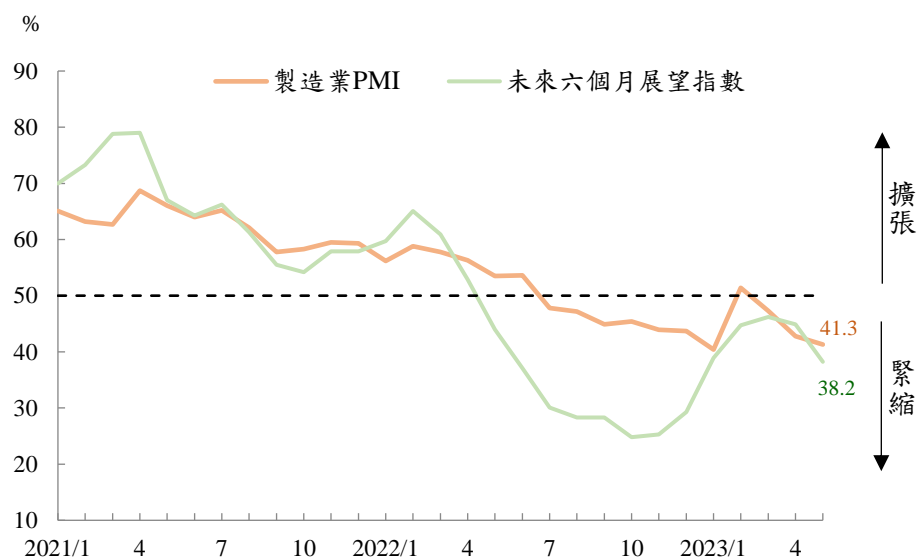
³ 經濟部統計處公布之 3 月全體製造業存貨率為 92.15%，高於疫情前(2012 至 2019 年)平均之 71.26%；其中，資訊電子工業為 98.96%，亦明顯高於疫情前之 56.05%。

(3)全球景氣下行風險仍多，業者對未來**景氣看法持審慎態度**，不利下半年民間投資成長。

□ 廠商對未來經濟前景仍持觀望態度，下單、生產保守，5月製造業PMI與未來6個月展望指數均續呈緊縮(圖10)。

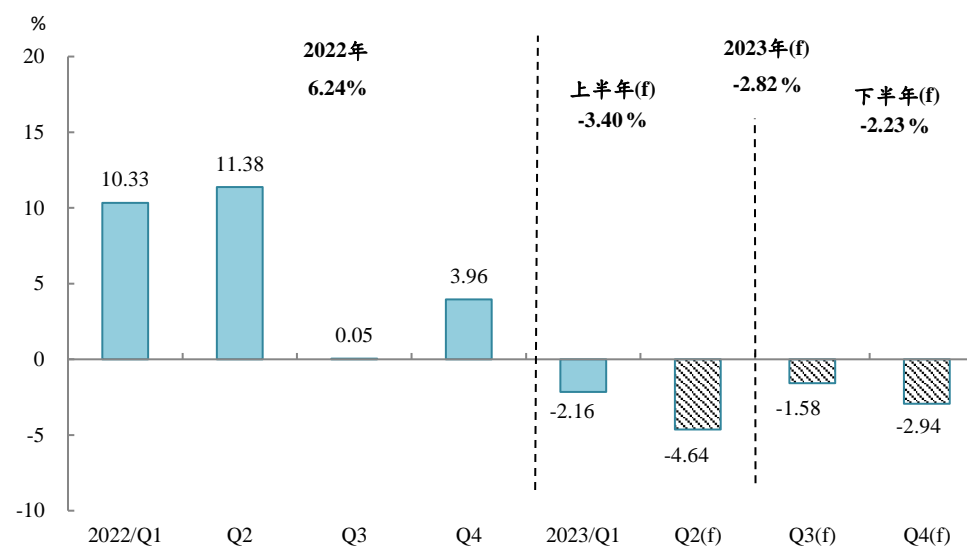
(4)除前述不利因素之外，考量近年民間投資金額大，墊高比較基期，預測本年上、下半年實質民間投資年增率分別為-3.40%以及-2.23%，全年為-2.82%(圖11)。

圖 10 製造業 PMI 與「未來六個月展望指數」



資料來源：國發會

圖 11 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。

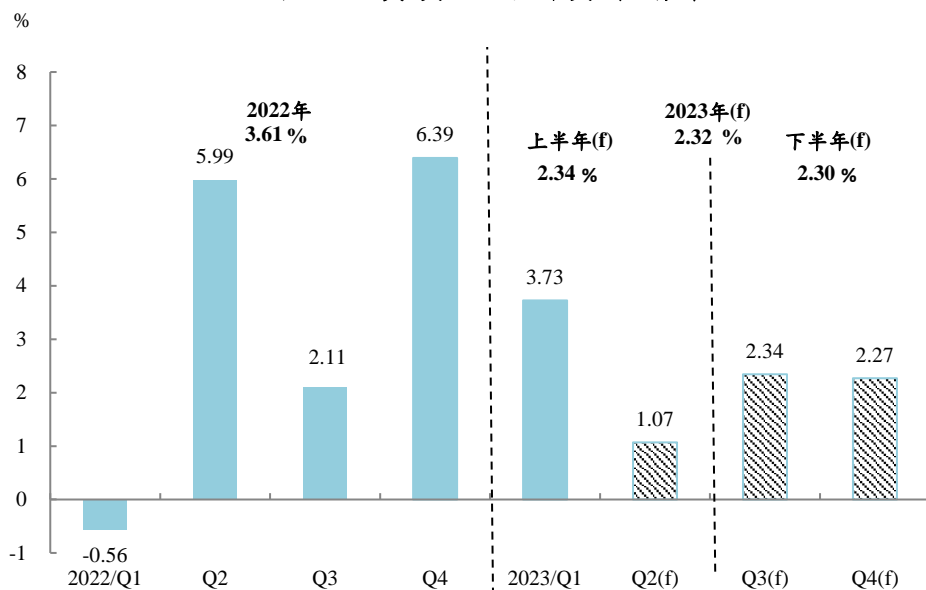
3. 公共支出穩定成長：主因軍品採購等支出續增，且政府擴編公共建設規模等，並提升執行率。

(1) 預期戰機採購等支出維繫政府消費動能，下半年實質政府消費成長 2.30%，全年則為 2.32% (圖 12)。

(2) 預期下半年實質公共投資(含政府與公營事業投資)成長率為 3.35%，全年為 4.26% (圖 13)。

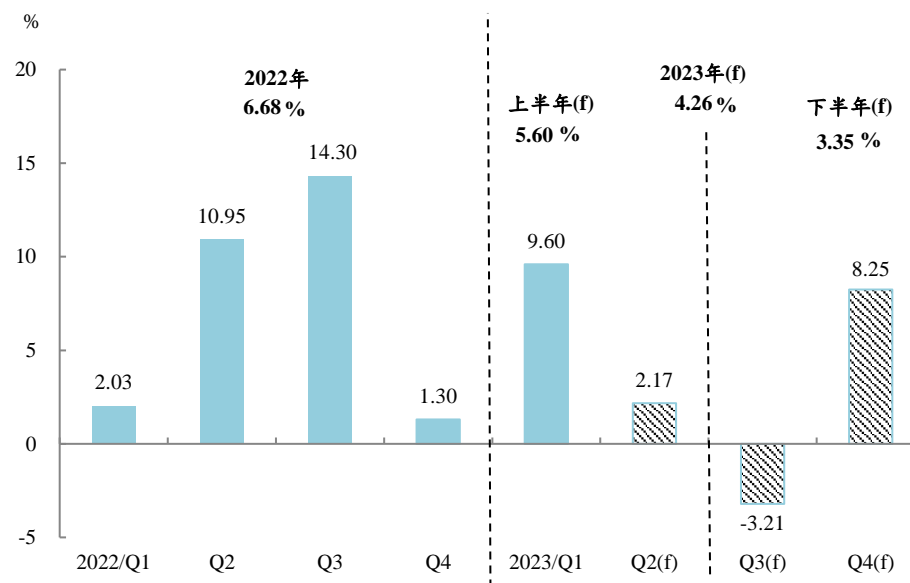
- 上年政府已考量經濟下行風險，擴大編列本年公共建設規模逾 6,000 億元，為歷年新高，執行率目標超過 95%⁴，將有助擴大內需。
- 疫後特別預算包含農漁業基礎設施、輔導工廠合法改建等，且本年政府積極提升執行率，有助維繫公共投資動能。

圖 12 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 13 實質公共投資年增率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

⁴ 截至 4 月底經費達成率約 24.93%，創下近 16 年同期新高。

4. **民間消費規模持續擴增**：主因疫後民眾生活回歸常軌，餐飲、旅遊與娛樂支出與上年同期比較，明顯增加。

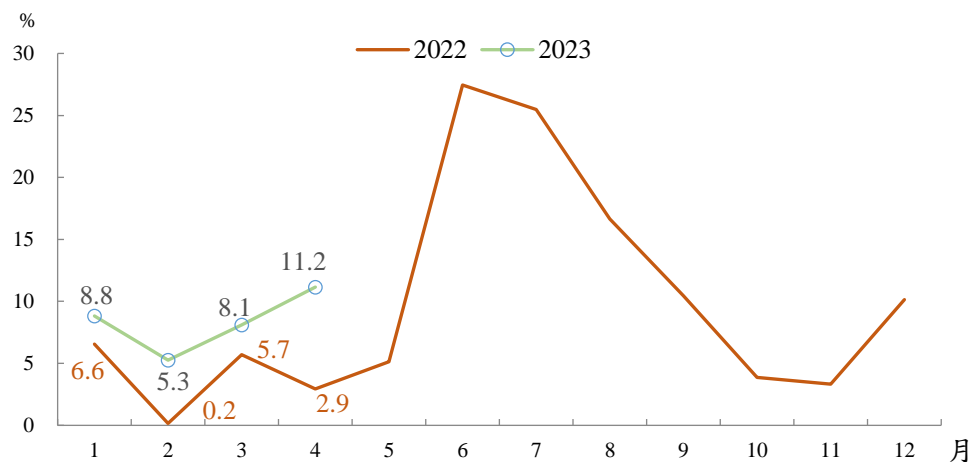
(1)受惠於疫後特別預算，全民普發 6,000 元現金⁵，且交通部「行政院促進公共運輸使用方案」將於 7 月起推出公共運輸補貼等措施⁶，有助**增加民眾可支配所得**，帶動民間消費成長。

(2)全民邁向疫後正常生活，自**上年 10 月放寬邊境管制**，加以近期防疫管制降階⁷，**消費者信心回穩**⁸，民生經濟活動正常化，**外出消費、旅遊人潮回流**，帶動餐飲、交通、旅宿等消費支出增加。

□ 4 月**餐飲、零售營業額雙創歷年同期新高**，分別年增 31.4%與 7.5%，而餐飲加計零售業營業額成長 11.2%，明顯優於上年同期表現(圖 14)。

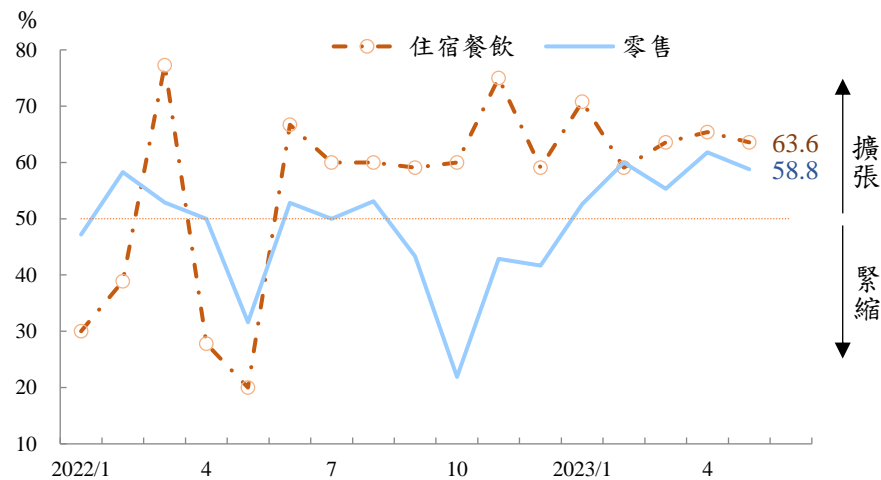
□ 5 月**住宿餐飲、零售業者對未來 6 個月展望續呈現樂觀**(圖 15)。

圖 14 餐飲暨零售業營業額年增率



資料來源：經濟部統計處

圖 15 NMI 住宿餐飲、零售業對未來六個月展望



資料來源：國發會

⁵ 疫後特別預算中，約 1,417 億元辦理全民經濟成果共享，普發現金；截至 6 月 6 日，已領取人數達 2,224 萬人，執行率超過 94%。國發會評估普發現金 6,000 元，可貢獻經濟成長率 0.3 個百分點。

⁶ 疫後特別預算中，221 億元用於辦理擴大公共運輸補貼，減輕通勤族群交通負擔。

⁷ 5 月 1 日起，COVID-19 調整為第 4 類法定傳染病。

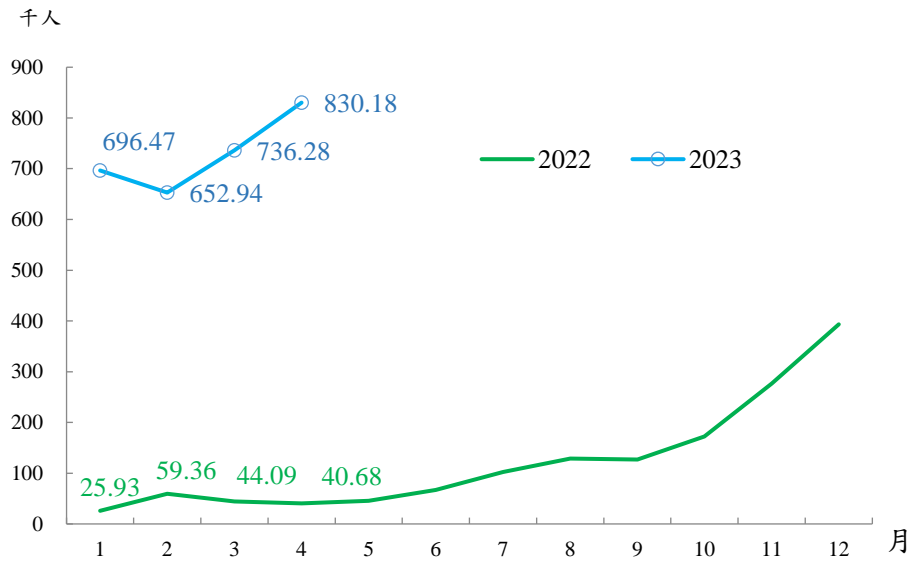
⁸ 5 月中央大學消費者信心指數回升至 63.67 點，較 4 月增加 0.49 點，為本年年次高。

□ 自上年國境開放，國人出國意願明顯提升(圖 16)，加以**暑期與年底旅遊旺季**，**出國人次可望大增**，有助下半年民間消費成長⁹。

(3)政府持續推動**汰舊換新**與延長**節能家電補助**，有利民間消費成長。

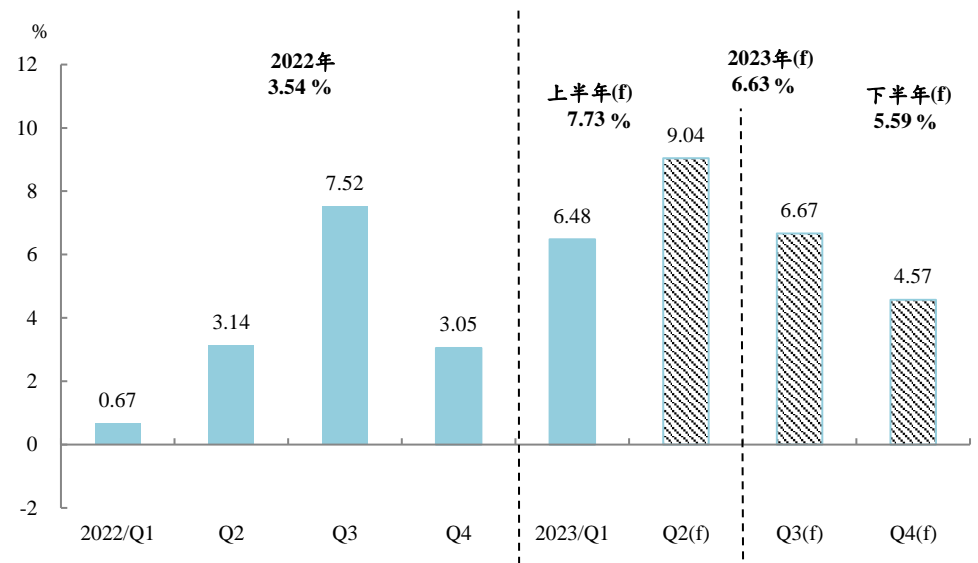
(4)預測本年上、下半年實質民間消費年增率分別為 7.73% 及 5.59%，全年為 6.63%(圖 17)。

圖 16 國人出國人次



資料來源：交通部

圖 17 實質民間消費年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

⁹ 國人出國旅行支出上升，民間消費增加，惟服務輸入同步提高，兩者相抵，對整體 GDP 並無影響。

5. 不確定性因素仍多，惟多數機構預測本年台灣經濟持續成長

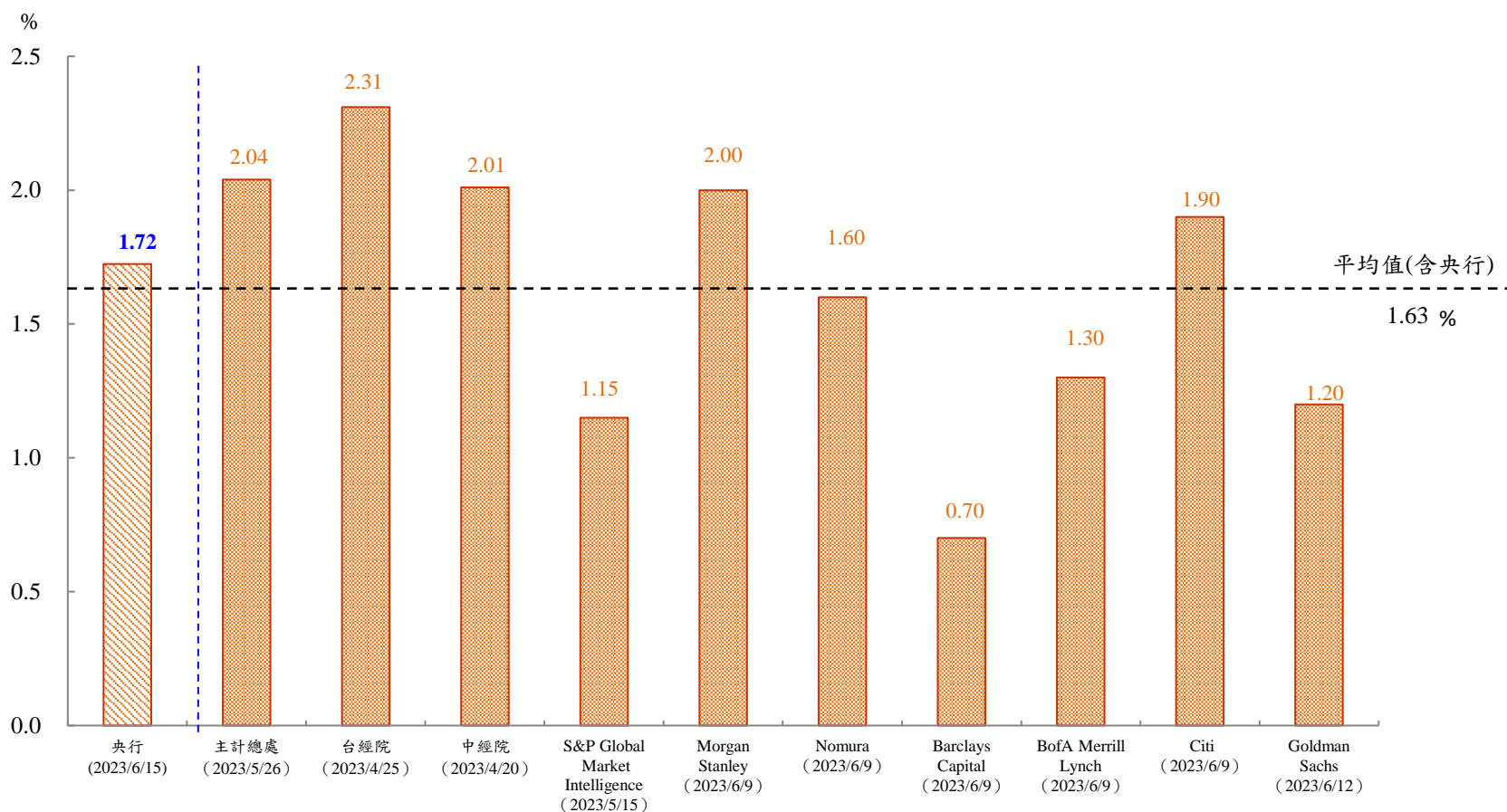
(1) 不確定性因素

- **主要央行維持高利率水準時間**：上年起，主要央行緊縮貨幣政策累積效果漸顯見，惟疫後生活正常化，部分消費轉向服務類，先進經濟體之餐飲及娛樂服務(如旅宿)需求明顯升溫，且其人力成本上漲，致服務類價格持續居高，核心物價下跌不易，主要央行恐維持高利率水準更長的時間，將不利民間消費與投資成長，恐延緩全球經濟復甦步調，及台灣出口動能回升。
- **中國大陸經濟復甦程度**：中國大陸經濟重啟後，本年第 1 季消費復甦緩慢，民間投資低迷，加以青年失業率仍高與地方政府債務龐大等問題仍存，景氣前景不確定性高，復甦動能恐不如原先預估，可能拖累全球經濟成長動能。
- **供應鏈庫存調整完成時間攸關下半年經濟復甦動能**：因供應鏈瓶頸期間重複下單與疫後遠距紅利消失，上年第 2 季起全球終端產品買氣趨緩，部分廠商亦開始調整庫存，惟至本年上半年各產業庫存去化程度不一，拖累國內經濟成長動能。因此，供應鏈庫存調整完成的時間，將左右國內民間投資與經濟表現。
- **國際政經情勢變化與氣候變遷**：俄烏戰爭持續、南海緊張情勢升溫等地緣衝突未歇；另一方面，近期全球暖化，各地屢創高溫，影響作物供給，均增添未來全球經濟成長與通膨的不確定性。

(2)國內外機構預測本年台灣經濟溫和成長

- 全球景氣降溫，與全球經貿不確定性因素仍多，制約台灣外需動能，加以廠商持續庫存調整，民間投資偏向保守，國內外主要機構下調本年台灣經濟成長率預測值，介於0.7%~2.31%之間，平均為1.63%(圖 18)。

圖 18 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測

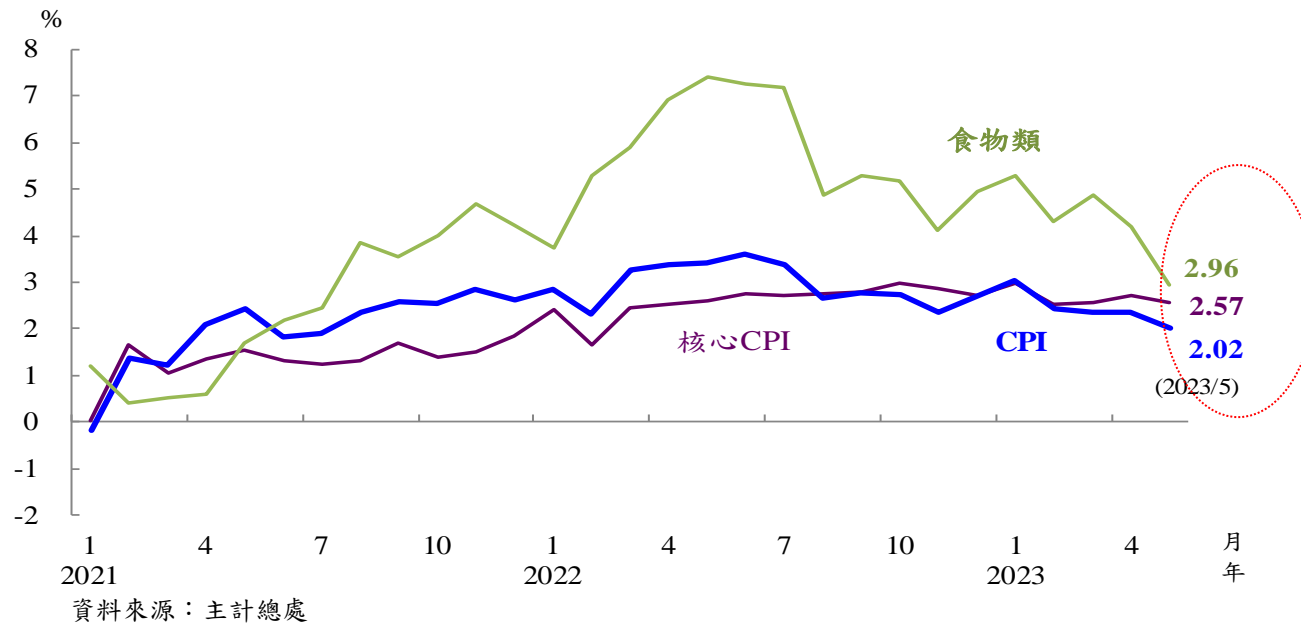


(三)本年 CPI 年增率緩步回降，預測全年平均降至 2.24%

1. 近月來 CPI 年增率續呈緩步回降趨勢

(1)本年 3 月以來，隨蔬果等**食物商品價格漲幅趨緩**，以及油料費等**能源商品價格**走低，消費者物價指數(CPI)年增率持續上年下半年以來之緩降趨勢，至 5 月為 **2.02%**；不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率則居高為 **2.57%**，主因國內於上年 10 月開放邊境管制，11 月上旬防疫措施再鬆綁，疫後生活逐步正常化，餐飲及旅宿**服務供不應求致價格攀高**，**延緩回降速度**¹⁰(圖 19)。

圖 19 CPI 與核心 CPI 年增率



¹⁰ CPI 之商品類價格年增率由上年平均 3.56%降至本年 1~5 月平均 2.04%，服務類價格年增率則由 2.40%升至 2.83%。

(2)本年 1 至 5 月平均 CPI 年增率為 2.44%，主因**外食**等**食物類**與**娛樂服務**價格上漲，以及**房租**調高，合計使 CPI 年增率上升 **1.72** 個百分點，貢獻約 **70%** (表 2)。

表 2 本年 1 至 5 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	1,000	2.44	2.44
食物類	254	4.33	1.09
外食費	98	4.26	0.42
肉類	24	6.33	0.16
穀類及其製品	16	4.47	0.07
蛋類	3	19.00	0.07
水產品	12	4.59	0.06
調理食品	9	5.68	0.05
水果	21	1.38	0.04
乳類	10	3.97	0.04
房租	156	2.27	0.34
娛樂服務	43	7.54	0.29
家庭用品	43	2.37	0.10
個人隨身用品	23	3.53	0.08
個人照顧服務費	13	5.89	0.08
交通工具	41	1.62	0.07
美容及衛生用品	30	2.56	0.07
交通工具零件及維修費	18	3.30	0.06
藥品及保健食品	17	2.89	0.05
住宅維修費	12	3.40	0.04
合計			2.27
油料費	27	-2.93	-0.09
合計			-0.09
其他			0.26

合計使
CPI 年增
率上升
1.72 個百
分點，貢獻
約 70%。

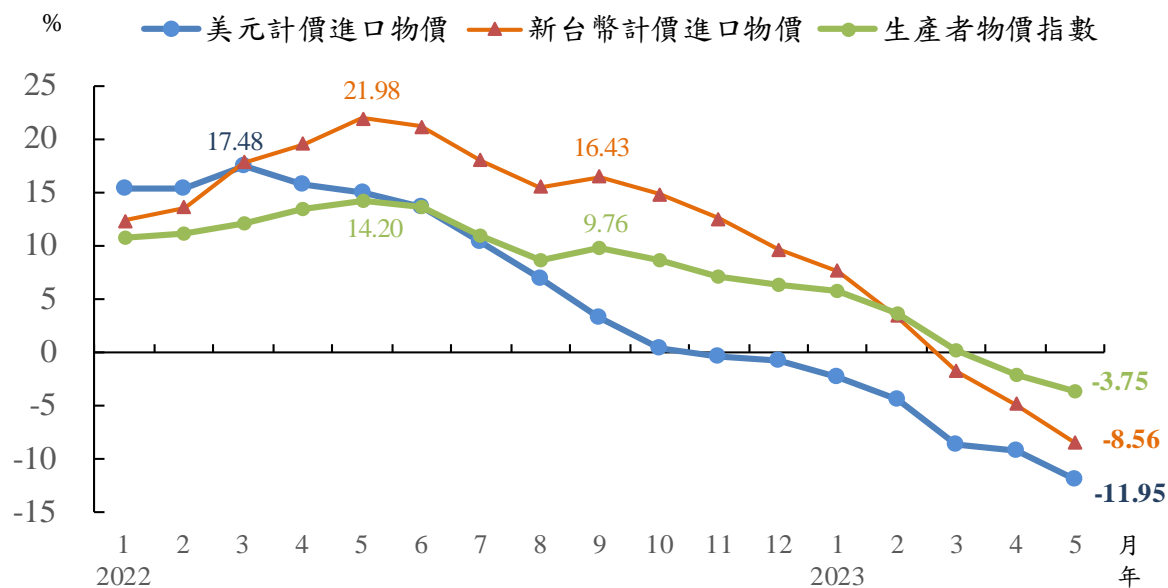
資料來源：主計總處

2. 原油等原物料價格回跌，預期本年國內 CPI 年增率回降至 2.24%

(1) 國際原物料價格回跌，國內進口物價及生產者物價轉趨下跌

- 本年 5 月以美元計價之進口物價續年減 11.95%，以新台幣計價之進口物價亦續年減 8.56%，係連續 8 個月回降，致國內生產者物價指數(PPI)續年減 3.75% (圖 20)。

圖 20 進口物價及生產者物價指數年增率

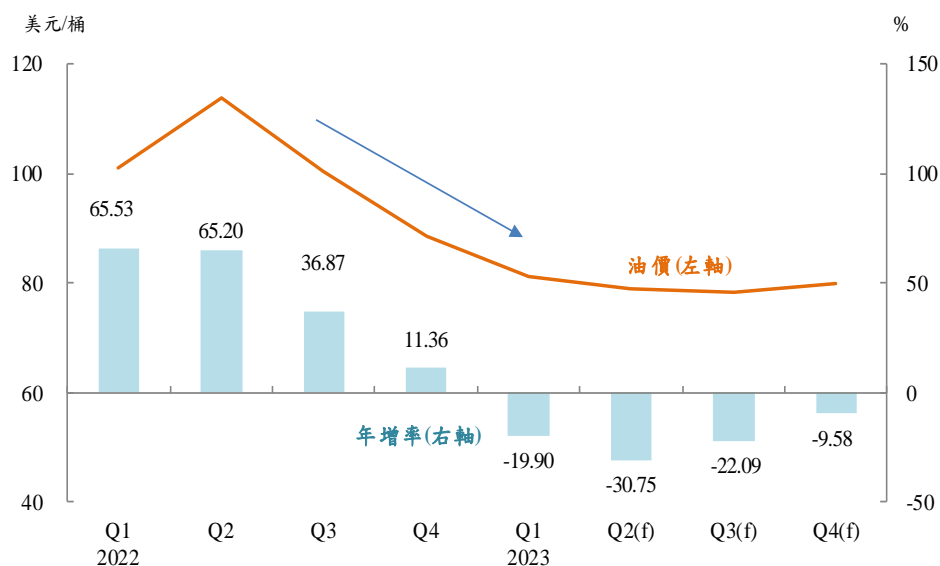


資料來源：主計總處

(2)預期**原油等原物料需求下滑**，價格走低(圖 21)，國內**相關進口物價回降**，商品類價格逐漸回軟，惟疫後生活正常化，**娛樂服務供不應求**，價格攀高，加以**食材與人力等成本上揚**，**推升外食價格**，致服務類價格居高(圖 22)，延緩整體通膨率回降速度。

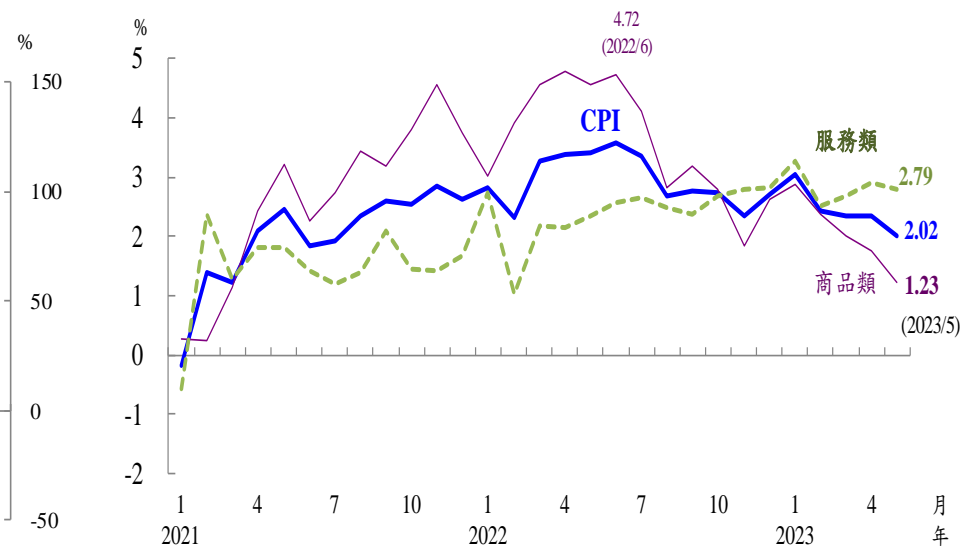
□ 服務類價格居高難下，主要係因**服務業**多為勞力密集，**勞動成本份額較高**，**服務類價格**具有**僵固性**，加以隨**疫後生活正常化**，部分消費需求由**商品移轉至服務**，**餐飲及娛樂服務**(如旅宿)等**供不應求**，且**勞動供需失衡推升人力成本**，業者因而調高**相關服務價格**，也使得整體通膨率回降速度遲緩¹¹。

圖 21 布蘭特原油價格與年增率



資料來源：U.S. Energy Information Administration (EIA) (2023/6)

圖 22 CPI 及商品類、服務類價格年增率



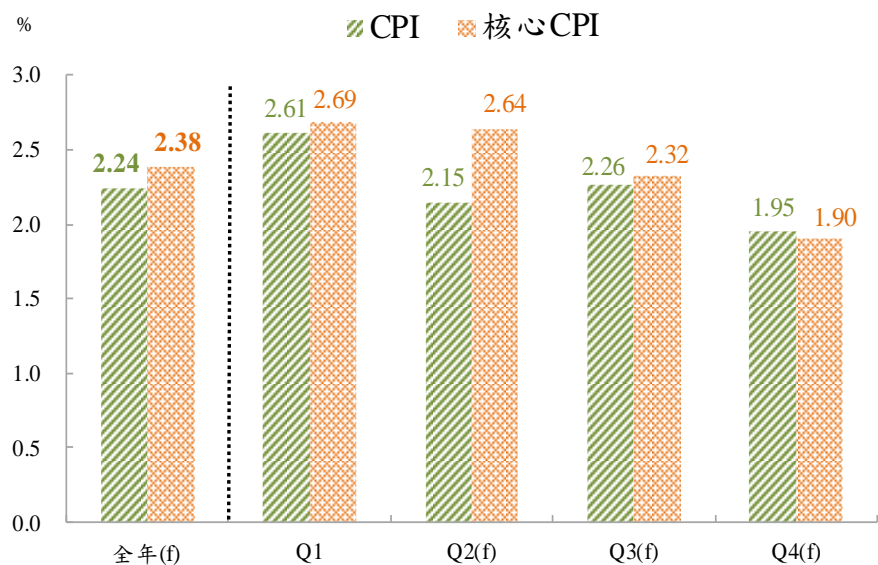
資料來源：主計總處

¹¹ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「三、近年主要經濟體之商品與服務類價格走勢分析」。

□ 由於**餐飲及娛樂等服務**價格攀升，加以計程車與國道客運等運輸費率陸續調高，服務類價格僵固性超乎預期，本行預測本年台灣**CPI**、**核心 CPI** 年增率由上次理事會之同為 2.09%，分別上修為 **2.24%**、**2.38%**(圖 23)；**地緣政治衝突**風險及**天候**則為影響未來通膨走勢之**主要不確定因素**。

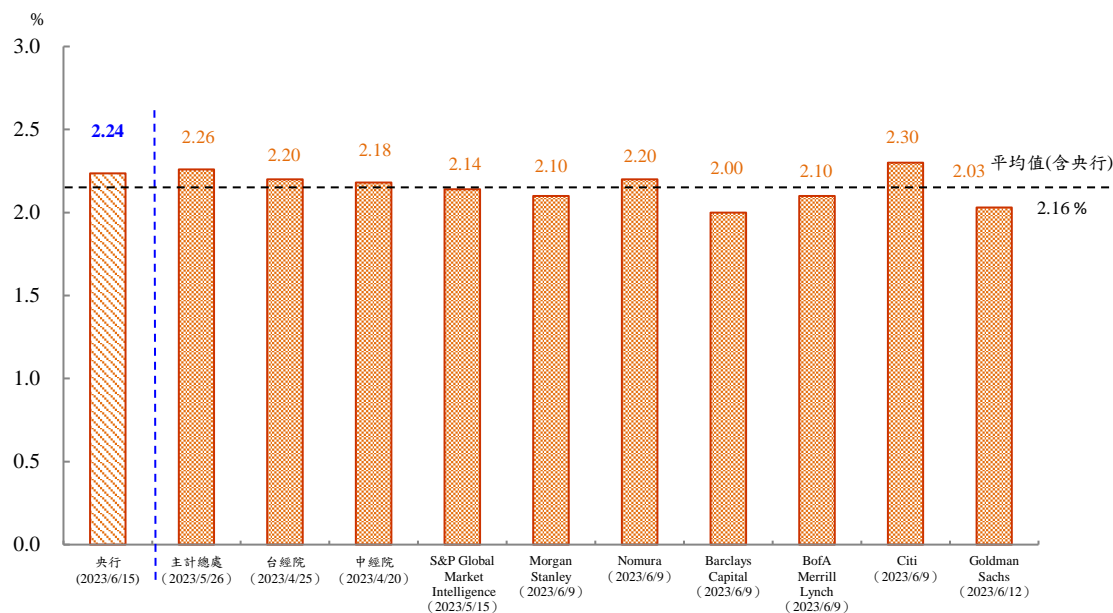
(3)主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 2%至 2.3%，**平均為 2.16%**(圖 24)。

圖 23 本行對本年 CPI 及核心 CPI 年增率之預測



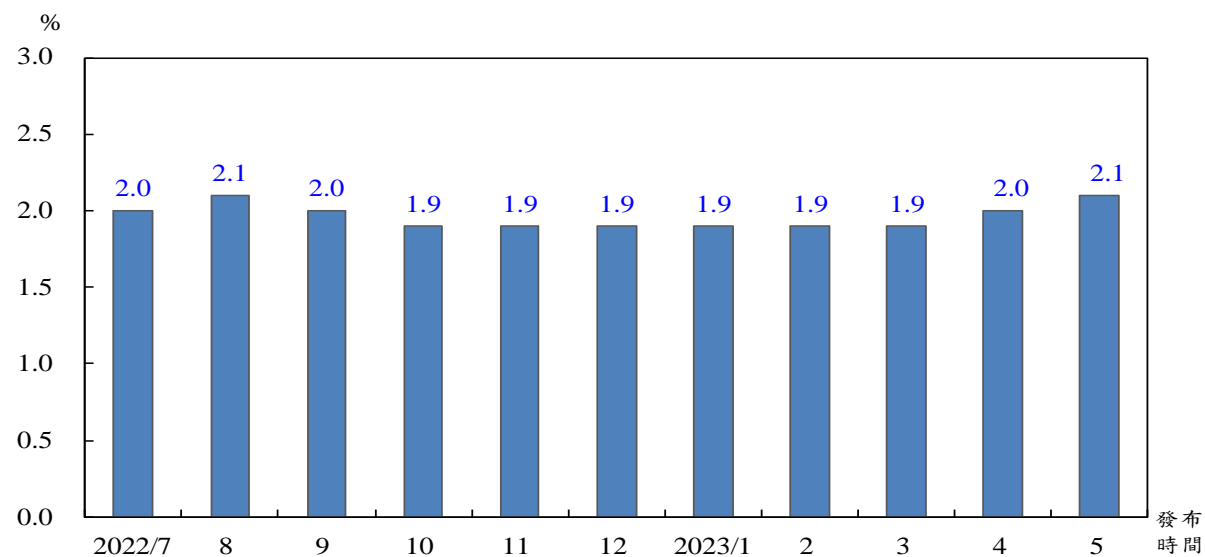
資料來源：中央銀行

圖 24 主要機構預測 2023 年台灣 CPI 年增率



(4)Consensus Economics 每月發布之本年台灣 CPI 通膨率預測數平均值自上年 8 月之 2.1%緩步回降，至本年 3 月為 1.9%，係連續 6 個月持穩，近月雖略回升(圖 25)，惟通膨預期仍屬穩定。

圖 25 專業預測機構對台灣 2023 年通膨率之預測值*



註：*係十多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

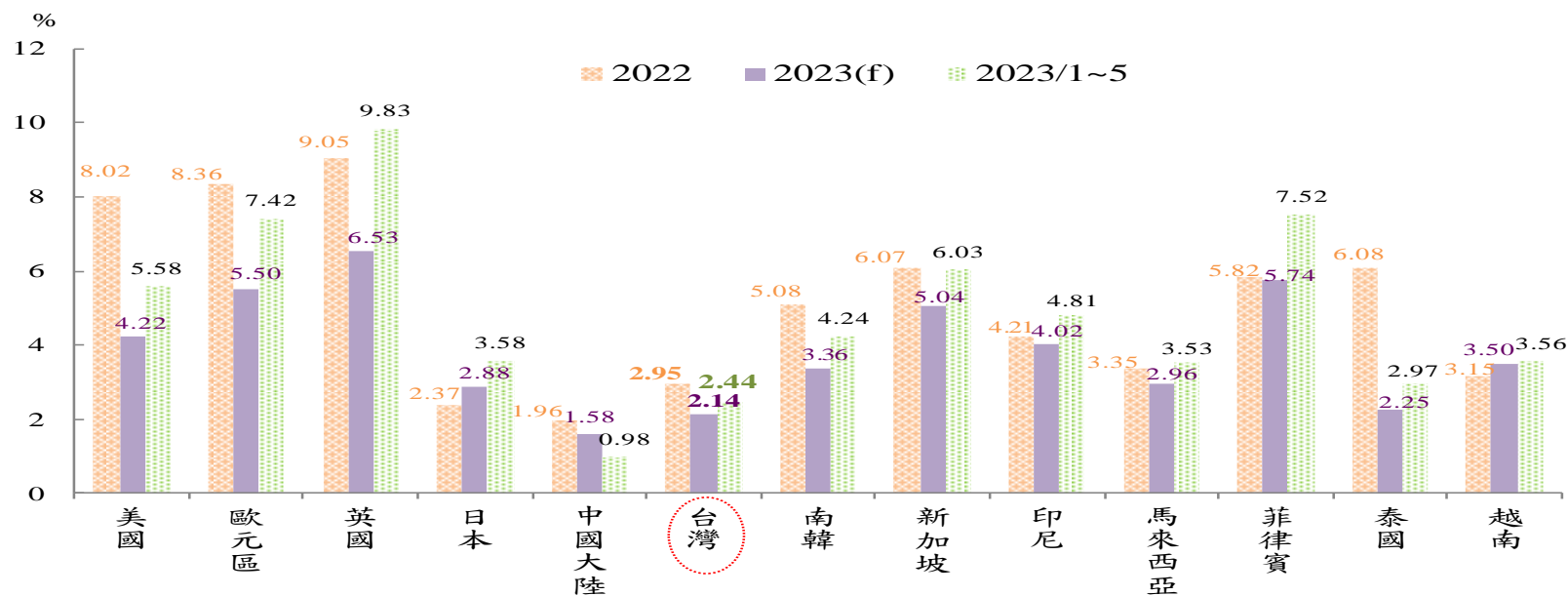
資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

3. 預期本年多數經濟體通膨率回降，惟其回降速度略緩，台灣亦然

(1) 本年以來，隨能源等原物料價格回跌，主要經濟體 CPI 年增率大多自**上年高點**回降；本年 5 月 S&P Global Market Intelligence 預測**大多數經濟體本年通膨率將低於上年**，**台灣亦然**(圖 26)。

(2) 由於主要經濟體**食物類價格**居高，加以疫後生活正常化，餐飲、旅宿等需求復甦，**推升服務類價格**，致**整體通膨率回降緩慢**；**台灣亦然**，惟其**通膨率相對主要經濟體溫和**(圖 26)。

圖 26 主要國家 CPI 年增率



註：1. 2022 年及 2023/1~5 係實際值，2023 年係 S&P Global Market Intelligence (2023/5/15) 預測值。

2. 美國、英國、日本、中國大陸、新加坡、馬來西亞等 CPI 年增率係 1 至 4 月平均值。

資料來源：各國政府統計、S&P Global Market Intelligence (2023/5/15)

三、近年主要經濟體之商品與服務類價格走勢分析

2020年受**新冠肺炎疫情**影響，生產活動與物流急凍，全球需求不振，原物料價格大跌；嗣因主要經濟體採**超寬鬆貨幣與財政措施**因應疫情衝擊，在疫苗接種漸趨普及與經濟活動陸續解封後，需求回溫，惟疫情衍生之**供應鏈瓶頸問題**持續，導致**商品供需嚴重失衡**，並推升倉儲及運輸成本，帶動**國際原物料及商品價格攀高**。

上(2022)年疫情反覆，中國大陸防疫採行封鎖措施，加以**俄烏戰爭爆發**，供應鏈瓶頸問題再度惡化，推高**國際能源及糧食等商品價格**，進而推升主要經濟體通膨率至二次石油危機後之新高，主要經濟體改採**緊縮貨幣政策**因應。

本(2023)年以來，美、英、歐等**主要央行**大幅升息之**累積緊縮效應影響終端需求**，全球經濟活動放緩，原油等**能源需求減緩**，價格大幅回降，加以供應鏈壓力紓解，美、英、歐、日、韓等主要經濟體與台灣之**商品價格漲幅明顯減緩**，惟**服務類價格**則因**疫後服務需求釋放及反映房租價格走高**，而大幅攀升，致通膨壓力仍居高。

本年以來主要經濟體服務類價格續趨上升，主要係服務業**勞動成本份額較高**，勞動投入調整不易，且**服務業之資本密集程度相對製造業低**，其對**利率變動的敏感度亦較低**，較慢受到貨幣政策影響，**服務類價格**呈現**僵固性**；加以隨**疫後生活正常化**，部分消費需求由**商品移轉至服務**，**餐飲及娛樂服務**(如旅宿)等**供不應求**，且**勞動供需失衡推升人力成本**，業者因而調高**相關服務價格**；以及消費者物價指數(CPI)**權數較高之房租反映部分房價走高效應**，均支撐服務類價格上漲。影響所及，主要經濟體通膨率雖隨著商品類價格漲幅由高點回落，惟回降幅度不如預期，**使通膨率回落至政策目標仍係貨幣政策重大挑戰**。

台灣 CPI 服務類價格走勢與主要經濟體情況類似，惟**房租、外食費價格漲幅相對較小**，本年以來**通膨率及核心通膨率仍相對主要經濟體為低**。考量台灣物價漲幅相對溫和，且主要央行維持高利率帶來外溢緊縮效應，**本行採漸進且溫和的緊縮貨幣政策(gradualism)**，有助達成促進物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。

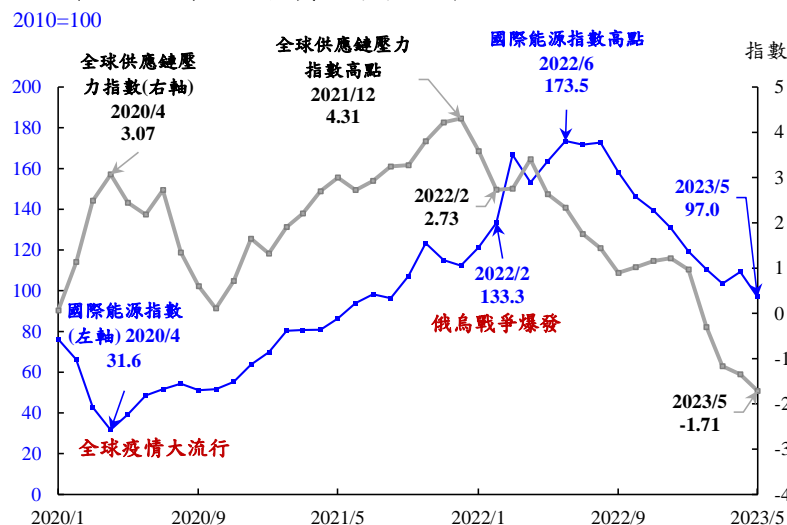
(一) 本年以來通膨率已隨商品類價格漲幅趨緩而下降，惟服務類價格年增率仍上升，使通膨率回降緩慢

1. 2020 年全球疫情衝擊全球經濟活動，上年俄烏戰爭爆發再推高物價，貨幣與財政政策由寬鬆轉趨緊縮；本年以來累積之緊縮貨幣效應顯現，影響終端需求，全球通膨壓力來源已由疫情期間之商品類移轉至經濟重啟後之服務類¹。

(1) **2020 年~2021 年**：全球疫情大流行，經濟活動急凍，全球供應鏈受阻而壓力大增(圖 1)；嗣隨主要經濟體採超寬鬆貨幣與財政措施因應疫情衝擊，疫苗接種漸普及與經濟陸續解封，需求升溫，然疫情反覆致供給恢復受阻，供應鏈瓶頸問題嚴峻，全球供應鏈壓力指數反轉向上，2021 年 12 月達高點 4.31(圖 1)；能源等大宗商品供需失衡，全球通膨率隨之攀高。

(2) **2022 年~2023 年**：上年 2 月俄烏戰爭爆發，6 月國際能源價格升至高點 173.5(圖 1)，中國大陸嚴格防疫措施使供應鏈再度受阻，第 3 季全球通膨率升至 2 次石油危機後新高點 8.14%(圖 2)；主要央行積極採行緊縮貨幣政策抑制高物價(圖 2)；嗣隨全球經濟趨緩，能源等大宗商品價格回落，供應鏈壓力紓解，全球通膨率隨商品類價格漲幅趨緩而下降(圖 2)。

圖 1 國際能源價格與全球供應鏈壓力指數

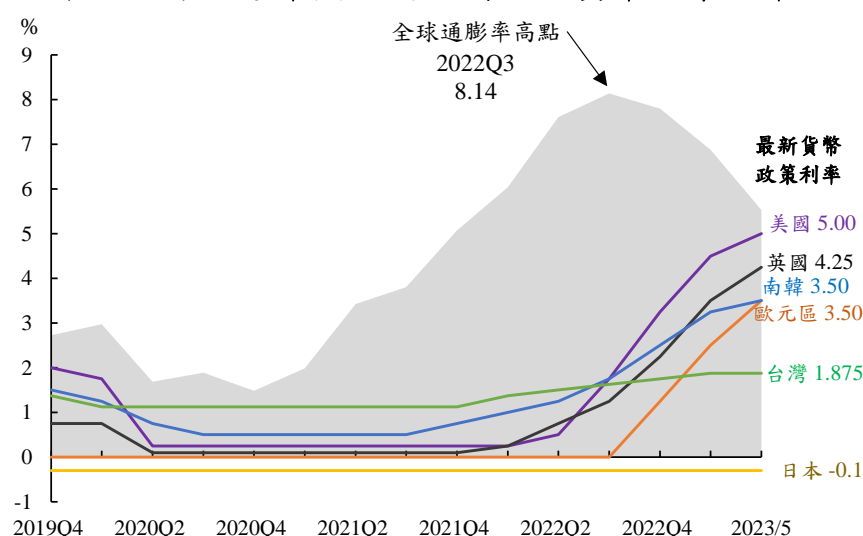


註：1. 能源價格指數包含煤、原油、天然氣現貨價格之加權平均。

2. 全球供應鏈壓力指數為 NY Fed 所編製，指數愈高表示供應鏈受阻愈嚴重。

資料來源：World Bank Commodity Price Data、NY Fed

圖 2 全球通膨率與主要經濟體之貨幣政策利率



註：美國與歐元區貨幣政策利率分別以主要聯邦資金利率目標區間下限、再融通操作利率表達。

資料來源：各經濟體官網(截至本年 6 月 12 日資料)

¹ 本文之通膨率係指 CPI 年增率，僅歐元區通膨率為調和消費者物價指數(HICP)年增率。CPI 依商品性質可分為商品及服務 2 類，以台灣為例，商品類包含耐用品、半耐用品及非耐用品等消費品，服務類則包含外食費、衣著、居住、交通及通訊、醫療保健、教養娛樂等服務；有關物價指數分類請參考主計總處說明。

(3) 本年以來，國際原油等能源價格續跌，且供應鏈瓶頸解除，加以緊縮貨幣之累積效應顯現，持續影響終端需求，帶動商品類價格年增率較上年大幅下降，**主要經濟體之通膨率多回落**；惟因**疫後生活正常化**，**服務需求大增**，價格攀升，**影響通膨續降幅度**。

一 **疫情期間**，服務類消費受政府實施防疫措施限制，及民眾擔憂感染病毒自主避免對外接觸因而暫停，**商品類消費**則可透過網路訂購及物流系統持續，然**商品**受限於全球**供應鏈瓶頸**而供不應求，價格**漲幅大於服務類**。

一 隨疫情影響漸逝，**經濟活動重啟**，消費需求升溫，尤其**疫情期間受壓抑的旅遊、娛樂等需求獲得釋放**，然受制於人員招聘與專業養成不易，缺工嚴重，**服務供不應求致價格大漲**；當前**全球通膨壓力來源已由商品類移轉至服務類**。

表 1 主要經濟體 CPI 之商品類與服務類價格年增率

	美國	英國	歐元區	日本	南韓*	台灣*
CPI年增率(%)						
2022平均值	8.0	9.1	8.4	2.5	5.1	2.95
2023/1~4平均值	5.6	9.8	7.8	3.6	4.3	2.44
年增率趨勢						
商品類價格年增率(%)						
2022平均值	11.0	12.0	11.9	5.5	6.7	3.56
2023/1~4平均值	2.9	12.4	9.8	5.6	4.7	2.04
年增率趨勢						
服務類價格年增率(%)						
2022平均值	6.2	5.2	3.5	-0.5	3.7	2.40
2023/1~4平均值	7.3	6.5	4.9	1.4	3.8	2.83
年增率趨勢						

*：南韓與台灣為本年 1~5 月資料。

註：表中各經濟體之年增率趨勢縱軸軸距各不相同，僅以紅點標示年增率趨勢之高點，凸顯趨勢變動方向。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

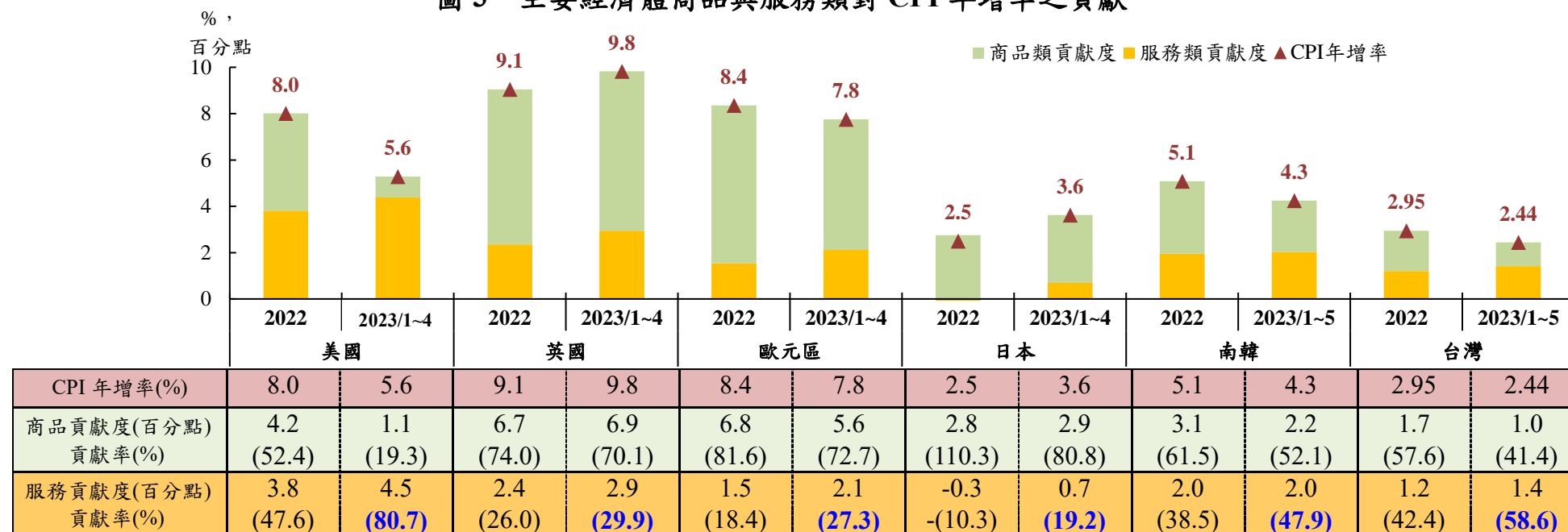
- ✓ **美國** 上年 CPI 年增率為 8.0%，本年 1 至 4 月平均降至 5.6%，主因同期間商品類價格年增率由 11.0%，大幅降至 2.9%，CPI 年增率與商品類價格年增率走勢相近，惟 CPI 年增率回降幅度放緩，係因服務類價格年增率由 6.2% 上升至 7.3%(表 1)。
- ✓ **台灣** 上年 CPI 年增率為 2.95%，本年 1 至 5 月平均降至 2.44%，同期間商品類價格年增率由 3.56%，降至 2.04%，服務類價格年增率則由 2.40% 升至 2.83%(表 1)；**台灣 CPI 及商品與服務類價格年增率走勢大抵與其他經濟體相似，惟變動幅度相對溫和。**

2. 本年以來主要經濟體服務類對 CPI 年增率之貢獻率均上升，成為通膨壓力之主要來源。

(1) 美國服務類對 CPI 年增率之貢獻率由上年之 47.6% 上升至本年 1 至 4 月平均之 80.7%，日本服務類對 CPI 年增率之貢獻率則由 -10.3% 轉升至 19.2%；英國、歐元區、南韓與台灣服務類對 CPI 年增率之貢獻率亦分別上升至 29.9%、27.3%、47.9% 與 58.6% (圖 3)。

(2) 值得注意的是，本年以來英國服務類價格與商品類價格年增率均較上年為高 (表 1)，致 1 至 4 月 CPI 年增率仍高達 9.8%，高於上年之 9.1%；日本除服務類價格年增率由負轉正，商品類價格年增率亦持續升高 (表 1)，1 至 4 月 CPI 年增率達 3.6%，亦高於上年之 2.5%；此 2 經濟體之通膨率仍未有明顯回落跡象 (圖 3)。

圖 3 主要經濟體商品與服務類對 CPI 年增率之貢獻



註：1. 歐元區為 HICP，其餘經濟體皆為 CPI，本文敘述均以 CPI 表達。

2. 服務類與商品類對 CPI 年增率之貢獻度分別以年增率乘以固定權數簡單推估，貢獻率則以其貢獻度占整體 CPI 年增率之比例計算，表格中括號內數值表示貢獻率。

3. 各經濟體商品與服務類占 CPI 權數不同，且隨消費支出變化而更新，本文僅依各經濟體官網所公布之最新權數估算；各經濟體依商品與服務類順序之權數分別為美國 38.4% 與 61.6%；英國 54.9% 與 45.1%；歐元區 56.4% 與 43.6%；日本 50.5% 與 49.5%；南韓 46.7% 與 53.3%；台灣 49.9% 與 50.1%。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

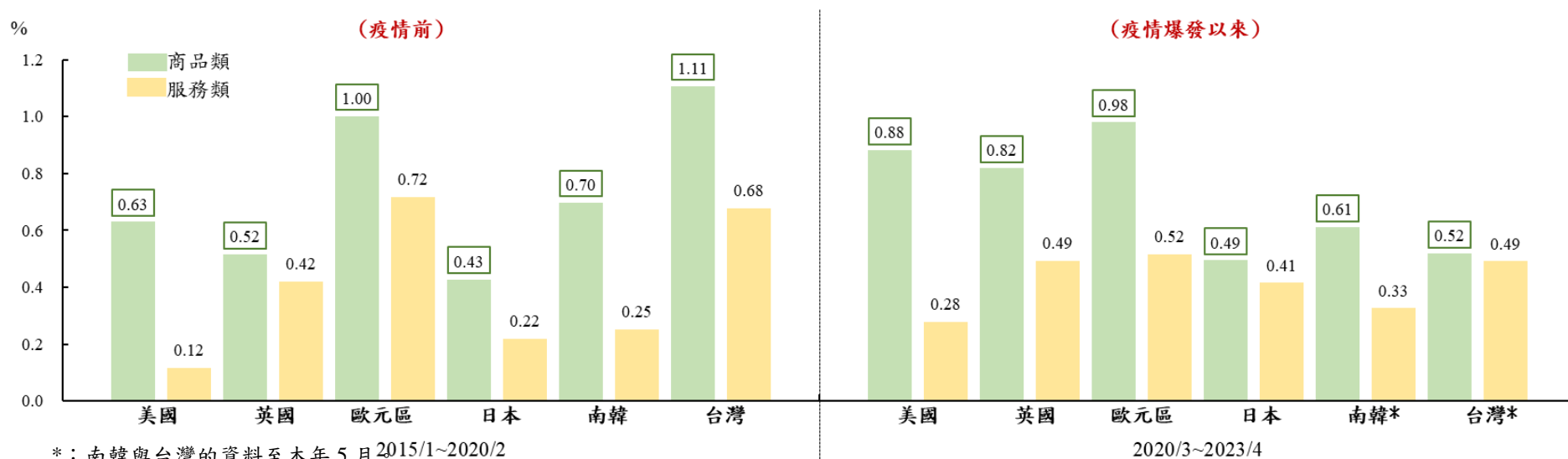
(二)服務類具客製化性質，加以勞動份額高，致其價格有僵固性；近期受勞動市場緊俏致薪資上漲影響，價格不易回落

1. 服務類消費具客製化性質，人力投入培訓時間較長，且勞動份額較高，勞動投入調整不易，致其價格月調整幅度較商品類小，使服務類價格較具有僵固性²。

(1) 疫情期間服務類消費因防疫限制而大幅萎縮，致疫情期間服務業歇業及有大量離退人員；疫後經濟重啟，服務需求大增，惟人員招聘與專業養成不易，勞動缺口無法迅速回補，服務類價格反映勞動投入調整緩慢，具有僵固性。

(2) 主要經濟體以服務類價格月增率標準差衡量的價格月變動程度，不論疫情前後均較商品類小(圖 4)，如疫情前，美國服務類價格月增率標準差為 0.12%，小於商品類之 0.63%；疫情爆發以來，服務類價格月增率標準差為 0.28%，亦小於商品類之 0.88%；而其他經濟體服務類價格月增率標準差亦均較商品類為小。

圖 4 主要經濟體之服務類與商品類價格月增率標準差



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月 2015/1~2020/2

註：圖中各經濟體同樣本區間之服務類與商品類價格月增率標準差相較，取其較高者以框線表示。

資料來源：Refinitiv Datastream

² 根據 Atlanta Fed 方法編製僵固性物價指數，多數 CPI 服務類項目包含於僵固性物價指數中，如居住、運輸、醫療、教育等服務類價格多具有僵固性；參考許碧純與黃也欣(2021)，「僵固類物價指數的編製與跨國比較：以美國、歐元區、日本及台灣為例」，中央銀行經濟研究處，內部研究報告。

2. 服務類價格一旦上調較難回降，主要反映勞動成本調整具不對稱特性，此上行風險為引導通膨率變化之重要因素。

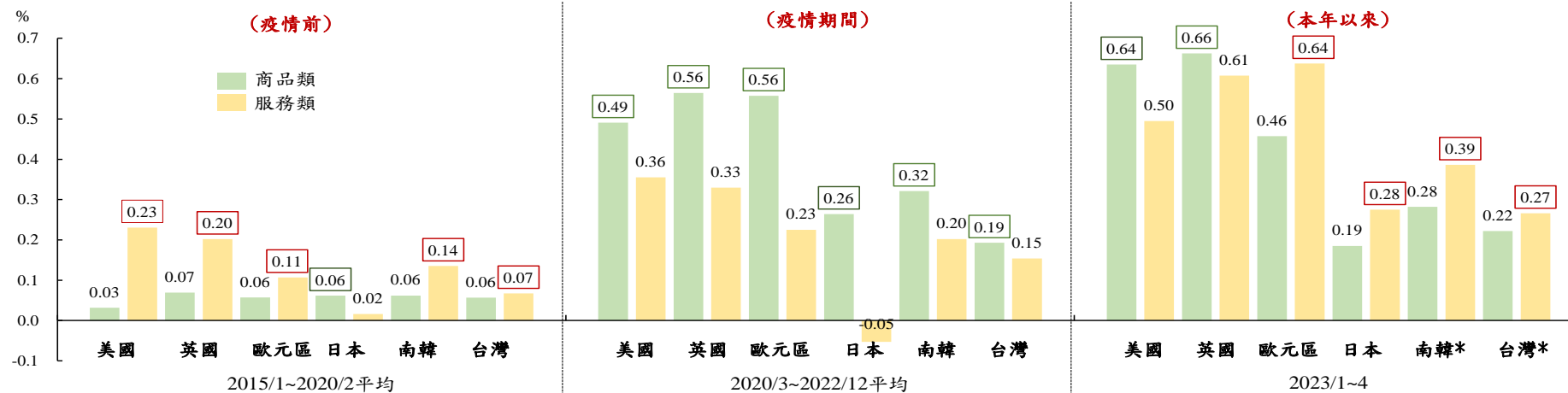
(1) 疫情大流行前，除有通縮疑慮的日本外，主要經濟體服務類價格平均月增率均較商品類大，大抵反映服務類價格一旦上調較難回降的特質。

— 台灣通膨率長期較主要經濟體平穩；然疫情前長期服務類價格平均月增率 0.07%，略高於商品類之 0.06%；日本因長期有通縮疑慮，疫情前長期服務類價格平均月增率 0.02%則低於商品類之 0.06%(圖 5 左)。

(2) 疫情期間，主要經濟體服務類價格平均月增率均較商品類小(圖 5 中)，惟本年以來歐元區、日本、南韓與台灣之服務類價格平均月增率較商品類回升快(圖 5 右)。

— 由於服務業之資本密集程度相對製造業低，其對利率變動的敏感度亦較低，較慢受到貨幣政策影響³，預期服務類價格月增率恐有持續上升一段時間的可能性；此服務類價格上行風險為引導主要經濟體通膨率變化之重要因素。

圖 5 主要經濟體之服務類與商品類價格月增率平均值



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

註：圖中各經濟體相同樣本區間之服務類與商品類價格平均月增率相較，取其較高者以框線表示。

資料來源：Refinitiv Datastream

³ 參考 Stedman, Karlye Dilts and Emily Pollard (2023), “Why Has Monetary Policy Tightening Not Cooled the Labor Market Enough to Quell Inflation?” Federal Reserve Bank of Kansas City, Mar. 31。

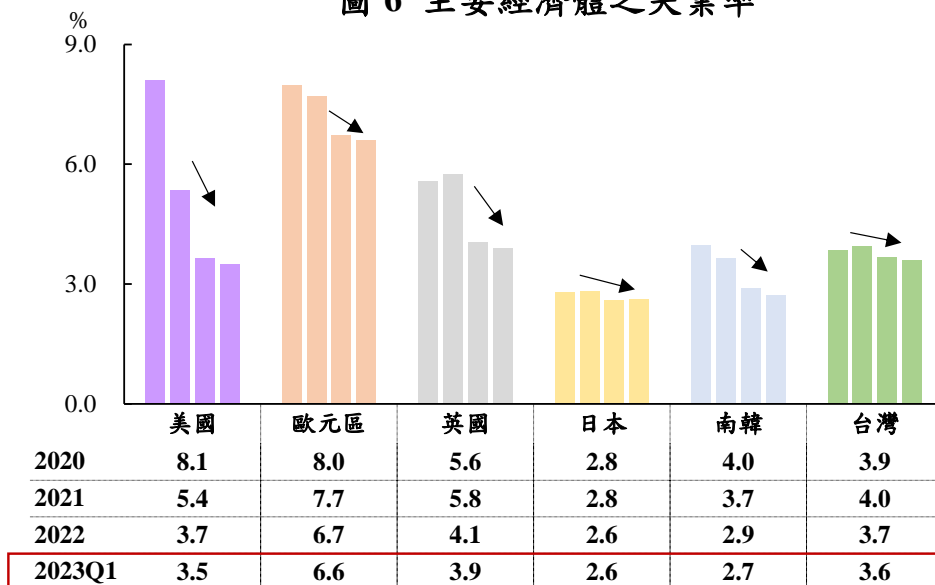
3. 服務類**勞動份額較高**，且**服務業受疫情影響離退之職缺無法快速填補**，其價格易受薪資推升效應而上漲。

(1) 本年以來**美、歐、英之失業率已降至近歷史低檔**，第1季日、韓、台灣之失業率亦分別降至2.6%、2.7%與3.6%(圖6)。主要經濟體失業率由疫情間高點快速下滑(圖6)，**勞動市場仍顯緊俏**。

(2) **美國、英國、歐元區、日本**：**長期以來服務業薪資成長佳**，本年以來美、歐、日之**服務業**薪資成長率分別達7.0%、5.1%與4.1%，**持續超越製造業**；英國服務業本年以來薪資成長6.0%，雖小幅低於製造業之6.2%，亦略低於上年6.1%，惟仍居高檔(圖7)。

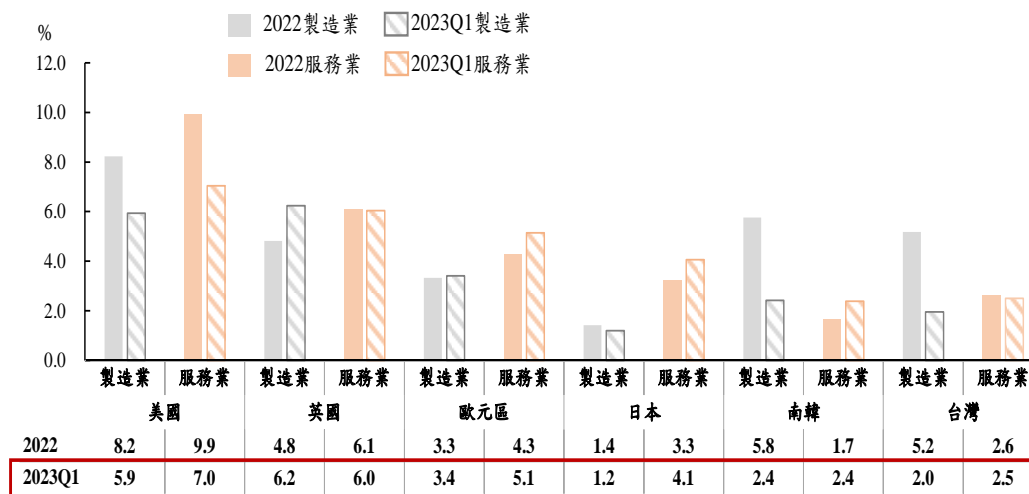
(3) **南韓與台灣**：**近年製造業發展優異**，上年受惠於電子出口表現佳，製造業薪資成長率**分別高達5.8%與5.2%**，**服務業薪資成長率則均遜於製造業**；然本年以來，**製造業景氣反轉向下**，薪資成長亦隨之大幅下降，服務業則因疫後需求大增，**受疫情影響離退之職缺無法快速填補**，**勞動供需失衡推升薪資持續成長**；本年以來**南韓服務業薪資成長2.4%已與製造業相當**，**台灣服務業薪資成長2.5%**，則超越製造業。

圖 6 主要經濟體之失業率



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 7 主要經濟體之服務業與製造業薪資成長率



資料來源：主計總處受僱員工每人每月總薪資、Refinitiv Datastream

(三) 本年以來服務類價格年增率大增，主因房租走高、外食費及娛樂服務等價格漲幅居高所致

1. 服務類中**房租反映部分房價走高效應**，且其占**CPI之權數較高**(表 2)；房租走高為服務類價格續趨上升之重要因素。

(1) **美國租屋市場健全且短期契約多**，租金較能反映房價走高效應，且房租占**CPI權數達34.0%**，服務類價格**上行風險猶存**。

一如美國疫情期間建材成本上漲，且居家辦公增加住房需求，致房價大漲，上年 Fed 快速且大幅升息，房價漲勢已趨緩(圖 8)。

一美國**房價走高效應約 16 個月後仍傳遞至租屋市場**⁴，CPI 之房租價格仍**持續上漲**，本年 1 至 4 月平均年增率達 8.1%，對 CPI 年增率貢獻度亦上升至 2.7 個百分點，恐將持續推升服務類價格。

(2) 英國房屋長期供不應求，房東為因應**通膨飆升**而提高房租⁵(表 2)；**歐元區房價指數自上年高點回落**(圖 8)，惟歐洲央行(ECB)

緊縮貨幣效應致**房貸成本上升**，推升房租價格(表 2)；**南韓央行(BoK)上年 7 月起快速升息致房市交易降溫與房價下跌**(圖 8)，加以 10 月中旬不動產開發案債務違約引發**流動性緊縮**，本年以來**房租對 CPI 年增率貢獻度略降**⁶(表 2)。

表 2 主要經濟體之 CPI 房租年增率及其對通膨率貢獻度

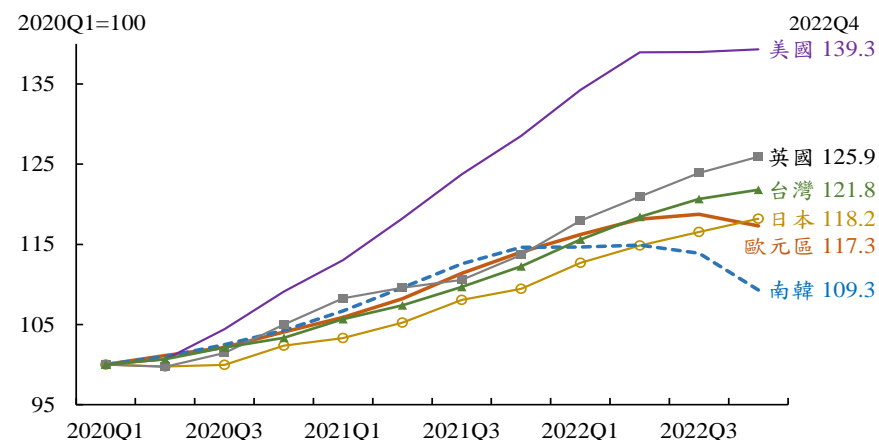
	美國	英國	歐元區	日本	南韓*	台灣*
權數(%)	34.0	8.3	11.6	18.3	9.8	15.60
年增率(%)						
2022 平均值	5.9	3.5	2.4	0.0	1.9	1.68
2023/1~4 平均值	8.1	4.9	3.6	0.1	1.0	2.27
貢獻度(百分點)						
2022 平均值	2.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.25
2023/1~4 平均值	2.7	0.4	0.4	0.0	0.1	0.34
貢獻度趨勢						

*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

註：表中 CPI 房租之統計範圍不完全相同，如美、英、日及台灣均將「自有住宅設算租金」納入 CPI 統計，而南韓及歐元區則無納入，[詳本文附錄](#)。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

圖 8 主要經濟體之房價指數走勢



資料來源：除台灣資料來源為內政部住宅價格指數外，其餘經濟體資料來源為 OECD。

⁴ 參考 Bolhuis et al. (2022), "The Coming Rise in Residential Inflation," Working Paper 29795, National Bureau of Economic Research, Feb.。

⁵ 參考 Goddard, James (2023), "Through the Roof? Housing and the Cost of Living," House of Lords Library, Mar.。

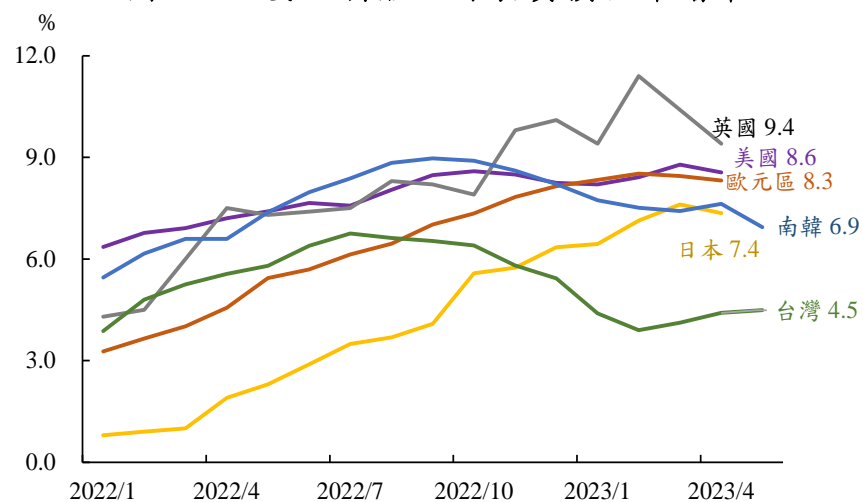
⁶ 南韓租屋市場以全租制度(一次給付約當部分房價之高額押金後無需再付其他租金)為主，房價與房租連動性高。

2. 服務類之外食費價格大漲(圖 9)，主因**食材成本**居高，加以疫後外食需求大增，加劇餐飲業缺工情況及調薪壓力。

(1)受制**國際大糧商主導定價**⁷，以及疫情與俄烏戰爭爆發初期訂定之**高價長約**仍未完全結束，國際糧價下調緩慢；加以**食物類價格**亦反映較高勞動成本份額⁸，**部分廠商提高定價**以維持其利潤率，食物類價格年增率不易下降，本年4月**英國與歐元區**仍高達**19.3%與15.1%**(圖10)，其餘主要經濟體之食物類價格年增率亦居高(圖10)。

(2)**英國**另受脫歐影響，進口食材價格上漲，商家反映營運成本，**外食費價格漲幅亦較大**，本年4月年增率達9.4%。**美國、歐元區食物類價格仍居高**，且疫後旅行及餐飲需求大增，**產業薪資漲幅亦大**，帶動外食費價格上漲，本年4月年增率分別達**8.6%與8.3%**(圖9)。

圖 9 主要經濟體之外食費價格年增率

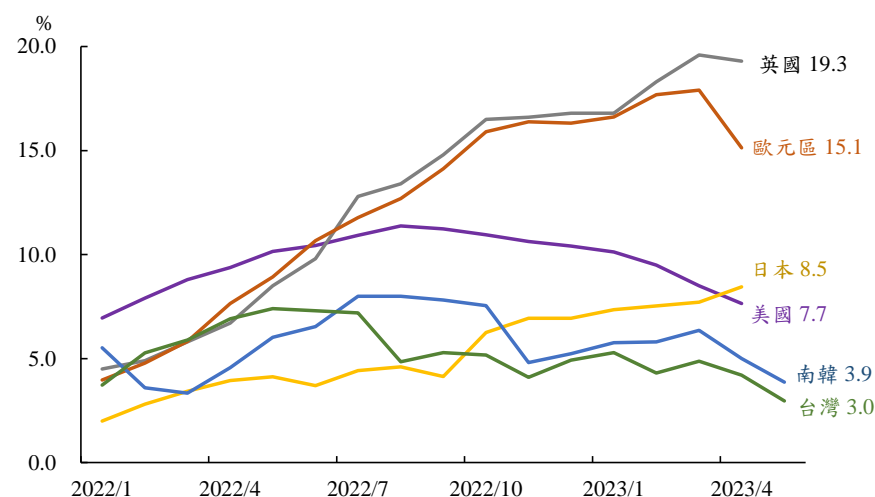


註：因生活習慣不同，各經濟體外食費(food away from home)或餐飲服務(restaurant and cafes services)統計範圍不盡相同，僅依循官方公布之相似項目進行比較。

另南韓與台灣的資料至本年5月，其餘經濟體資料至本年4月。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

圖 10 主要經濟體之食物類價格年增率



註：英國、歐元區及南韓之食物類未含外食費，其餘經濟體之食物類則包含外食費。南韓與台灣的資料至本年5月，其餘經濟體資料至本年4月。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

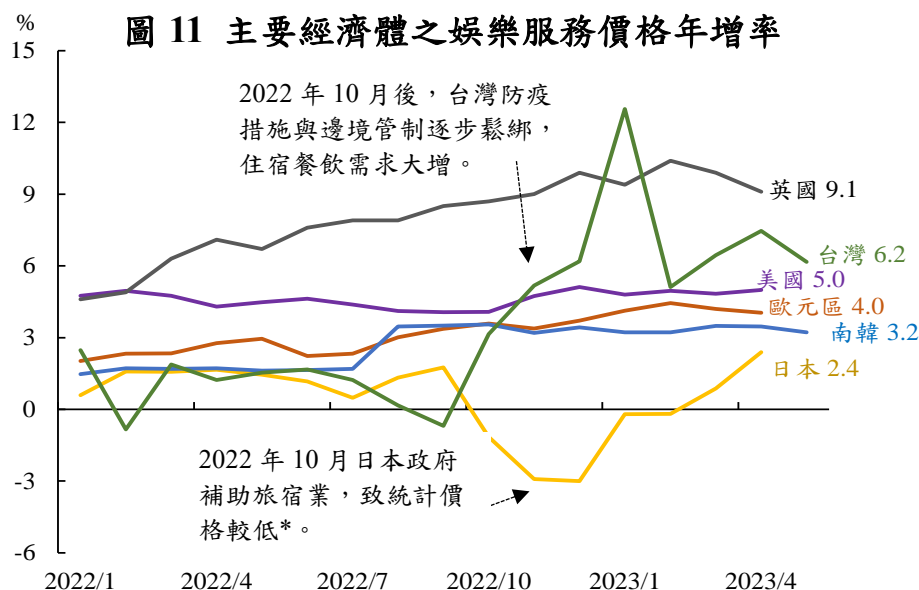
⁷ 參考 UNCTAD (2023), "Trade and Development Report Update," *Global Trends and Prospects*, Apr. 21。

⁸ 參考 Scott, Francisco, Cortney Cowley and Ty Kreitman (2023), "Tight Labor Markets Have Been a Key Contributor to High Food Inflation," *Federal Reserve Bank of Kansas City*, Apr. 18。

3. 服務類之**娛樂服務價格年增率均居高**(圖 11)，主因疫後生活正常化，**休閒娛樂消費供不應求**，**相關產業薪資大漲**(圖 12)，再推升**住宿及餐飲價格**，娛樂服務價格**年增率回降緩慢**。

(1) 疫後解除管制，**旅遊興盛**，且邊境開放亦帶動**跨境觀光客大幅回流**，需求大增推升**住宿及餐飲價格**，加以**產業多因缺工調高薪資**，主要經濟體該等產業薪資均已較疫情前大幅成長，其中**日本、美國成長較明顯**(圖 12)；**英國**另受脫歐影響，預期**住宿及餐飲業缺工嚴峻情況**將持續，亦促使薪資持續上漲。

(2) 本年以來**台灣與主要經濟體類似**，疫後生活正常化帶動**休閒娛樂消費需求增加**，加以**相關產業缺工問題嚴峻**，推升**住宿及餐飲業薪資快速成長**⁹；業者反映成本調漲住宿及旅遊團費，致**娛樂服務價格**居高，且因上年基期較低，本年**5月年增率達6.2%**(圖 11)。

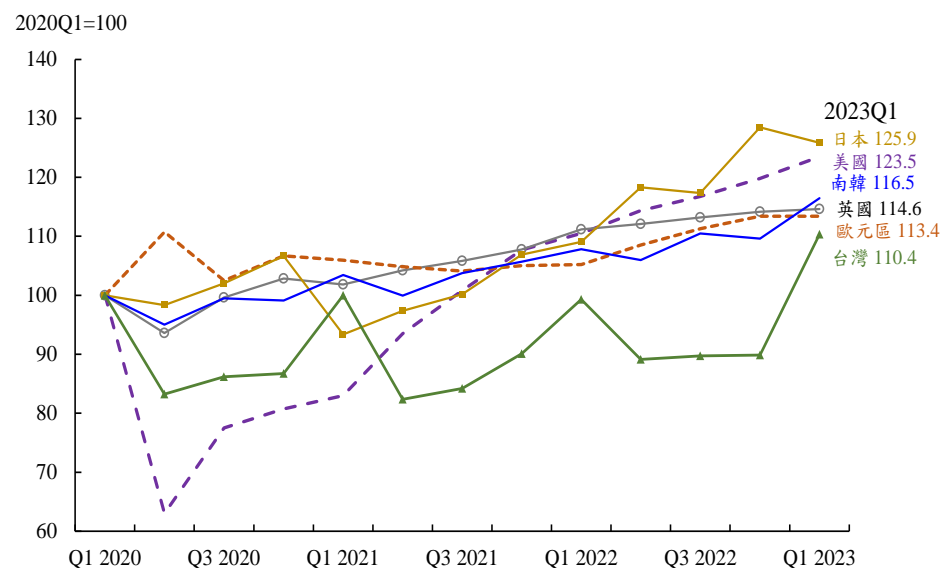


*：日本政府於上年 10 月至 12 月推出支援民眾國內旅遊，補助旅遊相關之住宿費等。由於娛樂服務價格統計係採住宿費扣除政府補助金後之資料計算，故上年 10 月至 12 月之娛樂服務價格年增率出現負成長之特殊現象。

註：南韓與台灣的資料至本年 5 月，其餘經濟體資料至本年 4 月。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

圖 12 主要經濟體之住宿及餐飲業薪資走勢



資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

⁹ 旅宿缺工問題主要原因是疫情期間房務工作不穩定，造成人員大量流失，如今觀光業景氣回溫，業者需提供比以往更合理的薪資條件，才能吸引人才回流。本年 1~4 月平均住宿業薪資年增率為 10.84%，遠高於上年平均之 -0.01%，旅行及相關服務薪資年增率為 9.55%，遠高於上年平均之 4.01%。

(四) 本年以來台灣服務類價格漲幅居高，與主要經濟體情況類似，惟整體通膨率與核心通膨率仍相對較低

1. 本年以來，與主要經濟體相似，**台灣服務類價格年增率**居高，對CPI之貢獻率達58.6%，已高於商品類之41.4%(圖13)；主要係疫後生活正常化，**娛樂服務供不應求致價格攀高**，加以外食費、居住服務價格漲幅**居高**(圖14)。

(1) 上年10月後，**國內防疫措施與邊境管制逐步鬆綁**，飯店大量缺工，業者調高薪資徵人，人力成本攀升，加以旅遊住宿需求大增，住宿及旅遊團費等**娛樂服務**價格高漲，本年5月年增率達6.17%(圖14)。如前所述，台灣**娛樂服務價格年增率**於**主要經濟體中僅次於英國**(圖11)，漲勢較大；惟**本年第4季**預期在需求正常化且基期墊高下，娛樂服務價格年增率將**回降**。

(2) 因**蛋類及肉類受飼養成本仍高影響**，食材價格漲幅仍大，加以餐飲業**缺工調高薪資**¹⁰，均**推升外食費價格**，使其**漲幅回降緩慢**，本年5月年增率為4.49%(圖14)；惟商家反映成本壓力後，下半年外食費價格漲幅可望逐步收斂。

(3) 反映國內房價走高的**遞延效應**，**房租、住宅維修費**等**居住服務價格漲幅**居高，本年5月年增率為2.26%(圖14)；惟隨房地產市場景氣下滑，**預期下半年房租、住宅維修等居住服務價格漲幅將漸趨平穩**。

圖 13 台灣商品性質別 CPI 年增率

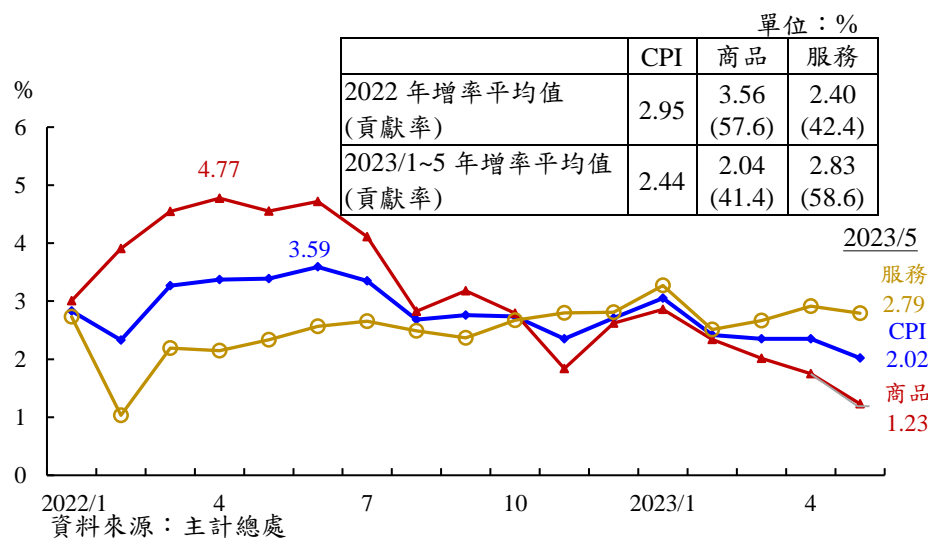
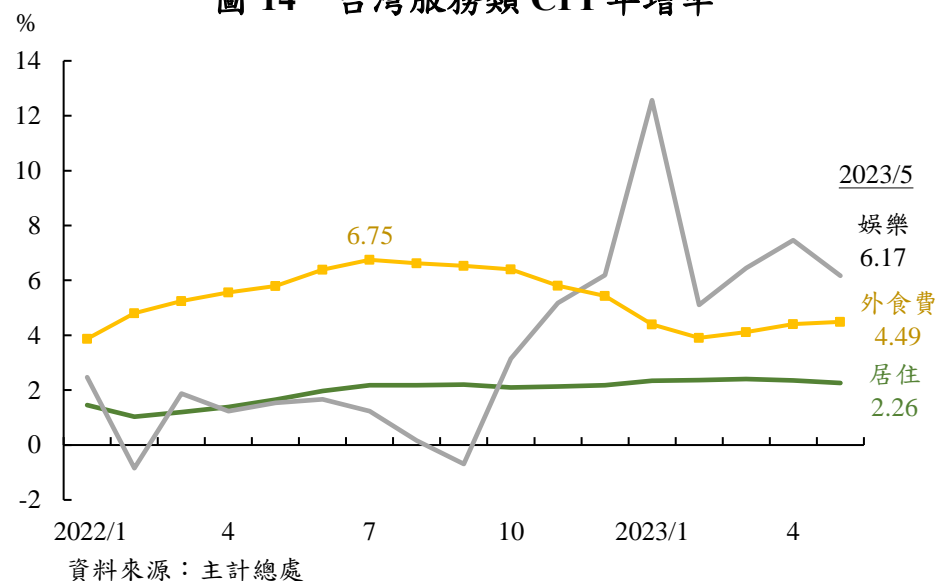


圖 14 台灣服務類 CPI 年增率

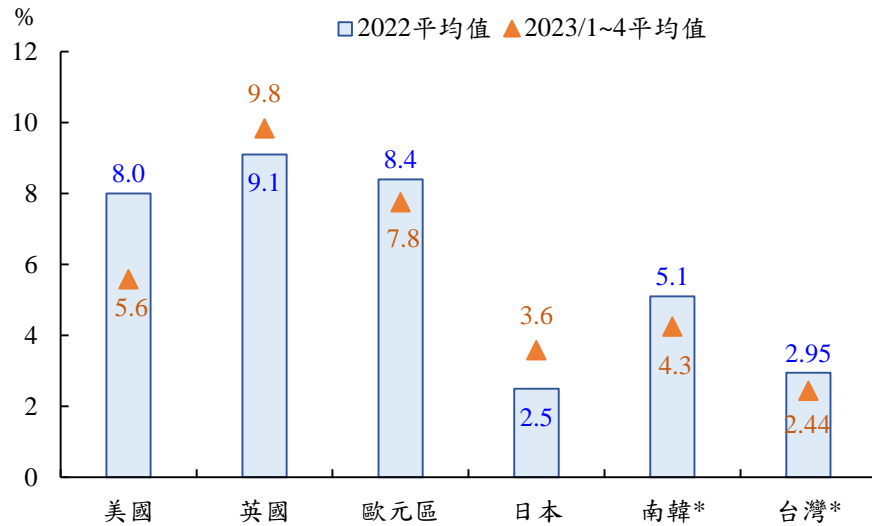


¹⁰ 本年1~4月平均餐飲業薪資年增率為9.22%，遠高於上年平均之3.72%，亦高於工業及服務業受僱員工平均薪資年增率之1.96%。

2. 台灣 **CPI 服務類價格走勢與主要經濟體情況類似**，除**娛樂服務價格年增率**於主要經濟體中僅次於英國，**漲勢較大**，房租與外食費年增率雖居高，惟均低於主要經濟體；本年以來通膨率與核心通膨率仍相對主要經濟體低（圖 15、圖 16）。

—本年 **5 月 CPI 年增率已降至 2.02%**，惟以服務類為主的**核心 CPI 年增率僅降為 2.57%**，預期**娛樂服務、外食費及居住服務**等價格年增率將緩降，10 月以後核心 CPI 年增率有機會降至 2% 以下。

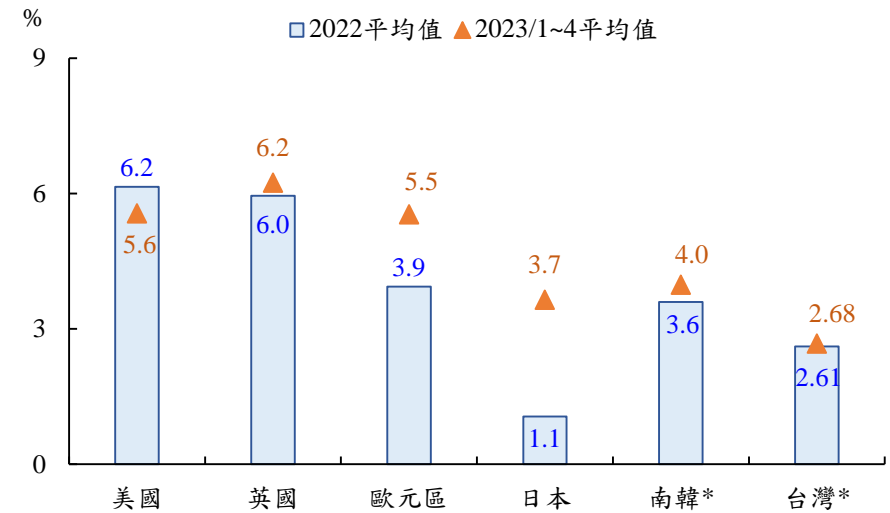
圖 15 主要經濟體之 CPI 年增率



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 16 主要經濟體之核心 CPI 年增率



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

註：各經濟體核心 CPI 剔除項目略有不同，美國與南韓不含能源及食物，歐元區與英國不含能源、食物及菸酒，台灣不含能源及蔬果；另日本核心 CPI 不含生鮮食品，為跨國比較，本文採用日本之不含能源與生鮮食品之核心的核心 CPI。

資料來源：Refinitiv Datastream

(五)主要經濟體之貨幣政策挑戰

本年以來，主要經濟體通膨壓力來源已由疫情爆發以來之商品類移轉至經濟重啟後之服務類。由於服務業之勞動成本份額較高，且資本密集程度相對製造業低，其對利率變動的敏感度亦較低，較慢受到貨幣政策影響，服務類價格呈現僵固性；疫後生活正常化，住宿及餐飲、娛樂服務等供不應求推升其價格，加以部分服務業勞動供需失衡，人力成本大增，進一步使業者調高相關服務價格；另權數較大之房租亦走高，均成為本年以來主要經濟體服務類價格續升之共通因素。影響所及，主要經濟體CPI年增率雖隨著商品類價格漲幅減緩由高點回落，惟回降緩慢。

貨幣政策方面，除日本為擺脫長期通縮疑慮，維持寬鬆貨幣政策外，美國、歐元區、英國與南韓等為對抗高通膨壓力，已採積極緊縮貨幣政策，本次升息週期已分別大幅升息 5.00 個百分點、3.75 個百分點、4.40 個百分點及 1.75 個百分點(表 3)。然而，當前服務類價格高漲致通膨壓力居高，服務類價格具僵固性，且可能影響通膨預期致其難以回降，使通膨率回落至政策目標仍係此些央行貨幣政策之重大挑戰。

表 3 主要經濟體之本次升息週期情況

	最新政策利率水準 (%)	2021 年 12 月*迄今		2023 年迄今		最新通膨率(%)
		升息次數	累計升息(百分點)	升息次數	累計升息(百分點)	
美國 Fed	5.00~5.25	10	5.00	3	0.75	4.9
歐元區 ECB	3.75	7	3.75	3	1.25	6.1
英國 BoE	4.50	12	4.40	3	1.00	8.7
日本 BoJ	-0.10	0	0.00	0	0.00	3.5
南韓 BoK	3.5	6	1.75	1	0.25	3.3
台灣 CBC	1.875	5	0.75	1	0.125	2.02

註：1.此次升息週期最先由英國於 2021 年 12 月調升政策利率。

2.美國、歐元區貨幣政策利率分別以主要聯邦資金利率目標區間、再融資利率代表；歐元區、南韓與台灣通膨率為 5 月資料，其餘為 4 月資料。

資料來源：各經濟體官網(截至本年 6 月 12 日資料)

1. **美國**通膨率居高，部分反映其國內房價走高的遞延效應，致其服務類價格續升，惟服務業薪資成長率已回降，服務類價格上漲壓力可望趨緩。Fed 認為¹¹至 2025 年 PCE 通膨率及核心 PCE 通膨率方能回降至約 2%通膨目標；近期紐約 Fed 總裁 John Williams 表示¹²，雖然通膨有降溫跡象，惟去除住房因素的核心服務通膨壓力仍高，預期本年底 PCE 通膨率將降至 3.25%，且將於 2025 年前(by 2025)回降至 2%通膨目標。
2. **英國**脫歐影響下，缺工問題嚴峻，且**食物類與服務類價格持續上漲**，**通膨率未明顯趨降**。BoE 預期¹³緊縮貨幣政策持續下，通膨率將於本年底下滑至約 5%，預期明(2024)年底可達到 2%通膨目標；惟勞動市場緊俏，薪資推升通膨之**第二輪效應**(second-round effects)仍係通膨上行風險。
3. **歐元區**因**勞動市場緊俏**，及企業反映成本與維持利潤率之定價策略，**食物類與服務類價格持續上漲**，預期通膨率須更長時間方能回落至政策目標；ECB 官員指出¹⁴，預期通膨率將於明年上半年回落至 3%，並於 2025 年續降至 2.1%，仍略高於 2%通膨目標，惟此預測具高度不確定性。
—ECB 總裁認為¹⁵**升息對信用緊縮的效果尚未完全顯現**，且其對實體經濟的影響仍具不確定性，故仍需根據未來經濟數據調整貨幣政策。ECB 之升息週期未結束，惟近尾聲，當前貨幣政策之討論可能將由「利率升至多少」轉至「應維持高利率多久」。

¹¹ 參考 Fed (2023), *Minutes of the Federal Open Market Committee*, May 3。

¹² 參考 Reuters (2023), “Premature for Fed to Call End to Rate Hikes With Inflation Still High, Williams says,” *Reuters*, May 10。

¹³ 參考 Bank of England (2023), *Monetary Policy Report*, May 11。

¹⁴ 參考 Albert, Eric (2023), “The ECB’s Objective Is to Keep Inflation at 2%. It Is Currently at 6.1%. Should People Be Worried?” *Interview*, Jun. 2。

¹⁵ 參考 Lagarde, Christine (2023), “The Fight Against Inflation,” *Speech*, Jun. 1。

4. 日本 商品類與服務類價格年增率均持續升高，逐漸擺脫通縮疑慮，惟 BoJ 植田和男總裁認為¹⁶，若倉促改變目前大規模寬鬆貨幣政策，恐不利實現 2%通膨目標，BoJ 仍將堅持寬鬆貨幣政策以支持目前獲致的初步成果，並希望能在伴隨薪資持續成長情況下，達成可持續且穩定的 2%通膨目標。
5. 南韓 之商品與服務類價格年增率均趨降，本年以來通膨率已逐步回降；BoK 表示¹⁷通膨率持續走低，預期本年底前可望降至 3%以下，明年將進一步下滑，惟至 2024 年底仍將高於 2%通膨目標，故有必要維持當前之高利率水準。
6. 台灣 CPI 服務類價格走勢與主要經濟體情況類似，惟通膨率與核心通膨率仍相對較低。本年 5 月 CPI 年增率已降至 2.02%，惟核心 CPI 年增率僅降為 2.57%，預期 10 月以後才有機會降至 2%以下。考量台灣物價漲幅相對溫和，貨幣政策面臨之挑戰尚包含主要央行維持高利率帶來外溢緊縮效應；本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策，有助達成促進物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。

¹⁶ 參考 Ueda, Kazuo (2023), “Basic Thinking on Monetary Policy and the Outlook for Economic Activity and Prices,” *Speech*, May 19。

¹⁷ 參考 BoK (2023), *Economic Outlook*, May 23。

附錄：ECB 與 Eurostat 合作試編「自有住宅設算租金」納入 HICP 之概況

(一)房價非 CPI 衡量範圍，居住服務價格(如「房租」)才會納入 CPI 編算

CPI 係衡量一般家庭購買「消費性」商品與服務的價格變動情形，一般住宅市場房價屬資產價格，不會納入 CPI 衡量，住宅提供的居住服務成本如「房租」才會納入 CPI。房租則可分成租屋者支付之「實際市場住宅租金」與「自有住宅設算租金(OOH)」，CPI 若將上述二者同時納入，較能反映實際的居住服務成本。

(二)台灣與美、日、英等多數經濟體均已將「自有住宅設算租金」納入 CPI 統計，目前歐元區並未將「自有住宅設算租金」納入其 CPI(即調和消費者物價指數(HICP))統計

主要經濟體統計機構均已將「實際市場住宅租金」納入 CPI 編製；至於「自有住宅設算租金」，大多數經濟體則分別以不同的估算方法納入，至於南韓、歐元區等則未納入(詳附表 1)：

附表 1 主要經濟體對自有住宅設算租金的處理方式

未納入 CPI	納入 CPI			
	租金等值法	使用者成本法	淨取得法	支付法
南韓、歐元區*	美國、英國、瑞士、挪威、南非、日本、新加坡、泰國、菲律賓、中國大陸、台灣	加拿大、瑞典、冰島	澳大利亞、紐西蘭	愛爾蘭

*：歐元區係稱為 HICP (harmonized index of consumer prices)。

資料來源：IMF (DSBB)及各經濟體 CPI 統計網站

1. 租金等值法(rental equivalence or imputed rents approach)

- 利用租屋市場的租金來設算自有住宅租金，主要係衡量自有住宅在市場上所提供的租賃價值，換言之，係在估計居住自有住宅者需要花多少錢去租用自己所住的房子。
- 台灣和美、日、英等多數國家採行。

2. 使用者成本法(user cost approach)

- 主要衡量使用自有住宅所發生成本的改變，這些成本包括抵押貸款利息、以自有住宅市場現值與平均折舊率估計之折舊費用、修繕費用、稅捐與保險費等其他重複性支出成本，以及現金拿來購置自用住宅的機會成本，並扣除該住宅所產生的未實現資本利得。
- 部分國家如加拿大、瑞典、冰島等採行。

3. 淨取得法(net acquisitions approach)

- 主要以家戶透過貨幣交易所獲得之消費性商品及服務觀點來衡量，係指取得自有住宅者所支出的費用，包括自建新自有住宅(不含土地)或購買新自有住宅(不含土地)的支出、保險費、自有住宅裝修、過戶或登記時的稅費。
- 少數國家如澳大利亞、紐西蘭採行。

4. 支付法(payments approach)

- 指由自有住宅者所支付購買居住商品與服務的特有花費，包括新購置自有住宅(含土地)自備款(現金)部分、抵押貸款的還本及付息、保險費、自有住宅裝修或購置的相關稅費。
- 極少數國家如愛爾蘭採行。

(三)歐元區原本僅將「實際市場房屋租金」納入 HICP，惟「自有住宅設算租金」並未納入 HICP。然而，ECB 鑒於 HICP 未包含自有住宅成本(即「自有住宅設算租金」)，似乎忽略了歐元區大多數居民(約占 2/3)的住房成本，較無法完全反映實際通膨，於是與 Eurostat 等單位於 2012 年開始合作研議，擬以房屋之取得成本(即淨取得法)來估算「自有住宅設算租金」納入 HICP。

- 歐元區國家自有住宅比率差異大，如德國約 50%，斯洛伐克則高達 90%，若「自有住宅設算租金」未納入 HICP，則導致各國不對稱處理居住成本，將有損一個真正的調和指數之目的¹⁸。
- HICP 旨在衡量貨幣性交易價格之變動，在「自有住宅設算租金」估算方法中，只有淨取得法符合其意旨，使得 Eurostat 研議以淨取得法估算「自有住宅設算租金」¹⁹。

(四)ECB 與 Eurostat 合作試編「自有住宅設算租金(OOH)」納入 HICP(稱 HICP+OOH)之結果²⁰，顯示 2012 年以來 HICP 與「HICP+OOH」二者走勢相近，差距(有正有負)有限，至多是 2021 年第 3 季略超過 0.3 個百分點²¹(詳附圖 1)。

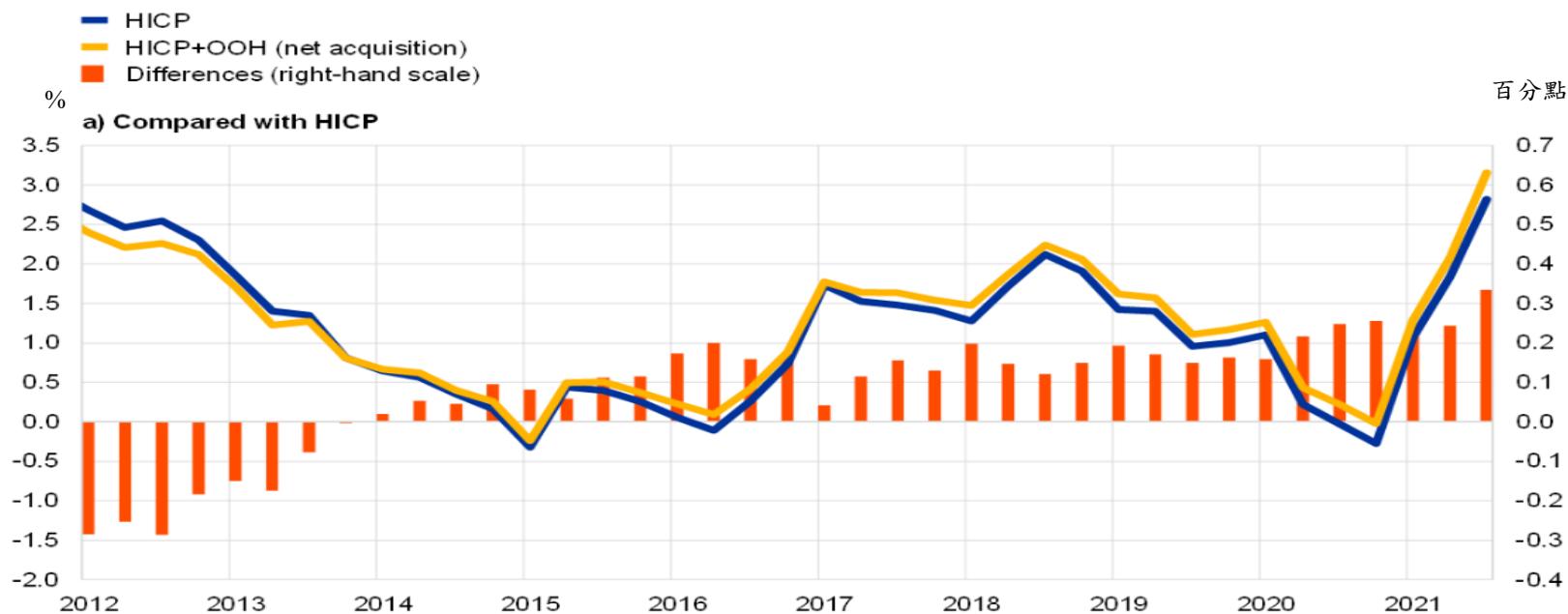
¹⁸ 參考 Hill, R. J., M. Steurer and S. R. Walzl (2019), “Owner Occupied Housing in the CPI and its Impact on Monetary Policy during Housing Booms and Busts,” *Department of Economics Working Paper No. 285*, July。ECB (2022)研究亦指出，HICP 仍是評估歐元區物價穩定的適當指標，惟若能納入「自有住宅設算租金」，HICP 作為通貨膨脹指標之涵蓋範圍將更廣及更加完善，並增進與家庭支出相關通貨膨脹指標的代表性及跨國比較性；參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。

¹⁹ 參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022，以及 Hill, R. J., M. Steurer and S. R. Walzl (2020), “Owner Occupied Housing, Inflation and Monetary Policy,” Department of Economics, Department of Public Economics University of Graz, GEP 2020-18, Oct. 及 Eurostat (2012), “Detailed Technical Manual on Owner-occupied Housing for Harmonized Index of Consumer Prices,” Mar。

²⁰ 未排除資產價格因素，參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。

²¹ 參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。

附圖 1 歐元區自有住宅設算租金納入 HICP 對通膨率的影響



資料來源：Eurostat and ECB calculations

(五) ECB 與 Eurostat 合作試編將「自有住宅設算租金」納入 HICP 之結果，仍存在若干問題尚待釐清，例如：

1. 目前歐元區對自有住宅成本的衡量，尚未能將資產性質(土地價格)與消費性質(房屋價格)做適當的分離。
 - 通膨率參考指標理應代表消費支出變動，而非資產價格變動，採淨取得法之爭議主要在於土地價格不易從房價中剔除，且新建築物的購買不易區別為資產/投資或消費/自住，同時在很多情況下代表性資料的取得受到很大的限制²²。

²² 購置新屋如果是用來出租而非自住就是投資，但即使自住也可能不會永久，某些時候可能變成置產，自住房屋也可能變成個人工作室或小型服務性業務事務所。

2. 歐元區自有住宅成本屬季度資料、延遲較久，若將其納入 HICP 計算，不利通膨指標的即時性。

— 當今採淨取得法的國家很少，如澳大利亞及紐西蘭，皆按季公布 CPI²³，不利通膨指標的即時性與國際比較性。

(六)上年初，ECB 曾指出，將「自有住宅設算租金」納入 HICP 是一項長期的計畫，現行的 **HICP 仍是 ECB 貨幣政策的參考指標**²⁴。

²³ 澳洲統計局為了政府決策與經濟預測等更高頻率的需求，另於上年 10 月起按月編布「月」CPI，作為季度 CPI 的先行指標，月 CPI 與季 CPI 具有高度相關性，但因其樣本數與涵蓋範圍較季 CPI 調查限縮，致有所誤差，因而在數據發布後可能進行多次修正。

²⁴ 參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。

四、我國製造業與服務業勞動報酬成長差異之原因分析

自 1998 年以來，我國名目 GDP 大幅成長，然而分配予勞工的報酬卻未等幅上升，以致勞動份額(為受僱人員報酬占名目 GDP 比重)¹下滑，且製造業及服務業均有此現象。此外，我國服務業之受僱員工人數快速成長且比重上升至近 60%，製造業則降為 35%，顯示服務業為創造就業的主要來源；然而就勞動薪資而言，1998 年以來服務業平均薪資水準雖多高於製造業，惟隨製造業薪資漲幅較高，2021 至上(2022)年製造業平均薪資已連兩年超越服務業，此可能不利於服務業持續吸納人才。

本文將每人勞動報酬(含總薪資及非薪資報酬)成長率拆解為勞動生產力(為每工時產出)、產出價格(以 GDP 平減指數衡量)、勞動份額及平均工時之四項年增率的總和(拆解過程詳附錄)²。本文發現服務業每人勞動報酬不易成長，主要與其勞動生產力成長率長期低緩有關；反之，製造業因勞動生產力續穩定成長，加以近年產出價格隨貿易條件改善而上升，因此每人勞動報酬明顯成長。

因此，為促進我國每人勞動報酬加速成長，政府宜協助以中小企業為主體的服務業及傳產製造業，進行創新與科技轉型，以提振勞動生產力，並帶動產品價格及附加價值之成長；另外，政府亦宜持續合理提高基本工資、協助及鼓勵中小企業之勞工加入產業工會，或適度降低工會籌組門檻，以增強勞工之薪資議價能力，進而提升勞動份額。

¹ 由於「受僱人員報酬占名目 GDP 比重」係指名目 GDP 分配給勞動報酬的比例，故宜稱為「勞動報酬份額(Labor Income Share)」，而本文為避免勞動報酬乙詞重覆出現，故以「勞動份額」稱之。

² 拆解方式請參見 Nomura (2023), "Pitfalls of Reading Too Much into What This Year's Spring Wage Negotiations Will Tell Us about the Outlook for Wage Increases," *Japan Economic Weekly*, Jan. 23。

(一)台灣名目 GDP 分配之變化

1. 近 20 多年來，我國名目 GDP 大幅提升，惟勞動份額下降，主要係因全球化、技術進步，致勞工議價能力減弱，以及金融化(financialization)

(1)2021 年名目 GDP 為 21.7 兆元，係 1998 年 9.4 兆元的 2.3 倍(圖 1)；同期間受僱人員報酬占 GDP 比重(即勞動份額)則由 48.2%下滑 5.2 個百分點至 43%(表 1)，顯示我國名目 GDP 雖大幅成長，然而分配予勞工的部分卻未等幅上升。

(2)國際勞工組織(ILO)指出³，全球化導致各國競爭加劇，壓低成本、科技進步促使自動化生產與資本擴充，致低技術勞工之需求減少，加以工會力量下降，促使勞工對薪資的議價能力減弱；此外，隨金融活動日益頻繁；公司治理追求股東價值極大化，企業提高利潤的壓力增加，迫使採取壓低成本的經營策略。

圖 1 全體產業名目 GDP 及 GDP 分配(%)*

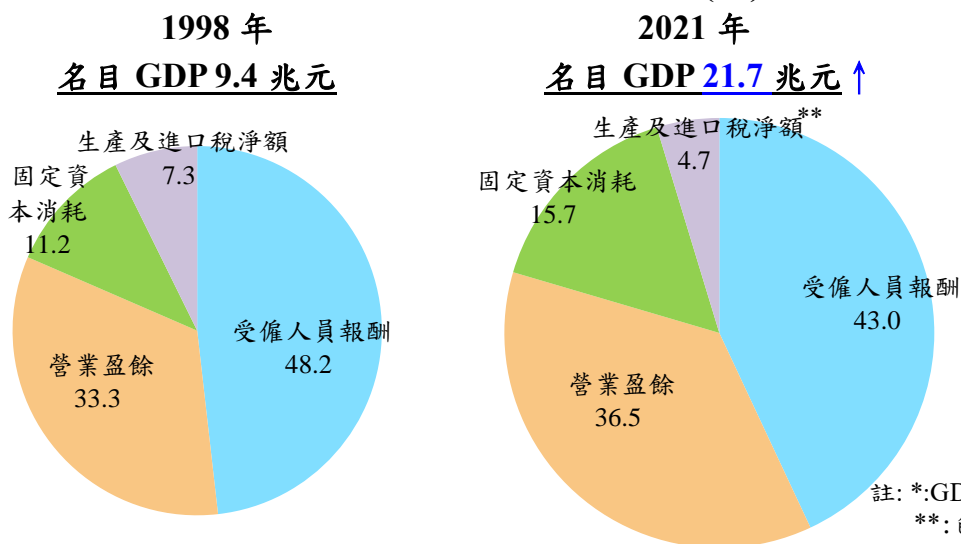


表 1 GDP 分配面變動(2021 年相對 1998 年)

單位：百分點

受僱人員報酬	營業盈餘	固定資本消耗	生產及進口稅淨額
-5.2	+3.2	+4.5	-2.6

註：*:GDP 分配面資料僅至 2021 年。
 **:包含貨物稅淨額、進口稅淨額、加值型營業稅、其他稅捐淨額等。
 資料來源:主計總處

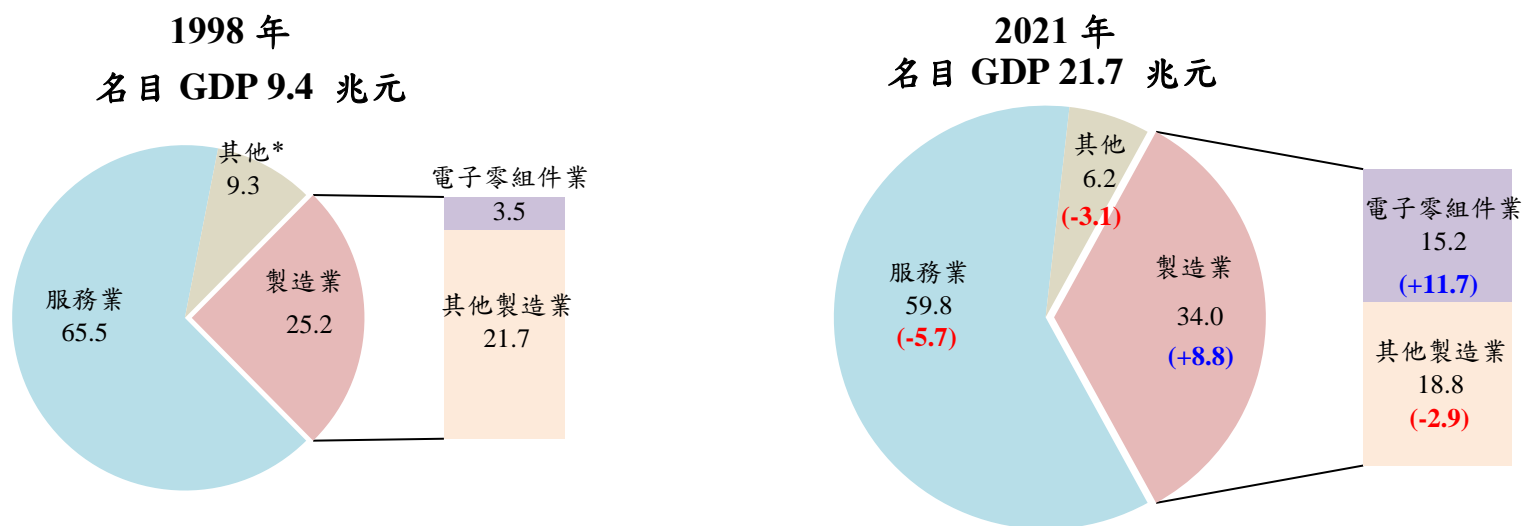
資料來源:主計總處

³ 請參見 Lavoie, M. and E. Stockhammer (2013), “Wage-led growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery,” ILO (International Labour Organization), Geneva。

2. 以業別而言，近 20 多年來，製造業在名目 GDP 占比明顯提升；製造業與服務業之勞動份額均下降

(1) 2021 年製造業名目生產毛額占名目 GDP 比重 34%，較 1998 年之 25.2% 上升 8.8 個百分點，主因電子零組件業發展快速且附加價值大幅提升(名目生產毛額占比由原 3.5%，大幅上升至 15.2%)；反之，服務業名目生產毛額成長率落後於製造業，以致 2021 年占比為 59.8%，較 1998 年之占比 65.5% 下降 5.7 個百分點(圖 2)

圖 2 1998 年及 2021 年製造業與服務業之名目生產毛額占比(%)



註:1.*:包括，農、林、漁、牧業、礦業及土石採取業、電力及燃氣供應業、用水供應及污染整治業，以及營建工程業。

2.圖中括弧內數值為 2021 年數值與 1998 年之差，單位為百分點。

資料來源:主計總處

(2) 2021 年相較於 1998 年，台灣製造業及服務業勞動份額均下滑，且製造業降幅遠高於服務業(圖 3、表 2)。

① 製造業勞動份額下降 11.0 個百分點，主因固定資本消耗比重上升，加以全球化及科技進步削弱勞工薪資議價能力，致營業盈餘比重上升：

- 製造業以半導體等高資本密集產業為主，隨投資擴增，折舊金額增加，固定資本消耗比重明顯上揚 5.9 個百分點。
- 2001 年以來，隨全球化興起且中國大陸加入 WTO，帶動台灣接單、海外生產之三角貿易模式，使國內就業機會及薪資議價能力受限，致三角貿易效益多為企業主獲得⁴；加以製造業享有較多的租稅減免措施(如外銷貨物之營業稅稅率為零)，使生產及進口稅淨額比重下滑 5.0 個百分點，均帶動營業盈餘比重上升。

② 服務業勞動份額降幅較低，主因其多為須仰賴人力之勞力密集產業(如住宿及餐飲、支援服務業等)，雖亦朝數位轉型、技術創新發展，惟受全球化的影響較少(如外移或外包的比重甚低)，致其固定資本消耗、營業盈餘比重升幅明顯低於製造業。

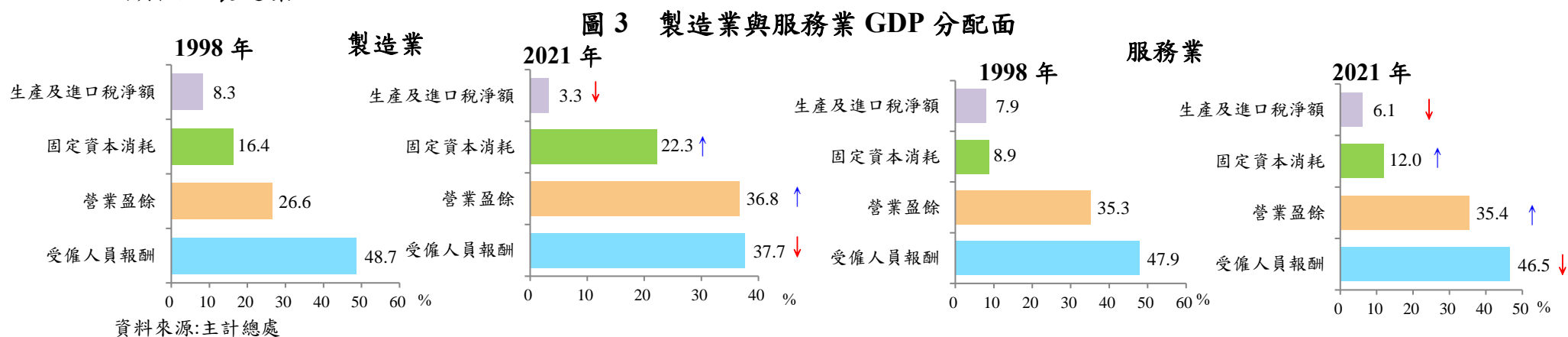


表 2 製造業與服務業 GDP 分配面之變動(2021 年相對 1998 年)

單位: 百分點

	GDP 分配面			
	受僱人員報酬	營業盈餘	固定資本消耗	生產及進口稅淨額
製造業	-11.0	+10.2	+5.9	-5.0
服務業	-1.4	+0.1	+3.1	-1.8

資料來源: 主計總處

⁴ 詳參見林玉樹、洪毓霞、黃慈乙(2015)，「全球化對國內勞動市場之影響~以製造業海外生產行為為證」，行政院主計總處研究報告。

(二)台灣勞動市場之說明與產業別之比較

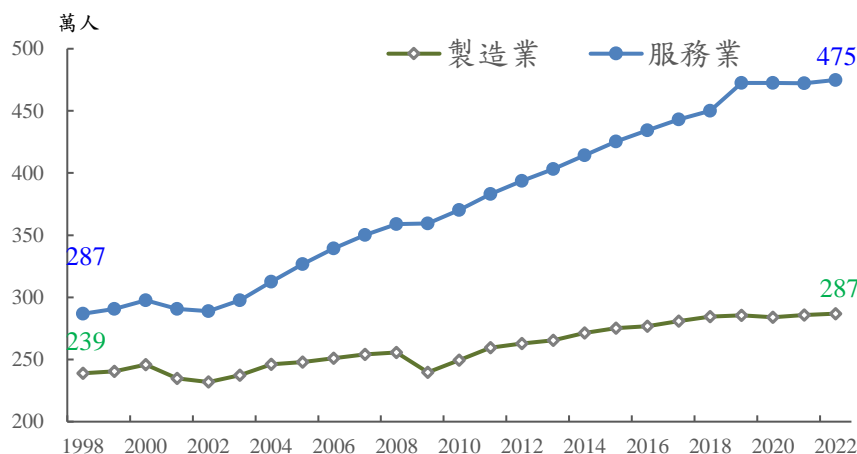
1. 以就業情況而言，服務業受僱員工人數成長速度遠高於製造業，且多集中於批發及零售業

我國服務業受僱員工人數由 1998 年 287 萬人快速成長至上年的 475 萬人，遠高於製造業的 287 萬人(圖 4)，致上年整體服務業受僱員工人數占比達 58.1%，高於製造業的 35.1%，其中以批發及零售業占比達 20.9%最高(表 3)。

(1)製造業僱用人數成長和緩，自 1998 年以來累積成長率僅 20.1%，主要受自動化生產趨勢，以及民生工業、石化產業及電力設備業等傳產業生產線外移影響，致僱用人數減少。

(2)服務業僱用人數累積成長率達 65.6%，且以支援服務業、住宿及餐飲業成長較快。可能係因國內派遣人力需求漸增，使支援服務業快速發展，加以國人漸注重生活品質，刺激旅遊與餐飲消費，因而帶動相關產業之勞動需求。

圖 4 製造業、服務業受僱員工人數



資料來源：主計總處

表 3 2022 年各業受僱員工人數占比及累積年增率(以 1998 年為起始年)

	製造業						服務業							
	傳產				電子資訊		批發及零售	住宿及餐飲	支援服務	金融及保險	出版、影音製作、資訊傳播	專業服務		
	機械設備	電力設備	運輸設備**	其他***	電子零組件	電腦、電子產品等								
占比*	35.1	2.9	1.6	1.0	15.3	8.1	2.9	58.1	20.9	5.9	5.0	4.9	3.0	3.8
累積年增率	20.1	48.7	-10.4	9.4	-5.8	128.9	44.6	65.6	31.9	199.1	296.6	15.9	75.2	81.3

單位：%

註*：為 2022 年各業別受僱員工人數占工業及服務業受僱員工人數合計(約 817.1 萬人) 之比重。

**：為汽車及其零件製造業。

***：包括食品、飲料、成衣、紡織、紙製品等民生工業，以及石化、塑橡膠、基本金屬與金屬製造業。

資料來源：主計總處

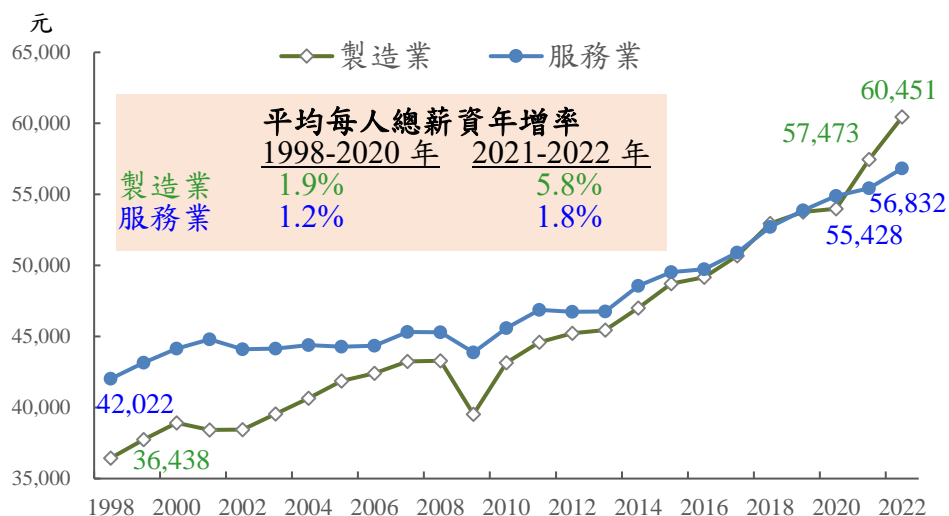
2. 以薪資成長而言，1998 至上年製造業平均每人總薪資漲幅高於服務業，且製造業總薪資連兩年超越服務業

(1)1998 至 2020 年，服務業平均每人總薪資(含經常性薪資及非經常性薪資)水準值多高於製造業，惟隨 2021 年起，因美中貿易戰與疫情紅利而使出口快速成長，進而使製造業薪資漲幅加大，且總薪資已連兩年高於服務業(圖 5)。

一長期以來，我國服務業高薪產業較為分散，如金融及保險業、資通訊傳播、專業服務，以及運輸及倉儲業等；而製造業高薪產業則較集中電子資通訊業，且傳產製造業薪資多較低(詳下頁表 4)，以致 1998 至 2020 年服務業薪資水準多高於製造業。

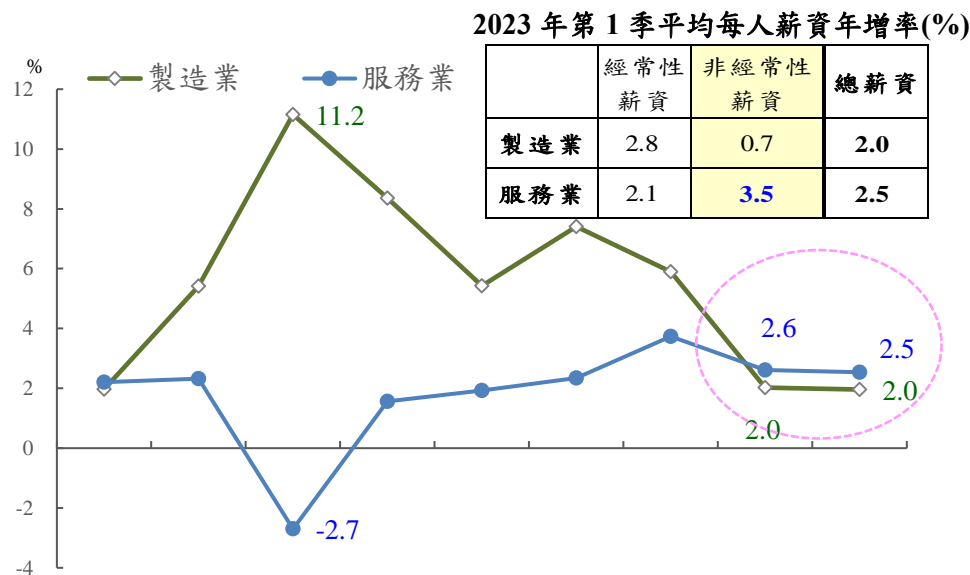
(2)近期因上年第 4 季起，出口轉呈負成長，製造業平均每人總薪資年增率快速下滑而接近過去平均年增率 1.9%；服務業則因防疫措施與邊境管制逐漸放寬，帶動消費人潮回流，員工非經常性薪資明顯成長，且總薪資年增率略高於製造業(圖 6)。

圖 5 製造業、服務業平均每人總薪資水準值



資料來源：主計總處

圖 6 2021 年以來*製造業、服務業平均每人總薪資年增率



註：*：因每年 1~2 月總薪資年增率易受春節落點不同而產生劇烈變化，爰採季資料。

資料來源：主計總處

(3)就行業別⁵分析，傳產製造業及多數傳統服務業長期薪資多較低(表 4)。

① **薪資較低行業**(該業員工薪資相對全體平均薪資之倍數小於 1 者)：

—**勞力密集之傳產製造業如食品、紡織等 15 種行業及機械設備業等**，其上年員工平均薪資相對全體平均薪資之倍數均較 1998 年下降，且薪資長期增幅明顯低於電子資通訊業。

—**傳統服務業**如受僱人數占比最高之**批發及零售業**，薪資相對全體平均薪資之倍數由 1998 年之 0.95 倍降至上年之 0.90 倍；**住宿餐飲、支援服務業、其他服務業**之薪資更僅 0.63~0.67 倍。

—薪資較低之傳統服務業的**就業者**，**逾 96%**係服務於**調薪意願較低⁶且薪資揭露規範未臻健全⁷的中小企業**。

② **薪資較高行業**(該業員工名目薪資相對全體平均薪資之倍數大於 1 者)：

—**技術與資本密集之電子資通訊業**(含電子零組件及電腦、電子產品業等)，積極研發投資，在**勞動生產力提升**下，**薪資快速成長**且由 1998 年**低於全體平均薪資**(0.95~0.97 倍)，**蛻變為高薪產業**(上年為 1.32~1.56 倍)。

—較高薪之服務業如**專業服務、金融及保險業**，薪資相對全體平均之倍數由 1998 年之 1.15~1.5 倍升至上年之 1.17~1.74 倍，而**資通訊傳播業、運輸及倉儲業**之薪資倍數因薪資漲幅低緩而**下降**。

表 4 受僱人員相對全體平均薪資*之倍數—按行業別

			受僱 人數 占比 (%)	該業員工薪資 相對全體 平均薪資 之倍數		2022 年薪資 相較於 1998 年薪資 增幅(%)	中小企業 就業 人數 占比(%) 2021 年
				2022 年	1998 年		
製 造 業	薪資 較高	電子零組件	8.1	0.95	1.56 ↑	141.3	69.97
		電腦、電子產品等	2.9	0.97	1.32 ↑	99.0	
	薪資 較低	食品、紡織等 15 種**	18.8	0.86	0.76 ↓	28.8	
		機械設備	2.9	0.91	0.79 ↓	26.3	
服 務 業	薪資 較高	金融及保險	4.9	1.50	1.74 ↑	68.6	87.53
		出版、影音製作、資通 訊傳播	3.0	1.55	1.37 ↓	28.9	86.47
		專業服務業	3.8	1.15	1.17 ↑	49.2	85.57
		運輸及倉儲業	3.6	1.11	1.08 ↓	41.2	80.65
	薪資 較低	批發及零售	20.9	0.95	0.90 ↓	38.0	98.08
		住宿餐飲	5.9	0.61	0.63 ↑	50.2	99.17
		支援服務業	5.0	0.88	0.67 ↓	10.7	96.95
	其他服務業***	1.3	0.75	0.65 ↓	27.2	99.46	

註*:即總薪資=經常性薪資+非經常性薪資。

**：15 種製造業：(1)食品、(2)紡織、(3)成衣及服飾品、(4)汽車及其零件製造業、(5)木竹製品、(6)紙漿、紙及紙製品、(7)印刷及資料儲存媒體複製業、(8)橡膠製品、(9)塑膠製品、(10)非金屬礦物製品、(11)金屬製品、(12)電力設備、(13)機械設備、(14)家具、(15)其他製造業。

***：其他服務業係包括個人及家庭用品維修、洗衣、美髮及美容美體、殯葬服務及家事服務等。

資料來源：主計總處

⁵ 依據經濟部 2022 年中小企業重要統計表，製造業之中小企業比重為 96.5%；批發及零售業、支援服務業、其他服務業、住宿餐飲之中小企業比重分別為 99.5%、99.5%、99.9%、99.8%。

⁶ 依據主計總處「111 年經常性薪資調升情形」(2023.5.30 發布)，500 人以上大企業加薪(包括調升經常性薪資或年資晉級加薪)家數比重達 93.8%，100~499 人、10~99 人、9 人以下等企業加薪比重則分別為 78.4%、57.3%、33.2%。

⁷ 為使企業重視低薪現象，證交法規上市櫃公司須揭露員工平均薪資，且當(1)EPS 比去年成長，但薪資費用衰退；(2)EPS 比同業好，但員工薪資水準低於同業；(3)非主管員工平均薪資未達 50 萬元等三種情形下，尚須以附註說明原因。

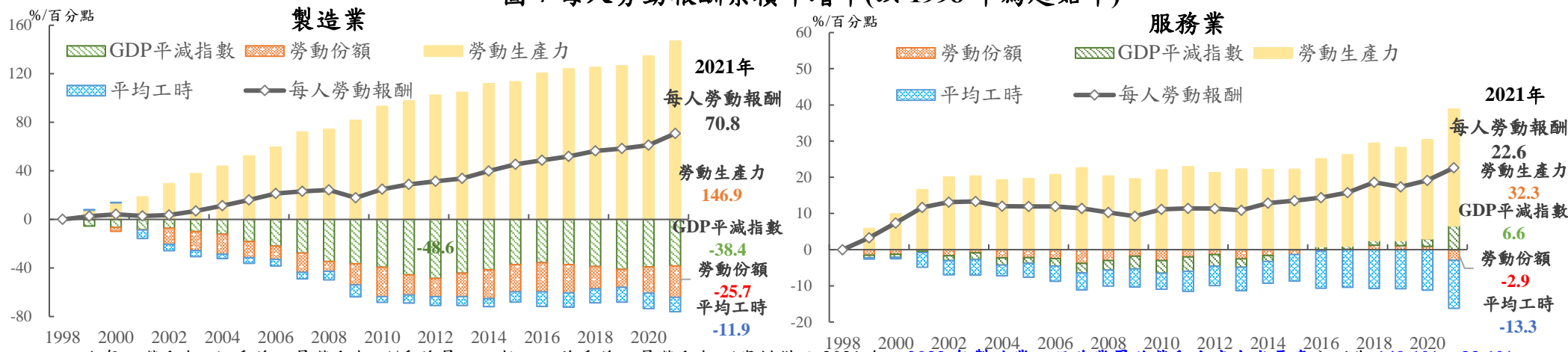
(三)製造業及服務業每人勞動報酬成長情況與影響因素

1. 每人勞動報酬為平均每人總薪資及非薪資報酬之加總，且每人勞動報酬累積年增率約等於下列四項累積年增率的總和⁸：

每人勞動報酬累積年增率 \cong (1)勞動生產力累積年增率+(2)GDP平減指數累積年增率+(3)勞動份額累積年增率+(4)平均工時累積年增率

- 以 1998 年為起始年，2021 年製造業每人勞動報酬累積年增率達 70.8%，遠高於服務業之 22.6% (圖 7)，主要係因：
- (1) 製造業勞動生產力累積成長率達 146.9%，服務業僅成長 32.3%，為兩業別每人勞動報酬累積年增率主要差異來源。
 - (2) 兩業別之 GDP 平減指數累積年增率多為負值(即對每人勞動報酬累積年增率之貢獻為負)，惟自 2012 年以來，製造業負貢獻幅度減少，服務業甚至轉正。
 - (3) 製造業勞動份額累積年增率長期多為負值，而服務業勞動份額年增率則在 2018 至 2020 年轉正。
 - (4) 勞動條件的改善為兩業別勞動工時持續負成長主因:台灣於 2001 年調降法定工時、2016 年推動勞動基準法新制以落實勞工週休二日，加以為提振勞動力而鼓勵婦女及中高齡之就業⁹等。

圖 7 每人勞動報酬累積年增率(以 1998 年為起始年)*



註*:每人勞動報酬=受僱人員勞動報酬/受僱員工人數，目前受僱人員勞動報酬資料僅至 2021 年；2022 年製造業、服務業累積勞動生產力成長率分別為 149.1%、33.1%。
資料來源:主計總處

⁸ 根據勞動需求，理論上勞動報酬成長率應等於勞動生產力成長率及產出價格成長率之和(兩者合計為勞動邊際產值成長率)，然而，勞動報酬成長率與勞動邊際產值成長率經常存在脫勾現象，此即反映勞動份額及勞動工時的變化，如勞工議價能力下降，加以公司治理追求股東價值極大化，致勞動份額下降，將使勞動報酬成長率低於勞動邊際產值成長率。

⁹ 隨婦女及中高齡者之勞參率提升時，因其工時較低，故易拉低平均工時。

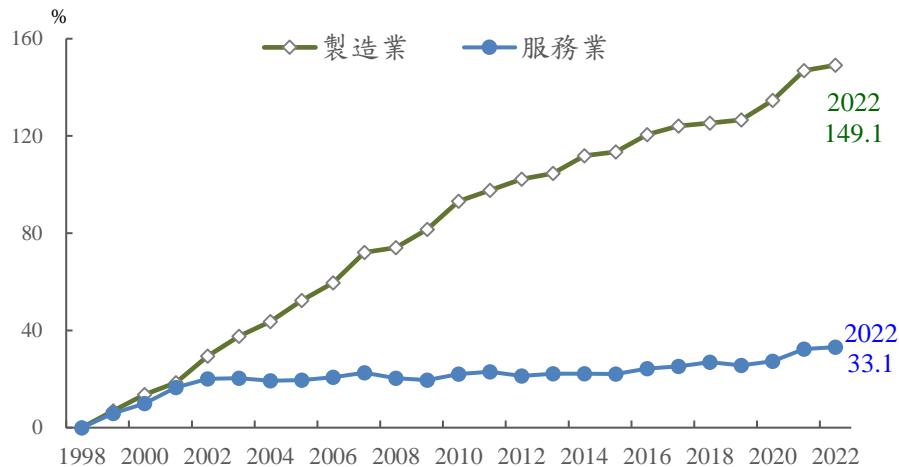
2. 勞動生產力之行業別分析：製造業占比最高之電子零組件業勞動生產力明顯成長，服務業占比最高之批發及零售業則成長較為平緩

—自 1998 年以來，**製造業勞動生產力穩定成長**，而**服務業成長幾呈停滯**，以致兩業別累積成長率**差距**隨時間拉長而逐漸擴大(圖 8)；至**上年製造業勞動生產力**的累積成長率為 149.1%，**遠高於服務業的 33.1%**(表 5)。

(1)**製造業**：以**電子零組件業**的生產毛額**占比最高**，隨其持續擴充先進製程及積極投入研發，帶動**勞動生產力**累積成長率達**254.6%**；**電機及運輸設備等傳產製造業**勞動生產力成長率則**較為低緩**，分別為 25.8%、38.7%。

(2)**服務業**：以中小企業為主，致投資研發不足且勞動生產力**成長停滯**。其中，**住宿及餐飲業**因近年受**國內防疫措施及邊境管制**影響，致實質生產毛額衰退，而拖累其勞動生產力，加以**生產毛額比重最高之批發及零售業**累積成長率僅 67%，**不足整體製造業之一半**，難以帶動服務業勞動生產力明顯成長。

圖 8 製造業及服務業勞動生產力之累積成長率
(以 1998 年為起始年)



資料來源:主計總處

表 5 2022 年勞動生產力累積成長率之行業別分析(以 1998 年為起始年)

		生產毛額 比重*	勞動生產力 累積成長率			生產毛額 比重**	勞動生產力 累積成長率
全體製造業		100	149.1	全體服務業		100	33.1
電子 資通	電子 零組件	44.6	254.6	傳統	批發及 零售	26.0	67.0
	電腦、電 子產品等	10.2	178.0		不動產業	12.4	47.8
傳產	化學 材料	5.7	136.4	運輸及 倉儲	6.5	47.6	
	機械 設備	4.1	73.5	住宿及 餐飲	3.8	-29.3	
	電機 設備	2.5	25.8	支援服務	2.6	17.8	
	運輸 設備	2.0	38.7	現代	金融及 保險	10.5	65.2
				出版、影 音製作 通訊傳播	5.1	113.7	
				專業服務	3.8	27.1	

單位：%

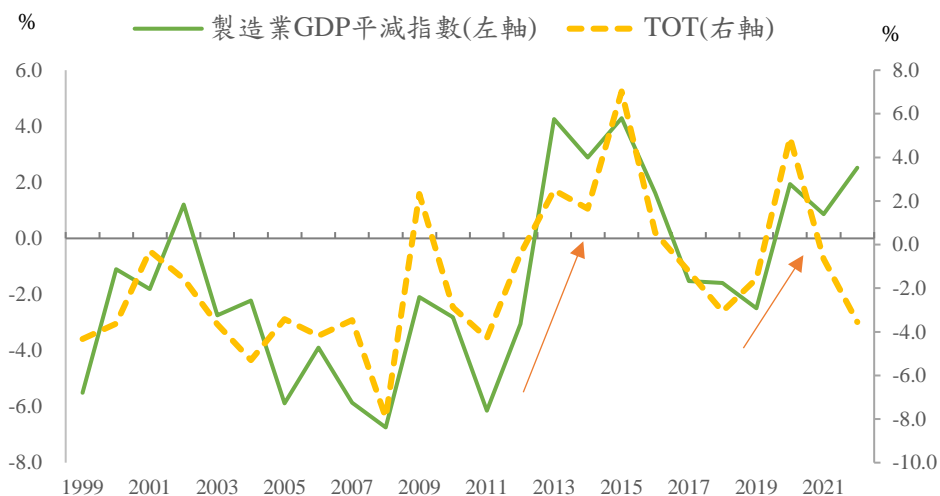
註：*：製造業細項業別生產毛額數值僅至 2021 年，故生產毛額**比重**為 2021 年各細項業別名目生產毛額/製造業名目生產毛額*100、**細項業別勞動生產力**資料亦僅至 2021 年；運輸設備係指汽車及其零件製造業。

60 **：服務業生產毛額**比重**係為 2022 年各細項業別名目生產毛額/服務業名目生產毛額*100。
資料來源:主計總處

3. 產出價格之行業別分析：近年我國製造業、服務業產出價格均上升，分別係因貿易條件改善、疫情帶來貨櫃運價上漲

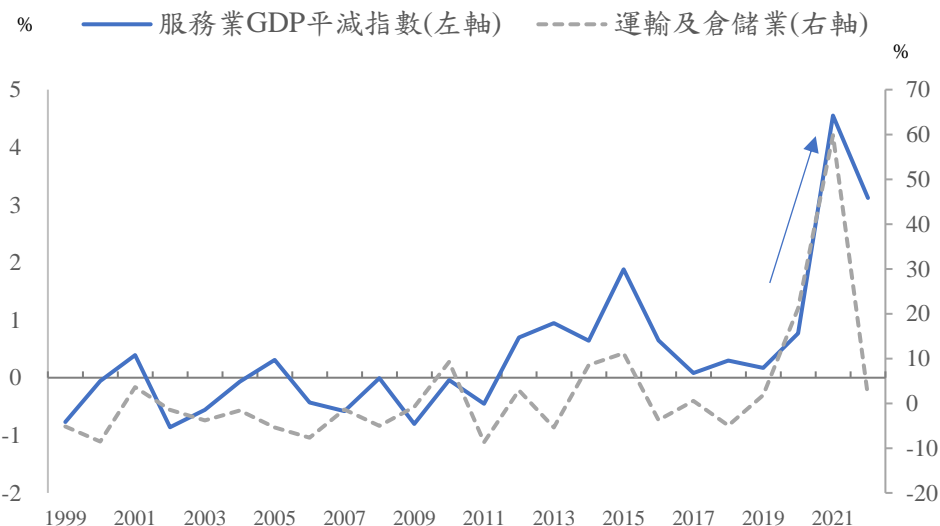
- (1) 2011 至 2015 年及 2018 至 2020 年期間，貿易條件(Terms of Trade, 簡稱 TOT)年增率均明顯走升(圖 9)，其中 2011 至 2015 年主要係因**原油進口價格**年增率下滑；而 2018 至 2020 年則係受惠**美中貿易戰**帶來的**轉單效應**，美國對**台灣電腦、伺服器**等需求增加，推升相關出口物價¹⁰，以致**貿易條件改善**，並使**製造業 GDP 平減指數**年增率轉正。
- (2) 服務業係以**內需為主**，其 GDP 平減指數變動率較為平穩，惟受惠於**2021 年貨櫃運價**大漲，致海上等**運輸業 GDP 平減指數**年增率上揚，帶動服務業產出價格攀升(圖 10)。

圖 9 貿易條件(TOT)與製造業 GDP 平減指數年增率



資料來源:主計總處

圖 10 運輸及倉儲業與服務業 GDP 平減指數年增率



資料來源:主計總處

¹⁰ 參見中央銀行(2022),「從 CPI 與 PPI 之關係分析台灣本年通膨走勢」,央行理監事會後記者會參考資料,3月17日。

4. 勞動份額之行業別分析：製造業主要產業勞動份額均明顯惡化；服務業部分產業受疫情影響而變動較大

(1) 製造業：2021 年相對 1998 年，電子資通訊業與傳產製造業(如化學材料及基本金屬業)之勞動份額均下滑(表 6)。

—主要係因全球化，致電子資通訊業三角貿易比重上升，且傳產製造業外移，台灣低技術勞工薪資與中國大陸等薪資較低國家拉近(要素價格均等化)，加以公司治理追求股東價值極大化，以致勞動份額下降。

(2) 服務業：多屬勞力密集產業，故整體而言勞動份額降幅不大，惟部分產業受 COVID-19 疫情影響而變動較大。

① 2021 年相對 1998 年，運輸及倉儲業勞動份額下降 14.4 個百分點(表 6)，主因疫情導致貨櫃運價大漲，使其 2021 年名目生產毛額大幅成長 50.9%，惟分配予勞工之報酬(含分紅、年終獎金)多遞延至上年，以致 2021 年其平均每人總薪資漲幅僅 4.5%，遠落後於名目生產毛額；而上年平均每人總薪資漲幅則達 8.1%，高於名目生產毛額成長率 7.3%(圖 11)。

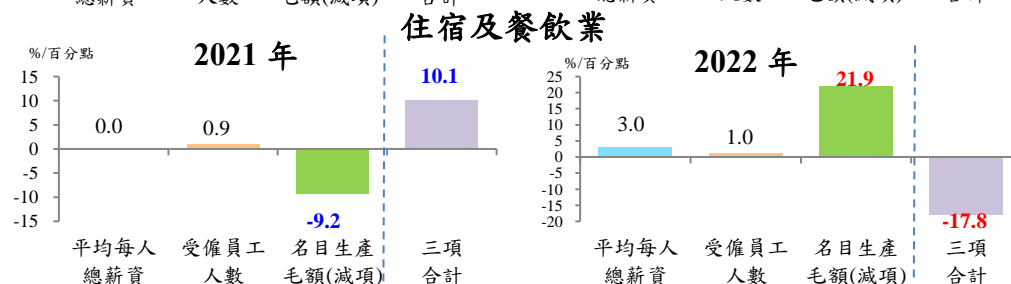
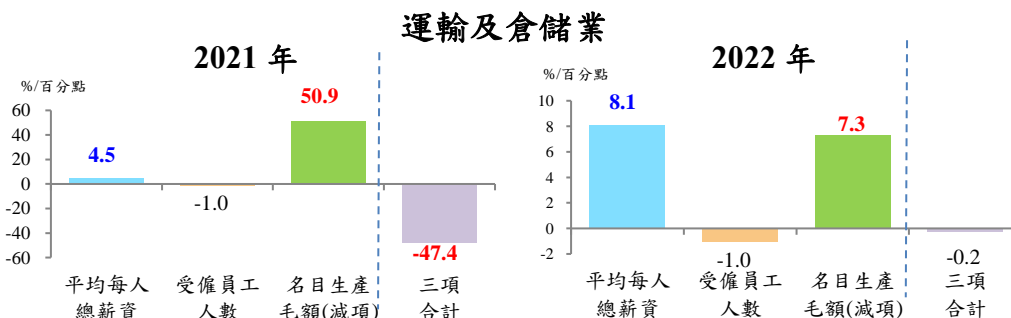
② 2021 年住宿及餐飲業受疫情衝擊致名目生產毛額衰退 9.2%(圖 11)，惟勞動份額較 1998 年增 18.8 個百分點(表 6)，主因業者為因應未來營運復甦，加以政府紓困措施¹¹，而維持一定僱用人力；預期上年將因需求回升，帶動名目生產毛額大漲而使勞動份額回降。

圖 11 勞動份額變動的影響因素之年增率*
(勞動份額=(每人勞動報酬×受僱員工人數)/名目生產毛額)

表 6 製造業及服務業之勞動份額-細項業別

單位：%/百分點

	製造業	電子資通訊		傳產			
		電子零組件	電腦、電子產品等	化學材料	基本金屬	機械設備	電機設備
1998(1)	48.7	38.2	42.2	34.8	41.3	59.3	61.6
2021(2)	37.7	26.0	40.3	27.1	30.1	58.3	58.6
變動(2)-(1)	-11.0	-12.2	-1.9	-7.7	-11.2	-1.0	-3.0



註*:影響因素尚包括非薪資報酬，惟因其占勞動報酬比重偏低約為 14%，故而不計其影響。
資料來源:主計總處

	服務業	金融及保險	出版、影音製作、資通訊傳播	批發及零售業	住宿及餐飲	運輸及倉儲		不動產
						水上運輸	陸上運輸	
1998(1)	47.9	44.8	46.3	45.1	53.2	49.4	16.3	6.4
2021(2)	46.5	49.5	47.7	41.6	72.0	35.0	6.8	6.3
變動(2)-(1)	-1.4	4.7	1.4	-3.5	18.8	-14.4	-9.5	-0.1

資料來源:主計總處

¹¹ 如 2021 年經濟部對餐飲、旅館等受疫情衝擊之服務業，提供營運資金與員工薪資補貼，且受補貼之行業，不得對員工實施減班休息、減薪或裁員等減損員工權益之行為。此外，勞動部亦推出「安穩僱用計畫」，經就業服務機構媒合之雇主及失業勞工，若持續僱用滿 30 天，則發給勞雇雙方獎勵津貼。

(四)結論與建議

1. 台灣製造業之每人勞動報酬成長率明顯高於服務業，主要係受四大因素之影響：

- (1) 勞動生產力：製造業勞動生產力穩定成長，而服務業則幾呈停滯，為兩業別每人勞動報酬成長率差異之主要來源。
— 製造業中，以電子資通訊業的勞動生產力成長幅度較大，電機及運輸設備等傳產製造業則較為低緩。
- (2) 產出價格：過去兩業別之產出價格年增率多為負值，惟近年製造業、服務業分別因貿易條件改善、疫情帶來貨櫃運價上漲，使產出價格均上揚。
- (3) 勞動份額：製造業受全球化、技術進步等之影響較大，以致勞動份額明顯下降，服務業係屬勞力密集產業且受全球化之影響較小，故勞動份額降幅不大。
- (4) 勞動工時：台灣工作時數減少係反映勞動條件的改善，而此亦為國際長期趨勢。

2. 建議：

(1) 為加速提升服務業與傳產製造業之勞動生產力與產出價格，宜加大促進產業創新及科技轉型之政策力道。

- 我國企業研發支出占各業名目生產毛額比率以電子資通訊業較高，傳產製造業及服務業研發支出比率則均偏低(表7)，不利生產力與國際競爭力的提升。
- 台灣製造業居全球供應鏈的中上游，擅長中間財製造與生產管理，惟中間財多屬標準規格，易為價格接受者，而服務業之國際競爭力有限以致定價能力薄弱。

表7 2021年企業研發支出占各業名目生產毛額比率

單位：%

製造業	電子資通訊		傳產製造業	服務業	出版、影音製作、資通訊傳播	專業服務	金融及保險	批發及零售	運輸及倉儲	住宿及餐飲
	電子零組件	電腦、電子產品等								
8.6	12.2	18.4	2.4	0.4	3.2	2.2	0.4	0.2	0.1	0.0

資料來源：國家科學及技術委員會—全國動態科技調查資料庫、主計總處

—近年經濟部、交通部及文化部等部門持續推動製造業¹²及服務業¹³創新及轉型之計畫，未來應再擴大資源投入，以加速提升產業勞動生產力與產出價格之成效。

(2)為提升勞動份額，仍宜適時合理提高基本工資，並強化勞工對薪資的議價能力。

—上年全體加薪廠商中，近4成將「基本工資調升」列為首要考慮因素(表8)，足見適度提高基本工資，可促進企業調薪。

—2021年台灣企業及產業工會組織率¹⁴為7.8%，低於南韓的12.5%(為2019年資料)，以及日本的16.9%。因此，政府宜協助並鼓勵中小企業之勞工加入產業工會，或適度降低工會籌組門檻¹⁵，以提高我國工會組織率，進而強化勞工對薪資的議價能力。

表8 2022年廠商調升經常性薪資考慮之重要因素

單位：%

有調升薪資的廠商比例	考慮之重要因素*				
	員工個人表現	基本工資調整	營利狀況較佳	激勵員工士氣	留住或吸引人才
33.3	49.3	39.8	37.1	31.1	24.3

註：*為廠商調薪時所考慮之因素中列為前三項優先參考因素之廠家比率，因可複選，故比率之和大於100%。

資料來源：主計總處

¹² 如經濟部推出「中小製造業接班傳承數位轉型」，提供資源協助中小型製造業接班人加速數位轉型以提升產業附加價值及拓展海外市場，帶動員工加薪。

¹³ 如經濟部推出「服務業創新研發補助(SIIR)」，以引導商業服務業研發資源的投入、「商業服務業品牌增值計畫」協助商業服務業品牌加速輔導，提升創投及國際授權媒合與資金挹注，以及「建構零售暨服務業數據共享創新服務計畫」期協助零售業、餐飲業、休憩服務業等，透過導入雲端服務所產生之數據回饋，驅動業者進行數位轉型及商業模式創新，優化營運體質及產業競爭力，進一步協助優質企業拓展國際市場；交通部推動「我國疫後觀光產業復甦、相關產業振興及永續觀光發展規劃」，該計畫包括鼓勵旅宿業及觀光業強化產業數位化經營；文化部推動「影音場域之5G創新應用領航計畫」以加速影視音產業創新應用及提高影音創作之品質。

¹⁴ 係指企業及產業工會會員人數占可組織企業、產業工會人數之百分比。

¹⁵ 我國工會法規定，「組織工會應有勞工三十人以上之連署發起」，此不利於勞工人數低於30人之中小企業組成工會。此外，日本及南韓組成工會之勞工人數門檻為2人，請參見陳建樞(2022)，「強化工會組織運作相關法制之探討」，立法院法制局專題研究報告。

附錄一名目每人勞動報酬年增率拆解之推導步驟說明

(一)本文在分析過程中主要採用的名詞定義或解釋如下：

1. 每人勞動報酬=受僱**員工報酬**/受僱**員工人數**= C/L ，其中 C 為受僱員工報酬(含薪資及非薪資報酬)，L 為受僱員工人數。
2. 本文定義**勞動生產力為每工時產出**，故勞動生產力=實質產出/總工時= $GDP/(H \times L)$ ，其中 GDP 為實質 GDP，H 為平均工時。
3. GDP 平減指數(即 PGDP)=名目 GDP/實質 GDP $\times 100 = \$GDP/GDP \times 100$ ，其中 \$GDP 為名目 GDP。
4. **勞動份額**=受僱員工報酬/名目 GDP $\times 100 = C/\$GDP \times 100$ 。

(二)名目每人勞動報酬年增率拆解之推導步驟說明

①首先將名目每人勞動報酬(C/L)之分子、分母皆乘以相同變數(故可抵消)，並加以分組如下：

$$\frac{C}{L} = \frac{C}{PGDP \times GDP} \times PGDP \times \frac{GDP}{L \times H} \times H \quad (1)$$

②在(1)式之等號兩邊皆**取自然對數**，且代入 $PGDP \times GDP = \$GDP$ ：

$$\ln \frac{C}{L} = \ln \frac{C}{\$GDP} + \ln PGDP + \ln \frac{GDP}{L \times H} + \ln H \quad (2)$$

③再對(2)式等號兩邊**取差分**(以 Δ 表示)：

$$\Delta \ln \frac{C}{L} = \Delta \ln \frac{C}{\$GDP} + \Delta \ln PGDP + \Delta \ln \frac{GDP}{L \times H} + \Delta \ln H \quad (3)$$

因此，可推得：**每人勞動報酬年增率**≐**勞動份額年增率**+**GDP 平減指數年增率**+**勞動生產力年增率**+**平均工時年增率**

五、美元之國際地位：過去、現在及未來

十九世紀初期至二十世紀初期，英鎊為當時全球主要貨幣，惟之後隨英國國力衰弱，美國躍居全球第一經濟軍事強國，遂由美元取代英鎊成為全球主要貨幣，尤其第二次世界大戰後布列敦森林制度(Bretton Woods system)建立以來，美元確立獨大的地位已近 80 年，至今採用美元做為國際貨幣的地區，占全球 GDP 之半數甚或三分之二強¹。

近 20 年來，每當國際發生重大政治經濟事件，就會出現去美元化(de-dollarization)聲浪²。近期去美元化聲浪與 2022 年俄烏戰爭爆發後，美國與其他西方國家對俄國進行嚴厲的經濟及金融制裁，引發部分國家對持有美元資產的疑慮，而採行去美元化的相關因應作法有關³；同時，去美元化的聲浪經由傳統媒體與現代社群媒體的散播而推波助瀾。尤其當前許多重要的國際經濟金融議題，如貿易報價通貨之選擇、貨幣政策自主性及國際外溢效果、全球經常帳不平衡、美國政府債務上限及外匯存底之投資或幣別組合等，本質上均是環繞在以美元國際地位為核心的課題，因此有關美元的國際地位及未來可能面臨之挑戰，值得加以討論。

本文首先探討國際貨幣之意義、功能與條件；其次，扼要介紹英鎊之沒落及美元之崛起；並進一步探討自 1971 年美國總統尼克森宣布中止美元與黃金兌換迄今，美元仍為最主要之國際準備貨幣，且以其獨特地位對全球金融循環產生影響；最後，檢視多項與國際貨幣功能(計價單位、交易媒介、價值儲藏)等相關的數據及其近年之變化趨勢，來說明當前以美元為主的體系仍有眾多因素支持其順暢運作，並對各界提出美元所面臨的挑戰略加說明，供外界參考。

¹ Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff (2019) “Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?” *Quarterly Journal of Economics* 134-2, 599-646；McCauley, R. (2020), “The Global Domain of the Dollar: Eight Questions,” *Atlantic Economic Journal* 48, 421-429.

² 2008 至 2009 年美國爆發全球金融危機，不但引發去美元化的討論，例如，Kokenyne, A., J. Ley and R. Veyrune (2010), “Dedollarization,” *IMF Working Paper* WP/10/188, International Monetary Fund，也促使中國大陸人民銀行於 2009 年開始推動人民幣國際化。

³ 包括中國大陸及俄國使用本國貨幣進行貿易、中國大陸及巴西在雙邊貿易中放棄使用美元、阿拉伯聯合大公國向中國大陸出售以人民幣計價之天然氣、部分東協國家在貿易中提倡去美元化並推動當地支付系統、肯亞以本國貨幣購入波斯灣地區石油、阿根廷經濟部長宣布未來以人民幣支付自中國大陸進口的商品。2022 年 12 月，模里西斯繼南非和尚比亞之後成立非洲的第三個人民幣結算中心，持續推動對中貿易等等。

(一) 國際貨幣之意義、功能與條件

1. 國際貨幣之意義與功能：計價單位、交易媒介、價值儲藏

- (1) 國際貨幣(international currency)為可在國際間充當計價單位、交易媒介與價值儲藏之貨幣，如美元、歐元、日圓等，尤其在民間部門使用於國際貿易與金融之報價、國際貿易與金融之清算、國外資產之持有。
- (2) 國際準備貨幣(international reserve currency)則為官方用途之國際貨幣，可做為各國匯率報價之參考貨幣(reference currency)(以台北外匯市場為例，新台幣匯率採用美元做為參考貨幣，以 1 美元兌換多少新台幣來報價)、外匯干預的關鍵貨幣與國際準備之持有，其中國際準備為一國貨幣當局所持有，可融通國際收支失衡、調節外匯市場與其他用途⁴。
- (3) 倘若一國貨幣為主要國際貨幣，也會是國際準備貨幣，因此在非正式的意義上，國際準備貨幣也往往成為主要國際貨幣之代名詞，而會在無意間出現交互使用的情況。

表 1 國際貨幣之功能

	官方用途	民間用途
計價單位	表達各國匯率之參考貨幣	國際貿易與金融之報價
交易媒介	外匯干預之關鍵貨幣	國際貿易與金融之清算
價值儲藏	國際準備之持有	國外資產之持有

資料來源：Lee, J. (2008), "Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency?" in *The Future Global Reserve System: An Asian Perspective*, Asian Development Bank

⁴ 國際準備包含外匯存底、黃金、特別提款權(Special Drawing Rights, SDR)與在國際貨幣基金(IMF)的準備部位；若非屬 IMF 會員國，則僅為外匯存底與黃金。

2. 一國貨幣具備國際貨幣地位之主要因素

影響一國貨幣是否能成為國際貨幣之主要因素包含**產出規模**、**貿易量大小**、**金融市場規模**及**該國金融體系法規規範**、**對貨幣價值具有信心**及**網絡外部性**⁵等。

(1) 產出規模(國力)及貿易量

- 一國產出(常以 GDP 來衡量)規模越大，顯示該國影響力越大；美國、中國大陸、歐元區、日本與英國皆屬經濟大國，美元、人民幣、歐元、日圓與英鎊也皆為國際貨幣。
- 產出規模大且持續期間長，代表長期的投資或財富**累積效果**大；此隱含即便一國產出已被超越，但其**國力並不會在短期內被超越**。美國自 19 世紀末迄今產出持續穩居全球之冠，代表**累積國力深厚**，致其全球影響力舉足輕重。
- 貿易量：一國貿易量愈大並慣以該國貨幣報價，其貨幣更易成為主要的國際貨幣，如當前的美元及歐元。

(2) 金融市場

- 若該國**金融市場(資本市場與貨幣市場等)**規模越大且對外開放(資金進出自由)，較易成為國際貨幣。
- 做為國際貨幣應具備完善的**金融法規及體制**，以對投資者提供較完整的保障，同時，亦具有**高主權信用評等**。

(3) 對貨幣價值具有信心

對貨幣價值的信心，係指貨幣的價值是否穩定；若一國物價穩定，大眾對該等貨幣將具有信心。而**對外價值**，即本國貨幣對其他主要貨幣之價格，如相對穩定，亦有助於國際投資者持有以其計價之各種資產的投資信心。

(4) 網絡外部性(network externalities)

使用國際貨幣就好像使用**世界通用語言(lingua franca)**一樣，愈多人使用，就會有更多人隨之跟進，最終成為使用**慣性(inertia)**，一時之間難以改變，美元即為一例。

⁵ Chinn, M. and J. Frankel (2008), "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency," *La Follette School Working Paper No. 2008-007*, La Follette School of Public Affairs, University of Wisconsin-Madison

(二)1930 年代英鎊的沒落及二戰後美元之興起

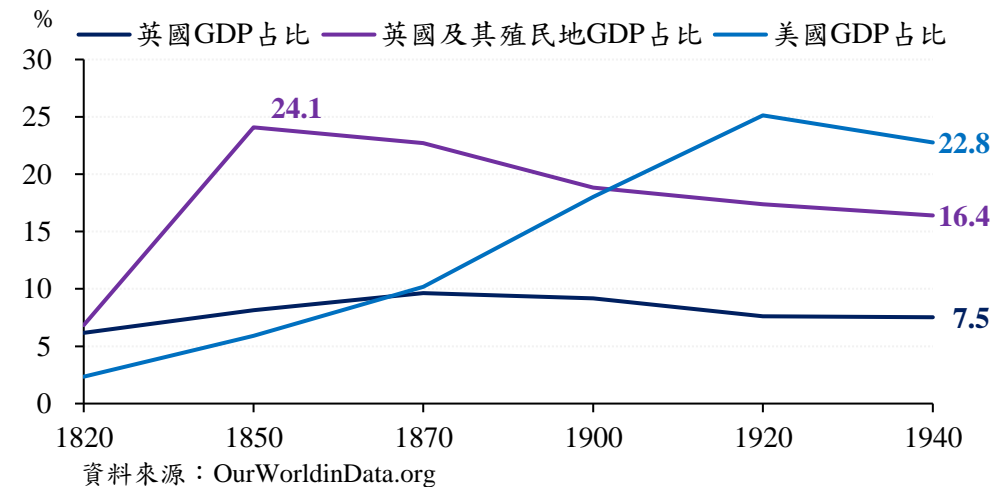
1. 20 世紀初期英國國力開始轉弱，後於 1931 年英鎊脫離金本位制度

(1)1815 至 1920 年間：英鎊為當時最主要國際貨幣，主要反映 1760 年代英國發生**工業革命**，使其累積龐大及雄厚之**軍事與經濟實力**，並向海外擴張，成為**全球最大的殖民地國家**，英鎊因而在全球維持獨大地位⁶。

— 在 1860 至 1914 年間，高達 60% 的國際貿易係透過英鎊計價、交易與清算；而在全球的官方外匯存底中，英鎊當時亦是最重要的國際準備貨幣，在 1899 年底曾達 68%，惟在 1913 年底該占比已降至 48%。

— 英國的經濟規模雖在 1872 年被美國超越，且英國及其殖民地經濟規模亦在 1900 年前後被美國超越(圖 1)；另至 1915 年時，英國出口貿易亦被美國超越，英鎊影響力略降，但此時英鎊仍為最主要國際準備貨幣。

圖 1 美國 GDP 在 1872 年即超越英國 GDP



(2)1929 年美國經濟大蕭條(The Great Depression)亦對英國經濟造成沉重打擊，英國被迫放棄金本位，並使得英鎊貶值，造成**1931 年的英鎊危機**⁷，加以兩次戰後英國實力大不如前，致英鎊在國際地位逐漸式微。

⁶ 可參閱 Eichengreen, B. (2005), "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition," *NBER Working Paper* 11336, National Bureau of Economic Research。

⁷ Eichengreen and Jeanne (2000)認為外部衝擊嚴重影響了當時的失業與英鎊穩定：大規模失業造成英國大眾認為政府難以維持對匯率的承諾而產生了強烈的預期貶值心理，因該預期心理而產生的貶值貼水(devaluation premium)，使得利率上升，造成失業問題更為惡化(參見 Eichengreen, B. and O. Jeanne (2000), "Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931," in P. Krugman (eds.) *Currency Crisis*, 7-43, University of Chicago Press)。1931 年英國乃與其殖民地、自治領地以及有密切經濟關聯的國家建立了英鎊區(sterling area 或 sterling zone)，區域內會員國的貨幣價位釘住英鎊，各會員國之間貨幣的匯率也維持固定，至於與非會員國之間的匯價，則根據英鎊與美元的匯率換算，該機制於 1972 年終止。

2. 美國於二戰後推出馬歇爾計畫，以協助重建歐洲，增加歐洲美元之使用，並鞏固美元之國際地位

- (1) **1931 年的英鎊危機**，使英國脫離金本位；加以歐洲為兩次世界大戰的主要戰場，美元影響力上升並超越英鎊。
- (2) **1944 年 7 月**布列敦森林制度誕生，美元對黃金維持平價關係，訂定為 **1 盎司黃金等於 35 美元**。美國承諾維持美元對黃金的平價。其他會員國的貨幣須訂定與美元的平價，而會員國之間則據此換算貨幣間交換比率，是為**金匯兌本位制**，**美元正式成為全球最主要國際貨幣**。
- (3) 美國於 **1948 至 1951 年間實施對歐洲之援助重建計畫—「馬歇爾計畫」**⁸，以避免戰後歐洲經濟情勢惡化、防堵共產主義擴張、促進經濟穩定以及增進歐洲貿易，該計畫取得巨大成功，部分人士主張可推廣至其他地區⁹。
- **美國透過馬歇爾計畫對歐洲國家提供各種大量金融、技術與設備的援助**，總共對歐洲撥款 **130 億美元**(1950 年 1 美元約當於今日之 11.83 美元，故該撥款約當今日之 **1,538 億美元**)，**使美國成為歐洲最大出口市場，大量美元流向歐洲**，這些鉅額美元資金存放在歐洲的美國銀行，稱之為「**歐洲美元**」(Eurodollars)。
 - 由於在英國、法國的美元存款不需提存準備金，也使得歐洲的銀行有獲利空間，紛紛投入歐洲美元市場，也壯大了歐洲美元本身。

圖 2 美元取代英鎊之崛起過程



資料來源：本行自行整理

⁸ 馬歇爾計畫係為美國國務卿喬治·馬歇爾(George C. Marshall)於1947年6月5日在哈佛大學發表演說，提出重建歐洲的大綱，其後付諸實施。

⁹ 如部分人士主張可針對亞洲、中美洲、東歐、非洲等地採取新馬爾歇計畫(參見 Congressional Research Service (2018), “The Marshall Plan: Design, Accomplishment, and Significance,” CRS Report for Members and Committees of Congress, Congressional Research Service, Jan. 18)。

(三)1970 年代布列敦森林制度瓦解迄今：美元在全球持續享有獨大及重要準備貨幣地位

1. 1970 年代布列敦森林制度瓦解

- (1) **尼克森震撼(Nixon Shock)**：1960 年代後期起，布列敦森林制度逐漸出現困境，主要因為二戰後全球經濟與貿易快速擴張，各國對美元的需求也隨之水漲船高，美元持續流出美國，而**美國又因**國內經濟與越戰的影響，於**1970 年代初期出現國際收支逆差**，美元加速流出，市場預期美元可能貶值，美元與黃金難以維持平價。**1971 年 8 月 15 日**，美國總統尼克森宣布中止美元與黃金兌換，使美元與黃金脫鉤，史稱尼克森震撼，布列敦森林制度名存實亡。
- **特里芬兩難(Triffin Dilemma)**：布列敦森林制度在本質上的難解問題。戰後全球經濟持續擴張，各國對美元需求增加，使美元持續流出海外，但**黃金存量卻有限**，最終其他國家會對美元兌換黃金的信心產生動搖；但倘若美國限制資金外流以維持全球對美元的信心，卻會使國際流動性不足，影響全球經濟，布列敦森林制度終將難以持續¹⁰。
- (2) **布列敦森林制度瓦解**：尼克森震撼後，**美國財政部長 John Connally** 在 1971 年 11 月底羅馬舉辦的 10 國會議表示：「**美元是我們的貨幣，但是你們的問題**」“**The dollar is our currency, but it’s your problem**”，意即布列敦森林制度難以持續。但美國與主要國家仍在同年底達成史密松寧協定(Smithsonian Agreement)，宣布美元對黃金貶值 7.9%，惟已難以挽回頹勢，**1973 年 2 月 12 日**，美元對黃金貶值至 1 盎司兌換 42.22 美元，但拋售美元的風潮仍**然不止**，**主要國家乃廢止美元與黃金兌換，走向浮動匯率制度，布列敦森林制度正式崩解。**
- (3) **浮動匯率制度興起**：布列敦森林制度瓦解後，主要國家於 1976 年達成牙買加協定(Jamaica Accords)，追認西方國家採取浮動匯率制度並取消黃金官價等，走向國際貨幣「非制度」(non-system)，實為紙幣本位，**美元繼續獨大**，**最主要的原因為美國仍然維持龐大的經濟規模，且基於網絡外部性所產生的慣性影響，仍為最主要的國際貨幣。**

¹⁰美國經濟學家特里芬(Robert Triffin)在 1960 年出書提出這個問題，認為布列敦森林制度會使國際流動性與對美元的信心發生對立，難以持續，是為特里芬兩難(Triffin Dilemma)。可參閱該書之再版 Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, Revised Edition, Yale University Press.

2. 1970 年代及 1980 年代高通膨時期，國際貨幣體系波動較大，美元地位一度下降

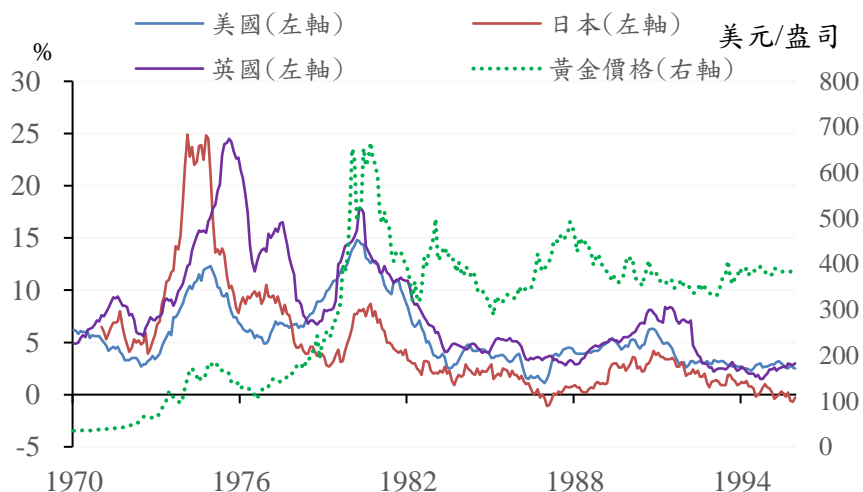
(1) 布列敦森林制度瓦解初期，主要國家改浮動匯率制度，惟各國在越戰、贖罪日戰爭¹¹、石油危機等衝擊及財政赤字下，加以貨幣**欠缺名目制約(nominal anchor)**(如錨定通膨目標)，**均出現高通膨問題**，金價對美元持續攀升(圖 3)。

(2) 美國因越戰及石油危機等因素，1970 年初期出現經常帳赤字，後雖一度好轉，但又在 1980 年代擴大，而日本及西德的經常帳順差擴大，貨幣對美元大幅升值，美元在各國外匯存底的占比，因而曾自 80% 降至 50% 以下(圖 4)。

(3) **美元以其政經實力，使其得以在未釘住黃金並出現雙赤字下，繼續維持其作為最主要國際貨幣之地位。**

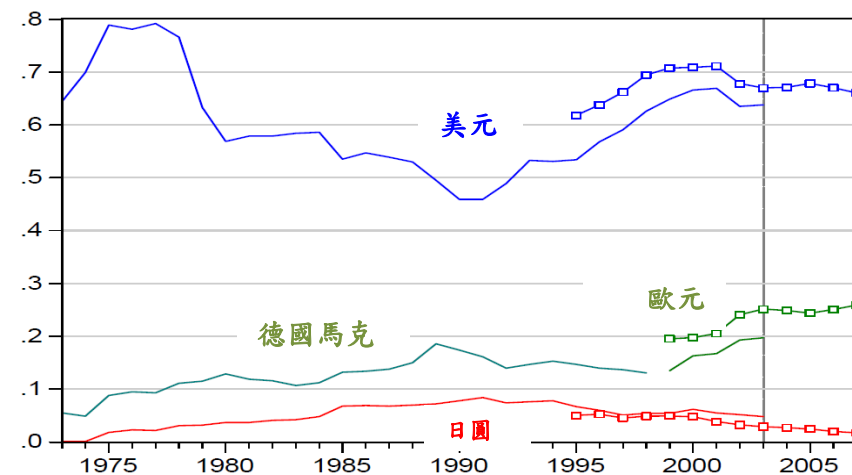
— 在當時的全球政經環境下，美國帶領民主國家與蘇聯集團抗衡，並為各國最重要市場，金融市場深度亦居世界之冠，加以其雄厚的經濟規模及軍事實力為堅強後盾，使各國對持有美元仍深具**信心(Confidence)**；同時，美元亦具有可自由兌換其他貨幣，資本帳開放使資本可自由移動的**可兌換性(Convertibility)**，及作為最主要貿易計價單位與外匯交易的**便利性(Convenience)**，美元因而仍得以在經常帳及財政雙赤字下，維持其地位。

圖 3 1970 年至 1985 年高通膨及黃金價格



資料來源：Bloomberg

圖 4 1970 年 2005 年主要央行外匯存底之幣別組合



資料來源：Chinn, M. and J. Frankel (2008) (同註 5)

(註：1995 年以後帶有方框之線條係目前 IMF 統計之 COFER 資料)

¹¹ 贖罪日戰爭常被稱為第四次以阿戰爭，發生於 1973 年 10 月 6 日至 10 月 26 日，起源於埃及與敘利亞分別攻擊六年前被以色列佔領的西奈半島和戈蘭高地。

3. 1990 年冷戰結束，全球化加速進展，美元獨大並帶動全球金融循環

(1) 全球金融整合及自由化進一步強化美元之獨大：Miranda-Agrippino and Rey (2021)指出，金融全球化的整合程度不斷增加，金融自由化也促使全球銀行業與資本市場日益茁壯，因而產生了資產價格、資本流量、金融總計數等共同變動(comovement)的全球金融循環(global financial cycle)現象。

(2)例如，自 2000 年以來，全球金融循環指數¹²(即資本流量、資產價格與槓桿化等)與 Fed 廣義美元指數¹³之相關係數為-0.54(圖 5)，亦即當 Fed 緊縮貨幣政策帶動國際美元走強時，全球金融循環指數呈現下降(緊縮)；當 Fed 實施寬鬆貨幣政策拖累國際美元走弱時，全球金融循環指數呈現上揚(擴張)¹⁴。

圖 5 全球金融循環指數與 Fed 廣義美元指數呈現負相關



資料來源：Obstfeld and Zhou (2022)

¹² Miranda-Agrippino, Silvia, Tsvetelina Nenova and H el ene Rey (2020)運用經濟計量方法找出影響風險性資產價格之全球共同因子(global factor)，而做出全球資產價格指數，其後 Obstfeld, Maurice and Haonan Zhou (2022)將該指數改稱為全球金融循環指數(參見 Miranda-Agrippino, Silvia, Tsvetelina Nenova and H el ene Rey (2020), “Global Footprints of Monetary Policies,” Very Preliminary, Oct.25)。

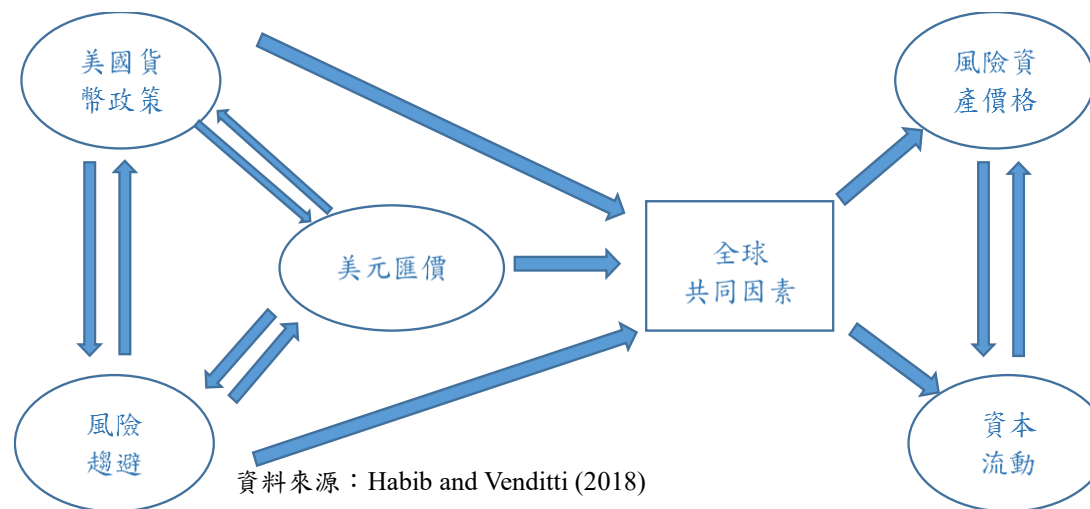
¹³ 此處廣義美元指數係指 Fed 編製美元對一籃子貨幣指數，根據美國與 26 個經濟體之貿易量加權而成之指數(請參見 Beschwitz, Bastian von, Christopher G. Collins, and Deepa D. Datta, (2019), “Revisions to the Federal Reserve Dollar Indexes,” *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Jan.19)。

¹⁴ Miranda-Agrippino, Silvia and H el ene Rey (2021), “The Global Financial Cycle,” in Gita Gopinath, Elhanan Helpman, and Kenneth Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics: International Macroeconomics, Volume 6*, Elsevier, 1-43; Obstfeld, Maurice and Haonan Zhou (2022), “The Global Dollar Cycle,” paper presented at *BPEA Conference Draft*, September.

(3)歐洲央行的研究報告¹⁵亦指出，美國貨幣政策及全球風險趨避行為是驅動全球金融循環之兩股主要力量，其中之**中介因素就是美元**，並在三者交互作用構成全球共同因素，進而影響**全球資本移動及風險資產價格**(圖 6)，此傳遞管道更加凸顯美元在國際貨幣體系及金融市場上的獨特地位，並使美元獨大地位得以進一步強化。

- 在金融循環中，全球資產價格、槓桿比率及資本流動均會同步消長；例如在**金融循環擴張階段**，因美國聯準會採寬鬆貨幣政策，美元貶值，全球投資者偏好風險，國際資金大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲；而在**金融循環緊縮階段**，聯準會若因通膨嚴峻而加速緊縮貨幣政策，全球投資者嫌惡風險，風險性資產價格齊跌，美元短缺，國際資金移動收縮。另 IMF 的研究亦曾指出，全球金融情勢指數常跟隨美國金融情勢指數變動，代表聯準會政策之國際外溢效果會對其他國家產生影響¹⁶。
- 前述**金融循環傳遞管道凸顯美元在國際貨幣體系及金融市場上的獨特地位**，並使美元獨大地位進一步強化。

圖 6 全球金融循環的傳遞管道



¹⁵ Habib, M. and F. Venditti (2018), “The Global Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank。另可參考 H el ene Rey 的全球金融循環(global financial cycle)系列論文。

¹⁶ Habib, M. and F. Venditti (2018), “The Global Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank。另可參考中央銀行(2022)「美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

(四) 當前美元獨大地位之現況及未來展望

由貨幣三大功能(計價單位、交易媒介與價值儲藏)及金融基礎設施貨幣等方面評估當前美元在國際金融地位(如表 2)，各方面皆顯示，美元持續在國際金融上扮演最重要角色。

表 2 美元在國際金融上扮演最重要角色及相關指標

功能	內容	美元占比或相關金額均位居世界第一
計價單位	以美元計價之國際貿易	不含美國之國際貿易：美元占比 40% (2019 年)(詳註腳 19 之說明)
	全球新發行之債券	美元占比 50% (2019 年)
	銀行之跨境債權	美元占比 56.1% (2022 年)
交易媒介	全球外匯交易	美元占比 88.4% (2022 年)(按分母為 200%)
	SWIFT 支付	美元占比 41.3% (2022 年)
價值儲藏	官方外匯存底	美元占比 58.4% (2022 年)
	非美國居民持有之美國公債占比	31% (2022 年)
	美元通貨(主要為現鈔)在境外流通之占比	44.7% (2021 年第一季)
金融基礎 設施移轉之貨幣	「連續聯結清算銀行」(CLS)國際服務 ¹⁷	美元每日占比 50% (2019 年)
	各國國內與國際支付之結算及清算	每日透過美國銀行間結算所支付系統(Clearing House Interbank Payments System, CHIPS)約 1.8 兆美元
	全球美元電匯(global dollar wire transfer)	每日透過美國 Fedwire 資金移轉系統(Fedwire Funds Transfer System) ¹⁸ 約 4 兆美元

資料來源：Goldberg, Linda S. (2023), "International Roles of the US Dollar," *Federal Reserve Bank of New York, NBER, CEPR, May*; Bank for International Settlements;

SWIFT: International Monetary Fund

¹⁷ CLS 係指「連續聯結清算銀行」(Continuous Linked Settlement Bank)。基本的概念，是以該銀行為中心，透過它在各國央行的帳戶，將交易雙方兩種貨幣的收、付聯結，完成 PVP (payment versus payment) 同步付款機制，只要一方不付款、對方已付的款項，將予退回。

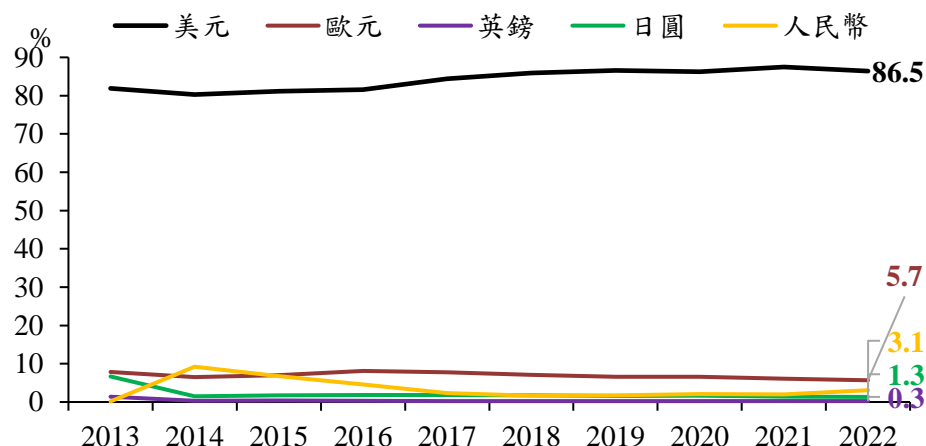
¹⁸ Fedwire 資金移轉系統由聯邦準備體系營運，為即時總額清算(Real-time Gross Settlement, RTGS)系統，提供逐筆即時資金移轉服務，包括金融市場/銀行間交易、其他基礎設施機構(例如 CHIPS)交易及具時間急迫性(time critical)之消費者與企業支付等。

1. 計價單位功能

全球貿易以美元報價之占比約 50%¹⁹，而全球貿易融通(開立信用狀)之美元占比則逾 8 成；另在跨境放款及國際債券發行等業務，以美元計價之占比均接近 5 成，在在凸顯出美元在計價單位功能之重要性。

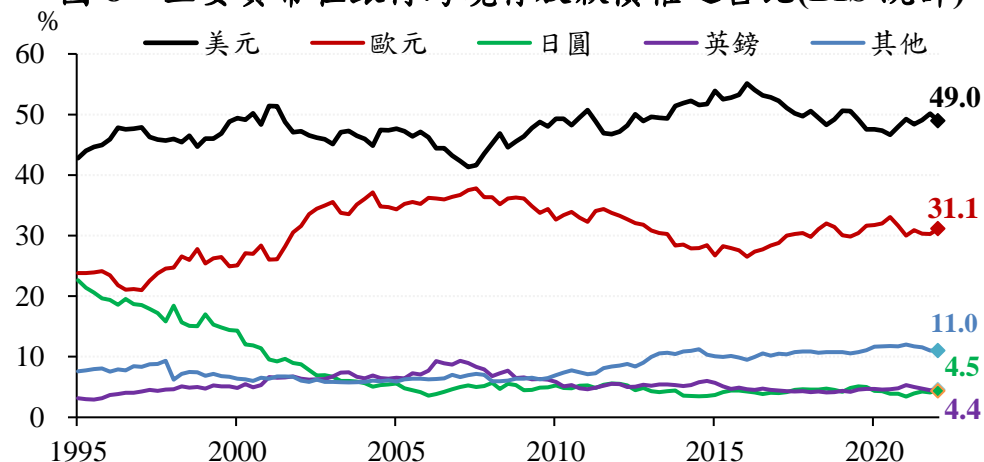
- (1)SWIFT 統計：主要貨幣在貿易融通(如開立信用狀)之占比(圖 7)：2022 年金融機構或客戶透過 SWIFT 傳送所有貿易融通交易之電文中，美元計價占比為 86.5%，居壓倒性優勢；歐元(5.7%)、人民幣(3.1%)、日圓(1.3%)等計價占比均低於 6%。
- (2)BIS 統計：主要貨幣在銀行跨境存放款債權之占比(圖 8)：2022 年銀行跨境存放款債權(如甲國銀行對其他國家銀行之存款及放款債權)中，以美元計價之占比為 49.0%，遠逾歐元(31.1%)、日圓(4.5%)、英鎊(4.4%)及其他幣別(11.0%)。
- (3)跨境發行之國際債券亦多以美元計價，美元占比高達 47.1%，亦居全球之冠(請參見第 80 頁之表 3)。

圖 7 主要貨幣在貿易融通(如開立信用狀)之占比(SWIFT 統計)



*此處係指金融機構或客戶透過 SWIFT 傳送 MT 400 + MT 700 電文，確認已成交之貿易融通交易(以信用狀為大宗)，SWIFT 再依各幣別統計月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣占比。(資料來源：SWIFT)

圖 8 主要貨幣在銀行跨境存放款債權之占比(BIS 統計)



*銀行跨境存放款債權係指甲國銀行對其他國家銀行之存款及放款債權，再依個別貨幣計價之存放款債權金額計算其占比。
資料來源：Bank for International Settlements

¹⁹ 如不列入美國，此比率為 40%，主要反映美國對外貿易 9 成以美元報價，但歐元區之區域內貿易則以歐元報價。事實上，對亞洲許多出口國家而言，其貿易亦多以美元為報價；如台、韓對外貿易中，對美出口占比均不及 2 成，但總出口中，均有超過 8 成占比係使用美元報價(參見 Boz, Emine, Camila Casas, Georgios Georgiadis, Gita Gopinath, Helena Le Mezo, Arnaud Mehl and Tra Nguyen (2020), "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade," *IMF Working Paper WP/20/126*)。

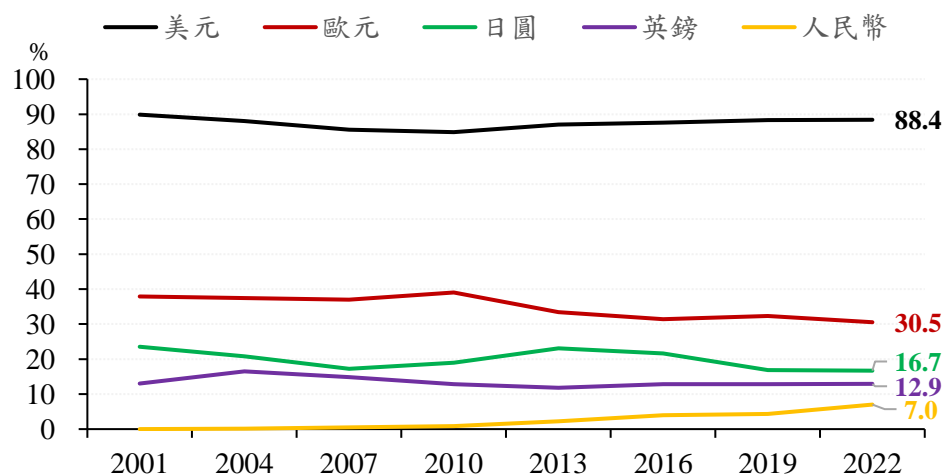
2. 交易媒介功能

(1) BIS 統計：主要貨幣在全球外匯交易之占比(圖 9)

- **美元**：從全球外匯交易占比來看，長期間美元占比卻呈現穩定上升而非下降，由 1992 年的 81.7% 上升至 2022 年的 88.4%，並未因為國際政治經濟的劇烈變化而下降。
- **歐元、日圓及英鎊等其他主要貨幣**：與美元占比穩定上升相比，**歐元、日圓及英鎊**等其他主要貨幣占比下降。歐元在 1999 年誕生，在 2010 年攀升至高點 39.0%，但其後下降，至 2022 年已降至 30.5%；日圓自 2013 年起逐步降低，至 2022 年已降至 16.7%，英鎊也自 2004 年逐年下滑，但在 2022 年略微回升至 12.9%。
- **人民幣**：人民幣占比則逐年上升，由 1998 年微不足道的 0.01%，上升至 2022 年的 7.0%。

(2) SWIFT 統計：主要貨幣在全球外匯交易之占比(圖 10)：美元全球外匯交易占比雖由 2013 年 52.2% 略微下滑至 2022 年 45.4%，惟其占比仍遠逾其他主要貨幣，如歐元(17.3%)、英鎊(6.6%)、日圓(6.2%)及人民幣(3.8%)。

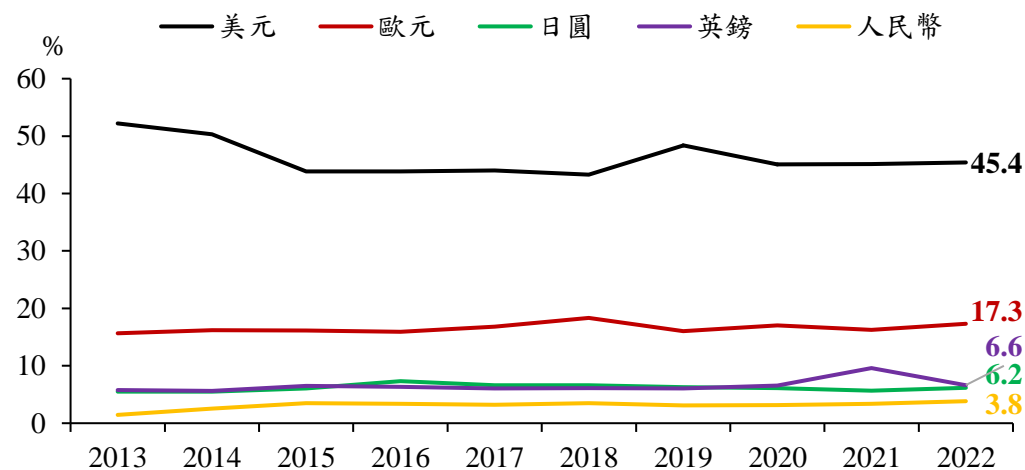
圖 9 主要貨幣在全球外匯交易之占比(BIS 統計)



*交易量為成交量之兩倍，因此，所有幣別交易量之總和為 200%。

資料來源：Bank for International Settlements

圖 10 主要貨幣在全球外匯交易之占比(SWIFT 統計)



*此處係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT300 電文，確認已成交之外匯交易，SWIFT 再依各幣別統計每月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣個別權重。
資料來源：SWIFT

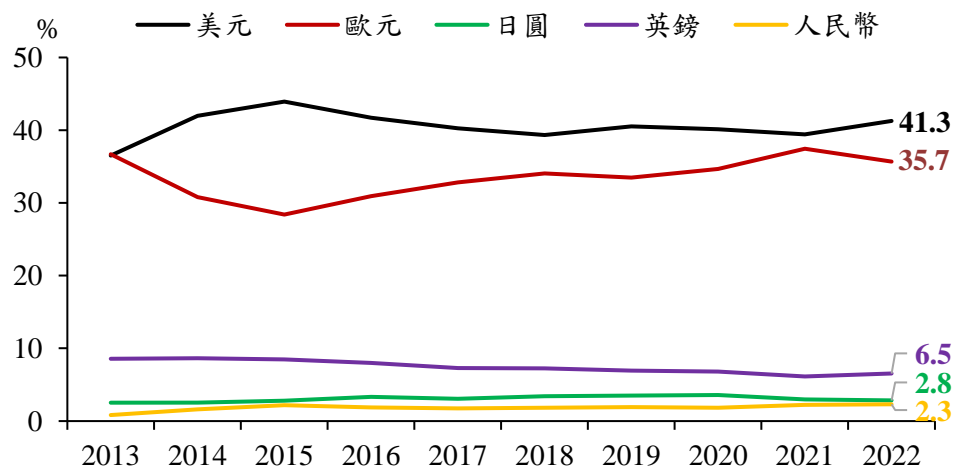
(3)SWIFT 統計：主要貨幣在支付業務量之占比(圖 11)

全球金融機構透過 SWIFT 傳送電文處理主要國際支付，以美元(41.3%)與歐元(35.7%)為大宗，2022 年兩者合計約 77%，其次為英鎊(6.5%)、日圓(2.8%)，而人民幣(2.3%)則居五大貨幣之末。美元占比長期居於首位，歐元次之；英鎊由 2013 年的 8.6%下降至 2022 年的 6.5%；日圓與人民幣則相對維持穩定。

(4)SWIFT 統計：主要貨幣在證券交易業務量之占比(圖 12)

全球金融機構透過 SWIFT 傳送電文處理證券交易，以美元(54.3%)與歐元(32.5%)為大宗，2022 年兩者合計約 87%，其次為英鎊(5.1%)、日圓(1.9%)；人民幣(0.2%)為第 12 名。美元占比自 2013 年 27.4%大幅上升至 2022 年的 54.3%，並超越歐元；而歐元占比自 2013 年的 54.6%下降至 2022 年的 32.5%；英鎊由 2013 年的 7.8%下降至 2022 年的 5.1%；日圓與人民幣則相對維持穩定。

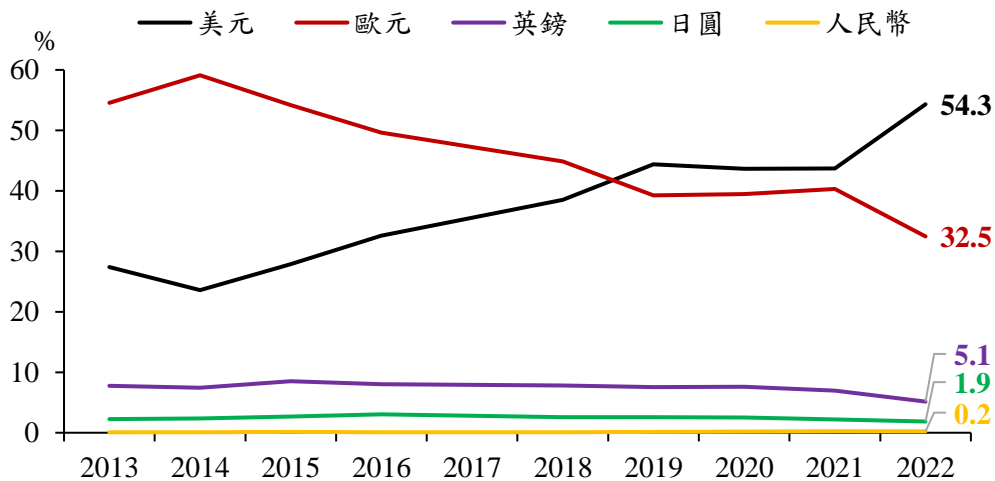
圖 11 主要貨幣在支付業務量之占比(SWIFT 統計)



* 此處係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT 103 + MT 202 電文，確認已成交之金融交易，SWIFT 再依各幣別統計每月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣占比。

資料來源：SWIFT

圖 12 主要貨幣在證券交易業務量之占比(SWIFT 統計)



* 此處係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT 545 + MT 547 電文，確認已成交之證券交易，SWIFT 再依各幣別統計每月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣占比。

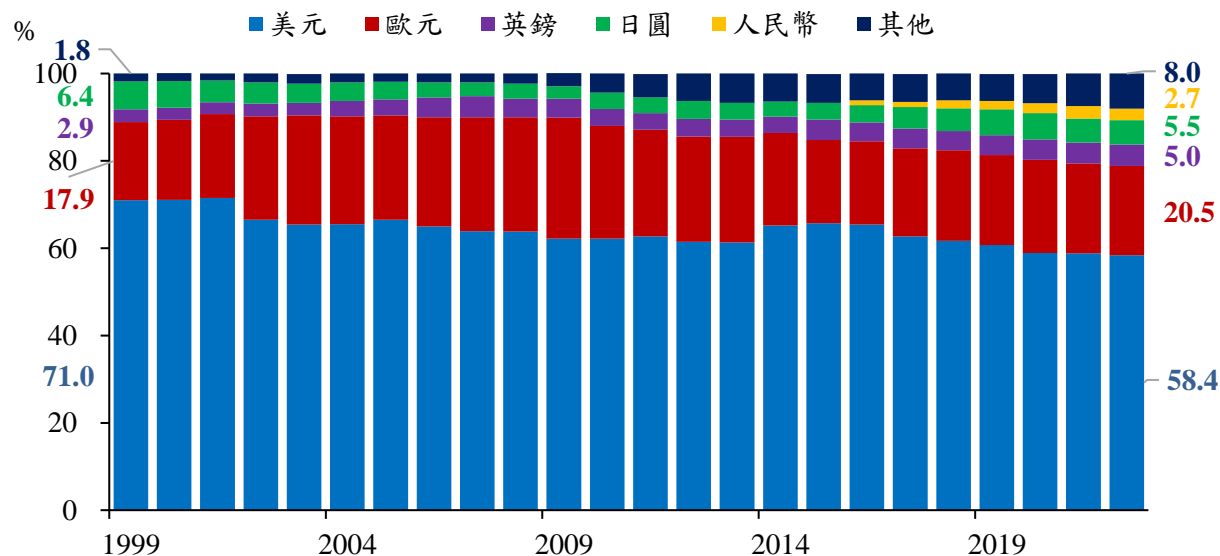
資料來源：SWIFT

3. 價值儲藏功能

(1) IMF 會員國全球官方外匯存底占比(詳「附表 全球官方外匯存底幣別占比(1999 至 2022 年)」)

- 美元：自 1999 年歐元誕生迄今，**各國外匯存底之美元占比，由 1999 年之 71.0% 逐漸下降至 2022 年之 58.4%。**
- 歐元、日圓及英鎊等其他傳統主要貨幣：同期間**歐元及英鎊占比分別由 1999 年之 17.9% 及 2.9% 上升至 20.5% 及 5.0%**，**日圓占比則由 1999 年之 6.4% 下降至 5.5%**，顯示**歐元、日圓及英鎊等貨幣占比並未大幅變動。**
- 其他非傳統主要貨幣占比增幅較大：**人民幣占比升至 2022 年之 2.7%**，**加幣及澳幣亦升至 2022 年之 2.4% 及 2.0%**，主要係反映**各國為使外匯存底資產配置多元化**²⁰(圖 13)。

圖 13 IMF 會員國全球官方外匯存底占比變動情形



資料來源：World Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFER), IMF

²⁰ Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen and Chima Simpson-Bell (2022), “The Stealth Erosion of Dollar Dominance and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies,” *Journal of International Economics* 138.

(2) 主要經濟體金融市場規模

一國金融市場規模越大及其貨幣計價之金融工具餘額越高，該貨幣越能發揮價值儲藏功能；美國資本市場規模及以美元計價之國際債券發行量，目前均呈領先。

- **股票市場市值占比**：2022 年美國股市市值占全球市值占比約 **42.1%**，高於其他經濟體(圖 14)。
- **債市規模占比**：美元在全球債券流通餘額之占比約 **46.1%**，遠高於其他貨幣(圖 15)；其中，IMF 統計 2021 年年底國際債券發行餘額之美元占比為 47.1%，亦高於其他幣別(表 3)。

表 3 主要貨幣在國際債券發行餘額之占比

	2021 年	
	金額(10 億 SDR)	全球占比(%)
美元	9,377	47.1
歐元	7,622	38.3
英鎊	1,580	7.9
日圓	286	1.4
澳幣	193	1.0
瑞士法郎	142	0.7
加幣	102	0.5
瑞典克郎	99	0.5
港幣	84	0.4
人民幣	68	0.3

*國際債券係指一國居民在境外所發行之債券；該貨幣占比係依該貨幣計價之國際債券發行餘額，除以所有國際債券發行餘額計算。

資料來源：IMF(2022), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” IMF Policy Paper, May 16

圖 14 主要經濟體股市市值占比

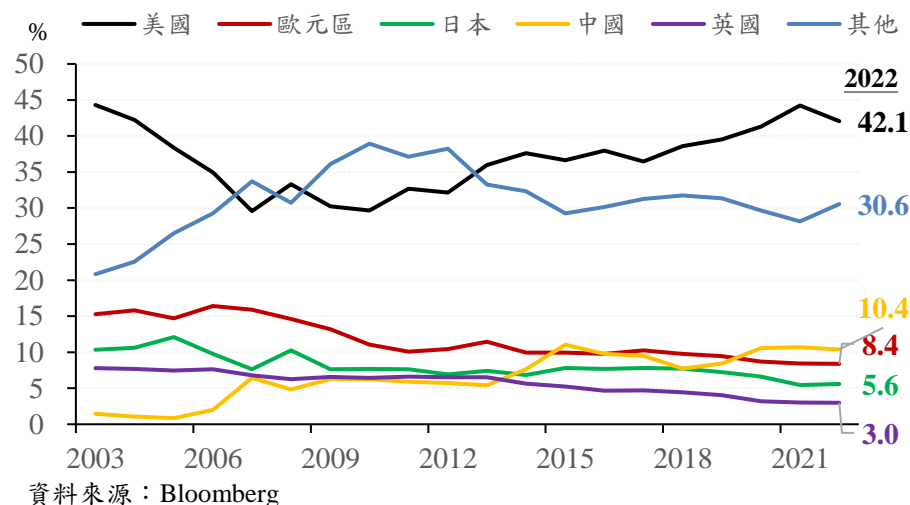
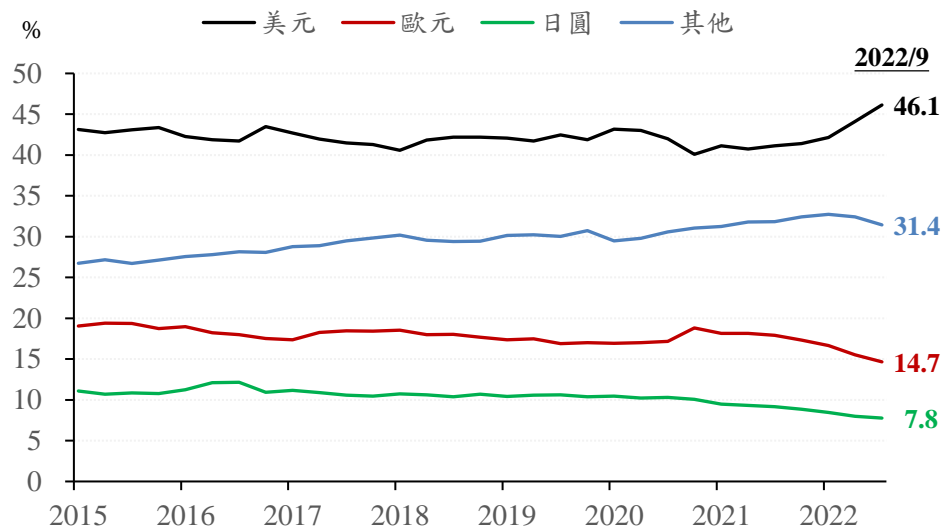


圖 15 主要貨幣在全球債券流通餘額之占比(BIS 統計)



註：BIS 統計 45 國之國內發行及跨境發行之債券餘額合計數，再據以計算各幣別之占比。

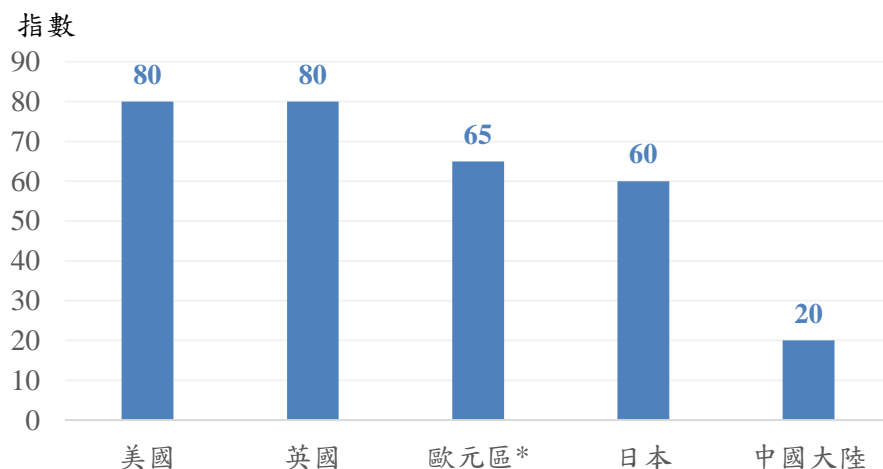
資料來源：BIS，2022 年資料統計至第三季

(3) 金融體系自由程度及法規完善

一國金融市場自由化及發展程度或成熟度越高，對投資者保障程度越高，越能吸引投資持有其金融資產。

- **金融自由度指數**：根據美國智庫傳統基金會(The Heritage Foundation)報告顯示²¹，**2023 年美國、英國、歐元區**(此處以德國、法國、義大利及西班牙之平均值為代表)、**日本及中國大陸之金融自由度指數**(指數越高，表示**金融市場進出越自由、政府越少干預以及金融體系運作越有效率**)²²分別為 **80、80、65、60 及 20**(圖 16)。
- **金融市場發展指數及成熟指數**：根據 IMF 編製**主要經濟體金融市場發展指數**(指數越高表示，金融市場發展程度越高)，英、美發展程度較高；另根據世界經濟論壇所編製之**主要經濟體金融市場成熟指數**(指數越高表示，金融市場發展越成熟，法規越完善)亦顯示，英美兩國相關法令規範最為成熟(圖 17)。

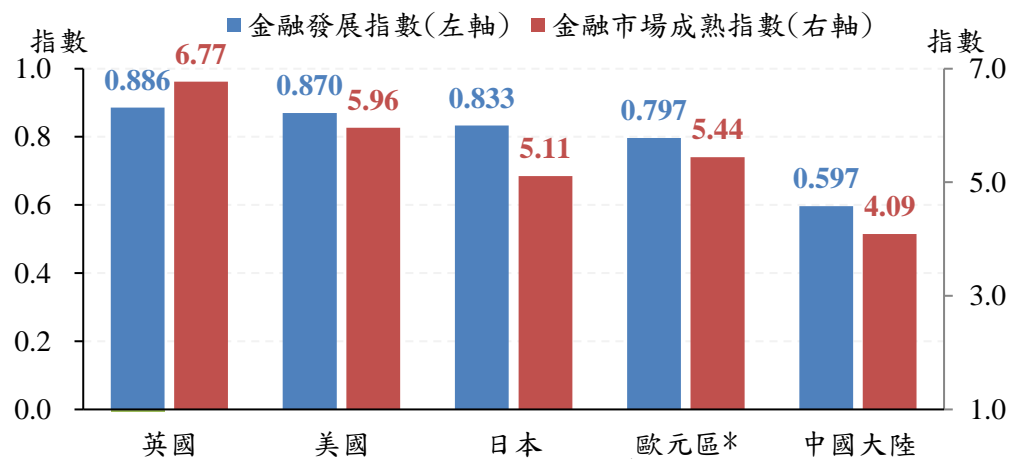
圖 16 主要經濟體金融自由度指數



* 此處歐元區以德法西義四國之平均值為代表

資料來源：Kim, Anthony B., Patrick Tyrrell and Kevin D. Roberts (2023), “2023 Index of Economic Freedom,” *The Heritage Foundation*, Feb.

圖 17 主要經濟體金融市場發展指數及成熟指數*



*金融發展指數越高代表愈趨發達；歐元區以德法西義四國之平均值為代表；金融市場成熟指數由低至高為 1 至 7 分，數值越高代表其金融市場愈趨成熟；資料來源：Svirydzenka, Katsiaryna (2016), “Introducing a New Broad-based Index of Financial Development,” *IMF Working Paper WP/16/5*, International Monetary Fund, Jan. ; World Economic Forum

²¹ Kim, Anthony B., Patrick Tyrrell and Kevin D. Roberts(2023), “2023 Index of Economic Freedom,” *The Heritage Foundation*, Feb.

²² 美國智庫傳統基金會於本年 2 月 28 日發布《2023 經濟自由度指數》(2023 Index of Economic Freedom)，該指數包含 12 項評比子指數，金融自由度指數為其一。

4. 主要貨幣國際化指數(即國際使用普及度)

- (1) Fed 研究人員 Bertaut *et al.* (2021) 根據作為國際貨幣的各項功能，編製**主要貨幣國際化指數**²³；Chandan and Popescu (2023) 並依前述方法估計**上(2022)年美元國際化指數達 66**，遠逾歐元(24)、日圓(8)、英鎊(7)及人民幣(3)等**其他主要貨幣**²⁴(如表 4)。另如觀察 2001 年迄今的指數而言，自 2001 年迄今美元雖微幅下降，但仍維持相對高水準(如圖 16)。
- (2) 另根據中國人民銀行發布之「2022 年人民幣國際化報告」指出²⁵，2022 年第一季**美元、歐元、英鎊、日圓及人民幣之國際化指數分別為 58.1、21.6、8.9、5.0 及 2.9**，此結果亦顯示美元國際化指數明顯領先其他主要貨幣。

表 4 2022 年主要貨幣國際化指數

單位：百分比

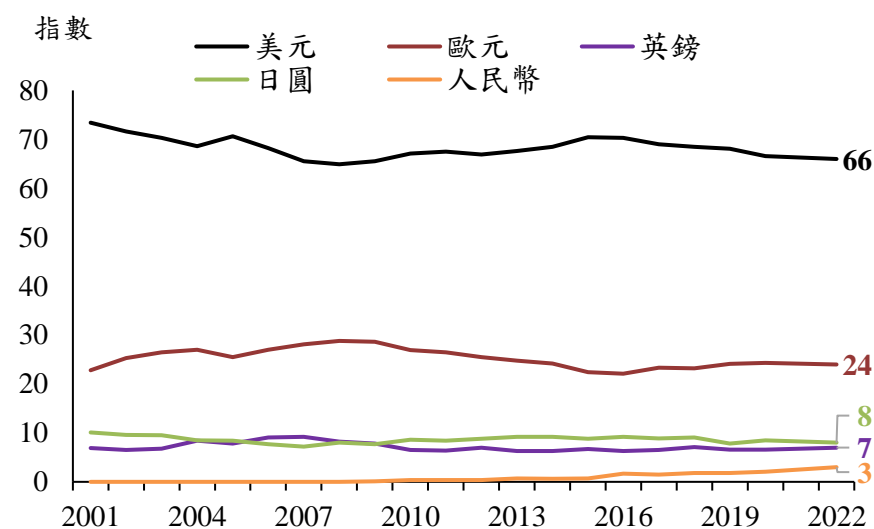
	全球外匯 存底占比 (1)	外匯交 易占比 (2)	外幣債 務發行 (3)	銀行跨境 債權(4)	銀行跨境 負債(5)	國際化指數 (=1+2+3+4+5)
幣別 \ 權重	25%	25%	25%	12.5%	12.5%	100%
美元	58.4	88.4	62.5	56.1	53.3	66*
歐元	20.5	30.5	24.9	17.3	22.9	24*
日圓	5.5	16.7	4.8	6.8	3.3	8*
英鎊	5.0	12.9	5.4	4.7	4.8	7*
人民幣	2.7	7.0	***	***	***	3*

*2022 年主要貨幣國際化指數係取自 Chandan and Popescu (2023)

**准前述報告並未揭露 2022 年各主要貨幣在各子項目之詳細占比，本表子項目資料取自 Fed 及 BIS 等網站；其中人民幣外幣債務發行、銀行跨境債權及負債尚無最新資料。

資料來源：Bertaut *et al.* (2021); Chandan and Popescu (2023)

圖 18 2001 至 2022 年主要貨幣國際化指數



資料來源：Bertaut *et al.* (2021); Chandan and Popescu (2023)

²³ 該指數係以全球外匯存底占比(權重 25%)；外匯交易占比(權重 25%)；外幣債務發行(權重 25%)；銀行跨境債權(權重 12.5%)；銀行跨境負債(權重 12.5%)等 5 項指標所計算主要貨幣之國際化程度，2020 年美元國際化指數達 66.6，遠逾歐元(24.3)、日圓(8.5)、英鎊(6.6)及人民幣(2.1)(參見 Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz, and Stephanie Curcuru (2021), “The International Role of the U.S. Dollar,” *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Oct. 6)。

²⁴ Chandan, Meera and Octavia Popescu (2023), “Deciphering De-dollarization: Unfolding Slowly but USD Should Maintain Dominance,” *J.P. Morgan Global FX Strategy*, Jun. 5.

²⁵ 中國大陸人民銀行(2022), 「2022 年人民幣國際化報告」, 9 月。

5. 未來美元可能面臨之挑戰及發展

自 2008 年美國次貸危機引發全球金融危機迄今，各界常對美元未來挑戰提出看法，其觀點多從歐元區整合、人民幣國際化及發展央行數位貨幣等方向加以探討，惟其亦有其各自問題，未來能否取代美元，仍存極大爭議。

表 5 未來美元可能面臨之挑戰及發展

	內容
歐盟整合程度提升	<ol style="list-style-type: none"> 1. 倘若 <u>歐盟財政整合</u>(Fiscal Integration)取得進展，且 <u>歐盟債券於大型流動市場</u>順利發展，<u>歐元作為準備貨幣可能會更具吸引力</u>。 2. 增強歐盟的 <u>主權債務市場基礎建設</u>和引入 <u>數位歐元</u>(Digital Euro)，可能會加速歐盟整合。 3. 惟即使歐盟加強財政一體化，仍存在之 <u>歐盟政治分離</u>(Political Separation)將持續導致其政策不確定性。
中國大陸持續迅速成長	<ol style="list-style-type: none"> 1. <u>中國大陸名目 GDP 預計至 2030 年代將超越美國名目 GDP</u>；中國大陸係迄今為 <u>世界最大出口國</u>，儘管其進口金額落後美國。 2. <u>近年來</u>中國大陸當局推動人民幣國際化，惟欲使大眾更廣泛使用人民幣存在重大障礙，原因如下：(1)人民幣 <u>不能自由兌換</u>；(2)中國大陸 <u>資本帳戶尚未完全開放</u>²⁶；(3)投資者對 <u>中國大陸機構和法治之信心相對較低</u>。 —綜合上述原因，<u>人民幣對國際投資者相對缺乏吸引力</u>。
支付環境不斷變化	<ol style="list-style-type: none"> 1. <u>私部門和官方數位貨幣之快速成長</u>可能會減少大眾對美元依賴。 2. <u>消費者和投資者偏好之不斷變化</u>，及 <u>新商品出現之可能性</u>，可能會逐漸改變大眾認為使用美元之成本和收益考量，而部分改變 <u>維持美元主導地位之慣性</u>。 3. 惟當前格局不太可能改變，<u>只靠技術無法足以完全抵消美元長期佔據主導地位之原因</u>。

資料來源：Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz and Stephanie Curcuru (2021), “The International Role of the U.S. Dollar,” *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Oct. 6

²⁶ Zhang, Longmei (2023), “Capital Account Liberalization and China’s Financial Integration,” *M-RCBG Associate Working Paper No.196*, Harvard University.

(五) 結論

1. 一國貨幣能否成為國際主要貨幣，主要取決於該貨幣具有**可信任度(confidence)**、**使用便利(convenience)**及**可兌換性(convertability)**三項特質，背後又深受不少政治、經濟因素的影響，亦有**必備之制度要件為前提**。自**二戰後**，美元取代英鎊成為最主要國際貨幣，反映布列敦森林制度之創立，併同**馬歇爾計畫擴大歐洲美元使用**，鞏固以**美元為主的國際貨幣體系**。在布列敦森林制度瓦解後，各國均面臨高通膨問題及匯率波動，而**美元則在美國推動石油以美元計價**²⁷，並在冷戰時期帶領各國對抗蘇聯集團，復受惠於各國貿易開放，加以當時美國經濟、貿易、投資等均為各國之首，使美元成為自由市場上的最重要的國際貨幣。
2. 1990 年代冷戰結束，**全球化加速進展**，全球**金融市場高度整合**，更**進一步強化美元作為最主要之國際貨幣**。如從國際貨幣三大功能的相關資料觀察，2022 年美元在**全球外匯交易占比**高居第一且微幅上升，**美元在 SWIFT 支付貨幣之占比**亦居全球之冠；另美元在全球外匯存底占比雖略降，但仍高達 60% 左右；且**美國金融市場之深度及廣度亦居全球之冠**，加以其金融法規體系最為完備，軍事實力強大，使美元資產為世人**價值儲藏之優先選項**。另如依 Fed 編製主要貨幣之國際化指數觀察，2022 年美元為 66，亦遠逾歐元之 24 及其他貨幣；而 2022 年中國人民銀行所編製之主要貨幣國際化指數，亦有相當類似之結果。Gopinath and Stein (2021)²⁸曾指出，**國際貨幣各項用途愈被廣泛使用，其交互作用將更進一步強化其作為國際貨幣之地位**，此或可解釋 20 年來美國經濟規模或貿易占比雖持續下降，但代表貨幣功能之各項指標之趨勢並未有明顯變化，美元迄今仍為最主要的國際貨幣。
3. 自 2022 年 2 月俄烏戰爭以來，美國將「美元武器化」制裁俄國，國際上去美元化聲浪似有增溫跡象；近期部分國家進行貿易，雖採避開以美元交割清算之措施，但在其經濟或貿易規模仍有限，且交割後得到之貿易對手方貨幣，仍缺乏作為價值儲藏(投資)的去處，**最終仍須透過美元等來清算彼此債權債務關係**，故其影響尚待觀察²⁹。美元在**前述交易媒介、計價單位及價值儲藏占比均為全球之冠下，在可預見未來，美元仍將維持最主要國際貨幣之地位**。

²⁷ 1974 年美國與沙烏地阿拉伯達成協議，美國對沙國出售武器、保障沙國國家安全，同時沙國所有石油出口需以美元計價，後於 1975 年 OPEC 產油國採行美元結算制度，開啟了石油美元(petrodollar)時代，亦鞏固美元之國際準備貨幣地位(參見 Tun, Zaw Thiha(2022), “How Petrodollars Affect the U.S. Dollar,” *Investopedia*, Mar. 20)。

²⁸ Gita, Gopinath and Jeremy C. Stein (2021), “Banking Trade, and the Making of a Dominant Currency,” *Quarterly Journal of Economics* 136.

²⁹ 本年俄羅斯央行發表金融審查報告表示，使用人民幣的風險在於國際上流通性不足，常遇不可兌換或僅能有限兌換。另近期中國大陸原借給巴西 100 億美元，使巴西償還對美國之外債；之後中國大陸以 690 億人民幣(約 100 億美元)向巴西採購黃豆等原物料，最後同意巴西將此 690 億人民幣償還之前欠中國大陸的 100 億美元債務。(參見 Pao, Jeff (2023), “RMB-based Trade Hasn’t Worked out for Moscow,” *Asia Times*, Apr. 20；陳鴻達，「人民幣國際化恐是一時喧嘩」，台灣銀行家，2023 年 6 月。)

附表 全球官方外匯存底幣別占比(1999 至 2022 年)

單位：%

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
美元	71.01	71.14	71.52	66.50	65.45	65.51	66.52	65.04	63.87	63.77	62.15	62.25
歐元	17.90	18.29	19.18	23.65	25.03	24.68	23.89	24.99	26.13	26.21	27.70	25.76
人民幣	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
日圓	6.37	6.07	5.04	4.94	4.42	4.28	3.96	3.46	3.18	3.47	2.90	3.66
英鎊	2.89	2.75	2.70	2.92	2.86	3.49	3.75	4.52	4.82	4.22	4.25	3.94
澳幣	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
加拿大元	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
瑞士法郎	0.23	0.27	0.25	0.41	0.23	0.17	0.15	0.17	0.16	0.14	0.12	0.13
其他貨幣	1.60	1.48	1.31	1.58	2.01	1.87	1.73	1.82	1.84	2.19	2.88	4.26

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
美元	62.70	61.50	61.28	65.17	65.75	65.36	62.73	61.76	60.75	58.92	58.80	58.36
歐元	24.45	24.07	24.21	21.21	19.15	19.14	20.17	20.67	20.59	21.29	20.59	20.47
人民幣	--	--	--	--	--	1.08	1.23	1.89	1.94	2.29	2.80	2.69
日圓	3.61	4.09	3.82	3.55	3.75	3.95	4.90	5.19	5.87	6.03	5.52	5.51
英鎊	3.84	4.04	3.99	3.70	4.72	4.35	4.54	4.43	4.64	4.73	4.81	4.95
澳幣	--	1.46	1.82	1.60	1.77	1.69	1.80	1.63	1.70	1.83	1.84	1.96
加拿大元	--	1.43	1.83	1.75	1.78	1.94	2.03	1.84	1.86	2.08	2.38	2.38
瑞士法郎	0.08	0.21	0.27	0.24	0.27	0.16	0.18	0.14	0.15	0.17	0.17	0.23
其他貨幣	5.32	3.20	2.78	2.78	2.81	2.33	2.42	2.45	2.50	2.66	3.09	3.45

註：外匯存底為存量變數，因此本表外匯存底幣別占比列示選用的是各年第 4 季的資料，而非 4 季平均，但兩者差距不大。

資料來源：World Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFFER), International Monetary Fund

六、BigTechs 跨足金融服務領域的最新發展、影響與啟示

伴隨科技發展，大型科技公司(BigTechs)厚植實力，紛紛由本業(非金融業務)跨足金融領域，起初藉由金融科技(fintech)優勢，進軍支付服務市場，後將觸角擴及多元金融服務。本行向來關注非金融業者在金融服務市場的發展與影響，曾以「FinTechs 與 BigTechs 在金融領域的發展、影響與管制議題」專題深入探討¹。近年來，中國大陸監管當局對螞蟻集團的業務擴張有所疑慮，強力要求整頓改革，並朝申設金融控股公司的大方向納管；另國際間如蘋果公司(Apple)等 BigTechs 十分活躍於金融服務市場，外界認為其未來恐具金融服務市場支配力量(dominant power)而備受矚目。

為增進各界對此議題的瞭解，本文擬先由 BigTechs 跨足金融服務領域的背景談起；接著，分別聚焦阿里巴巴集團、蘋果公司進軍金融服務市場的發展概況；再者，探討 BigTechs 與傳統金融機構競合關係未來可能的走向，以及國際間監管當局的態度；最後，就 BigTechs 涉入金融服務市場的可能影響，提出結語與政策意涵。

(一)BigTechs 挾「DNA」優勢跨足金融服務領域，且已從支付擴大為多元服務

1. BigTechs 自非金融業務發跡，客戶基礎及科技能力雄厚，擁有「DNA」優勢

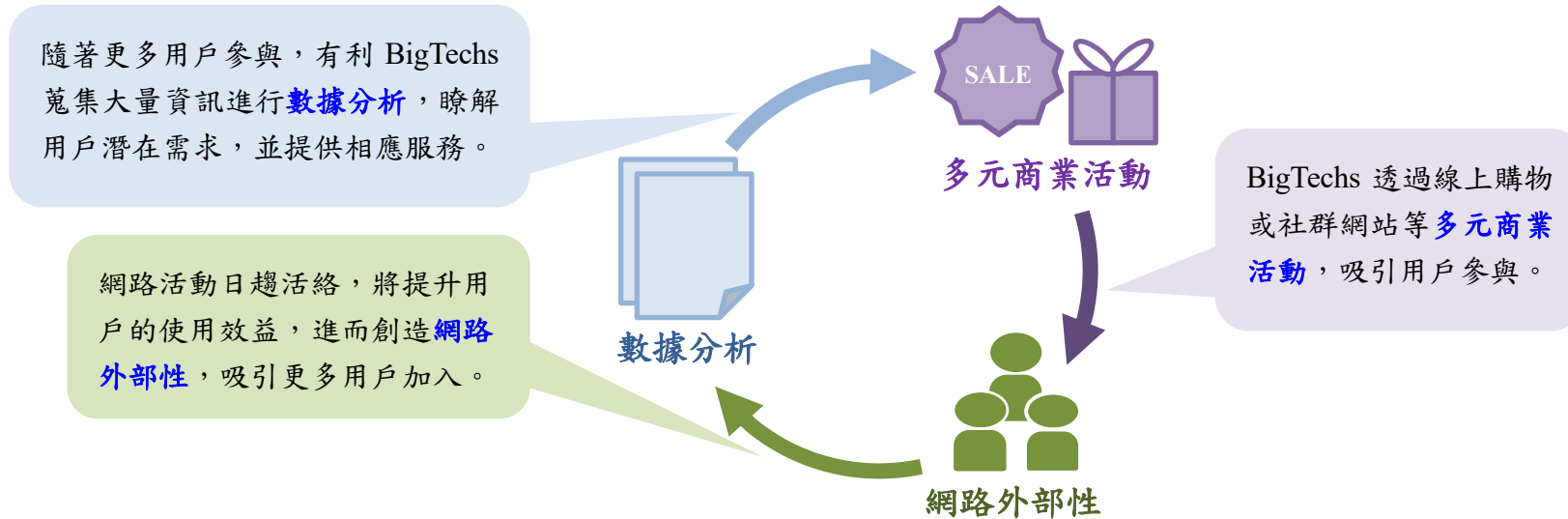
(1)BigTechs 原本從事非金融業務，如跨國性電商公司亞馬遜(Amazon)、社群媒體 Meta(前身為臉書(Facebook))、搜尋引擎谷歌(Google)及消費性電子用品製造商蘋果公司。彼等為各自領域的佼佼者，其品牌知名度高、深獲客戶信任，以及擁有龐大完善的客戶網路與資料庫、穩健的財務狀況及強大的 IT 能力等優勢。

(2)BigTechs 具備「DNA」優勢²，即數據分析(Data analytics)、網路外部性(Network externalities)與多元商業活動(Activities)，三者相輔相成(見圖 1)。

¹ 該專題計有「FinTechs 與 BigTechs 在支付領域之發展及影響」、「FinTechs 與 BigTechs 對銀行業及金融穩定的影響」、「FinTechs 與 BigTechs 衍生的風險與管制議題」三篇報告。詳中央銀行(2019)，「專題：FinTechs 與 BigTechs 在金融領域的發展、影響與管制議題」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

² BIS (2019), "Big Tech in Finance: Opportunities and Risks," *Annual Economic Report 2019*, Jun. 23.

圖 1 BigTechs 的「DNA」優勢



主要整理自：BIS (2019), “Big Tech in Finance: Opportunities and Risks,” *Annual Economic Report 2019*, Jun. 23

2. BigTechs 起初由支付市場切入金融領域，漸次提供更多元的金融服務

- (1) **傳統銀行業**的獲利來源以**存放款利差為主**，金融服務手續費(主要為信用卡手續費及財富管理手續費)及轉投資收益為輔，其提供的**支付服務**僅止於**滿足**客戶的**基本需求**，故支付領域**成為 BigTechs 跨足金融服務的切入點**。
- (2) BigTechs 著眼於客戶透過**專屬平台交易**或用戶間往來時，**衍生的**線上轉帳、支付或帳戶管理等金融服務**需求**，透過**建置**服務其本業的**支付平台**，作為進入支付市場的立足點，**再**漸次自行(或與既有金融業者合作)**提供**類如信用、存款帳戶管理、財富管理及保險等**更多元**的金融**服務**(見表 1)。

表 1 國際間主要 BigTechs 所跨足的金融服務領域*

V:自行提供服務；△:與傳統金融機構合作；◎:利用既有信用卡網絡

地區	代表性公司	支付	信用	存款帳戶	財富管理	保險
亞洲	阿里巴巴集團	V	V	V	V	△ 中國平安保險
	騰訊	V	V	V	V	V
	百度	△ PayPal	V	V	V	△ 安聯
	京東	V	V	V	V	△ 安聯
	樂天(Rakuten)	V	V	V	V	△ 新安東京
	NTT Docomo	V	△ 三菱銀行	△ 三菱銀行		
美洲	蘋果公司(Apple)	◎	△ 高盛	△ 高盛		△ 安聯
	亞馬遜(Amazon)	◎	V**	曾與銀行洽談合作		△ 摩根大通
	谷歌(Google)	◎	△ Lending Club	2021年10月宣布 放棄		V (已中止)
	Meta(前身為臉書)	◎	曾與 Clearbanc 合作 試行			
	Mercado Libre	V	V		V	2018年曾試行
歐洲	Vodafone	V	V	V	V	

*BigTechs 大抵須遵守所在國的金融產業監管架構，而實際上適用的監管架構係依其提供之服務(如銀行、保險或投資業務)而定，如欲吸收存款或承作保險，BigTechs 須持有相應的銀行及保險執照。詳 Ehrentraud et al. (2022), “Big Tech Regulation: Search of a New Framework,” *BIS FSI Occasional Paper*, No. 20, Oct.

**亞馬遜於 2012 年起，透過 Amazon Lending Service 涉足中小企業貸款業務；2020 年 6 月，亞馬遜宣布與高盛建立夥伴關係，為在亞馬遜平台上的商家提供 100 萬美元的信用額度，係亞馬遜首次利用第三方資源進行貸款業務。

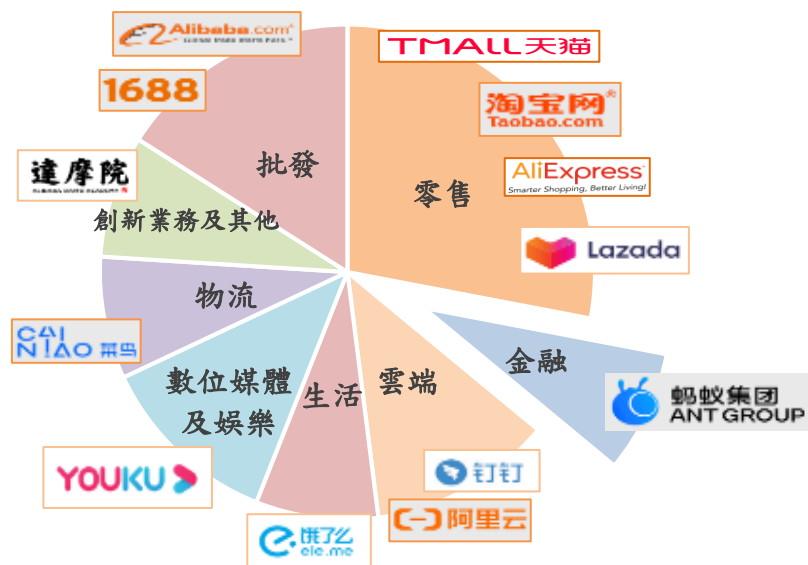
主要整理自：Crisanto et al. (2021), “Big Techs in Finance: Regulatory Approaches and Policy Options,” *BIS FSI Briefs*, No. 12, Mar.; FSB (2019), “FinTech and Market Structure in Financial Services: Market Developments and Potential Financial Stability Implications,” FSB, Feb. 14; Sweeney, Terry (2021), “How Amazon Became a Force in SMB Lending,” *Tech Target*, Apr. 5；各企業官方網站

(二) 阿里巴巴集團在金融服務市場具支配力量，惟旗下螞蟻集團已被責令整頓改革並受監管

1. 阿里巴巴集團業務迅速跨足各產業，全盤掌握金流、物流及資訊流

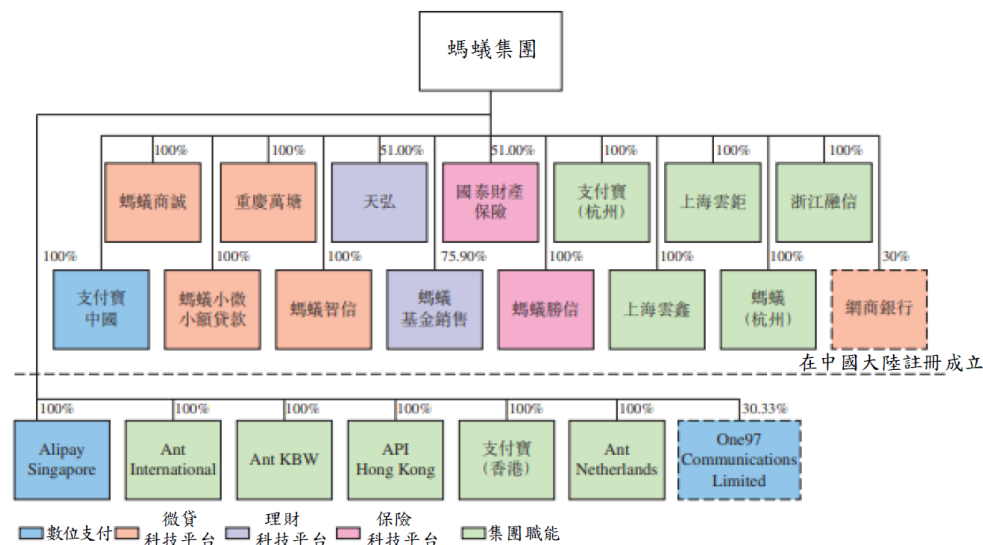
- (1) 阿里巴巴集團業務範圍從**電子商務、雲端服務、物流、數位媒體**，乃至透過掌控螞蟻集團³的**數位金融服務**，已在**中國大陸各產業具有舉足輕重的地位**(見圖 2)。
- (2) **螞蟻集團旗下的支付寶(Alipay)**，最初僅為阿里巴巴集團旗下購物網站「淘寶網」的第三方支付工具，自 2004 年 12 月正式獨立營運，自此成為**中國大陸最大的第三方支付平台**。
- (3) 隨著支付寶業務快速擴展，**除行動支付市場外，螞蟻集團更拓展事業版圖**至傳統銀行業的資產管理、借貸及保險領域，推出**網路基金、網路小額貸款及網路保險**等數位金融服務(見圖 3)。

圖 2 阿里巴巴集團的業務範圍



資料來源：阿里巴巴集團官網

圖 3 螞蟻集團從事業務的子公司及關聯公司



資料來源：螞蟻集團 IPO 說明書

³ 阿里巴巴集團雖僅持螞蟻集團約 33% 的股份，但其創辦人馬雲具有螞蟻集團的實質控制權。

2. 螞蟻集團涉入支付、理財及微貸等業務，引發備付金挪用套利、流動性風險、債務危機及系統風險等問題

- (1) 螞蟻集團得益於網路效應(network effect)，曾被視為是全球最有價值的獨角獸公司之一；《彭博資訊》於2020年推估其市值可望達3,150億美元⁴，高於摩根大通(JPMorgan)，甚至分別是IBM、高盛(Goldman Sachs)的3倍及4倍。
- (2) 在過去中國大陸低度管制下，包括支付寶在內的第三方支付機構，帶動中國大陸支付市場大躍進，同時涉入傳統銀行的金融業務，但卻引發諸多問題及風險(見表2)。

表2 螞蟻集團提供多元金融服務所引發的問題及風險

問題	內容
客戶備付金被挪用套利	<ul style="list-style-type: none"> 包括支付寶在內的中國大陸第三方支付機構，曾出現缺乏獨立的外部審核機制，將客戶備付金存放在不合格的銀行進行套利，以及加以挪用等問題。
可當日贖回的MMF恐造成龐大流動性風險	<ul style="list-style-type: none"> 支付寶所推出的資金管理服務——餘額寶，其連結的天弘餘額寶基金，因高報酬及可當日(T+0)贖回的特性，廣受投資人歡迎，一度成為全球最大規模的貨幣市場基金(Money Market Fund, MMF)。 然而，此等MMF一旦遭受短時間內集中贖回等極端現象，恐造成龐大的流動性風險。
小額信貸以高槓桿貸放且貸放品質差	<ul style="list-style-type: none"> 旗下的螞蟻小微與螞蟻商誠小額貸款公司推出「花呗」及「借呗」，其客戶原先大多是與銀行無相關信用往來且資產淨值偏低者⁵(如學生等)，貸放品質較差，尤其是疫情衝擊下，違約率上升，引發債務危機問題。 再者，透過發行資產擔保證券(ABS)進行高槓桿貸放，亦衍生相關風險疑慮。
阻礙市場競爭	<ul style="list-style-type: none"> 螞蟻集團等金融科技產業往往利用數據壟斷的優勢，阻礙公平競爭並追求超額利潤，具有贏者通吃的特性，一旦發展至「太大不能倒」(too big to fail)的局面，恐產生系統風險(systemic risk)。

資料來源：中央銀行(2019)，「FinTechs 與 BigTechs 衍生的風險與管制議題」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日；Fitch Ratings (2020)，“China’s Tougher Online Lending Regulation to Curb Risks,” Fitch Ratings, Nov. 22; Tudor-Ackroyd, Alison (2020)，“Ant Group’s Chairman Eric Jing Breaks Silence after Halt in Largest Global IPO with a Corporate ‘Check-Up’ and Rehabilitation Plan,” *South China Morning Post*, Dec. 15

⁴ Scanlan, David (2020), “Ant IPO by the Numbers: It’s Bigger than Finland’s GDP,” *Bloomberg*, Oct. 27.

⁵ 如螞蟻集團目標客群為資產淨值位於中國大陸全國後90%者，客戶人均資產管理規模(Asset Under Management, AUM)約為人民幣5,800元，遠低於如招商銀行的人民幣5.47萬元；詳第一財經周刊(2020)，「螞蟻集團究竟怎麼掙錢，以及哪裡出了問題？」，*新浪財經*，11月4日。

3. 近年來，中國大陸監管當局對 BigTechs 祭出一連串嚴格管制措施，螞蟻集團被迫整頓改革營運模式

- (1) 為加強對 BigTechs 的管制力道，中國大陸監管當局採取包括**客戶備付金須 100% 存放於**中國人民銀行(以下簡稱**人行**)的集中存管帳戶、**設定 MMF 當日贖回上限**、**限制小額信貸的槓桿比率**，以及**反壟斷**等監管措施。
- (2) 至於**螞蟻集團**，中國大陸監管當局更是對其**競爭模式**、**大量蒐集用戶數據**及**業務恐對金融體系構成的風險**，感到擔憂；原計劃 2020 年 11 月初在上海及香港首次公開發行(IPO)，遭臨時喊卡。2020 年底以來，中國大陸監管當局**數次約談螞蟻集團**⁶，對其**提出整頓改革要求**，例如**旗下從事金融活動的所有機構，都須納入金融控股公司接受監管**(見表 3)。

表 3 中國大陸監管當局對螞蟻集團的五大整頓改革要求

整頓改革要求	具體內容
糾正支付業務的不正當競爭行為	在支付方式上應給消費者更多選擇，並切斷支付寶與「花呗」、「借呗」等其他金融產品的不當連接。
打破資訊壟斷	嚴格落實「徵信業管理條例」要求，依法持牌經營個人徵信業務，遵循「合法、最低、必要」原則蒐集及使用個人資訊，保障個人及國家資訊安全。
整體申設為金融控股公司	所有從事金融活動的機構全部納入金融控股公司接受監管。
嚴格落實審慎監管要求	完善公司治理，認真整頓違規信貸、保險、理財等金融活動，控制高槓桿及風險傳染。
管控主要基金產品流動性風險	主動限縮「餘額寶」這類的財富管理產品。

主要整理自：中國人民銀行(2021)，「中國人民銀行副行長潘功勝就金融管理部門再次約談螞蟻集團情況答記者問」，中國人民銀行新聞發布，4 月 12 日

- (3) 螞蟻集團已**大幅縮減「餘額寶」規模**；另**新設重慶螞蟻消費金融公司**，**承接「花呗」及「借呗」小額信貸業務**⁷，並**引進國有企業入股**，接受嚴格監管；此外，並**與阿里巴巴集團徹底切割**，阿里巴巴集團創辦人**馬雲**降低間接持股至 6.2%⁸，**不再擁有螞蟻集團的實質控制權**。外界預估⁹，螞蟻集團**市值已縮減至不到 2020 年 IPO 告吹前的 1/3**。

⁶ 中國人民銀行(2020)，「中國人民銀行副行長潘功勝就金融管理部門約談螞蟻集團有關情況答記者問」，中國人民銀行新聞發布，12 月 27 日；中國人民銀行(2021)，「中國人民銀行副行長潘功勝就金融管理部門再次約談螞蟻集團情況答記者問」，中國人民銀行新聞發布，4 月 12 日。

⁷ **網路借貸包括**個體網路借貸(即 **P2P 網路借貸**)及**網路小額貸款**。**P2P 借貸平台約於 2007 年在中國大陸興起**，2013 年進入快速擴張時期，**全盛時期約達 6,000 家**，但在中國大陸金融監管當局嚴格整治下，**迨至 2020 年 11 月中旬已全數歸零**而告終，**若干 P2P 平台改制為網路小額貸款公司**。

⁸ Leng, Cheng and Ryan McMorrow (2023), “Jack Ma Cedes Control of Ant Group,” *Financial Times*, Jan. 7.

⁹ Chen, Lulu Yilun (2023), “Fidelity Cuts Ant Group Valuation by Another 9% to \$64 Billion,” *Bloomberg*, Jan. 27.

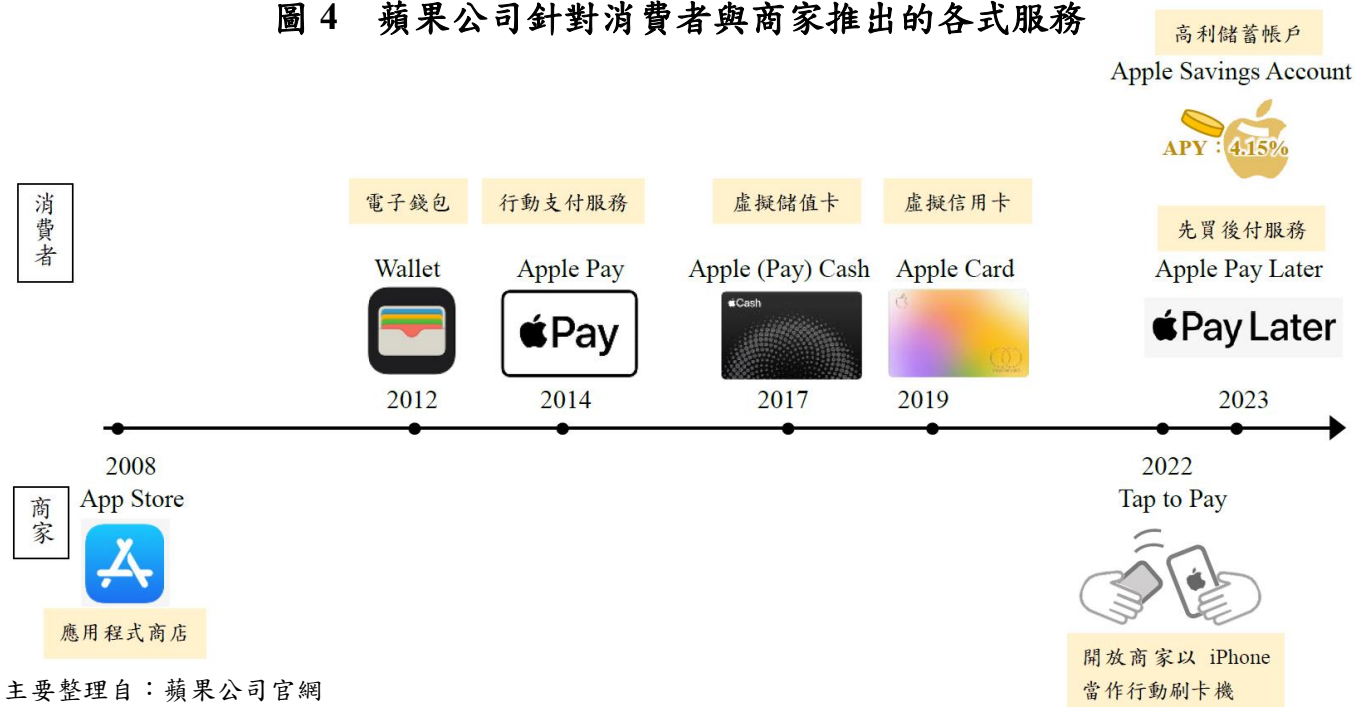
(三)蘋果公司透過與傳統金融機構合作，打造蘋果金融生態系

1. 蘋果公司早於 2014 年推出 Apple Pay，作為正式跨足金融領域的起手式後，續推出多項金融服務(見圖 4)

(1)BigTechs 提供金融服務已非新鮮事，蘋果公司早自 2010 年代起，便開始在金融服務領域佈局。2014 年，蘋果公司將行動支付功能 Apple Pay 整合至「錢包」¹⁰(Wallet)應用程式(App)；使用者可在「錢包」加入轉帳卡、信用卡或儲值卡等，之後透過生物辨識解鎖進行付款。

(2)近兩年，蘋果公司更針對消費者推出 BNPL 的 Apple Pay Later 服務，以及高利儲蓄帳戶 Apple Savings Account；且針對商家推出感應式收款服務「iPhone 卡緊收」(Tap to Pay on iPhone)¹¹，允許商家直接以 iPhone 感應收款。

圖 4 蘋果公司針對消費者與商家推出的各式服務



¹⁰ 「錢包」舊名為「存摺」(Passbook)，係蘋果公司於 2012 年所開發之產品，原本只支援使用者儲存優惠券、登機證、學生證、身份證、商務憑據、活動票券、公共交通票券、商店卡等。

¹¹ 本年 4 月 20 日，蘋果公司已宣布在台灣推出「iPhone 卡緊收」服務；目前合作對象包括中國信託銀行、台北富邦銀行及 TapPay。

2. 疫情商機激勵 BNPL 產業蓬勃發展，蘋果公司與高盛策略聯盟，因勢推出 Apple Pay Later

(1) 新冠肺炎(COVID-19)疫情期間，民眾轉向網路購物，先買後付(Buy Now Pay Later, BNPL)產業商機無限，吸引年輕世代、缺乏信用紀錄或信用不良者；如瑞典 BNPL 公司 Klarna，2020 年的用戶數從 700 萬上升到 1,000 萬，其他提供 BNPL 之企業亦迅速發展。

(2) 本年 3 月，蘋果公司在美推出 BNPL 的 Apple Pay Later 服務，由子公司蘋果金融公司(Apple Financing)，專責處理相關業務¹²；高盛則協助其連通萬事達卡的網路，以便直接授權支付；惟目前僅少數人可搶先體驗。

(3) Apple Pay Later 並非於結帳時設定，蘋果用戶須先到「錢包」申請使用 Apple Pay Later，同時申請信用額度，通過審核後，到支援 Apple Pay 的商家消費時，可使用 Apple Pay Later 分期零利率付款，後續依約還款¹³。

— 用戶可申請 50 美元~1,000 美元貸款，蘋果金融公司將軟性查詢信用資料(soft credit pull)¹⁴、俾予以准駁，並允許其在 6 週內、分 4 期付款，毋須支付利息或手續費，後續償還分期付款時，須以轉帳卡(debit card)支付；若用戶設定的轉帳卡無足夠資金償付首期金額，原先核准的貸款將被取消。

— 申請 Apple Pay Later 並不影響用戶原先的信用分數，惟消費後，蘋果金融公司或向信用當局回報貸款及還款歷史，就可能會產生影響；逾期還款者將被註記信用不良，未來申請其他銀行貸款或金融服務時，恐受影響。

(4) Apple Pay Later 似可對消費者、商家及蘋果公司三方帶來益處¹⁵；

— 對消費者而言，BNPL 服務提供可靈活運用資金、申請手續便捷，且有利缺乏信用紀錄者累積信用等益處；對商家而言，支援 BNPL 服務，有利拓展消費客群，且無須承擔消費者未能如期還款的風險。

— 至於對蘋果公司來說，Apple Pay Later 作為 Apple Pay 的支付選項之一，可鼓勵用戶更頻繁使用 Apple Pay，隨著用戶對借款有更多需求，亦有利拓展 Apple Card 相關業務。

¹² 蘋果金融公司具備美國 15 個州發放的 Lender 或 Loan 相關執照。

¹³ Apple (2023), "How to Set Up Apple Pay Later," *Support*, Apple, Apr. 11; Apple (2023), "If Your Apple Pay Later Purchase Is Declined," *Support*, Apple, Mar. 28.

¹⁴ 查詢信用資料的方式分為硬性(hard)及軟性(soft)。當用戶新申請信用卡、貸款時，金融機構將硬性查詢用戶信用資料，調閱完整的信用報告，此舉將影響用戶的信用分數；至於軟性查詢則包含用戶查詢個人信用資料，或已提供服務的金融機構定期查詢用戶資料，其無法說明用戶信用全貌，亦不影響信用分數。

¹⁵ Xuan, Tan Ke (2023), "Apple Pay Later: How Can it Drive Apple's Growth and Benefit Investors," *The Fifth Person*, May 25; Taylor, Anthea (2022), "Six Reasons Merchants are Offering BNPL," *checkout.com*, Jun. 20.

(5)究諸實際，過去數年，類似的 BNPL 服務盛行已損及消費者權益¹⁶，監管機關已多加示警、並著手納管¹⁷。

—BNPL 服務鼓勵民眾做出逾越承受能力的消費，慈善機構 Citizens Advice 針對英國 BNPL 使用者的調查結果指出，逾 40% 使用者借錢還款，甚至動用發薪日貸款 (payday loans)¹⁸。

—BNPL 服務不適用於銀行及其他金融機構的傳統金融法規，消費者遭遇問題時往往無法向監管當局反映；許多國家監管當局紛紛示警注意 BNPL 的風險、要求 BNPL 業者加強自律，並呼籲或已著手修法，將 BNPL 納入監管範圍。

3. 蘋果公司續與高盛合作推出高利儲蓄帳戶 Apple Savings Account，深化雙方互惠結盟

(1)2019 年，蘋果公司與高盛、萬事達卡合作¹⁹，針對蘋果使用者推出虛擬或實體信用卡 Apple Card，使用者可在「錢包」申請信用卡；之後在 Apple Pay 綁定、消費，消費當日即可獲得現金回饋 Daily Cash，使用者可將 Daily Cash 自動儲值到虛擬儲值卡 Apple Cash 使用²⁰。

(2)繼 BNPL 服務後，蘋果公司再次與高盛合作，推出高利儲蓄帳戶 Apple Savings Account，Apple Card 使用者可透過「錢包」開設帳戶，並將 Daily Cash 自動轉存到由高盛鹽湖城分行 (Salt Lake City Branch) 所提供之年利率高達 4.15% 的儲蓄帳戶 (存款額度上限為 25 萬美元)，賺取利息；亦可透過「錢包」追蹤及管理儲蓄帳戶的餘額。

(3)外界認為²¹，蘋果公司與高盛締結策略聯盟，雙方同蒙其利，使蘋果金融生態系 (financial ecosystem) 更完整 (見圖 5)。

—以 Apple Card 為例，高盛作為金融基礎設施提供者提供其背後所需的服務，蘋果公司本身不用取得銀行執照，故無須接受金融監管；新服務將受益於高盛商譽加持，且有利其根據服務數據改善平台服務、吸引更多客戶或提高黏著度，創造更多收入。

—對高盛而言，可獲得蘋果公司的支持，為客戶提供更便利的數位服務體驗，有助於提升銀行的創新能力、靈活性與效率；iPhone 手機成為高盛的分支網絡，有利高盛拓展客群。

¹⁶ Cooban, Anna (2022), “Buy Now, Pay Later Users in the UK Are Racking Up Debt to Pay off Their Debts,” *CNN*, Jun. 8.

¹⁷ Anthony, Nicholas (2023), “Buy Now, Pay Later, Regulate Ever?” *Cato at Liberty Blog*, Cato Institute, Jan. 30; Eyers, James (2023), “Big Banks Split on Buy Now, Pay Later Regulation Plan,” *The Australian Financial Review*, Jan. 30.

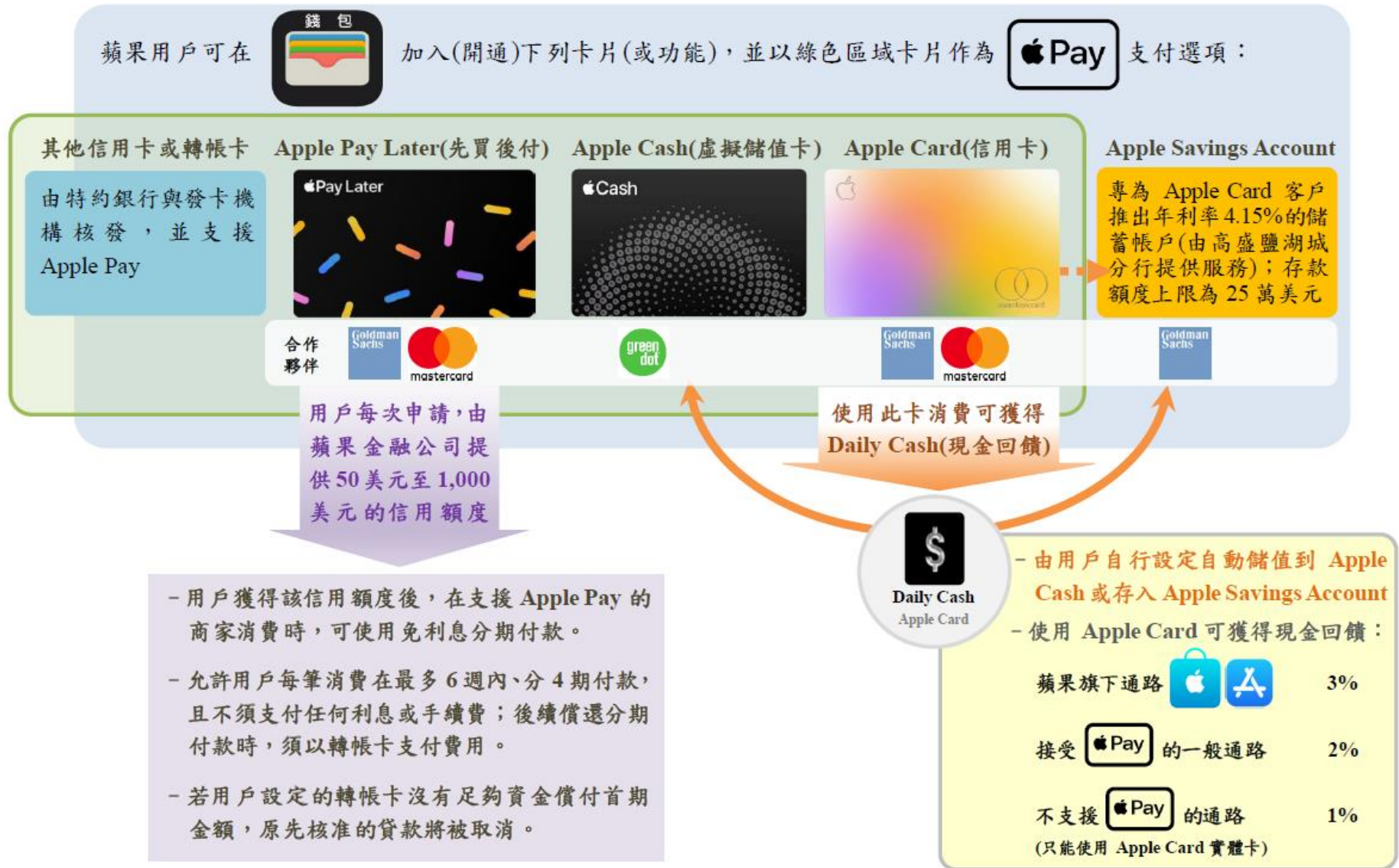
¹⁸ 發薪日貸款是指為期數週內的短期貸款，借款人承諾在領取薪水後即償還貸款；根據借款人的收入與信用狀況，通常年化利率約為 400%，有時甚至高達 1,000%。

¹⁹ Apple Card 係以高盛為發卡銀行，並以萬事達卡系統作為 Apple Card 的全球網路支付系統。詳 Apple (2019), “Apple Card Launches Today for All US Customers,” *Newsroom*, Apple, Aug. 20.

²⁰ 若未持有 Apple Cash，則刷卡獲得之 Daily Cash 將兌換為對帳單餘額的貸方 (亦即用於折抵信用卡消費應繳納金額)。

²¹ Mason, Emily (2023), “Why Apple’s Partnership with Goldman Is the Future of Banking,” *Forbes*, Apr. 24.

圖 5 蘋果公司的金融服務生態系



主要整理自：蘋果公司官網。

(四)BigTechs 以不同策略進軍金融服務領域所帶來的影響與監管回應

1. 科技、市場、社會及監管等趨勢，決定 BigTechs 與傳統金融機構的關係發展，進而影響金融服務市場未來樣貌

(1) 阿里巴巴集團、蘋果公司，均從分別建立支付寶、Apple Pay 開始提供支付服務，逐步推出各項金融服務，自成一體金融服務生態系。在美國，甚有論者認為，蘋果公司與高盛的合作模式，或將成為銀行業的未來²²。

(2) 荷蘭央行(De Nederlandsche Bank)近期指出²³，科技(如雲端服務、AI 技術)、市場(如平台化、跨界服務)、社會(如用戶對數據隱私、便利性的重視)及監管(如政府對新興金融服務的管制態度)等趨勢，將決定 BigTechs 與傳統金融機構間互動形式的發展，並影響金融服務市場版圖。

(3) 此外，荷蘭央行指出，BigTechs 在金融服務領域的策略選擇，以及傳統金融機構能否跟上創新步伐，是決定 BigTechs 與傳統金融機構間互動關係的兩個主要因素。

— BigTechs 的策略，朝向僅促進(facilitating)技術與創新發展，或是追求支配地位成為提供金融服務的關鍵管道。

— 傳統金融機構的創新能力，將決定其在雙方關係中扮演積極角色或加深對 BigTechs 的依賴。

2. 現階段 BigTechs 與傳統金融機構的互動關係，全球各地不盡相同，惟未來或將從短期夥伴關係，轉為長期競爭

(1) 在亞洲(尤其中國大陸)，如阿里巴巴集團當初透過掌控螞蟻集團，已發展成具市場支配力量的金融服務提供平台。

(2) 至於歐美國家，如蘋果公司等美系 BigTechs，多選擇與傳統金融機構建立夥伴關係；在歐洲，雙方合作主要聚焦於支付領域。

(3) 國際間金融監管當局大抵上認為²⁴，短期內，與傳統金融機構建立夥伴關係，仍舊為 BigTechs 跨足金融服務領域的主要策略；惟長期而言，BigTechs 或將減少對夥伴關係的倚賴，轉而與傳統金融機構競爭。

²² 同註 21。

²³ De Nederlandsche Bank (2023), “Rise of BigTechs in Financial Services Sector Requires Adjustments in Supervision,” *General News*, Apr. 12.

²⁴ De Nederlandsche Bank (2023), “Rise of BigTechs in Financial Services Sector Requires Adjustments in Supervision,” *General News*, Apr. 12; Financial Conduct Authority (2022), “The Potential Competition Impacts of Big Tech Entry and Expansion in Retail Financial Services,” *Discussion Paper*, DP22/5, Oct.

3. 荷蘭央行提出未來金融服務市場發展可能出現的四種情境

- (1) 荷蘭央行根據 BigTechs 與傳統金融機構間的各種互動關係，描繪金融服務市場未來發展的**四種可能情境**，分別為：創新金融、雙方競爭、BigTechs 支配市場、傳統金融(見圖 6)。
- (2) 不過，荷蘭央行亦指出，**市場實際情勢並非靜態(static)**，而係**與時俱變**，未必完全切合其列舉的四種情境，但這仍**不失為各國監管當局監管方向的指引**。

圖 6 金融服務市場未來可能出現四種情境的特徵



主要整理自：De Nederlandsche Bank (2023), "Rise of BigTechs in Financial Services Sector Requires Adjustments in Supervision," *General News*, Apr. 12

4. 針對全球 BigTechs 與傳統金融機構的新互動關係，國際間監管當局正研擬因應對策

(1) **BigTechs 參與金融服務領域**，雖有助**改善金融服務效率與促進普惠金融**(financial inclusion)，但也可能改變金融服務市場的競爭版圖，並伴隨著與**金融穩定、數據隱私**相關的風險。因此，**國際間監管當局對 BigTechs 抱持較大疑慮**，並就相關議題提出看法(見表 4)。

(2) **未來監管重點**取決於 BigTechs 與傳統金融機構的關係，金融監管當局須**持續關注**雙方關係發展，據以**擬定對策**：
—若未來市場發展由 **BigTechs 支配**，金融監管當局須**關注傳統金融機構**所承受之**風險**，並與反壟斷的主管當局合作，以**抑制 BigTechs 的市場力量**(market power)。中國大陸對**螞蟻集團監管趨嚴**，正是一個**明顯案例**。

—若傳統金融機構與 BigTechs 成為**競爭關係**，儘管彼等吸引重視項目不同的客戶²⁵，惟**長期而言**，**傳統金融機構恐將面臨嚴峻挑戰**，監管當局應設法解決，並就**市場公平競爭、數據隱私保護**等議題與**相關主管單位合作**。

—若市場發展係以**傳統金融機構為要角**，監管當局須關注並**檢視**傳統金融機構的**營運模式與策略**。

(3) 國際間監管當局大抵採「**同樣行為、同樣風險、同樣監管**」(same activity, same risk, same regulation)原則²⁶，惟在挑戰更形複雜、風險愈趨多元的情況下，金融監管當局須**攜手不同部門**，針對 **BigTechs 與傳統金融機構間的關係**提出**清楚且具一致性的監管架構**，兼顧各方需求。

²⁵ 同註 23。

²⁶ Adrian, Tobias (2021), “BigTech in Financial Services,” speech at European Parliament FinTech Working Group, IMF, Jun. 16.

表 4 國際間金融監管當局對 BigTechs 跨足金融服務的看法

國際組織/ 地區	看法
國際機構	<ul style="list-style-type: none"> ● IMF 指出，BigTechs 在金融服務領域的快速拓展，以及其與傳統金融機構相互連結，可能創造新的系統風險管道。為有效監管，須採結合機構別基礎(entity-based)及業務別基礎(activity-based)的方法。 ● BIS 官員表示，BigTechs 憑在非金融業務的影響力，在金融服務領域占有一席之地，但卻造成「太大不能倒」的風險；須重新思考 BigTechs 進入金融服務的監管架構，包括要求 BigTechs 分拆旗下金融服務與其他業務。
歐洲	<ul style="list-style-type: none"> ● 荷蘭央行及英國金融行為監理局(Financial Conduct Authority, FCA)認為，短期而言，BigTechs 進入金融服務領域的主要策略，係採以夥伴關係為基礎的模式；惟長期而言，BigTechs 將減少對夥伴關係的倚賴，轉而與傳統金融機構競爭。
美國	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國財政部表明，監管者應為銀行與 BigTechs 的關係，提供清楚且具一致性的監管架構。 ● 美國財政部通貨監理署(Office of the Comptroller of the Currency, OCC)於本年 3 月成立金融科技辦公室(Office of Financial Technology)，部分著眼於銀行與 BigTechs 的結盟案例與複雜性將持續增加。
中國大陸	<ul style="list-style-type: none"> ● 人行行長易綱談論中國大陸 BigTechs 監管實踐時指出，中國大陸監管當局將基於 3 項原則，持續修補金融監管制度的薄弱環節，包括：(1)金融業務須獲得經營許可；(2)建立適當的防火牆，避免金融風險跨部門、跨行業傳播；(3)切斷金融資訊及商業資訊之間的不當連結。

主要整理自：Bains, Parma, Nobuyasu Sugimoto and Christopher Wilson (2022), “BigTech in Financial Services: Regulatory Approaches and Architecture,” *IMF Fintech Notes*, Jan. 24; Carstens, Agustín (2023), “Big Techs in Finance: Forging A New Regulatory Path,” speech at BIS Big Techs in Finance Conference, Basel, Switzerland, Feb. 8; De Nederlandsche Bank (2023), “Rise of BigTechs in Financial Services Sector Requires Adjustments in Supervision,” *General News*, Apr. 12; Financial Conduct Authority (2022), “The Potential Competition Impacts of Big Tech Entry and Expansion in Retail Financial Services,” *Discussion Paper*, DP22/5, Oct.; U.S. Department of the Treasury (2022), “New Treasury Report Shows Fintech Industry Requires Additional Oversight to Close Gaps, Prevent Abuses and Protect Consumers,” *Press Release*, U.S. Department of the Treasury, Nov. 16; Office of the Comptroller of the Currency (2023), “OCC Establishes Office of Financial Technology,” *News Release*, OCC, Mar. 30；中國人民銀行(2021), 「易綱：中國大型科技公司監管實踐—在國際清算銀行(BIS)監管大型科技公司國際會議上的講話」, *中國人民銀行新聞稿*, 10 月 7 日

(五)結語與政策涵義

1. BigTechs 挾自身優勢跨足金融服務領域，在創造多元價值的同時，衍生出諸多風險

(1) BigTechs 挾「DNA」優勢跨足金融服務領域與傳統金融機構競合，加劇了金融體系的複雜性。美國財政部通貨監理署(OCC)官員主張²⁷，應以 2008 年全球金融危機為鑑，慎防金融體系趨於複雜所衍生的風險。

(2) 阿里巴巴集團原先在低度管制下，金融服務範疇廣泛地擴展，惟引發諸多問題與風險，包括客戶備付金被進行套利或挪用、連結的 MMF 隱含流動性風險、小額信貸的高槓桿貸放，以及具市場支配力量恐致系統風險。

(3) 蘋果公司透過與高盛的異業結盟，推出多項金融服務；其中與高盛合推高利儲蓄帳戶，時值矽谷銀行(SVB)事件引發銀行存款外流潮，或將加劇中小型銀行危機²⁸。

2. 科技業者與金融業者的分際漸趨模糊，美、歐監管當局大抵採業務別基礎的管制方法；中國大陸則採機構別基礎的管制方法，將 BigTechs 加以分拆

(1) 隨 BigTechs 跨足金融服務領域，科技業者與金融業者的分際，漸趨模糊；當前主要國家大抵多秉持「同樣行為、同樣風險、同樣監管」原則，俾讓傳統金融機構及非金融機構能在公平基礎上競爭與創新。

(2) 許多美系 BigTechs 是以子公司取得特定業務的執照(如蘋果金融公司取得融資相關執照)，主要受非銀行金融監管(nonbank financial regulation)，係採業務別基礎的管制方法；但其他業務則是藉由傳統金融機構代為服務，因此往往是由傳統金融機構受到監管²⁹。

(3) 歐洲國家亦採業務別基礎的管制方法，以 BNPL 服務為例，過去該服務不在英國金融行為監理局的監管範圍內，係因「消費者信用法」(Consumer Credit Act)允許非金融公司等提供的無息延遲還款毋須納入；惟 BNPL 本質與信用雷同，現在英國、荷蘭、法國等國多已將 BNPL 視為信用行為，由金融監理當局加以監管³⁰。

²⁷ Hsu, Michael J. (2022), "Safeguarding Trust in Banking: an Update," remark at the TCH + BPI Annual Conference, New York, Sep. 7.

²⁸ Pressman, Aaron (2023), "Apple's New iPhone Savings Accounts Turn up the Pressure on Small Banks," *Boston Globe*, Apr. 19.

²⁹ Bains, Parma et al. (2022), "BigTech in Financial Services: Regulatory Approaches and Architecture," *IMF Fintech Notes*, Jan.

³⁰ Norton Rose Fulbright (2023), "Buy Now Pay Later: Regulation around the World," Norton Rose Fulbright, Jan. 12.

(4)至於中國大陸，監管當局由原先低度管制轉為**嚴格監管**，對 BigTechs 採**機構別基礎的管制方法**，例如對中國大陸**金融體系具威脅性的螞蟻集團**，要求其**整頓改革營運模式**，除責令其與阿里巴巴集團分拆外，並讓**國有企業入股**。

3. 監管當局須密切注意未來發展，據以擬訂適當監管原則，兼顧金融創新與消費者保護

(1)**BigTechs** 跨足金融服務領域採行的**策略及傳統金融機構的創新能力**，決定**金融市場未來樣貌**。國際間監管當局大抵認為，**短期內**，BigTechs 主要策略仍為與**傳統金融機構合作**；惟**長期**來看，**或與傳統金融機構競爭**。

(2)當前**全球對 BigTechs 的管制架構較零散**，未考慮各風險間的交互作用；**一旦監管失靈，恐發生嚴重問題**。面對 BigTechs 帶來的挑戰，**管制應採業務別基礎或機構別基礎**，目前仍有諸多討論，**IMF** 則認為，**應結合兩者以有效監管**³¹。

(3)金融監管當局須密切注意未來發展，並攜手主管市場公平競爭及數據隱私保護的有關當局，**提出全面性兼顧金融創新與消費者權益的監管架構**；同時呼籲**傳統金融機構應強化創新**，俾**避免落入 BigTechs 支配市場**的局面。

(4)在**台灣**，**蘋果公司是否可與國內傳統金融業者合作**，採類如蘋果公司與高盛合推高利儲蓄帳戶的模式，**已引發討論**³²；另在設有**存款限額**下，高利儲蓄帳戶是否可能對傳統金融機構存款**造成大量排擠效應**，亦應持續關注。

4. BigTechs 在金融服務領域日益扮演要角，未來或應審慎評估新型態金融環境下的金融穩定與貨幣政策議題

(1)BigTechs 如挾其**壟斷市場力量**掠奪金融市場份額，可能改變金融市場參與者結構，讓**風險過度集中**，也恐讓遭受衝擊的**傳統金融機構**為求生存而**承擔過高風險**，**不利金融穩定**；此外，**BigTechs** 一旦在**金融服務領域扮演要角**，**或將影響貨幣政策傳遞的信用管道**³³。

(2)鑑於**新型態的金融環境**可能**影響金融穩定**，且為**貨幣政策傳遞與操作**帶來**不確定性**，進而為金融監理當局與央行政策構成**新挑戰**，**未來或應審慎評估相關問題**。

³¹ Bains, Parma, Nobuyasu Sugimoto and Christopher Wilson (2022), “BigTech in Financial Services: Regulatory Approaches and Architecture,” *IMF Fintech Notes*, Jan. 24.

³² 金管會表示，若蘋果公司欲將 Apple Card 引進台灣，可在**台灣設立信用卡發行機構**，或與台灣的銀行合作、採**聯名卡形式**發行；若蘋果公司欲與銀行合作，在台灣提供高利儲蓄帳戶服務，應由**銀行提供帳戶**服務，並須符合「**銀行法**」相關規定。詳工商時報(2023)，「**蘋果卡若來台 黃天牧12字監理**」，*工商時報*，4月20日。

³³ 關於 BigTechs 是否會影響貨幣政策傳遞的信用管道，**國際間看法不一**。**Fiorella et al. (2023)**指出，**BigTechs 信用供給**對央行貨幣政策變化的**敏感度較低**，恐**削弱貨幣政策透過信用管道的影響**；但**Huang et al. (2023)**指出，**BigTechs** 對央行寬鬆貨幣政策的**反應似更加靈敏**，或可**提高貨幣政策的有效性**，**擴大貨幣政策傳遞的影響**。詳 Fiorella, De Fiore, Leonardo Gambacorta and Cristina Manea (2023), “Big Techs and the Credit Channel of Monetary Policy,” *BIS Working Papers*, No. 1088, Apr. 6; Huang, Yiping, Xiang Li, Han Qiu and Changhua Yu (2023), “Bigtech Credit and Monetary Policy Transmission: Micro-Level Evidence from China,” *BIS Working Papers*, No. 1084, Mar.。