

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

112.9.21

前 言

本(2023)年6月本行理監事會議以來，美、歐等央行升息之累積效應持續發酵，全球經貿成長力道平緩，通膨續降溫。本年上半年，台灣民間投資與輸出動能疲弱，經濟表現不如預期；惟疫後國人消費穩健，且輸出成長可望回穩，預期下半年及明(2024)年經濟成長動能將增強，在服務類價格漲幅緩降下，通膨率緩步回降。

近年緊縮貨幣之效應影響勞動市場供需、薪資及通膨情勢。當前美國強勁之勞動市場，提供 Fed 積極緊縮貨幣之重要支撐；惟美國通膨率仍高，Fed 在其最大化就業與穩定物價雙目標下，未來貨幣政策將持續面臨雙目標間之取捨。台灣勞動市場供需大抵平衡，通膨相對溫和，本行爰採溫和漸進緊縮貨幣政策。

在全球金融循環中，Fed 貨幣政策動向及外資投資策略對台灣股、匯市影響甚深。上(2022)年11月至本年5月中旬，隨市場預期 Fed 將放緩升息步調，外資買超台股，同時淨匯入資金，帶動國內股市大漲，新台幣對美元升值；而自本年6月下旬起，外資逢高獲利了結，賣超台股，將賣超股款併同獲配股利匯出，致此期間新台幣對美元貶值，惟因本國投資人股市參與度回溫，使台股仍受支撐，形成股、匯市不同調之現象。

近來全球化(globalization)議題引發各界討論。全球化雖帶來效益，惟亦衍生諸多問題，多國開始對全球化高度發展省思，並採行回應調整政策，致全球化減速，且在貿易及投資結構重塑下，內涵已轉變，朝新全球化發展。而金融全球化恐加速金融風險擴散，並肇致金融危機，妥適之金融監管與資本管理措施至關重要。

穩定幣過去主要作為虛擬資產之交易媒介，惟近期已有全球大型第三方支付機構發行單一法幣掛勾穩定幣，提供支付服務；主要國家金融監理機關近來陸續著手修訂現有之支付法規或另訂專法，以保護消費者權益及降低金融穩定之潛在風險。

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	14
三、當前主要經濟體勞動市場變化對薪資、通膨之影響及貨幣政策展望	38
四、美國 Fed 貨幣政策動向及外資投資策略對國內股匯市之影響	61
五、全球化的演進及其面臨的問題	77
六、國際間支付型穩定幣之最新發展與監管概況	110

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2023)年6月本行理監事會議以來，美、歐等**主要央行大幅升息之累積效應逐漸發酵**，致全球終端需求不振，**製造業景氣續呈緊縮**；疫後消費由商品轉向服務，旅遊及娛樂等服務業活動暢旺，惟**近期服務業景氣擴張速度放緩**。S&P Global 預測本年全球經濟成長率 2.6%，低於上(2022)年 3.1%，明(2024)年降至 2.3%，成長力道平緩；**主要國家本年經濟成長表現差異大，明年則普遍走緩**。

物價方面，供應鏈瓶頸引發之全球商品供需失衡消退，復以主要央行大幅**緊縮貨幣抑制需求**，**商品類價格漲幅自上年高點走低**；惟**服務類價格漲幅仍居高**，**全球通膨率回降緩慢**，而**近期油價大幅上揚則增添通膨上行風險**。

貨幣政策方面，**美、歐通膨壓力下降**，經濟成長力道平緩，**貨幣政策將維持審慎步調**，避免過度緊縮造成不必要的經濟損失，另為避免通膨預期升高，**仍將維持高利率一段時間**；**日本持續維持寬鬆貨幣政策**，**中國大陸近期則調降各項政策利率且續釋出資金**，以**激勵經濟**。

金融市場方面，**美、歐短天期公債殖利率**因央行維持高利率而**居高**，惟因**預期緊縮政策有助通膨逐漸降溫**，**累積效應壓抑未來經濟成長**，致**長天期公債殖利率雖走升**，惟仍低於短天期殖利率，**殖利率曲線續呈倒掛現象**，若**持續時間過久**，**將對經濟造成不利影響**；另對 Fed **維持高利率之預期升高**，加以本年推升股市上漲之**人工智慧(AI)熱潮暫歇**，**主要股市漲後回跌**；**美元指數**亦因預期 Fed 高利率持續更長時間而**走高**，**主要經濟體貨幣對美元趨貶**。

全球經濟前景仍面臨諸多下行風險，如主要央行**緊縮貨幣政策之累積效應**，**中國大陸經濟成長放緩**，**全球經濟零碎化及供應鏈重組**，**氣候變遷與地緣政治風險上升**等，宜密切關注相關情勢後續發展。

(一)全球經濟展望：全球經貿成長力道平緩，主要國家經濟表現分歧

1. 主要經濟體製造業景氣續呈緊縮，服務業擴張速度減緩

上年全球通膨壓力高漲，主要央行大幅升息避免通膨預期失控，**物價及利率走高衝擊消費者信心**，**抑制商品消費需求**¹；本年隨全球通膨壓力放緩，**消費者信心逐漸回升**，惟仍低於長期平均(圖 1)。

- 本年 6 月以來，最終**商品需求仍疲弱**，全球**製造業採購經理人指數(PMI)續低於 50**之榮枯線，**製造業活動續呈緊縮**；而各國**解除邊境防疫管制後**，**跨境旅行與娛樂相關服務活動暢旺**，本年全球**服務業 PMI 均高於 50**之榮枯線，惟**已連續 3 個月下滑**，**服務業景氣擴張速度減緩**(圖 2)。
- 近年**全球供應鏈重組及區域生產效應顯現**，本年主要經濟體中僅**印度、部分東協國家及墨西哥製造業**呈現擴張；**德國**因能源價格仍相對較高減損產品競爭力，復以外需疲弱，**製造業活動大幅緊縮**(圖 3)。

圖 1 G20 國家消費者信心



資料來源：OECD

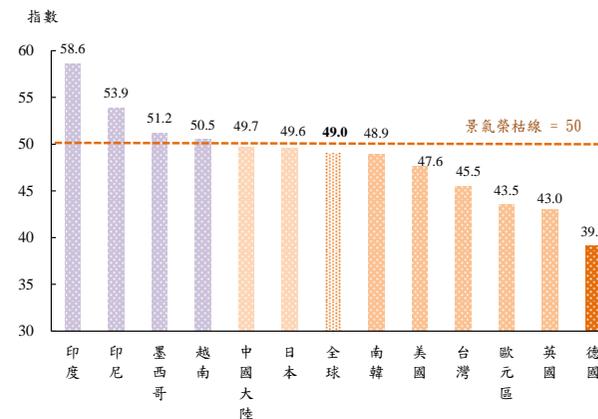
圖 2 全球製造業及服務業 PMI 指數



註：PMI 介於 0~100，高於 50 表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於 50 則表示處於緊縮期(contraction)。

資料來源：J.P. Morgan，S&P Global

圖 3 主要經濟體製造業 PMI (2023 年 8 月)



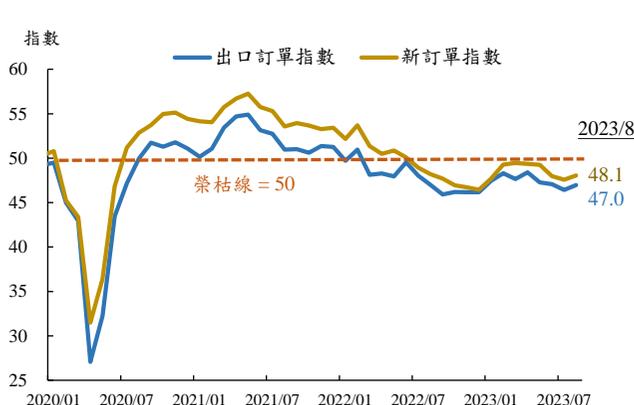
資料來源：Bloomberg，Refinitiv Datastream

¹ 請參見 European Commission (2023), "Insights from the Commission's Consumer Survey: How Inflation is Shaping Consumer Confidence and Spending," Box, *European Economic Forecast*, Sep.。

2. 商品訂單仍呈緊縮，全球貿易成長動能尚疲

- 製造業產業鏈**庫存調整趨近尾聲**，惟**全球終端需求仍不振**，商品**訂單續呈緊縮**(圖 4)，復以**廠商因地緣政治變局而調整供應鏈生產基地**，**制約全球貿易成長動能**²。
- **WTO** 公布之**本年第 3 季商品貿易指標**(Goods Trade Barometer)自第 2 季之 95.6 升至 **99.1**，惟**仍低於長期趨勢值** (圖 5)；**S&P Global** 預測**本年第 3 季全球商品出口量年增率**自第 2 季之-6.4%升至**-3.1%**，仍呈負成長，**第 4 季有望轉為正成長 1.9%**，明年可望因全球商品需求復甦，產業庫存回歸正常水準，**全球商品貿易情勢回穩**(圖 6)。

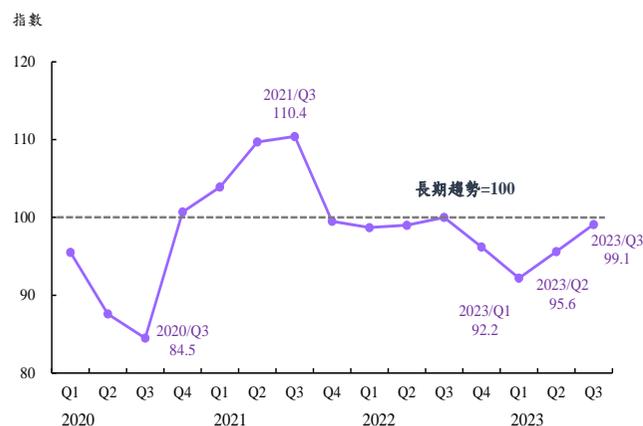
圖 4 全球製造業 PMI 之訂單指數



註：出口訂單及新訂單指數為全球製造業 PMI 之子指數，高(低)於 50 代表經理人看好(壞)訂單成長的比例較高。

資料來源：J.P. Morgan, S&P Global

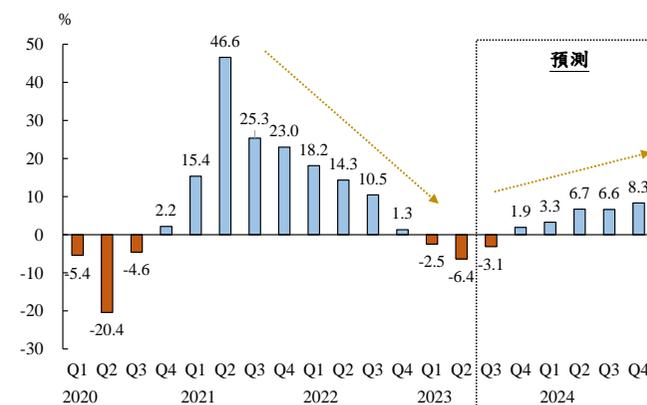
圖 5 WTO 商品貿易指標



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，指數高(低)於 100 表示成長高(低)於趨勢值。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

圖 6 全球商品出口量年增率



資料來源：S&P Global (2023/9/15)

² 請參見 Attinasi, Maria-Grazia, Lukas Boeckelmann and Baptiste Meunier (2023), “The Economic Costs of Supply Chain Decoupling,” *Working Paper Series*, ECB, Aug. ; WTO (2023), “World Trade Statistical Review 2023,” Jul. 31。

3. 本年全球經濟成長率預測值為 2.6%，低於上年之 3.1%，明年續降至 2.3%

在全球通膨壓力趨緩下，G20 國家領先指標已回升至接近長期平均，表現優於 G7，全球經濟或可在新興市場經濟體帶動下築底回升(圖 7)；S&P Global 預測本年全球經濟成長率為 2.6%，低於上年之 3.1%，明年降至 2.3%(圖 8)。

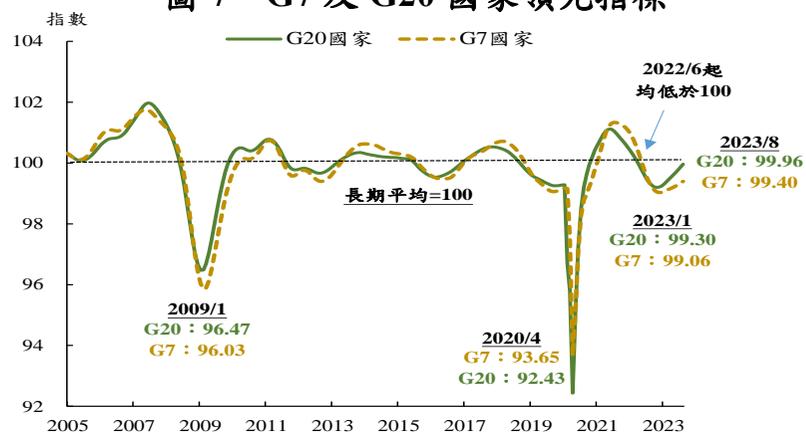
美國：勞動市場強勁帶動企業加薪致消費穩健成長，加以「晶片與科學法案」(CHIPS and Science Act)及「降低通膨法案」(Inflation Reduction Act)之產業政策有助投資成長，經濟成長具韌性，預測本年經濟成長率由上年之 2.1%升至 2.3%；惟疫情期間累積之超額儲蓄漸耗竭，民間消費成長恐下滑，明年成長率降至 1.5%，呈現軟著陸趨勢。

歐元區與英國：俄烏戰爭未歇影響經濟信心，加以貨幣緊縮抑制消費及投資，預測歐元區本年經濟成長率由上年之 3.3%降至 0.5%，明年略升至 0.6%，主要成員國德國經濟衰退風險偏高；另英國物價及利率居高影響消費及投資動能，預測本年微幅成長 0.3%，明年衰退 0.1%。

日本：國際旅客赴日帶動服務業成長，加以固定投資擴張，預測本年經濟成長率由上年之 1.0%升至 1.6%，明年旅遊服務效應下降，預測成長率回降至 0.8%。

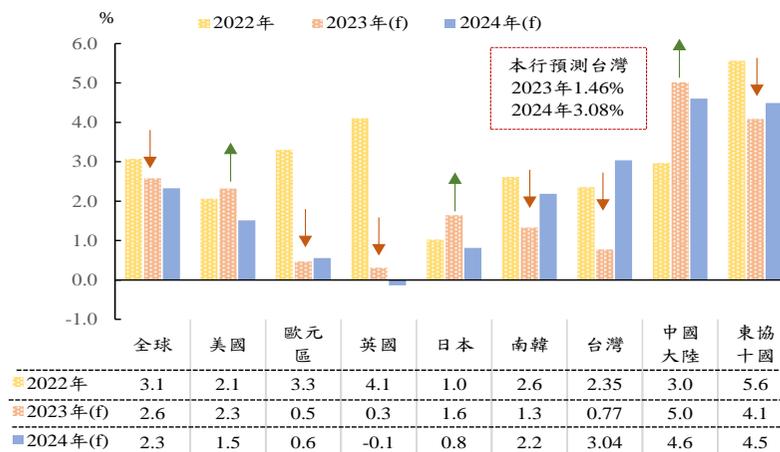
中國大陸：產業監管、房地產業去槓桿等內部衝擊不斷，預測本年經濟成長率為 5.0%，明年降至 4.6%；8 月以來中國大陸爆發房地產業債務危機，國際機構多預期經濟展望偏向下行而調降該國成長率預測。

圖 7 G7 及 G20 國家領先指標



註：G7 國家為美、德、日等 7 大先進工業國家，G20 國家除 G7 外，另包含中國大陸、印度、巴西及南非等新興市場經濟體。
資料來源：OECD，本行整理

圖 8 主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓及↑分別表示 2023 年較 2022 年下降及上升。

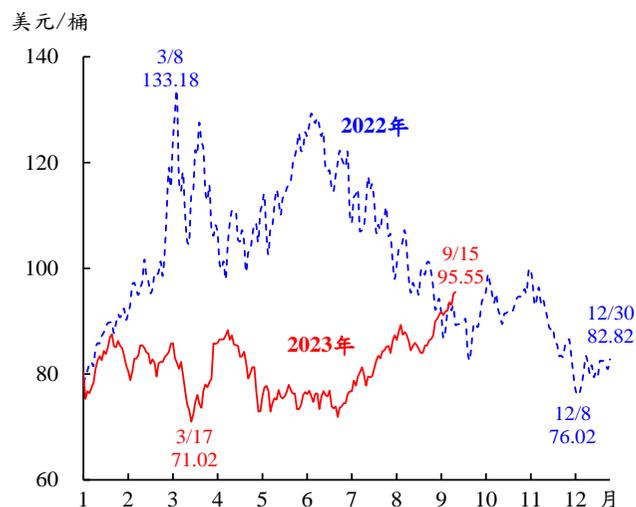
資料來源：S&P Global (2023/9/15)

(二)全球物價展望：通膨緩步回降，近期國際油價走高且勞動市場仍緊俏，增添通膨上行風險

1. 國際油價等大宗商品價格創本年以來新高，穀物價格則自高點下挫

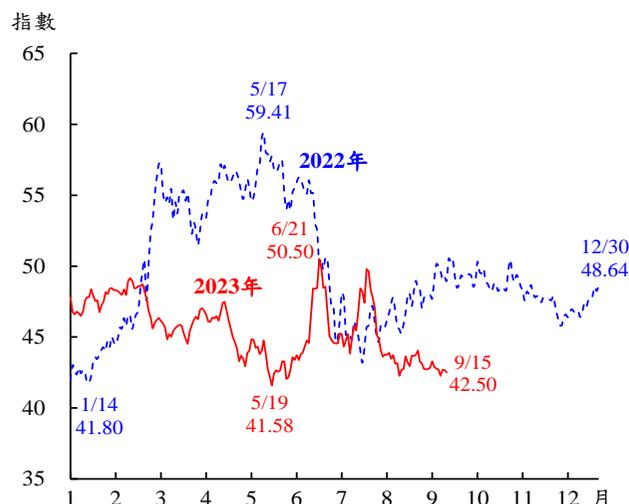
- 本年7月以來，美國夏季運輸用油需求高，且原油庫存下降，加以沙烏地阿拉伯再減產及俄羅斯減少原油出口之措施均一再延長至年底，OPEC 並指出第4季可能出現供給短缺，復以利比亞洪水嚴重影響其原油出口，油價因而大幅上漲至每桶 95.55 美元之本年新高(圖 9)。
- 俄羅斯拒絕延長黑海穀物出口協議，且摧毀烏克蘭港口穀倉，穀價指數急漲；嗣因美國產區天氣改善、歐盟及美國產量預估增加、俄羅斯傾銷小麥，穀價指數下跌至 42.50，接近 41.58 之本年低點(圖 10)。
- 代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數則隨原油等價格走高，9月14日升至 290.29 之本年新高(圖 11)。

圖 9 布蘭特原油現貨價格



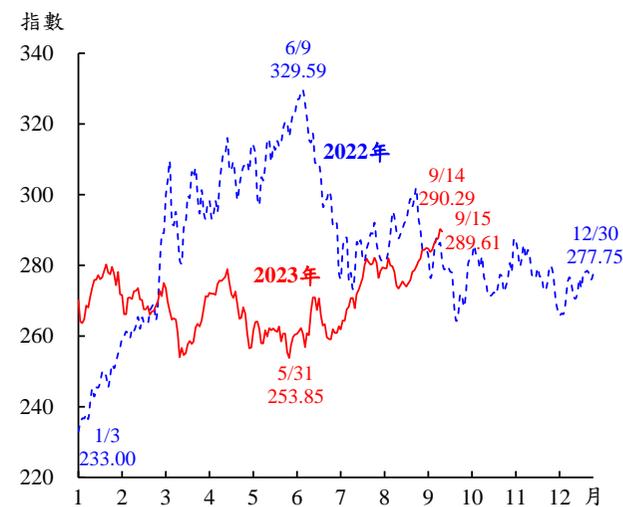
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 10 穀物 3 個月期貨價格指數



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 11 R/J CRB 期貨價格指數



註：R/J CRB 指數包含能源、軟性商品、穀物、工業用金屬、貴金屬及牲畜等 6 大類商品價格。
資料來源：Refinitiv Datastream

2. 全球通膨壓力來源由商品類移轉至服務類，致通膨率回降緩慢

- 一 供應鏈瓶頸引發之全球商品**供需失衡消退**，復以**主要央行大幅緊縮貨幣**抑制消費需求的**累積效應影響**，**主要經濟體消費者物價指數(CPI)隨商品類價格年增率自高點回落而下滑**(圖 12)。
 - 美國 CPI 商品類價格年增率自上年之 11.0% 降至本年 1~8 月 1.5%，帶動整體 CPI 年增率自上年之 8.0% 降至本年 1~8 月的 4.5%。
 - 台灣 CPI 商品類價格年增率自上年 3.57% 降至本年 1~8 月的 1.66%，帶動整體 CPI 年增率自上年 2.95% 降至本年 1~8 月的 2.29%。
- 一 **疫後生活正常化，外食、旅宿與娛樂服務等供不應求**，缺工嚴峻，致薪資成長，加以**相關產業勞動市場持續緊俏**，且服務類使用之勞動成本份額較高，價格具僵固性，主要國家**服務類通膨率多仍居高，惟呈緩降趨勢**。
 - 美國與台灣之 CPI 服務類價格年增率分別自上年之 6.2% 與 2.40% 升至本年 1~8 月之 6.6% 與 2.91%。

圖 12 主要經濟體 CPI 商品類與服務類之年增率

	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣	中國大陸
CPI年增率(%)							
2022平均值	8.0	8.4	9.1	2.5	5.1	2.95	2.0
2023/1~8平均值	4.5↓	6.6↓	8.7↓	3.5↑	3.7↓	2.29↓	0.5↓
年增率趨勢							
商品類價格年增率(%)							
2022平均值	11.0	11.9	12.0	5.5	6.7	3.56	2.7
2023/1~8平均值	1.5↓	7.6↓	10.0↓	5.2↓	3.9↓	1.66↓	0.2↓
年增率趨勢							
服務類價格年增率(%)							
2022平均值	6.2	3.5	5.2	-0.5	3.67	2.40	0.8
2023/1~8平均值	6.6↑	5.1↑	6.9↑	1.5↑	3.55↓	2.91↑	0.9↑
年增率趨勢							

註：1. 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；↑、↓分別表示本年以來年增率較上年上升、下降。

2. 日本為本年 1~7 月平均值，其餘經濟體為 1~8 月平均值。

資料來源：各國官網、Refinitiv Datastream

3. 本年全球通膨率預測值為 5.7%，低於上年之 7.6%，明年續降至 4.2%；惟核心通膨率跌幅有限，通膨壓力猶存

全球消費需求下降，商品價格回降，帶動**全球通膨率**走跌；惟**疫後主要經濟體勞動市場趨緊**，失業率下滑，**薪資具上漲壓力**，且不含能源及食物類之**核心通膨率**下跌緩慢，致主要經濟體之核心通膨率高於整體通膨率，通膨壓力仍存(圖 13)。S&P Global 預測本年全球通膨率由上年 7.6%降至 5.7%，明年續降至 4.2%(圖 14)。

美國：勞動市場緊俏仍有推升物價壓力，預測本年通膨率由上年之 8.0%降至 4.1%，明年緩降至 2.7%，仍高於 Fed 之 2%目標。

歐元區與英國：食品價格持續攀升，且薪資上漲壓力高，預測歐元區本年通膨率由上年之 8.4%降至 5.6%，明年降至 2.7%，仍高於 ECB 之 2%目標；英國另受脫歐後進口商品價格上漲影響，通膨壓力較高。

日本：服務業勞動力短缺，本年企業積極調薪，復以進口物價居高帶動整體物價上漲，預測本年通膨率由上年之 2.5%升至 3.0%，明年回降至 1.7%，已有擺脫長年通縮困境跡象。

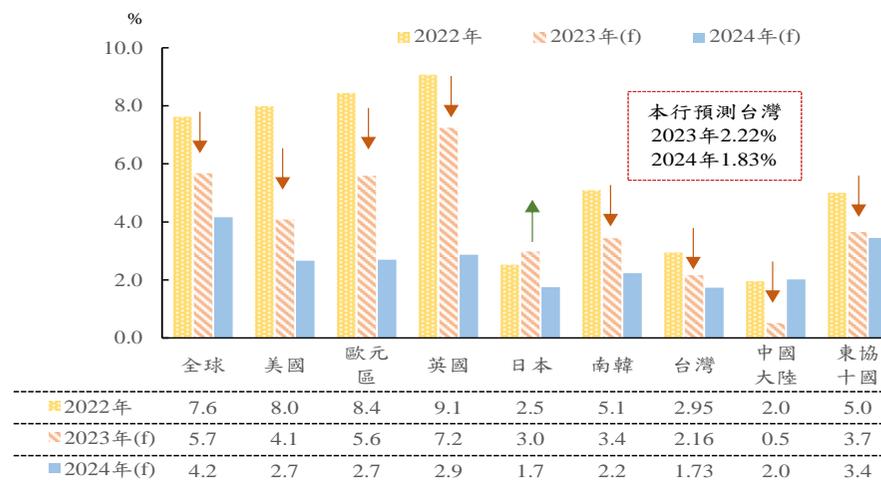
中國大陸：消費需求下降，青年失業率居高，經濟信心不振，且薪資成長轉弱，恐致價格螺旋式下降，預測本年通膨率由上年之 2.0%降至 0.5%，明年回升至 2.0%。

圖 13 OECD 國家整體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。
資料來源：OECD

圖 14 主要經濟體通膨率預測



註：↓及↑分別表示 2023 年較 2022 年下降及上升。
資料來源：S&P Global (2023/9/15)

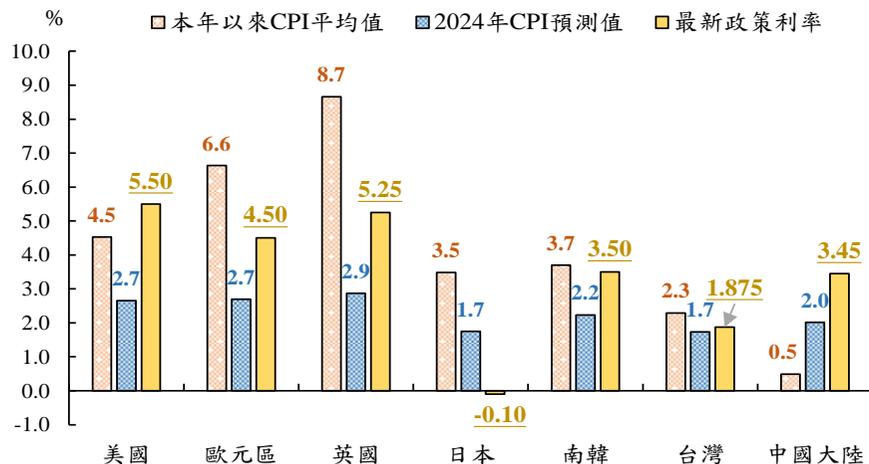
(三)主要央行貨幣政策：美、歐升息週期已近尾聲，惟預期將維持高利率一段時間

1. 主要央行依其通膨及經濟情勢調整貨幣政策(表 2)。

- 在美、歐、英央行因**通膨壓力高**而大幅升息後，**通膨率已開始回降**，**政策利率將逐漸高於通膨率**，**實質政策利率轉為正值**，政策利率已具**限制性(restrictive)**³，對**經濟活動、勞動市場及通膨**均將產生**抑制效果**⁴(圖 15)。
- **日本持續寬鬆貨幣政策**，政策利率遠低於通膨率，**實質政策利率維持負值**，以期擺脫長年通縮困境。
- **中國大陸經濟成長趨緩**，通膨疲弱，近期**降息降準以激勵經濟**。

2. 美、歐**緊縮貨幣之累積效應持續發酵**，使經濟成長承壓，**惟勞動市場仍緊俏致核心通膨率緩降**，**通膨率仍高於央行目標**，主要央行未來將持續依據經濟數據(data-dependent)決定合適的政策利率路徑，為避免通膨預期再度升溫，預期**高利率仍將維持一段時間**。主要機構**預測明年在供需趨向平衡後，Fed 及 ECB 可能開始陸續降息**，若日本薪資與物價穩定上漲，**BoJ 或將結束負利率政策**(圖 16)。

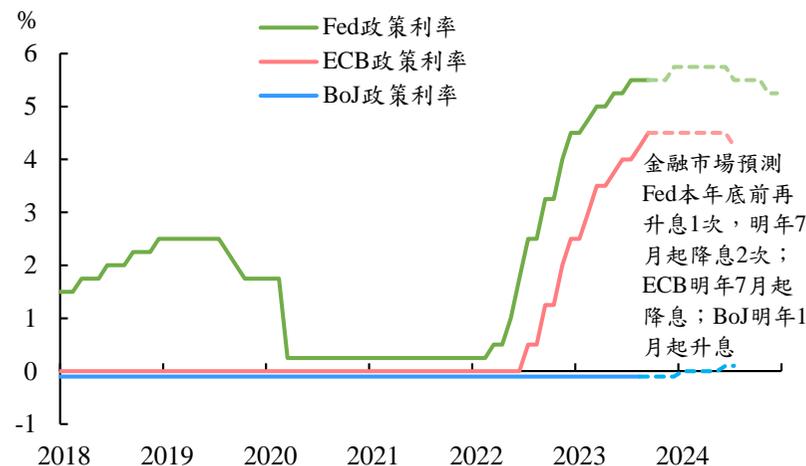
圖 15 主要經濟體通膨率與央行政策利率比較



註：美國政策利率以聯邦資金利率目標區間上限表示；歐元區政策利率為主要再融通操作利率；中國大陸政策利率以 1 年期貸款市場報價利率(LPR)代表。

資料來源：Refinitiv Datastream、S&P Global (2023/9/15)

圖 16 主要央行政策利率路徑



資料來源：Refinitiv Datastream、Bloomberg (截至本年 9 月 21 日中午 12 點資料)

³ 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。

⁴ 請參見 Powell, Jerome (2023), "Inflation: Progress and the Path Ahead," Speech at Jackson Hole Symposium, Aug. 25。

表 2 本年 6 月以來四大央行貨幣政策動向

央行	內容
Fed	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月 14 日決議維持聯邦資金利率目標區間不變，7 月 26 日則決議調升 0.25 個百分點至 5.25%~5.50%，9 月 20 日決議維持利率不變；9 月會議點陣圖顯示本年底前可能再升息 0.25 個百分點。
	<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)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 9 月政策會議表示，維持利率不變並非代表已達 Fed 目標，未來將持續評估新進數據、經濟展望及風險，謹慎決定(proceed carefully)進一步緊縮程度。目前政策利率已具限制性，惟緊縮效應尚未完全顯現，仍將保持限制性政策利率水準一段時間，若有必要，將進一步升息，直到有信心通膨降溫至 2% 目標。
ECB	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月 15 日、7 月 27 日及 9 月 14 日各決議調升政策利率 0.25 個百分點，調升後之主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別為 4.50%、4.75% 及 4.00%。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 資產購買計畫(APP)已於 7 月終止到期再投資，因應疫情緊急購買計畫(PEPP)之到期本金再投資至少持續至明年底。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 總裁 Christine Lagarde 於 9 月政策會議表示，目前政策利率已達限制性水準，將對通膨及時回降至 2% 目標具重大貢獻；未來利率決議評估重點可能轉向維持足夠限制性水準之持續時間。
BoJ	<ul style="list-style-type: none"> ● 7 月 28 日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% 左右不變。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 7 月會議亦決議調整殖利率曲線控制(YCC)政策：(1)維持 10 年期公債殖利率波動區間於 ±0.5%，惟僅作為參考目標，而非強硬限制；(2)實施指定利率無限量購債操作，壓制 10 年期公債殖利率不超過 1% 上限，惟於 0.5%~1% 區間波動時，若利率水準、變化速度出現異常，仍將適當調節之。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 總裁植田和男於 9 月 9 日接受媒體專訪時表示，目前尚未達成物價穩定目標，將繼續貨幣寬鬆政策，本年底前應能獲得足夠的資訊分析，一旦確信日本物價與薪資穩定上漲，屆時將有包含結束負利率政策的多種政策選項。
人行	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月 13 日及 8 月 15 日各宣布下調 7 天期逆回購利率及隔夜、7 天期、1 個月期常備借貸便利(SLF)利率 0.10 個百分點分別至 1.80%、2.65%、2.80%、3.15%。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月 15 日及 8 月 15 日各宣布下調 1 年期中期借貸便利(MLF)利率 0.10 及 0.15 個百分點至 2.50%。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月 20 日授權全國銀行間同業拆款中心公布，下調 1 年期及 5 年期貸款市場報價利率(LPR) 0.10 個百分點分別至 3.55% 及 4.20%，8 月 21 日再公布下調 1 年期 LPR 0.10 個百分點至 3.45%。
	<ul style="list-style-type: none"> ● 9 月 15 日起全面下調金融機構存款準備率 0.25 個百分點，金融機構加權平均存款準備率降至約 7.40%。

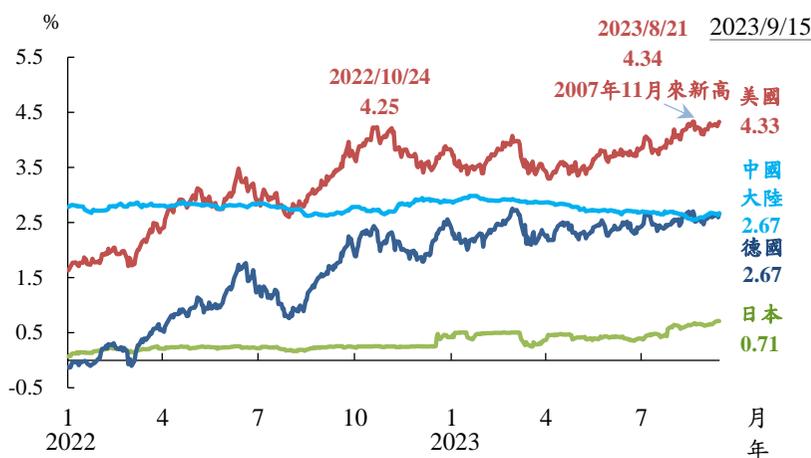
資料來源：各央行網站(截至本年 9 月 21 日中午 12 點資料)

(四) 金融市場：美、德公債殖利率走揚，全球股市回跌，美元指數走升

1. 美、德 10 年期公債殖利率走揚，殖利率曲線持續倒掛

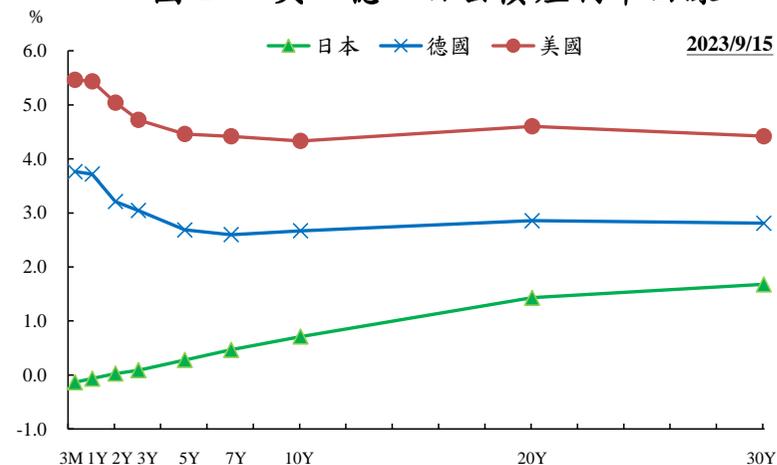
- 本年 7 月以來，美國因經濟穩健成長，市場預期 Fed 將維持高利率，加以其公債遭降評及發行量增加，推升其 10 年期公債殖利率至近 16 年來高點，近期則因勞動市場仍具韌性而續於高點徘徊；德國 10 年期公債殖利率因歐元區通膨壓力仍高而震盪走揚；日本 10 年期公債殖利率受 BoJ 放寬殖利率曲線控制(YCC)政策影響而上升；中國大陸 10 年期公債殖利率則因經濟表現不佳而呈下滑走勢(圖 17)。
- Fed 及 ECB 貨幣持續緊縮，投資人預期高利率環境將維持一段時間，短天期公債殖利率居高，同時緊縮政策效果有助通膨逐漸降溫，累積效應壓抑未來經濟成長，致長天期公債殖利率仍低於短天期，殖利率曲線仍續呈現倒掛。若殖利率曲線倒掛時間持續過久，將減損銀行穩定經營能力，阻礙信貸成長，並增添金融穩定風險，對經濟造成不利影響。日本則因市場預期 BoJ 將逐步調整寬鬆貨幣政策，其長天期殖利率升幅較大，殖利率曲線呈現正斜率(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、德、日公債殖利率曲線

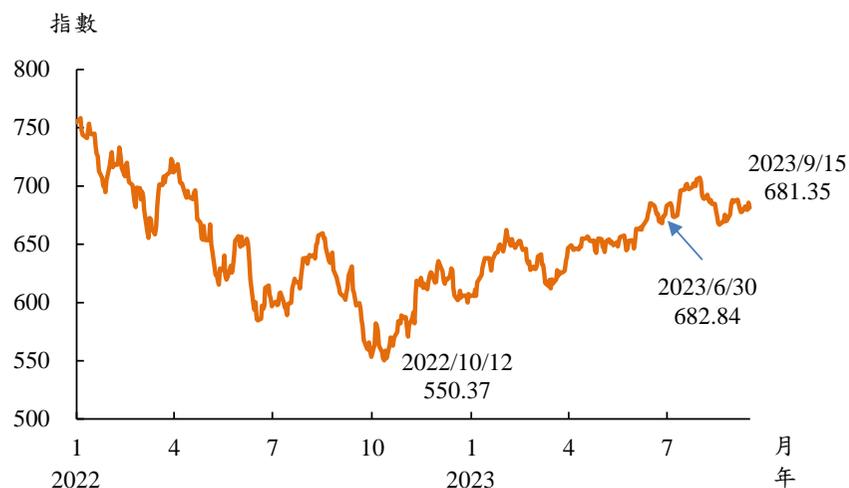


資料來源：Refinitiv Datastream

2. 全球股市漲後回跌

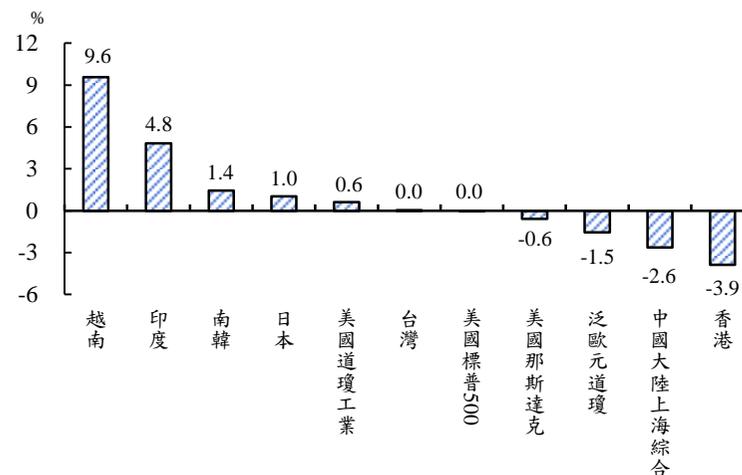
- 本年7月以來，美國通膨趨緩，加以大型企業財報表現多優於預期，激勵全球股市續漲；7月下旬後則因市場對**Fed**或將**維持高利率之預期升高**，加以本年推升股市上漲之**AI熱潮暫歇**，復因**中國大陸經濟疲軟**而漲幅收斂(圖 19)。
- 本年9月15日與6月底相較，越南因降息加速房地產及銀行業復甦，復以企業獲利回升，股市上漲9.6%，漲幅較大；**香港**股市則受中國大陸房地產爆發財務危機及美中角力加劇拖累，下跌3.9%，**跌幅較大**(圖 20)。

圖 19 MSCI 全球股價指數



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 20 主要經濟體股價指數漲跌幅
(本年9月15日與6月底比較)



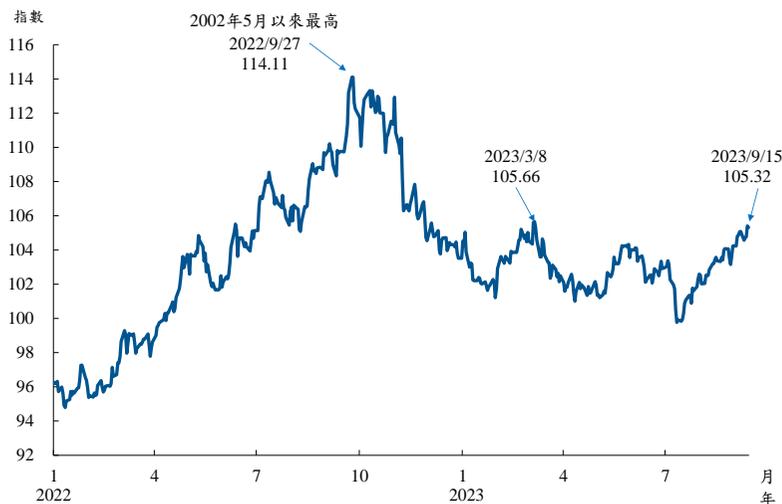
資料來源：Refinitiv Datastream

3. 美元指數止跌走升，主要國家貨幣對美元走貶

本年7月中旬，美國通膨率下滑，市場預期 Fed 將結束升息，**美元指數**一度跌破 100；嗣因**美國經濟仍具韌性**，**市場預期高利率將持續更長時間**，**美元指數止跌回升**(圖 21)，9 月 15 日與 6 月底比較，**主要經濟體貨幣對美元走貶**(圖 22)：

- **歐元**：歐元區景氣低迷，市場預期 ECB 政策利率已達終端水準，本次升息週期已近尾聲，**歐元對美元貶值 2.3%**。
- **英鎊**：英國通膨放緩，加以經濟衰退之隱憂猶存，**英鎊對美元貶值 2.5%**。
- **日圓**：因 BoJ 放寬 YCC 政策後寬鬆貨幣政策仍未轉向，**日圓對美元貶值 2.4%**。
- **人民幣**：中國大陸經濟展望不佳，資金外流，**人民幣對美元走貶**，嗣因人行下調外匯存款準備率，並釋出穩匯訊號等措施而跌幅縮減，**對美元小貶 0.1%**。

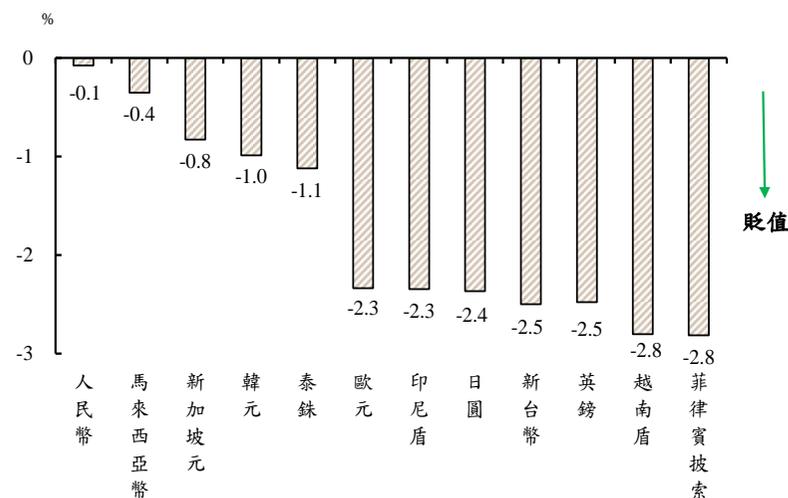
圖 21 美元指數



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 9 月 15 日與 6 月底比較)



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

(五)全球經濟前景面臨諸多下行風險

全球經濟成長力道平緩，通膨雖降惟仍居高，且面臨諸多下行風險(圖 23)，宜密切關注相關情勢後續發展。

圖 23 全球經濟前景面臨之下行風險

主要央行緊縮貨幣政策之累積效應影響全球經濟及金融穩定

- 美、歐央行先前大幅升息之累積效應持續發酵，信用條件趨緊；加以美、歐勞動市場具韌性，核心物價下跌緩慢，高利率恐將維持更長時間，不利消費及投資成長。
- 美、歐貨幣緊縮之外溢效應將加劇金融市場動盪，影響全球經濟及金融穩定。

中國大陸經濟成長放緩，拖累全球經濟成長

- 中國大陸經濟復甦未如預期，且有通縮疑慮；另若干地產開發商與資產管理公司爆發流動性危機致其金融體系風險升高。
- 中國大陸若房地產景氣持續低迷、民間投資與消費力道疲弱，加以實施大規模財政政策可能性降低，經濟成長缺乏動能，將對全球經濟帶來負面影響。

全球經濟零碎化及供應鏈重組影響全球經貿發展

- 美中角力持續，加以各國國安意識抬頭均影響全球化內涵，進一步推動全球經濟零碎化發展。
- 在全球供應鏈重組下，企業將面臨投入成本上升、法規遵循挑戰及經營環境不確定性，均將影響全球經貿發展。

氣候變遷加劇大宗商品供應風險，地緣政治風險升高恐再推升大宗商品價格

- 全球聖嬰(El Niño)現象恐使氣溫持續創高，除影響糧食生產外，亦使能源、礦物等大宗商品供應之不確定性升高。
- 俄羅斯拒絕延長黑海穀物協議，並一再空襲烏克蘭，若地緣政治風險升高，恐將危及全球糧食供應，再次推升大宗商品價格。

二、國內經濟及通膨展望

本(2023)年上半年受民間投資與輸出動能低迷拖累，台灣經濟表現不如預期，成長率為-0.98%。展望下半年，商品出口動能平疲，惟來台旅客續增，旅行收入持續增加，加以上(2022)年下半年比較基期較低，預期輸出成長回溫。然而，輸出擴張力道將低於原先預測，主因受制於上年以來主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應持續發酵，加以中國大陸經濟下行風險升高，終端需求復甦動能不如預期；隨商品出口展望平疲，且部分製造業庫存調整時間拉長，廠商投資意願保守，民間投資成長動能續疲。惟疫後國人消費動能穩健，可望續支撐民間消費成長，本行預測下半年經濟成長率為 3.81%，全年則為 1.46%。物價方面，隨國內進口物價及生產者物價趨跌，商品類價格漸趨平穩，且服務類價格因上年第 4 季比較基期較高而漲幅趨緩，預測下半年 CPI 年增率為 2.12%，可望低於上半年，全年則為 2.22%。

展望明(2024)年，預期全球商品貿易復甦，產業庫存去化結束，加以受惠於 AI、高速運算等新興科技應用持續擴展，將推升台灣輸出成長；至於內需，半導體先進製程投資趨勢未變，且廠商配合綠色轉型趨勢，可望加速進行綠能與節能減碳設備等投資，加上民間投資與出口連動性高，明年出口回溫，有利帶動民間投資增長；而基本工資調升、軍公教員工調薪與綜所稅之每人基本生活費調高，挹注民眾可支配所得增加，有助增添民間消費成長動能；本行預測明年經濟成長 3.08%。通膨方面，預期國際油價較本年小幅回升，商品類價格溫和上漲，惟服務類價格漲幅持續緩降，CPI 年增率可望回落至 1.83%。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明：

(一)多數央行同步緊縮貨幣的外溢效應持續，本年上半年經濟表現不如預期，本行下調本年經濟成長率預測值至 1.46%，內需續為驅動經濟成長之主力

1. 全球貿易成長動能走弱，制約台灣出口與投資等表現，上半年經濟負成長 0.98%

(1)出口成長動能疲軟：上年以來主要央行緊縮貨幣政策之累積效應持續，且消費重心轉向服務類，全球終端需求及半導體業復甦情況低於預期，限縮出口成長動能。

(2)民間投資步調放緩：部分製造業庫存去化較預期緩慢，投資時程遞延，加以民間投資與出口長期連動性高，出口成長前景平疲，民間投資成長亦受限。

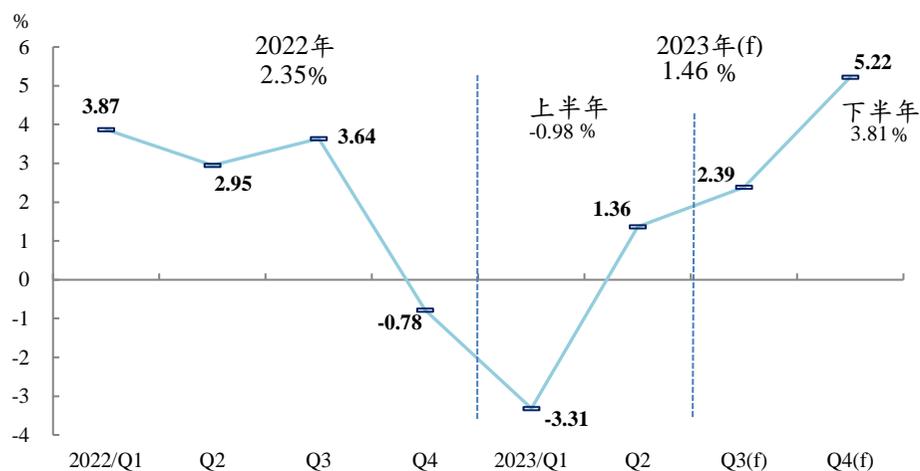
(3)民間消費大幅成長：疫後民眾消費回歸常態且全民普發現金，帶動民間消費成長。

2. 受上年同期比較基期較低影響，本年經濟成長率呈逐季回升，下半年為 3.81%

(1)預測本年下半年經濟成長率(yoy)逐季回升，第 4 季達全年最高，為 5.22% (圖 1)。

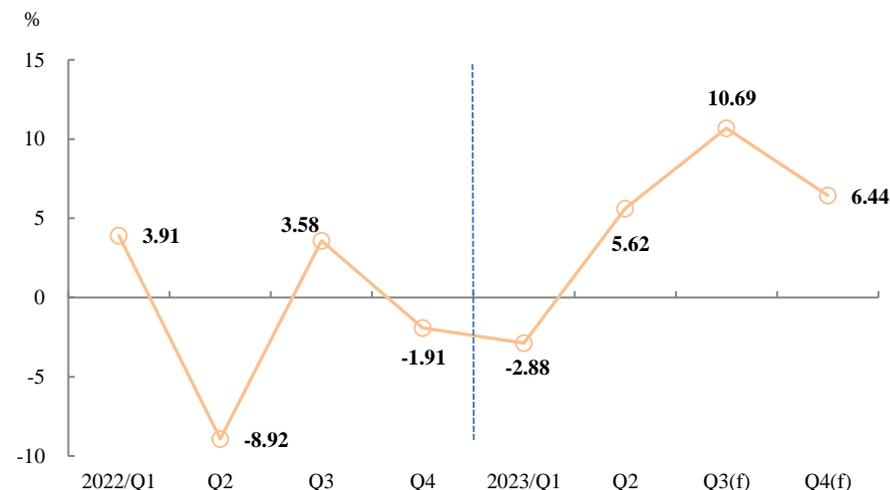
(2)經季調後之實質 GDP，與上季比較，並年率化後(saar)之經濟成長率而言，除第 4 季向下外，大抵呈現上升態勢，顯示經濟成長動能穩定回溫(圖 2)。

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。

3. 疫後民間消費動能穩健，內需為驅動本年經濟成長之主力

(1)下半年內需對經濟成長貢獻續高於淨外需。

□ 民間投資成長動能續疲，惟民間消費續支撐經濟成長，下半年內需貢獻達 2.9 個百分點(表 1)；淨外需貢獻方面，受惠新興科技應用與來台旅客續擴增，加以上年同期比較基期較低，輸出成長動能回穩；輸入因國人出國旅遊續旺，加以輸出動能改善，帶動相關引申需求成長而動能回升(惟輸入為經濟成長減項)，輸出入相抵後之淨外需貢獻為 0.92 個百分點，高於上半年。

—內需加計淨外需貢獻後，本行預測下半年經濟成長率為 3.81%，高於上半年之-0.98%。

(2)全年經濟成長率為 1.46%，內需為驅動經濟成長的主要來源。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻度

	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 (c)		存貨變動 (d)	國外淨需求 (e)		輸出	(-) 輸入
					消費	投資*					
上半年	-0.98	1.97	4.26	-1.95	0.66	0.34	0.32	-1.01	-2.96	-6.51	-3.56
下半年(f)	3.81	2.90	2.93	-0.90	0.46	0.34	0.11	0.42	0.92	3.55	2.63
全年(f)	1.46	2.43	3.58	-1.41	0.55	0.34	0.21	-0.29	-0.97	-1.36	-0.39

*：包含公營事業與政府投資；f：代表中央銀行預測數。

資料來源：主計總處、中央銀行

(二)下半年輸出成長動能有望回溫，民間投資仍低迷，而民間消費擴張動能延續

1. 輸出成長動能回穩：全球貿易擴張力道減緩，惟輸出受惠於比較基期較低、來台旅客擴增等因素而回溫

(1)受上年以來主要央行緊縮貨幣政策之累積效應、中國大陸經濟表現不如預期等影響，以及隨著疫後服務類消費比重提高，全球終端產品需求復甦遲緩，國際機構下修本年全球貿易量成長率預測值。

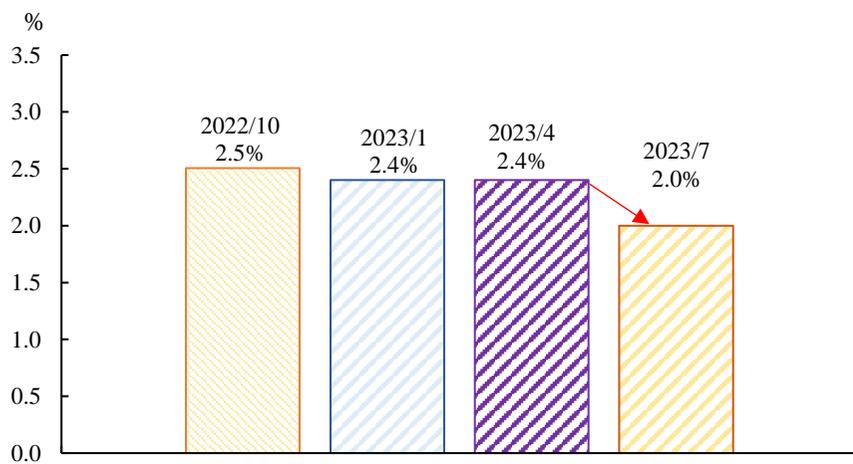
□ 7月IMF下修本年全球貿易量成長率預測值至2.0%(圖3)，較4月預測值低0.4個百分點，顯示全球貿易擴張動能趨疲。

(2)全球商品消費力道減弱，品牌及通路商去化庫存，亦連帶使國內商品出口、三角貿易成長同步放緩。

□ 主要貨品出口：7~8月商品出口成長率為-8.9%，其中積體電路因庫存調整壓力仍存，出口呈現衰退(圖4)；資通及視聽產品則受惠人工智慧商機，大幅推升伺服器等产品出貨動能；傳產貨品出口負成長，惟減幅明顯收斂。

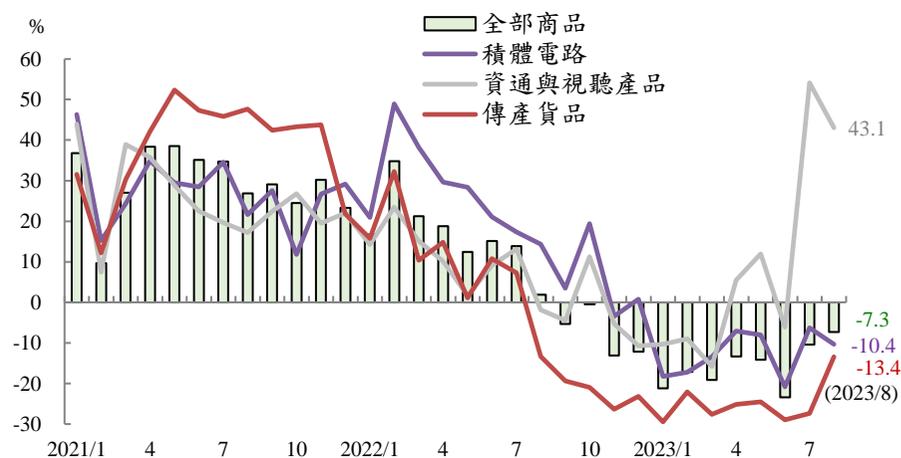
□ 出口國家別：中國大陸消費動能不足、青年失業率創高、房地產與地方政府債務壓力有增無減，且有通縮疑慮，7~8月台灣對中國大陸與香港商品出口金額(美元計價)年減約15.2%。

圖3 IMF對本年全球貿易量成長率之各次預測值



資料來源：IMF

圖4 商品、電子以及傳產貨品出口年增率



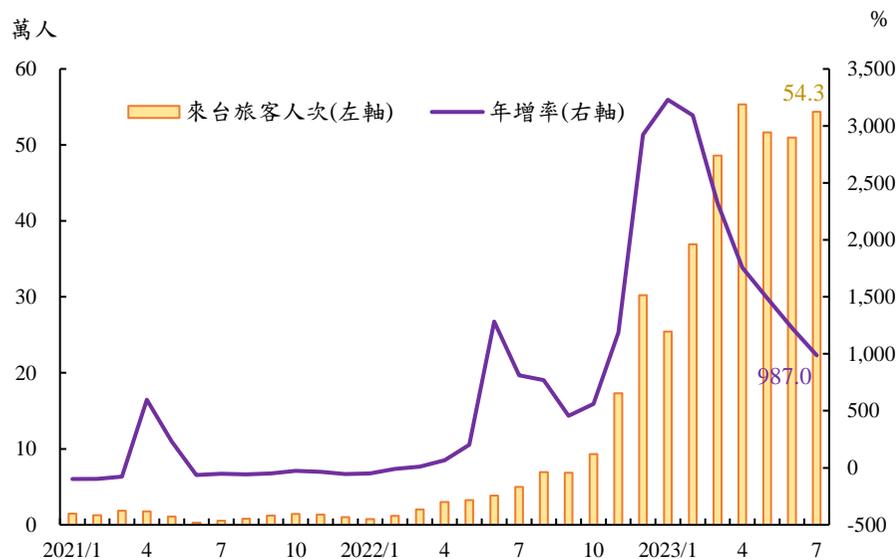
註：以美元計價；傳產貨品包括化學品、塑膠、橡膠及其製品、基本金屬及其製品以及機械。

資料來源：財政部

(3)預期人工智慧、高效能運算、資料中心等**新興科技應用持續擴展**，以及下半年**智慧型手機新品上市**，可望帶動資通及視聽產品等相關供應鏈出口成長，加以**跨境旅遊熱絡**，且政府積極**行銷台灣**¹，來台旅遊人數可望續增(圖 5)，挹注旅行收入，**增添下半年輸出成長動能**。

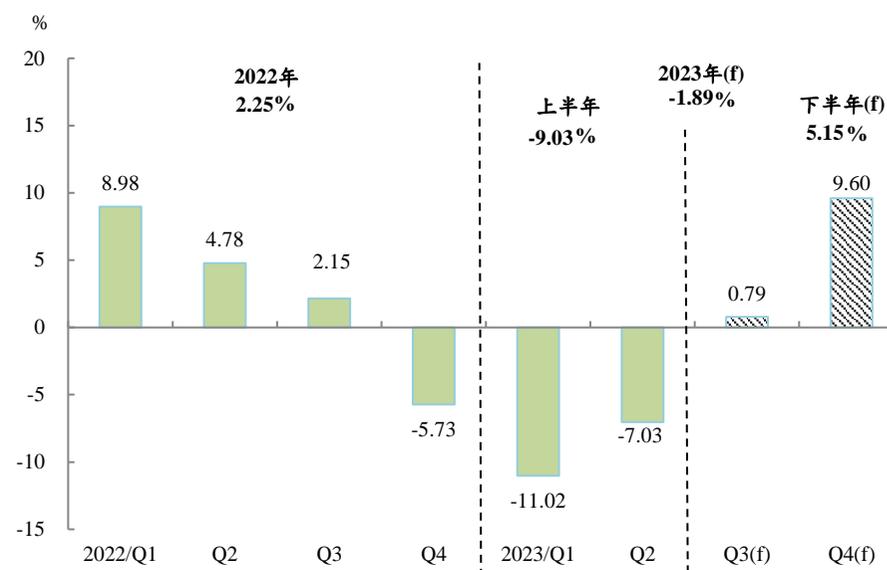
(4)考量上年下半年比較基期較低，預測**下半年實質輸出年增率**可望回升至**5.15%**，**全年為-1.89%**(圖 6)。

圖 5 來台旅客人次及年增率



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。

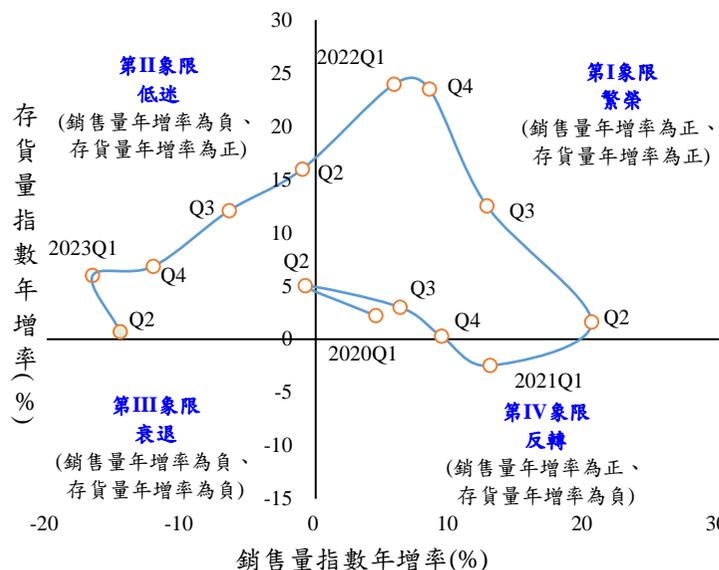
¹ 政府推出「加速擴大吸引國際觀光客方案」，自由行旅客來台，每人有機會獲得新台幣 5,000 元消費金；旅遊團體來台，依停留天數及團體人數，可獲得 5,000 元~5 萬元之獎助金，並針對會展、高爾夫及郵輪等特定市場進行推廣，吸引商務旅客來台順道觀光。近日交通部觀光局(2023/9/13)宣布累計至 9 月 13 日，來台旅客已達 400 萬人次，入境旅遊穩健復甦，年底 600 萬人次來台旅客目標可望達成。

2. 民間投資續低迷：出口前景平疲，廠商更趨保守而延緩投資

(1) 出口展望平疲，且台灣民間投資與出口長期連動性高，加以部分製造業庫存去化較原預期緩慢，對於未來景氣看法更為保守，下修資本支出目標，將制約民間投資成長。

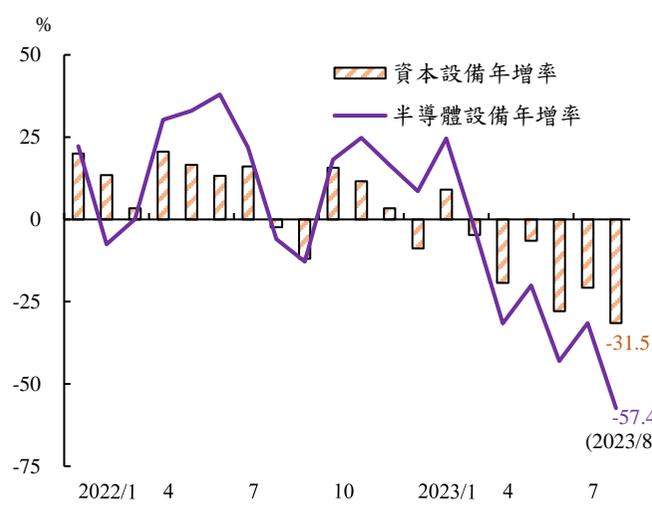
- 觀察本年第 2 季存貨循環圖(圖 7)，**製造業仍處低迷階段**。存貨量成長持續放緩，加以**全球終端市場尚未有明顯復甦**訊號，銷售量續呈大幅負成長。
- 廠商**投資步調放緩**，8 月資本及半導體設備進口減幅擴大，且連續 6 個月衰退，分別年減 31.5%與 57.4%(圖 8)；第 2 季民間營建工程投資呈現負成長，且疲弱態勢可能延續(圖 9)。

圖 7 製造業存貨循環圖



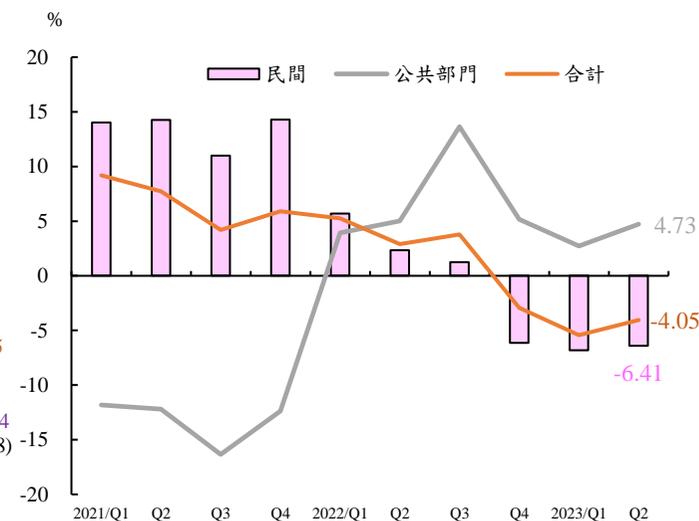
註：存貨循環圖係以製造業銷售量指數年增率(橫軸)及存貨量指數年增率(縱軸)之變化，觀察產業庫存調整與景氣循環之關係。
資料來源：經濟部

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 營建工程投資年增率

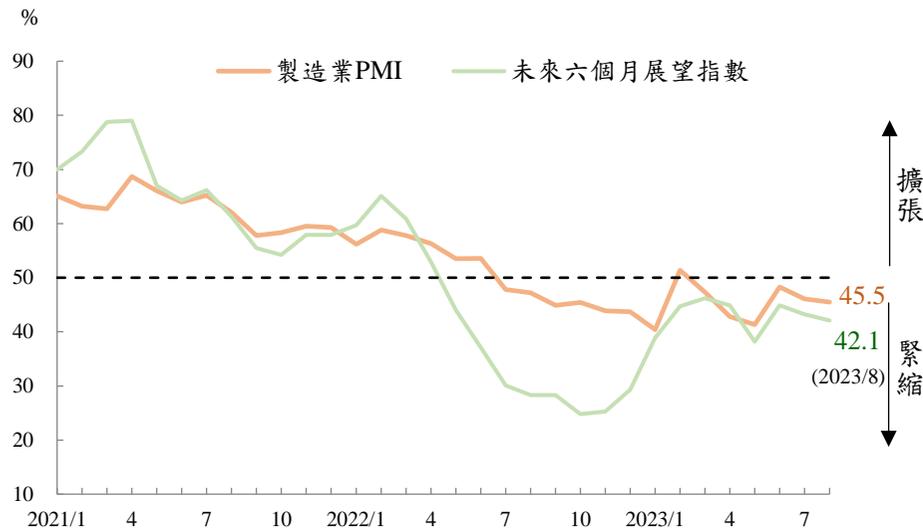


資料來源：主計總處

□ 出口表現不如預期，製造業展望平疲，8月製造業PMI與未來六個月展望指數均較7月下降，且續低於榮枯線(圖10)，分別連續6個月與16個月呈現緊縮。

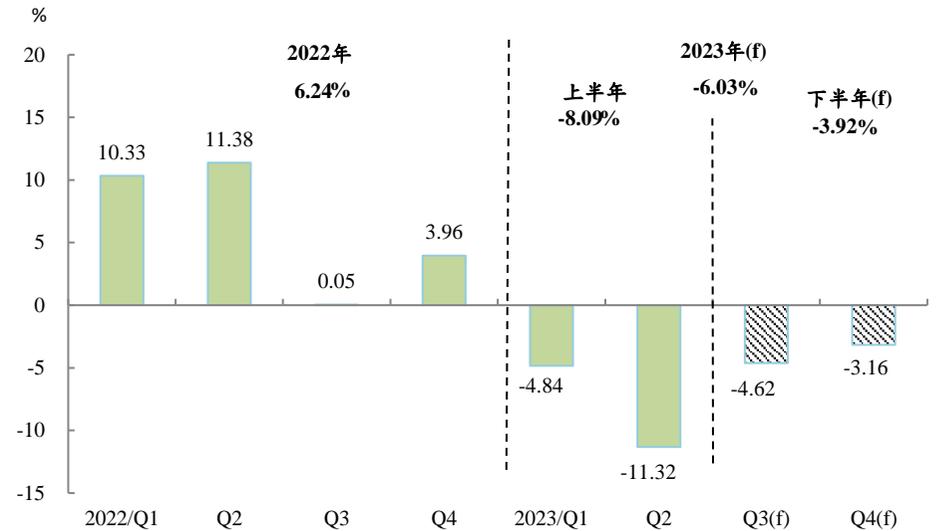
(2) 考量前述不利因素，加以近年民間投資金額成長幅度已高(如2019~2022年實質民間投資成長率平均約為10.5%)，預測下半年實質民間投資年增率為-3.92%，全年為-6.03%(圖11)。

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：政府持續執行軍品採購以及推動公共建設

(1) 預測下半年實質政府消費成長 2.31%，全年則為 2.48% (圖 12)。

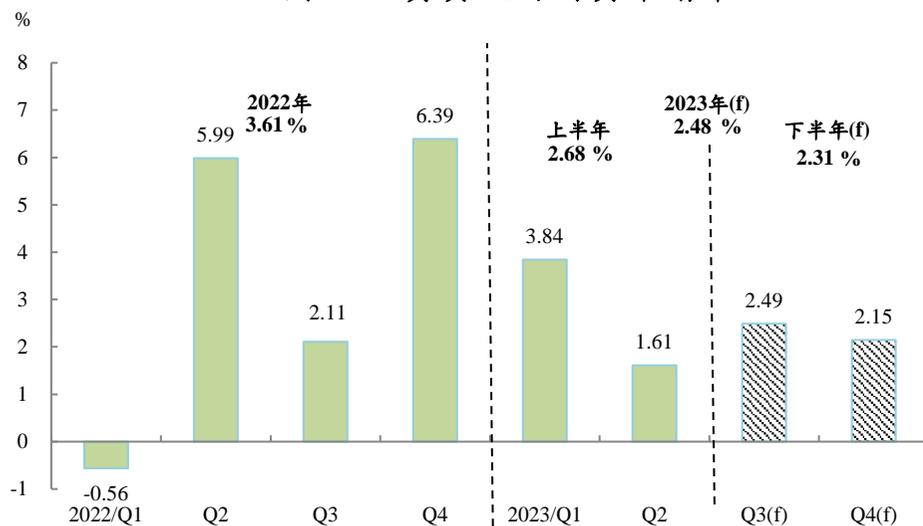
□ 政府執行新式戰機採購以及海空戰力提升計畫，均支撐政府消費成長動能。

(2) 預測下半年實質公共投資(含政府與公營事業投資)成長率為 1.74%，全年為 4.99% (圖 13)。

□ 本年公共建設規模近 6,000 億元，用於強化經濟建設(如電動機車能源設施等)以及交通建設(如公共運輸升級、台鐵購車等)，均挹注內需動能。

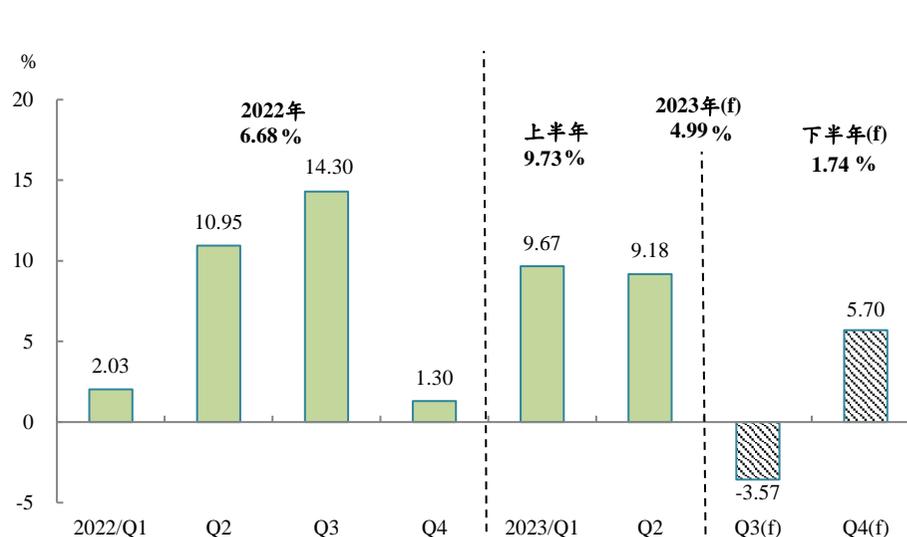
□ 疫後特別預算²涵蓋強化農業基礎環境建設、建置農業氣象站及網絡、漁港基本及公共設施之改善以及加強中小企業所需基礎設施等，均維繫公共投資動能。

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。

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 2,768 億元、明年約 640 億元、2025 年約 391 億元。

4. 民間消費擴張動能延續：疫後餐飲、娛樂與國內外旅遊等支出增加

(1)自疫情管制解除後，民眾**消費意願及外出旅遊活動大增**，相關指標續處於活絡階段。

- 本年8月民眾未來半年購買耐久性財貨時機指標高於100，續呈現樂觀(圖14)。
- 旅遊人潮回流，7月雙鐵搭乘人數明顯優於上年同期(圖15)。
- 國內旅遊活絡，帶動餐飲、交通、旅宿等消費支出增加，7月餐飲業營業額創歷年同期新高，年增17.6%且連續15個月正成長(圖16)；零售業營業額亦創同期新高，年增5.3%且連續23個月正成長。

圖 14 未來半年購買耐久性財貨時機指標



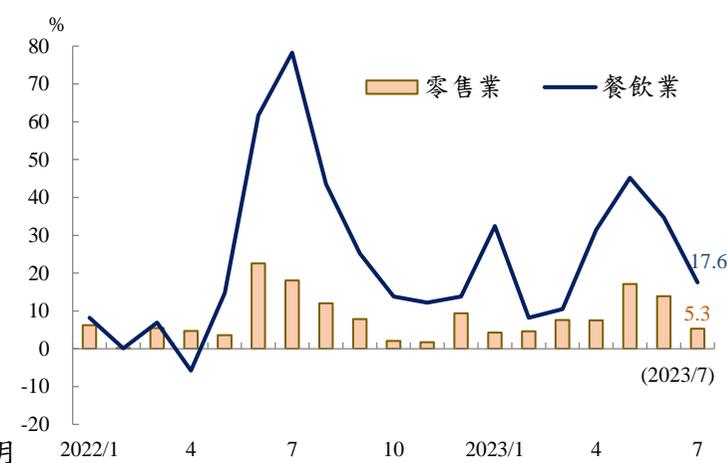
註:指標區間為 0 至 200，分數在 100 至 200 之間屬於「偏向樂觀」，在 0 至 100 之間則屬於「偏向悲觀」。
資料來源：中央大學

圖 15 高鐵與台鐵旅客人數(人次)



資料來源：交通部

圖 16 零售、餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部

□ 民眾出國旅遊熱度不減(圖 17)，加以年底**旅遊旺季將至**，**出國人次可望續增**，有利下半年民間消費持續擴增³。
 (2)考量前述有利因素，**下半年實質民間消費**年增率預測值為**6.40%**，**全年**則為**7.86%**(圖 18)。

圖 17 國人出國人次

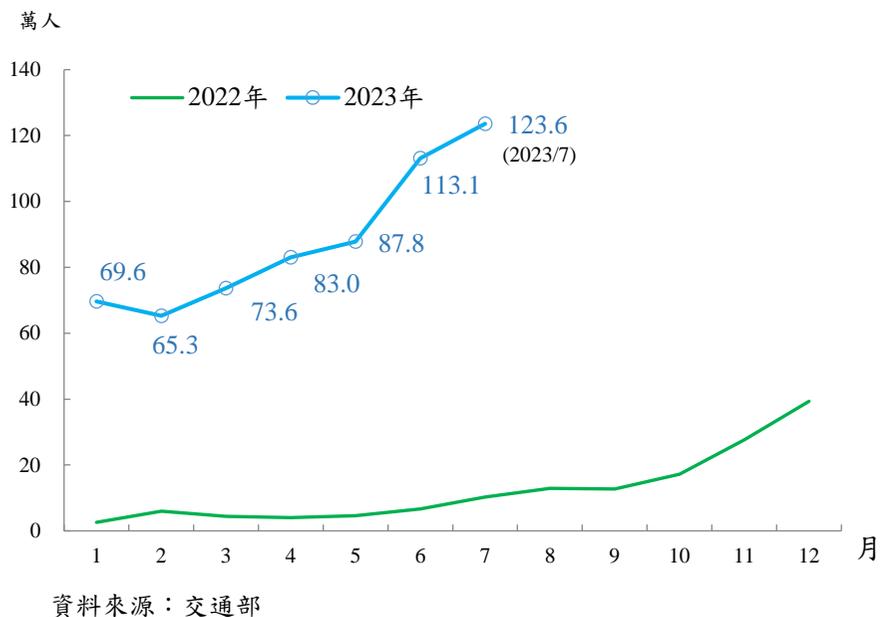
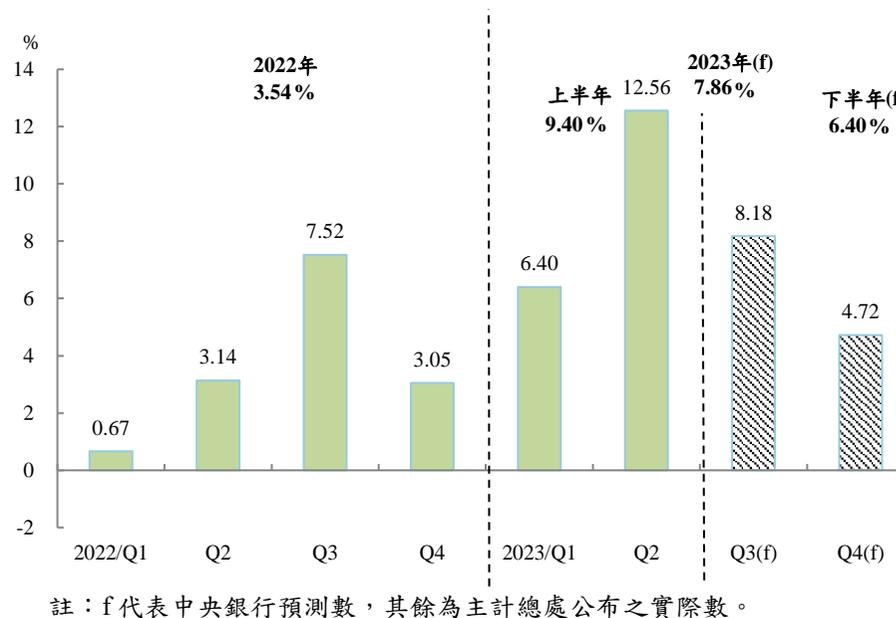


圖 18 實質民間消費年增率

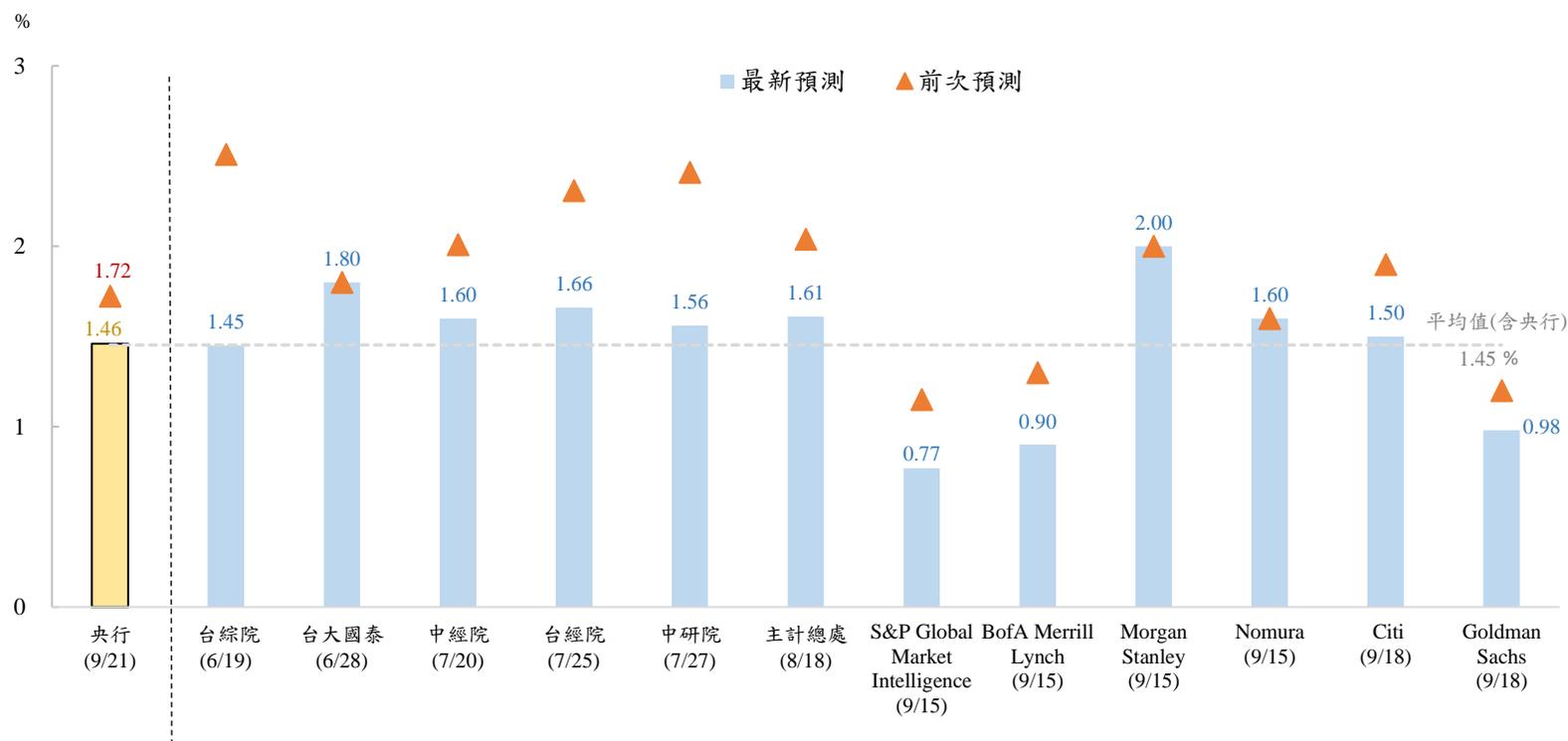


³ 國人出國旅行支出上升，民間消費增加，惟服務輸入同步提高，兩者相抵，對整體 GDP 並無影響。

5. 全球終端需求低迷與中國大陸經濟成長趨緩，國內外機構多下調本年台灣經濟成長率預測值

全球終端需求及中國大陸經濟復甦力道遜於預期，台灣出口與國內生產活動低迷，國內外主要機構多調降本年台灣經濟成長率預測值，介於 0.77% 至 2% 之間，平均為 1.45% (圖 19)。

圖 19 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測



註：央行以外機構「前次預測」係為各機構於接近本年 6 月 15 日(前次央行理事會)發布的預測值。

(三)預測明年民間消費續扮演推動經濟成長之主要角色，加以民間投資成長轉正，淨外需則可望擺脫連續 2 年的負貢獻，帶動經濟成長 3.08%

展望明年，可望受惠於全球終端需求回升，繼而帶動輸出與民間投資成長，加以民間消費成長穩定，預測明年經濟成長優於本年。

1. 本行預測明年內需續推動經濟成長，經濟成長率為 3.08%，高於本年之 1.46%

(1)預測內需貢獻 2.85 個百分點，為驅動經濟成長之主力(表 2)；淨外需貢獻 0.23 個百分點，擺脫連續 2 年的負貢獻(上年貢獻為-0.83 個百分點；本年貢獻為-0.97 個百分點)。

(2)受比較基期影響，本行預測明年各季經濟成長率呈現逐季走緩趨勢，依序分別為 5.32%、4.1%、2.3%及 0.9%。

表 2 明年台灣實質 GDP 及各組成項目成長率與貢獻度之預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需	民間消費	民間投資	公共支出		存貨變動	淨外需		
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入	
成長率	3.08	3.18	2.55	3.43	1.78	7.52	--	--	6.03	6.84
貢獻度	3.08	2.85	1.24	0.75	0.25	0.32	0.28	0.23	4.04	3.81

*：包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

2. 預期明年全球商品貿易量成長率優於本年，加以新興科技應用需求擴增，輸出成長可望轉正

(1)受惠於明年**全球商品需求復甦**，產業**庫存回歸正常水準**等因素，帶動全球貿易成長，7月IMF預測明年全球貿易量成長3.7%，優於本年之2.0%，有助增添台灣明年輸出成長動能。

(2)預期明年消費性電子產品需求漸復甦，AI、高速運算等新興應用持續擴展，全球半導體市場規模將轉為正成長，帶動台灣相關產品之需求，增添台灣出口成長動能，加以跨境旅遊持續暢旺，旅行收入可望增加，均有助台灣輸出成長。考量上述有利因素，預測**明年實質輸出**成長**6.03%**。

3. 受惠民間投資動能回升、民間消費動能延續，內需穩健成長

(1)**民間投資恢復正成長**：半導體相關供應鏈業者持續投資先進製程，且明年**出口展望回溫**，本年製造業**遞延投資**將於明年逐步**落實**；廠商為達成淨零排放目標與因應碳邊境調整機制(Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM)，可望**加快綠能與節能減碳設備等投資**步調；政府持續強化經濟成長韌性，**鞏固產業競爭優勢**，如透過「產業創新條例」誘發居國際供應鏈關鍵地位公司持續投資台灣，「晶創計畫」打造台灣成為IC設計重鎮，並**擴編科技預算**、積極**改善基礎建設與投資環境**⁴等有利因素，將挹注明年民間投資動能，本行預測**明年民間投資**成長**3.43%**。

(2)**民間消費溫和成長**：**基本工資調高**、**軍公教員工調薪**⁵與**綜所稅之每人基本生活費調升**⁶，可望挹注民眾可支配所得增加，且民眾**跨境旅遊需求不墜**，有助帶動民間消費成長。惟預期本年廠商獲利衰退⁷，恐降低明年獎金及股利發放意願，並考量本年比較基期墊高，本行預測**明年民間消費成長率**為**2.55%**。

⁴ 如明年中央政府總預算之整體科技發展預算編列1,952億元，年增約14.8%，整體公共建設預算5,886億元。

⁵ 明年基本工資月薪調升1,070元至27,470元，調幅約4.05%，時薪調升7元至183元，漲幅約4%；軍公教則調薪4%。

⁶ 本年度綜所稅之每人基本生活費將由19.6萬元調高至20.2萬元，明年5月申報綜所稅即可適用。

⁷ 根據金管會統計，本年上半年上市櫃公司累計稅前淨利年減37.32%，稅後淨利年減40.06%。

4. 國內外主要機構預測明年台灣經濟穩健成長，預測成長率平均為 2.98%(表 3)

表 3 國內外主要機構對明年台灣經濟成長率之預測值

單位:%

機構 (預測 日期)	央行 (9/21)	中經院 (7/20)	主計總處 (8/18)	S&P Global Market Intelligence (9/15)	BofA Merrill Lynch (9/15)	Morgan Stanley (9/15)	Nomura (9/15)	Citi (9/18)	Goldman Sachs (9/18)	平均值 (含央行)
預測值	3.08	2.88	3.32	3.04	3.20	2.30	2.90	3.40	2.71	2.98

5. 影響台灣經濟表現之不確定性因素仍多，恐進而影響下半年與明年經濟表現

(1) **美、歐央行緊縮貨幣政策之外溢效應**：美、歐央行大幅升息之累積效應持續發酵，恐使信用條件趨緊，並抑制終端需求，可能擴大全球經濟減緩幅度；美、歐貨幣緊縮之外溢效應亦將影響國際資金流向，加劇金融市場動盪，並影響全球經濟及金融穩定。

(2) **中國大陸經濟成長放緩之直接與間接影響，以及其對台進行貿易壁壘調查**：

□ 中國大陸經濟復甦未如預期，尚有通縮疑慮；若干地產開發商與資產管理公司爆發流動性危機使其金融體系風險升高。若房地產景氣持續低迷、民間投資與消費力道疲弱，加以實施大規模財政政策之可能性降低，其經濟成長缺乏動能，不僅將衝擊台灣出口，更可能透過供應鏈等間接管道對東協、日本、南韓等亞洲及其他經濟體產生負面影響，進而對台灣出口帶來間接衝擊。

□ 中國大陸自本年 4 月起對台進行貿易壁壘調查，其結果恐影響兩岸經濟合作架構協議(ECFA)能否持續。若協議終止將衝擊台灣石化、機械、汽車零組件等產業之出口競爭力，影響台灣未來經濟成長動能。

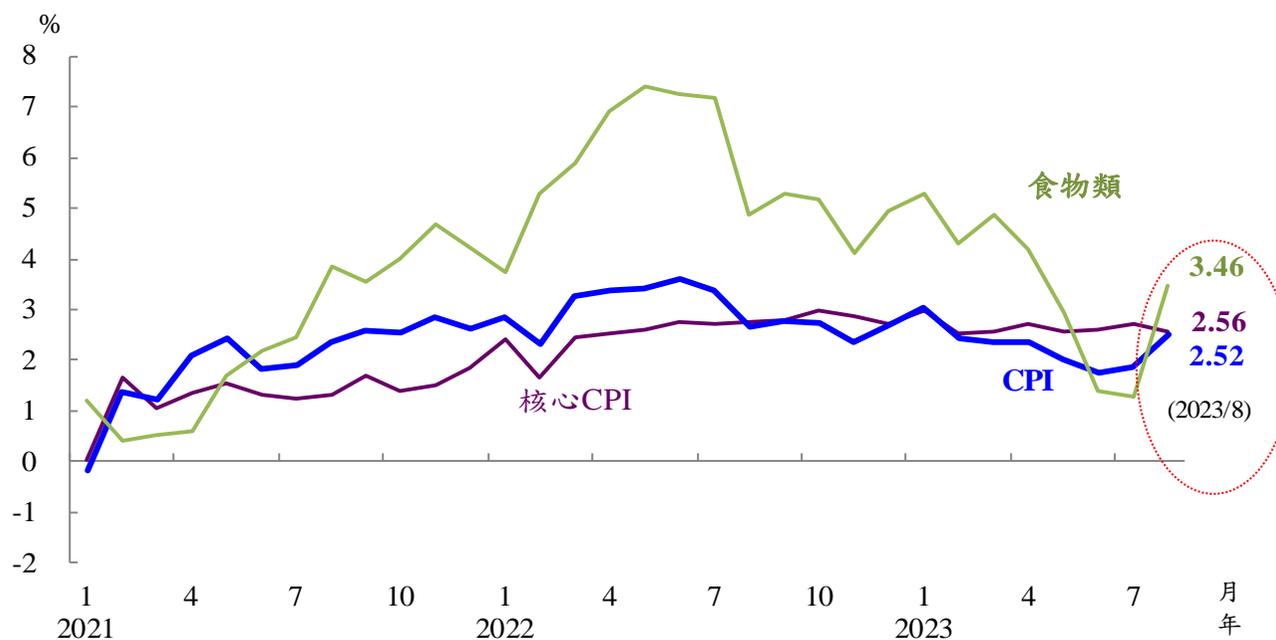
- (3)**全球供應鏈重組與全球經濟零碎化**：美中科技對抗持續，除影響供應鏈生產效率，造成企業成本上升外，企業亦面臨各國愈來愈多管制措施的不確定性，與經營競爭環境改變。另一方面，為減緩地緣政治風險衝擊，我國企業可能透過分散投資與貿易地區等多元布局方式，減少在台投資與生產活動，恐影響未來台灣出口與民間投資動能。
- (4)**氣候變遷與地緣政治風險**：全球聖嬰(El Niño)現象恐使氣溫持續創高，加以俄烏戰爭持續，影響糧食、能源、礦物等大宗商品供應，進而增加通膨壓力。

(四)本年以來通膨率緩步回降，預測全年平均CPI年增率降至2.22%，明年可望再降至2%以下

1. 本年6月以來，CPI年增率隨蔬果及油價變動先降後升，核心CPI年增率則緩步回降

(1)隨蔬果等**食物類價格漲幅趨緩**，以及油料費價格走低，消費者物價指數(CPI)年增率持續呈緩降趨勢，至本年6月降至**1.75%**，7月略回升為**1.88%**，嗣因蔬菜等**食物類價格漲幅擴大**，加以**油料費轉呈上漲**，8月CPI年增率續升為2.52%之本年2月以來最高；不含蔬果及能源之**核心CPI**年增率則回降為**2.56%**，係本年4月以來最低(圖20)。

圖 20 CPI與核心CPI年增率



資料來源：主計總處

(2)本年1至8月平均CPI年增率為2.29%，主因：(1)外食、肉類、穀類及其製品等**食物類價格走升**；(2)疫後國人休閒娛樂服務消費供不應求，業者調漲住宿及旅遊團費，**娛樂服務價格上漲**；(3)**房租調高**。上述合計使CPI年增率上升**1.51**個百分點，貢獻約**66%**(表4)。

表4 本年1至8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	2.29	2.29
食物類	254	3.45	0.88
外食費	98	4.32	0.43
肉類	24	6.11	0.15
穀類及其製品	16	4.41	0.07
蛋類	3	13.57	0.05
水產品	12	4.00	0.05
調理食品	9	5.31	0.05
水果	21	-5.63	-0.12
房租	156	2.17	0.33
娛樂服務	43	7.93	0.30
個人隨身用品	23	3.88	0.09
個人照顧服務費	13	5.86	0.08
家庭用品	43	1.73	0.07
交通工具零件及維修費	18	3.71	0.07
美容及衛生用品	30	2.45	0.07
交通工具	41	1.24	0.05
藥品及保健食品	17	2.82	0.05
住宅維修費	12	3.39	0.04
合計			2.03
油料費	27	-1.81	-0.06
合計			-0.06
其他			0.32

合計使CPI年增率上升**1.51**個百分點，貢獻約**66%**。

資料來源：主計總處

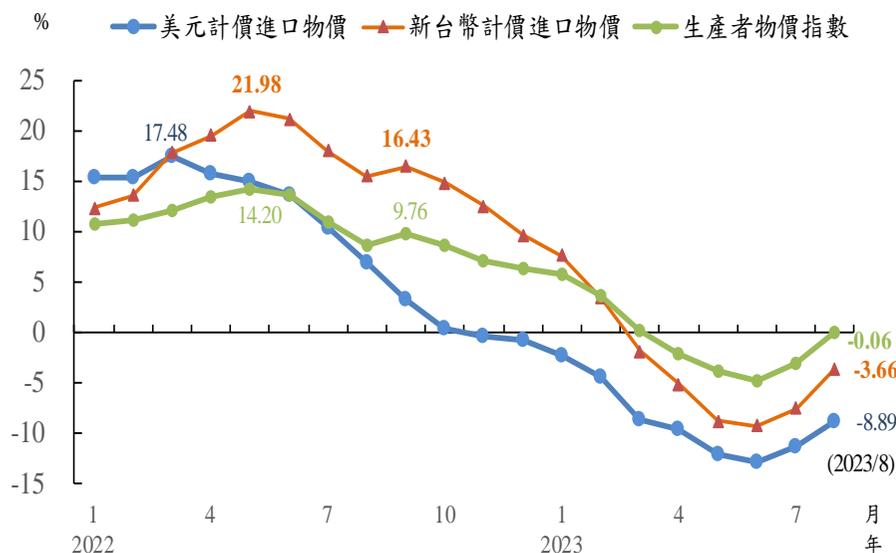
2. 本行預測本年第 4 季通膨率降至 2% 左右，全年平均 CPI 年增率將為 2.22%，明年則降至 1.83%

(1) 本年國際原物料價格較上年回降，國內進口物價及生產者物價趨跌

- 本年 8 月以美元計價進口物價續年減 8.89%，以新台幣計價之進口物價亦續年減 3.66%，致國內生產者物價指數(PPI)續年減 0.06%(圖 21(a))。
- 本年以來，全球景氣遲緩，國際原物料價格回跌，1 至 8 月，以美元、新台幣計價之進口物價分別年減 8.86%、3.42%，致國內 PPI 年減 0.68%(圖 21(b))。

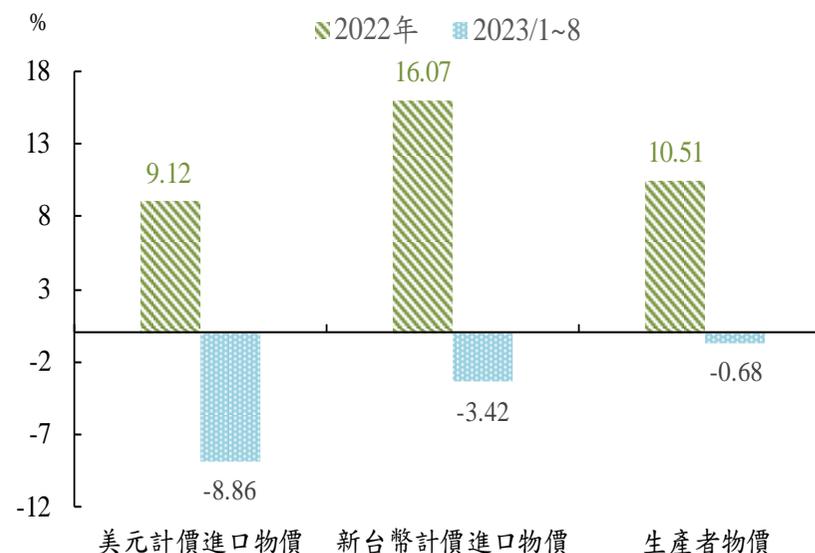
圖 21 進口物價及生產者物價指數年增率

(a) 2022 年以來各月年增率



資料來源：主計總處

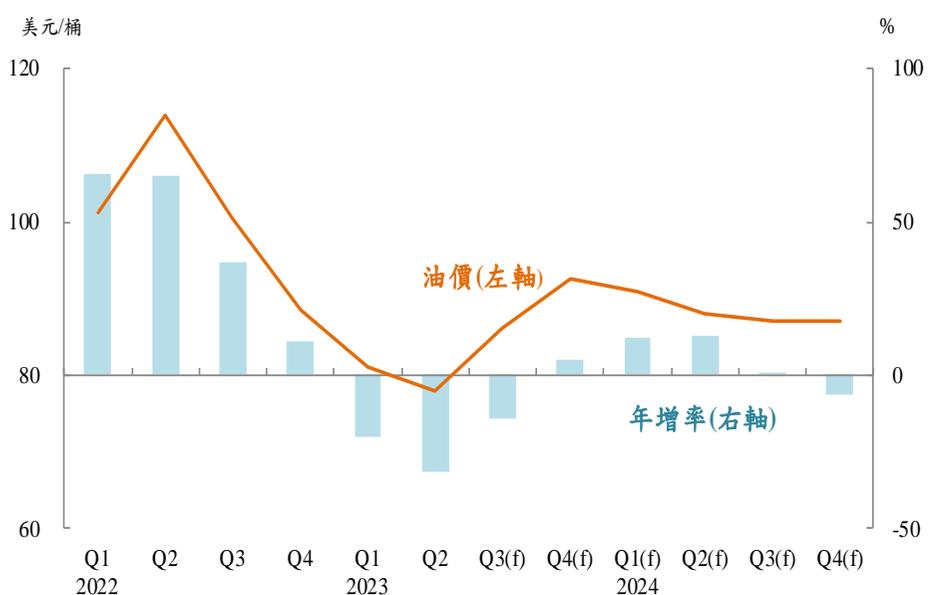
(b) 2022 年及 2023 年 1~8 月年增率



資料來源：主計總處

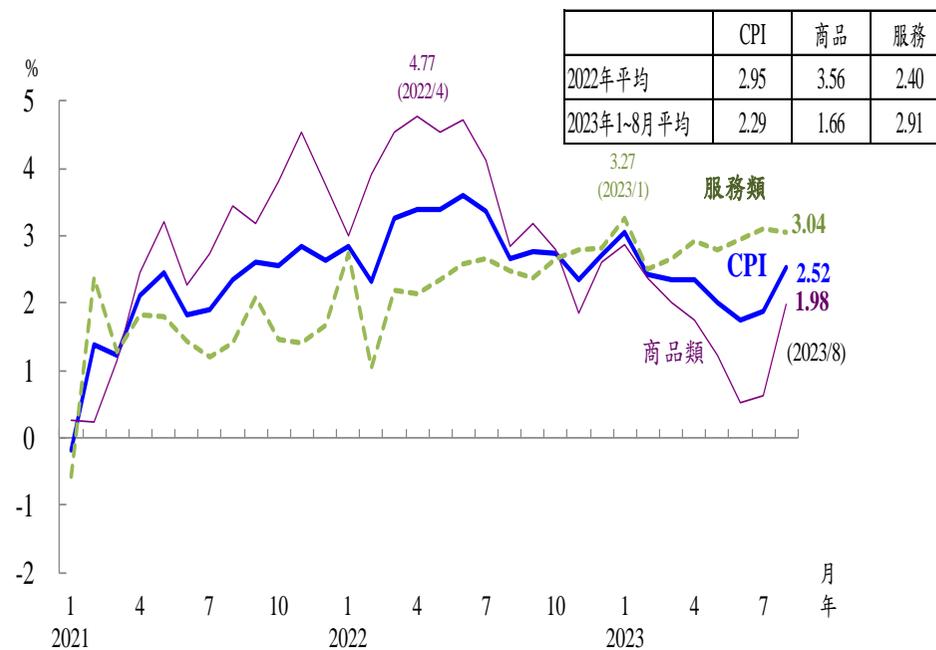
(2)本年隨國內進口物價及生產者物價趨跌，**原油等商品類價格漸趨平穩**(本年1~8月商品類價格漲幅1.66%遠低於上年之3.56%)(圖22、圖23)，惟餐飲、旅遊住宿等**娛樂服務需求仍高**，加以7月起醫療健保部分負擔調升，致**服務類價格漲幅居高**(本年1~8月服務類價格漲幅2.91%高於上年之2.40%)，**國內通膨率回降緩慢**(本年1~8月CPI年增率2.29%低於上年之2.95%)。

圖 22 布蘭特原油價格與年增率



資料來源：U.S. Energy Information Administration (EIA) (2023/9)

圖 23 CPI 及商品類、服務類價格年增率

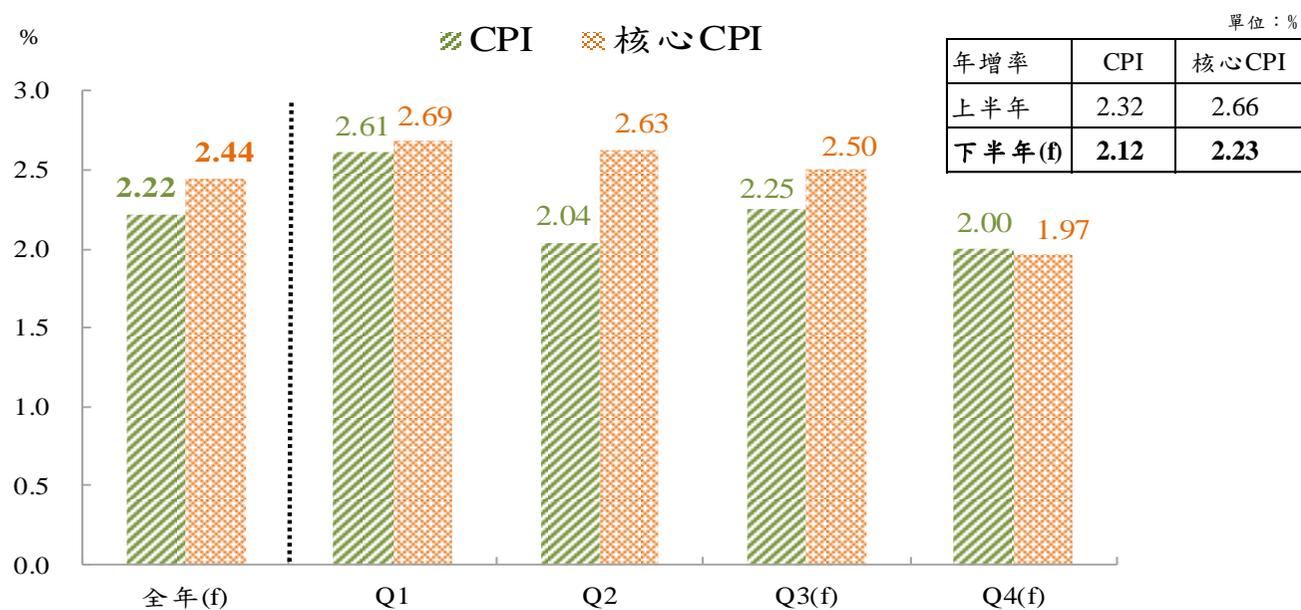


資料來源：主計總處

(3)本行預測本年下半年 CPI 與核心 CPI 年增率可望低於上半年，惟降幅不大，分別為 2.12%與 2.23%，全年平均則分別為 2.22%、2.44%(圖 24)。

□ 因上年第 4 季防疫管制鬆綁，墊高服務類價格基期，本年第 4 季 CPI 與核心 CPI 年增率可望降至 2%左右(圖 24)。

圖 24 本行對本年 CPI 及核心 CPI 年增率之預測值

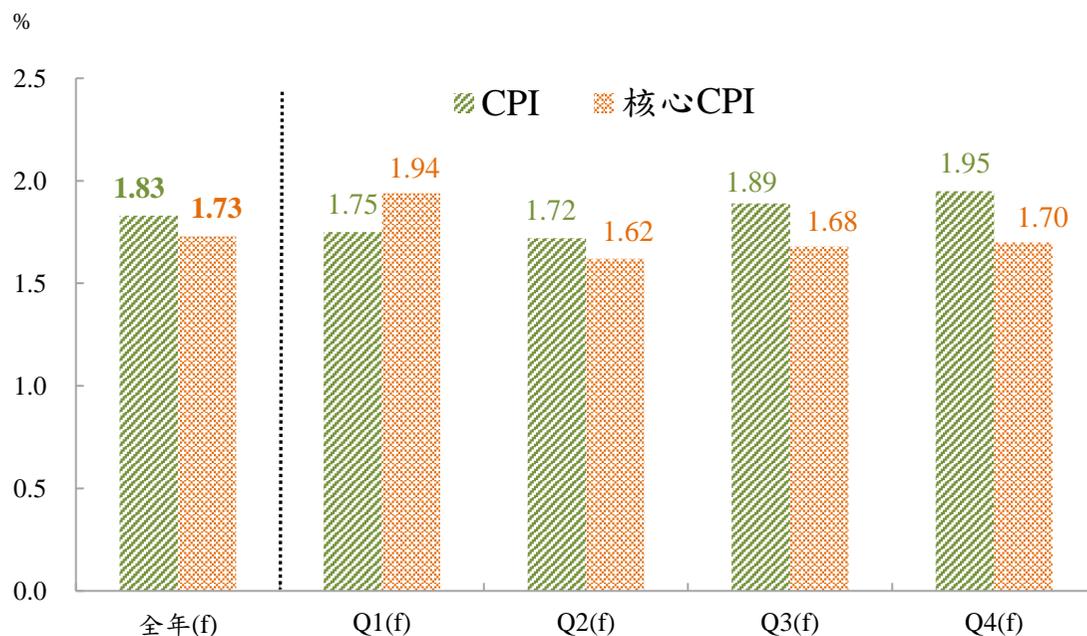


資料來源：本行

(4)展望明年，預測國際油價較本年小幅回升⁸，商品類價格將溫和上漲，惟服務類價格漲幅可望持續本年第4季以來之減緩趨勢，國內通膨率預期低於本年；本行預測台灣CPI及核心CPI年增率分別續降為1.83%、1.73%(圖25)。

□ 地緣政治衝突風險及天候為影響未來通膨走勢之主要不確定因素。

圖 25 本行對明年CPI及核心CPI年增率之預測值

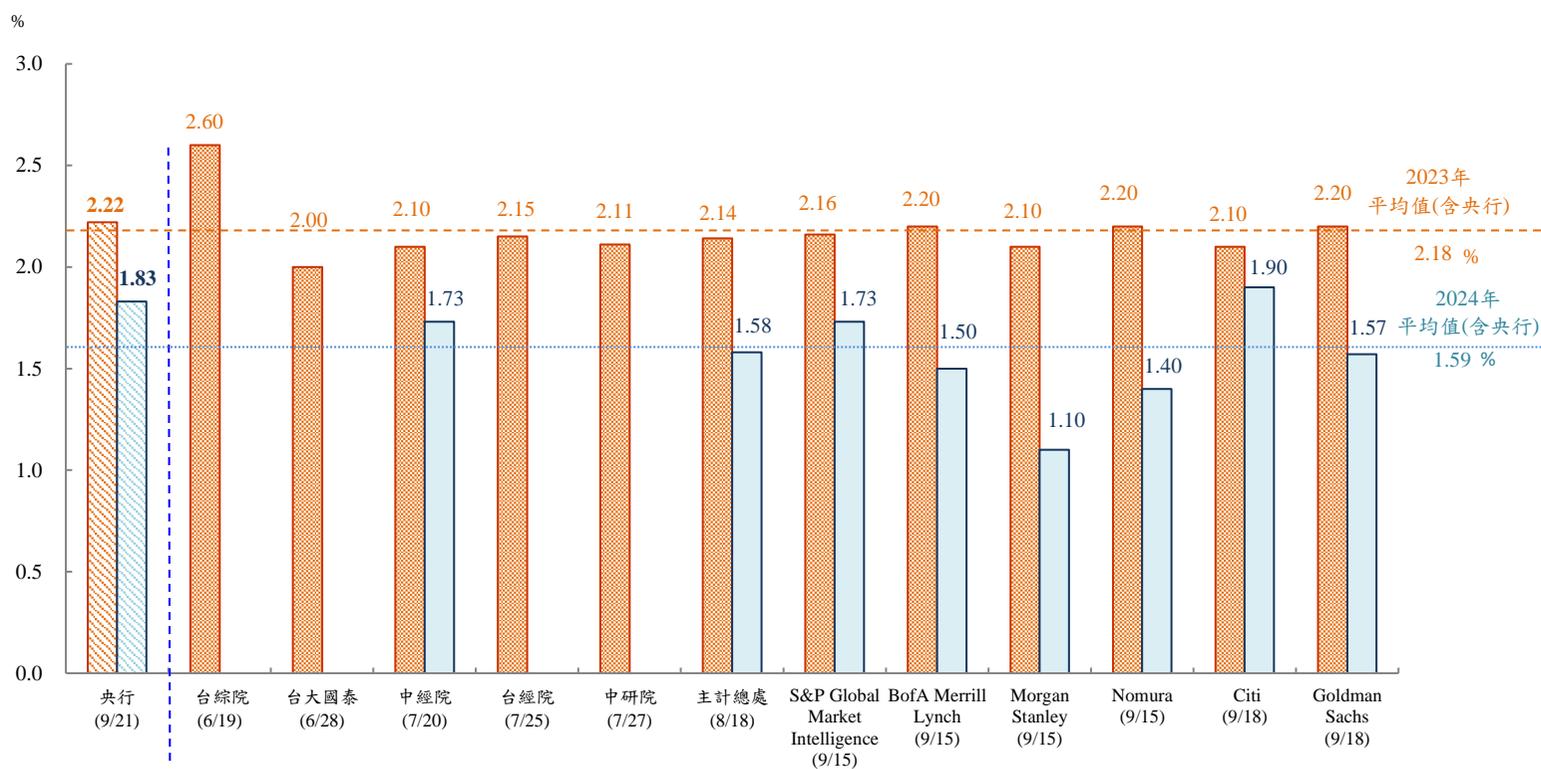


資料來源：本行

⁸ 根據美國 EIA (2023/9) 預測，明年布蘭特油價將由本年每桶 84.46 美元升為 88.22 美元，漲幅 4.45%。

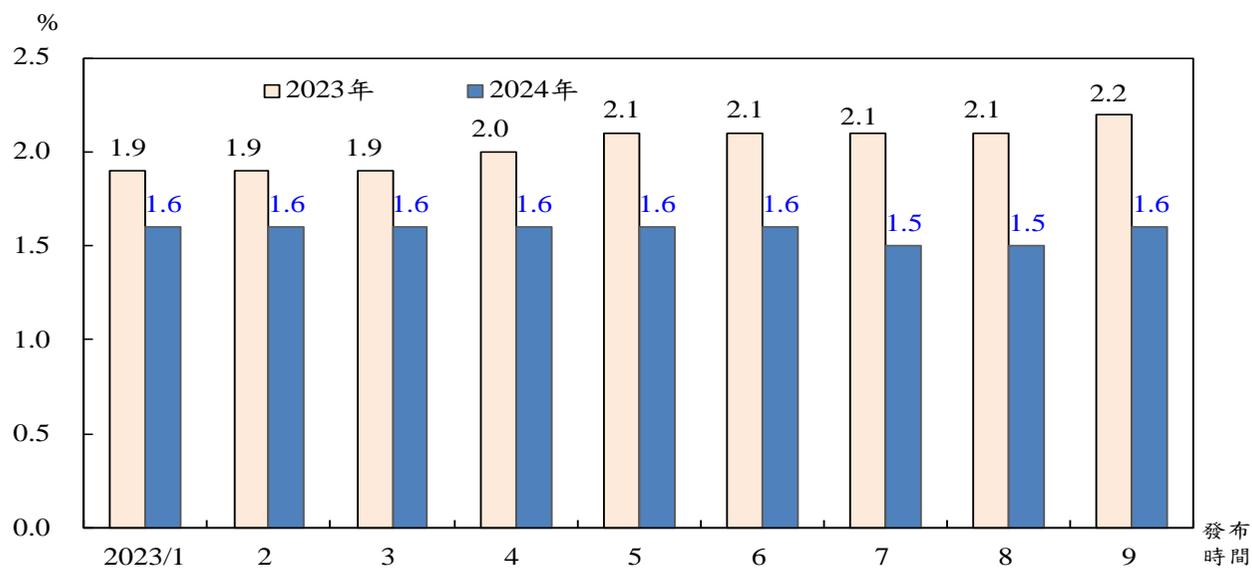
(5)國內外主要機構對台灣**本年** CPI 年增率預測值介於 2.00%至 2.60%，**平均**為 **2.18%**；**明年**則介於 1.10%至 1.90%，**平均**為 **1.59%**(圖 26)。

圖 26 國內外主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率預測值



(6) Consensus Economics 每月發布之**本年台灣 CPI 通膨率預測數平均值**自本年 5 月以來持穩於 **2.1%**，9 月略升為 2.2%，**明年**則降至 **1.6%**(圖 27)，**通膨預期穩定向下**。

圖 27 專業預測機構對台灣本年及明年通膨率之預測值*



註：*係 20 多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

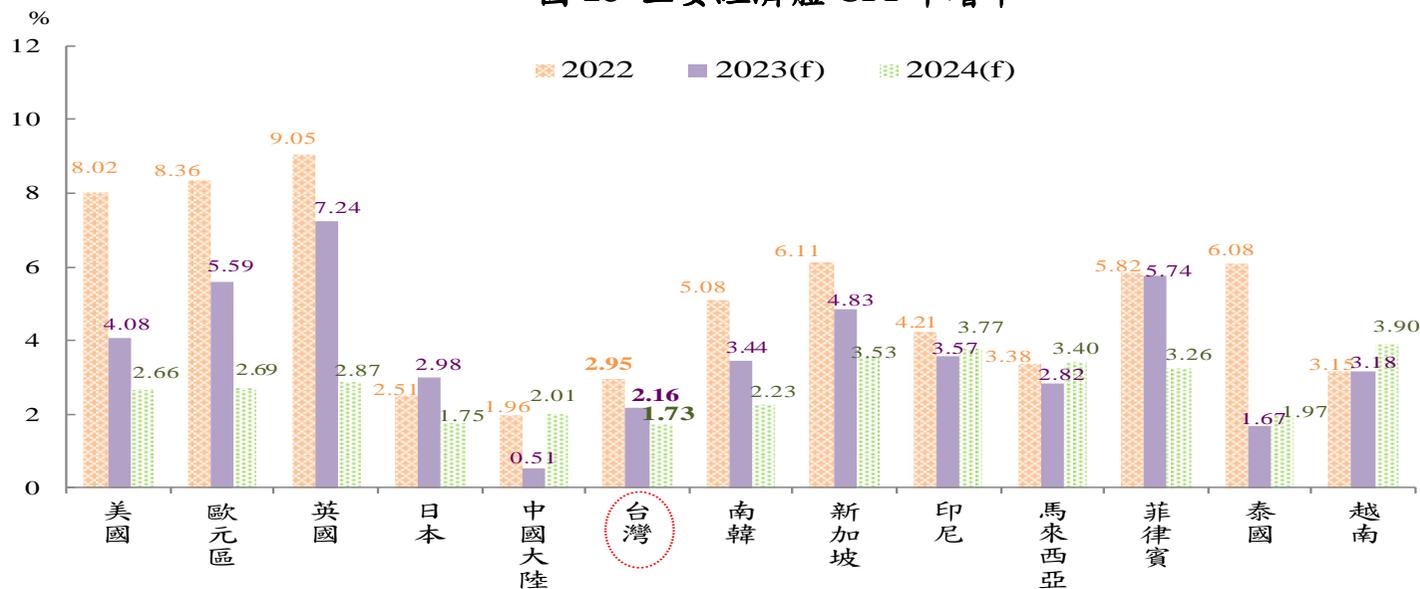
資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

3. 預期本年主要經濟體通膨緩步降溫，明年續降

(1)本年以來，全球經濟成長放緩，能源等商品類價格回降，惟**服務類價格漲幅仍居高**，致主要經濟體**整體通膨率回降緩慢，通膨壓力仍大**(圖 28)。

(2)隨主要經濟體貨幣緊縮累積效應顯現，且預期高利率將維持一段時間，加以疫後民眾娛樂服務需求激增現象將逐漸消退，明年主要經濟體服務類價格漲幅趨緩，9 月 S&P Global Market Intelligence 預測**明年主要經濟體通膨率多續降**，台灣亦然。

圖 28 主要經濟體 CPI 年增率



	美國	歐元區	英國	日本	中國大陸	台灣	南韓	新加坡	印尼	馬來西亞	菲律賓	泰國	越南
2023/1~8	4.53	6.65	8.96	3.44	0.49	2.29	3.70	5.40	4.24	3.04	6.63	2.04	3.10

註：1. 2022 年及 2023/1~8 係實際值，2023 年及 2024 年係 S&P Global Market Intelligence(2023/9/15)預測值。

2. 尚未發布 2023 年 8 月資料之國家或地區(英國、日本、新加坡、馬來西亞)係 1 至 7 月平均值。

資料來源：各國政府統計、S&P Global Market Intelligence(2023/9/15)

三、當前主要經濟體勞動市場變化對薪資、通膨之影響及貨幣政策展望

本(2023)年以來，主要經濟體失業率居於數十年之低點，勞動市場亦呈緊俏，引發各界關注造成薪資上漲壓力，且持續推動通膨升高，甚而引發央行加大緊縮貨幣力道之觀點。本文將透過主要經濟體勞動市場供給面與需求面變動分析，探討其對薪資與通膨情勢之影響，並說明緊縮貨幣政策將引導供需調整，而美、歐、英等主要央行將維持高利率一段時間，且貨幣政策利率路徑預測隱含明(2024)年可能陸續降息，而 2025 年通膨率預測值將接近 2%政策目標。

尤其，當前美國強勁的勞動市場，提供美國聯邦準備體系(Fed)積極緊縮貨幣的重要支撐。然而，Fed 升息循環能否實現通膨率降至 2%目標，而失業率僅小幅上揚之經濟軟著陸(soft landing)，備受關注，勞動市場發展情勢倍顯重要。本文分析描繪職缺率與失業率關係之貝弗里奇曲線(Beveridge Curve)的移動，以及描繪通膨率及失業率抵換(trade-off)關係之菲利普曲線(Phillips Curve)發展，展望明年美國經濟仍將穩健成長。

此外，美國 Fed 重要的「雙重目標」(Dual Mandate)係最大化就業與穩定物價，當前通膨率仍居高，惟緊縮貨幣效果具不確定性，故而 Fed 將持續面臨「雙重目標」之取捨，且必須在緊縮過度與不足之風險間取得平衡。

至於台灣勞動市場之產業就業人口結構與美國差異大，且台灣為小型開放經濟體，勞動市場情勢亦深受全球景氣影響，因而呈現與當前主要經濟體勞動市場緊俏之截然不同面貌，本文將專節分析並說明貨幣政策意涵。另中國大陸勞動市場情勢，亦與主要經濟體明顯不同，將置於附錄分析。

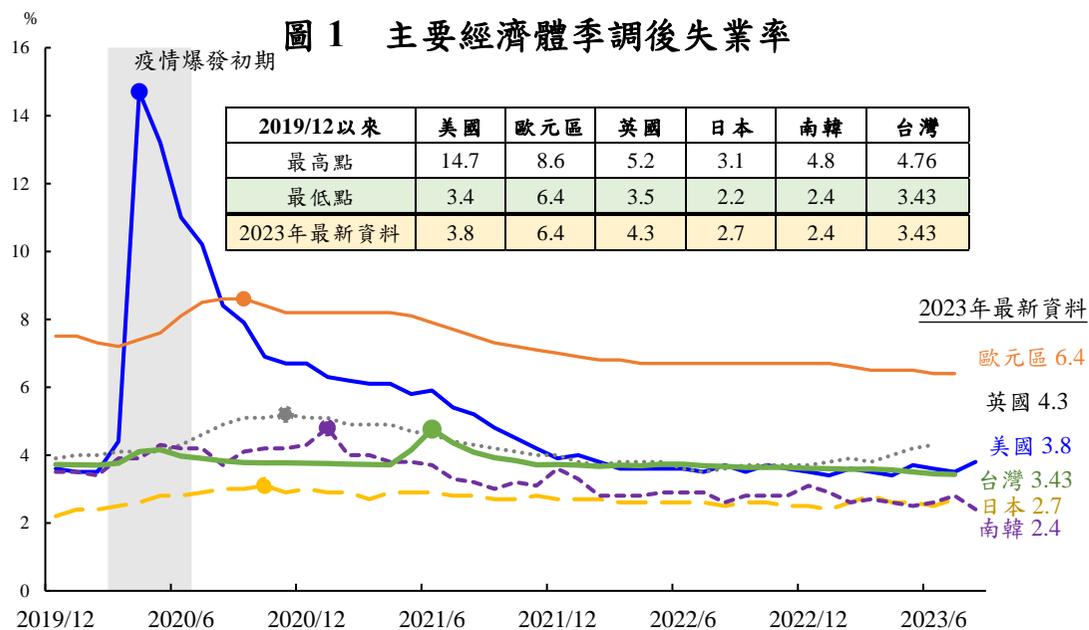
展望未來，美、歐等主要經濟體緊縮貨幣之累積效應持續發酵，將影響其勞動市場供需，並進一步影響通膨動態；而勞動市場動態調整是否持續展現緊縮貨幣政策下的韌性，此亦是高利率水準須維持多久的重要考量，勞動市場發展值得持續關注。

(一)當前主要經濟體失業率居低，勞動市場仍多較疫情前緊俏

1. 當前主要經濟體**失業率居低**：本年 8 月美、韓季調後失業率分別為 3.8%與 2.4%，7 月歐元區、6 月英國失業率則分別為 6.4%與 4.3%，台、日 7 月失業率分別為 3.4%、2.7%；其中，**歐元區與南韓**分別為其統計以來之**歷史低點**(圖 1)。

一失業率居低，反映失業人數占勞動力¹比重降低，主因**疫後物價大幅攀升**影響購買力，**吸引非勞動人口投入職場致**勞動力增加****，加以上(2022)年經濟快速復甦，尤其**服務業求才若渴**，**求職者有較多選擇**，易於媒合，**失業人數下降**。

2. 當前主要經濟體**勞動市場多較疫情前緊俏**：若勞動市場緊俏程度以失業率對職缺率²之比值表示(**比值愈小表示愈緊俏**)，則主要經濟體**除日本外**，當前**勞動市場仍較疫情前緊俏**(圖 2)。



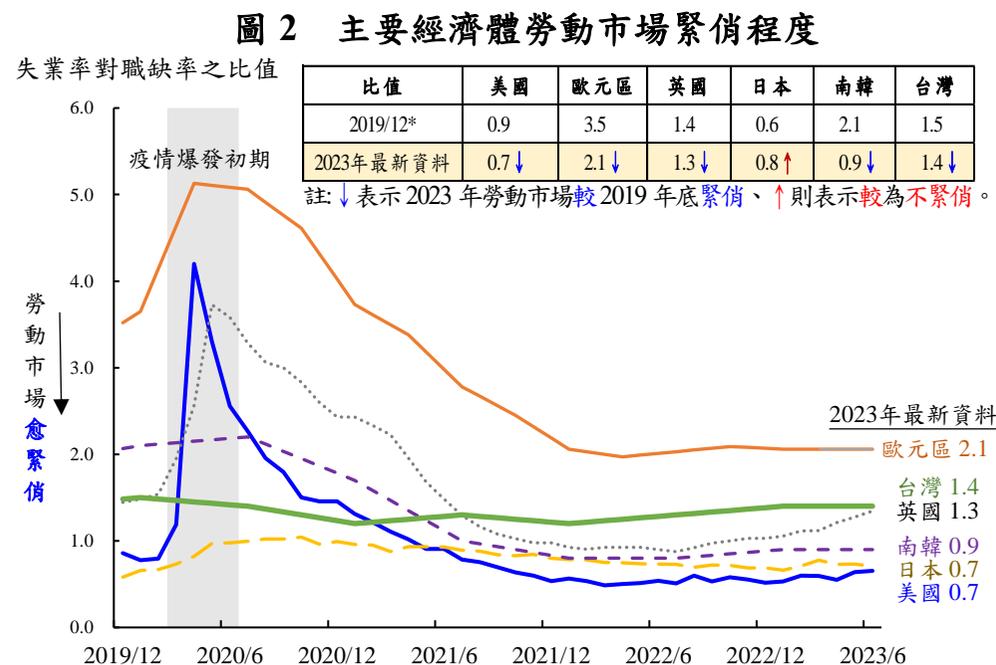
註：1. 2023 年美國、南韓最新資料為 8 月、英國為 6 月(按國際勞工組織標準計算，截至 6 月止之 3 個月季調後失業率)，其餘經濟體為 7 月。

2. 本圖以「圓點」標記各經濟體在**疫情爆發以來的失業率高點**。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

¹ 勞動力係指 15 歲以上民間人口中就業者及失業者之合計人數。

² 職缺率=職缺數/(職缺數+受僱員工人數)*100%。



註 1.***台灣疫情前資料以 2020 年之 2 月資料為代表**。

2. 勞動市場緊俏程度以失業率對職缺率之比值表示，**比值愈小表示愈緊俏**。

3. 各經濟體職缺率資料頻率不同，美、英、日為月資料，歐元區為季資料，南韓為半年資料，**台灣為每年 2 月與 8 月資料**；本圖職缺率以內差法轉換為月資料製圖。

4. 本年美、日資料截止於 7 月，**台灣截止於 2 月**，其餘經濟體資料截止於 6 月。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

(二) 主要經濟體勞動供給多較疫情前增加；勞動需求擴張，尤其服務業人力需求強於製造業

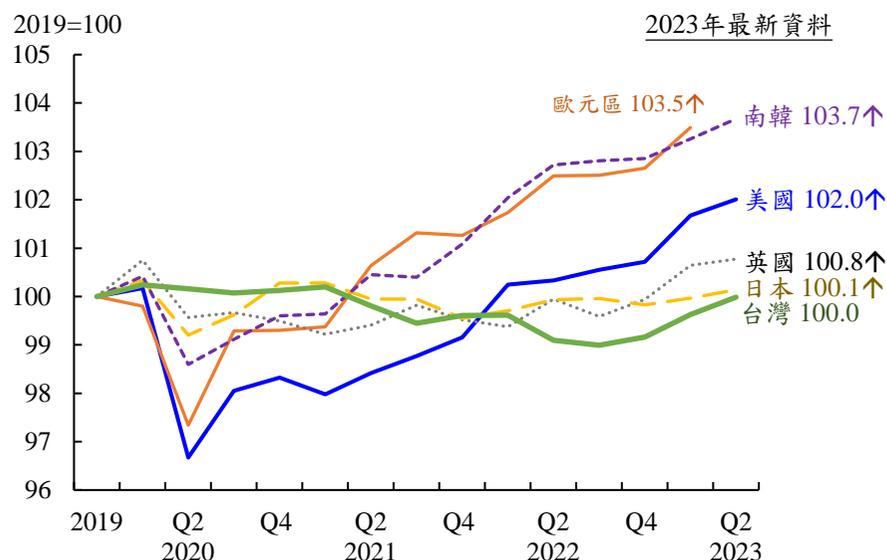
1. 勞動供給多較疫情前增加，尤以青年及中高齡之勞參率因服務業復甦而上升

(1) 主要經濟體勞動市場雖均面臨高齡少子女化之人口紅利消退之結構性(長期)問題，惟因疫後經濟復甦帶動就業需求與信心恢復，加以物價攀升、服務業職缺機會多等循環性(短期)因素影響，非勞動力人口投入職場意願提高，勞動力均轉呈上升趨勢。

— 本年第 2 季相較 2019 年，主要經濟體勞動力指數均有上升，南韓成長 3.7% 最多，歐元區(本年第 1 季)、美國、英國與日本則分別成長 3.5% 與 2.0%、0.8% 與 0.1%；台灣勞動供給因疫情影響有限，未有大幅下降與上升，此期間持平(圖 3)。

— 考量人口自然增加趨勢，另以勞參率³衡量勞動供給；主要經濟體總勞參率亦多呈上升趨勢，惟美國與英國尚未恢復至疫情前水準(圖 4)。

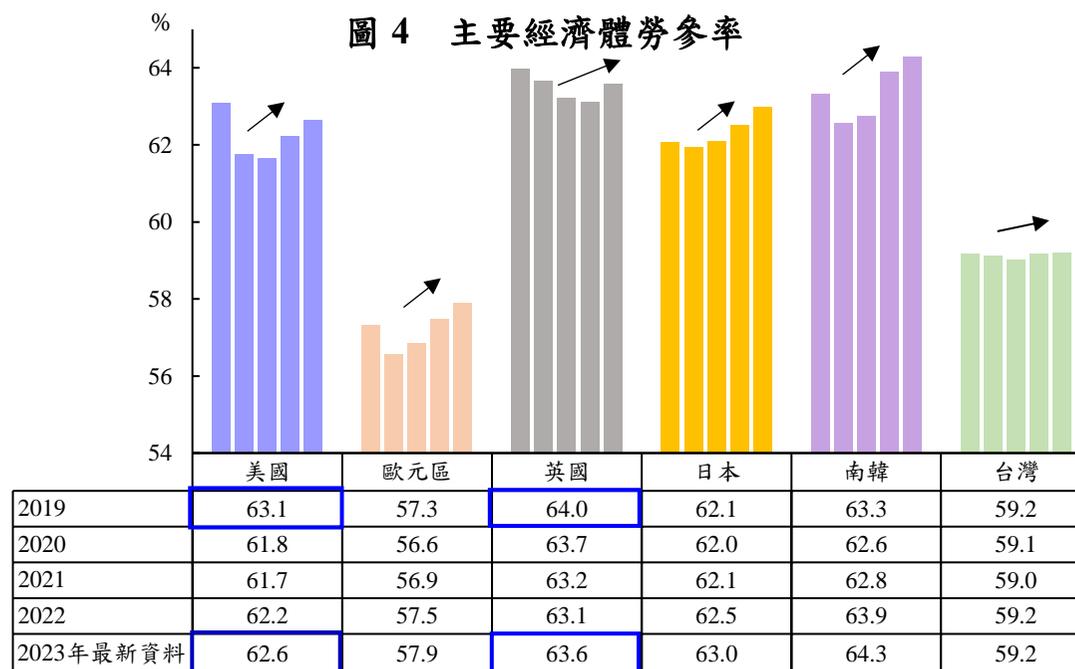
圖 3 主要經濟體勞動力指數



註：1. 最新資料與 2019 年相較，勞動力指數上升，以↑表示。
2. 最新資料除歐元區為本年第 1 季，其餘經濟體為本年第 2 季。
資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

³ 勞參率=(勞動力/15 歲以上民間人口)*100%。

圖 4 主要經濟體勞參率



註：最新資料除歐元區為本年第 1 季，其餘經濟體為本年第 2 季。
資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

(2) 主要經濟體總勞參率多升逾疫前水準之**循環性因素**包含：**勞動市場求才若渴**，易吸引**主要工作年齡**人口投入職場；如**餐旅娛樂等服務業職缺大增**，易吸引青年進入職場；**服務業或低進入門檻之臨時工與派遣工作職缺增加**，易吸引**中高齡**加入職場。此外，各經濟體不同年齡層勞參率亦受**其他因素**影響。

- **美國工作年齡勞參率回升**，本年第 2 季已高於疫情前 2019 年 0.5 個百分點；惟**總勞參率**仍低於 2019 年 0.5 個百分點(表 1)，主因**高齡(65 歲以上)嬰兒潮世代退休後多無意返回職場**，**高齡勞參率**續降。
- **英國工作年齡勞參率及總勞參率均較疫前低**，本年第 2 季分別較 2019 年低 0.2 與 0.4 個百分點(表 1)，主因**脫歐後來自歐盟之移工減少**，加以疫情期間生活方式改變致儲蓄增加，以及**養老金制度靈活**⁴，亦有部分受**健康惡化**影響，**中高齡勞工提前退休**情況增加。
- **歐元區、日本、南韓工作年齡勞參率及總勞參率均升逾疫前水準**(表 1)，尤其**服務業復甦、物價攀升影響購買力**，帶動**中高齡勞參率上升明顯**；然南韓**青年勞參率未恢復**，部分反映學用落差及「**躺平主義**」盛行⁵，有些青年退出勞動市場所致。

表 1 主要經濟體勞參率-不同年齡層

單位：%

	青年(15-24歲)			主要工作年齡(25-54歲)			中高齡(55-64歲)			工作年齡(15-64歲)			總勞參率(15歲以上)		
	2019	2023Q2	變動	2019	2023Q2	變動	2019	2023Q2	變動	2019	2023Q2	變動	2019	2023Q2	變動
美國	55.9	56.1	▲ 0.2	82.5	83.4	▲ 0.9	65.3	65.5	▲ 0.1	74.1	74.6	▲ 0.5	63.1	62.6	▼ -0.5
歐元區	40.8	43.0	▲ 2.2	85.6	86.6	▲ 1.0	64.1	66.8	▲ 2.8	74.3	74.9	▲ 0.7	57.3	57.9	▲ 0.6
英國	61.9	62.0	▲ 0.2	87.2	87.3	▲ 0.1	68.3	67.5	▼ -0.9	79.3	79.1	▼ -0.2	64.0	63.6	▼ -0.4
日本	49.2	49.8	▲ 0.6	88.1	89.1	▲ 1.0	78.1	80.9	▲ 2.7	79.8	81.1	▲ 1.3	62.3	62.8	▲ 0.6
南韓	29.6	29.5	▼ -0.1	79.1	80.0	▲ 0.9	68.9	71.3	▲ 2.4	69.5	71.1	▲ 1.6	63.3	64.4	▲ 1.1
台灣	36.1	36.3	▲ 0.1	86.1	87.0	▲ 0.9	46.9	50.7	▲ 3.8	69.8	71.9	▲ 2.1	59.17	59.2	▲ 0.00

註：歐元區資料截止於本年第 1 季，其餘經濟體為本年第 2 季；**總勞參率(15 歲以上)**與工作年齡(15-64 歲)勞參率之差異為，前者包含**65 歲以上之高齡勞參率**。
資料來源：主計總處、OECD

⁴ 英國 55 歲起即可提領私人養老金，提供財富狀況較佳的勞工提前退休之誘因，參考 Strauss, Delphine (2023), "UK Urged to Curb Pension Freedoms to Boost Workforce," Financial Times, Feb. 21。

⁵ 「躺平主義」一般係指社會競爭激烈，**青年選擇不就學與不就業，成為脫節青年**，或稱為尼特族(not in employment, education or training, NEET)。此外，此現象亦於美國、中國大陸(詳附錄 2)日趨明顯。以美國為例，**疫後經濟復甦初期，青年受到餐旅娛樂勞動需求大增且薪資提高而放棄繼續就學，提早進入職場，隨景氣降溫，青年就業熱潮不再，而尼特族持續增加**，青年勞參率僅較 2019 年平均增加 0.2 個百分點。

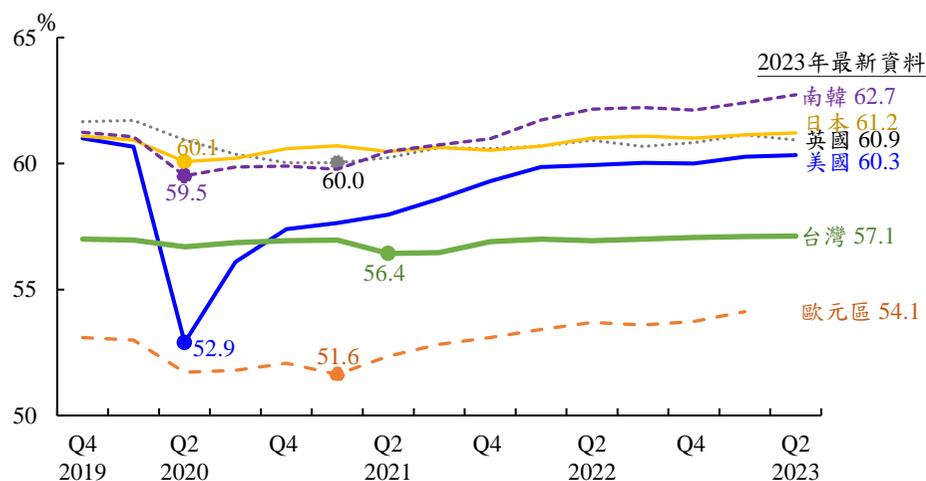
2. 疫後經濟復甦引發強勁勞動需求，服務業人力需求強於製造業，惟近期服務業人力需求擴張略放緩

(1) 受疫情影響，**主要經濟體就業率**(為就業人數占 15 歲以上民間人口的比例，其愈高通常表示**勞動需求愈強勁**)**下跌後轉升**；除**美國與英國**外，當前主要經濟體**就業率多較疫情前**回升，尤以**南韓**本年第 2 季就業率較 2019 年高逾 1.8 個百分點，最為**強勁**(圖 5 下表)。

(2) 以產業別而言，當前各經濟體**服務業就業人數均較疫情前**提升，反之，**製造業就業人數則多較疫情前**下降，反映**服務業景氣熱絡而製造業疲弱**情況。

— 本年第 2 季**美國、英國、日本、台灣**之**服務業就業人數**分別較 2019 年**增加 2.6%、6.4%、0.7%與 1.6%**，而**製造業**就業人數則分別**減少 1.1%、1.7%、0.7%與 2.0%**(表 2)；**台灣服務業就業人數增幅較小**，而**製造業就業人數減幅最大**。

圖 5 主要經濟體就業率



就業率	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣
2019	60.8	53.0	61.5	60.8	60.9	57.0
2023Q2	60.3 ↓	54.1 ↑	60.9 ↓	61.2 ↑	62.7 ↑	57.1 ↑
變動	-0.5	1.1	-0.6	0.4	1.8	0.2

註：1. 就業率=(就業人數/15歲以上民間人口)*100%。
 2. 歐元區資料截止於本年第 1 季，其餘經濟體為本年第 2 季。
 3. 本圖以「圓點」標記各經濟體在**疫情爆發**以來的**就業率低點**。
 資料來源：主計總處、OECD

表 2 主要經濟體製造業與服務業就業人數

單位：千人

製造業就業人數						
	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣
2019	15,742	23,332	2,491	10,632	4,429	3,066
2023Q2	15,576	23,590	2,449	10,561	4,460	3,005
變動數	-166	258	-42	-71	31	-61
變動率(%)	-1.1	1.1	-1.7	-0.7	0.7	-2.0
變動趨勢						
服務業就業人數						
	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣
2019	127,246	112,082	26,126	49,481	19,061	6,849
2023Q2	130,510	117,174	27,805	49,843	20,130	6,956
變動數	3,263	5,092	1,679	362	1,069	107
變動率(%)	2.6	4.5	6.4	0.7	5.6	1.6
變動趨勢						

註：歐元區資料截止於上年第 4 季，其餘經濟體為本年第 2 季。
 資料來源：主計總處、OECD

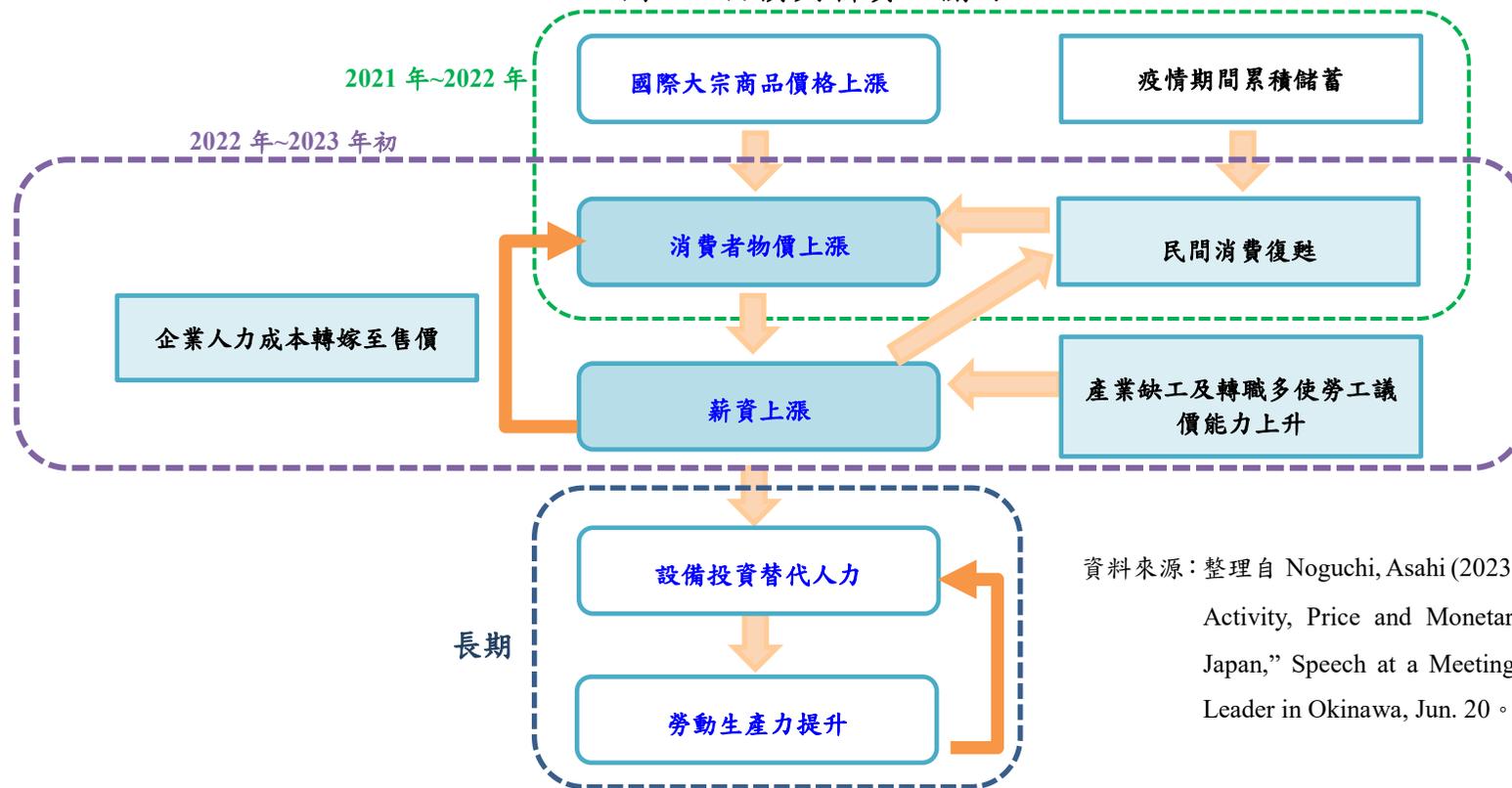
(三)美、歐等大型經濟體，服務業薪資隨服務業景氣擴張而上升，致整體薪資穩健成長；台灣因製造業表現平疲而薪資成長減緩。整體而言，全球通膨壓力來源轉至服務類，且通膨緩降

1. 當前主要經濟體勞動市場緊俏，處於**供不應求**情況，與疫情前相較，**存在超額需求**，致其薪資有上漲壓力，且薪資成長亦為推動物價的重要因素，**形成薪資成長與物價上漲之短期循環**。

(1) 疫後受民間消費復甦、**產業缺工及轉職多**使**勞工議價能力上升**，以及**企業人力成本轉嫁至售價**等因素影響，形成**薪資成長與物價上漲之短期循環**(圖 6)。

(2) 以服務業而言，其人力成本為生產成本之主要來源，因此當薪資成長時，易推動服務類物價上漲，而勞工又因生活成本上升而要求更高的薪資，薪資與物價之短期循環更為明顯，亦是**服務類價格具有僵固性**的原因之一。

圖 6 物價與薪資之關係



資料來源：整理自 Noguchi, Asahi (2023) “Economic Activity, Price and Monetary Policy in Japan,” Speech at a Meeting with Local Leader in Okinawa, Jun. 20。

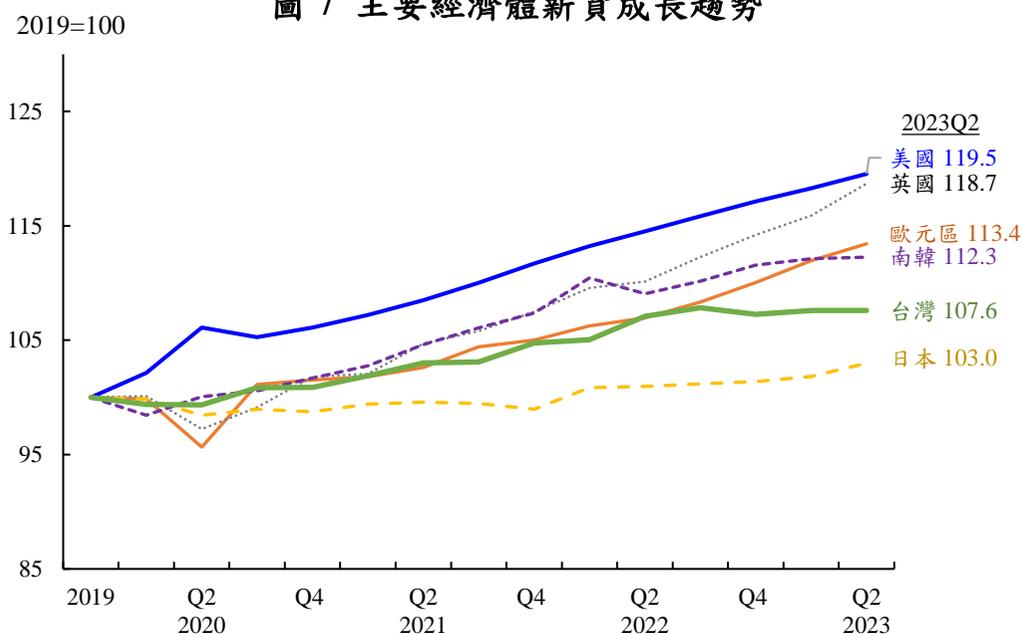
2. 疫後隨民間消費復甦、**產業缺工及轉職多使勞工議價能力上升**，歐、英、日主要經濟體之薪資成長率均較過去增加；**美國薪資成長略趨緩**；韓、台在主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應下，薪資年增率明顯減緩。

(1) 本年第 2 季與 2019 年相較，**主要經濟體薪資均有成長**，其中以**日本薪資成長較弱**，僅上升 3.0%，台灣為 7.6%，而美、英、歐及南韓薪資成長幅度均逾 10%，尤以**美國成長幅度 19.5% 為最大**(圖 7)。

(2) 本年以來**歐、英經濟轉趨停滯**，惟因通膨壓力偏高(本年 1-8 月 CPI 年增率分別為 6.7%、9.0%)，薪資漲幅亦較過去上升，出現**薪資物價盤旋上升**情況，**日本則擺脫長年通縮**(本年 1-7 月 CPI 年增率為 3.4%)且**薪資漲幅上升**，美國薪資則仍穩健成長。

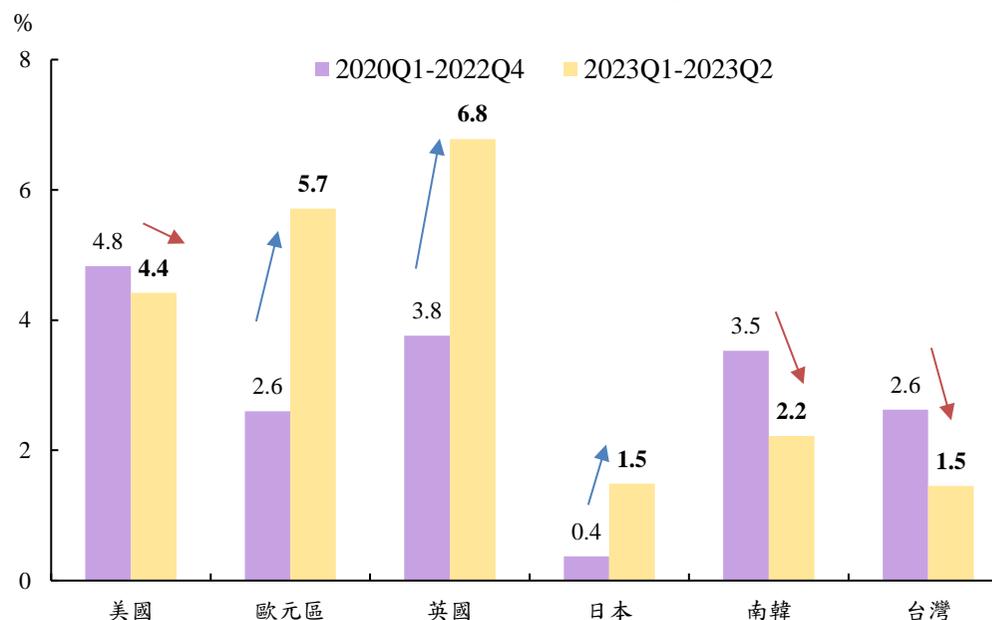
(3) 惟**韓、台薪資受主要央行緊縮貨幣政策對全球製造業及終端需求之外溢效應**影響，本年以來薪資**年增率均明顯減緩**。其中，本年第 1 至第 2 季台灣平均薪資年增率為 1.5%，低於過去(2020 年至上年)的 2.6%(圖 8)

圖 7 主要經濟體薪資成長趨勢



註：台灣資料採名目總薪資季調後取月平均並指數化處理。
資料來源：Refinitiv Datastream、主計總處

圖 8 主要經濟體兩段期間之薪資平均年增率



註：台灣資料為名目總薪資年增率月平均。
資料來源：Refinitiv Datastream、主計總處

3. 在主要央行貨幣緊縮效應持續發酵下，本年美、日以外之經濟體**經濟成長率均較上年放緩**(表 3)，惟就人力僱用指標而言，各經濟體**服務業人力僱用仍多呈擴張**，而製造業人力僱用情況則表現不一(表 4)。

- **美國**經濟展望穩健，本年 8 月**製造業與服務業 PMI 人力僱用均呈擴張**，惟較上月略緩⁶。
- **歐元區**經濟轉趨停滯，6-8 月製造業 PMI 人力僱用數量指數連 3 個月緊縮，**8 月服務業 PMI 人力僱用雖呈擴張**，惟亦趨緩。
- **英國**經濟轉趨停滯，製造業 PMI 人力僱用連 8 個月呈現緊縮，而**服務業 PMI 人力僱用則雖呈擴張**，惟亦趨緩。
- **日本**經濟溫和成長，受惠於汽車出口暢旺，製造業 PMI 人力僱用連 8 個月居於擴張，惟 8 月擴張趨緩，**服務業則受惠夏季旅遊興盛**，8 月 PMI 人力僱用仍**擴張**。
- **台、韓**經濟成長減緩，其中台灣**製造業 PMI 人力僱用連 8 個月居於緊縮**，服務業人力僱用均持續**擴張**；而**南韓 8 月製造業人力僱用則由擴張轉為持平**。

表 3 本年主要經濟體經濟成長率

單位：年增率%

	2022	2023(f)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
美國	2.1	2.3	1.8	2.5	2.7	2.4
歐元區	3.4	0.5	1.2	0.5	0.1	0.1
英國	4.1	0.3	0.2	0.4	0.5	0.1
日本	1.0	1.6	1.8	1.7	1.4	1.6
南韓	2.6	1.3	1.0	0.8	1.2	2.2
台灣	2.35	0.77	-3.3	1.4	1.5	3.6

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2023/9/15)

表 4 本年以來主要經濟體製造業與服務業 PMI 人力僱用數量指數

製造業	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
美國	50.3	52.5	51.9	53.4	53.1	52.3	52.8	51.2
歐元區	52.1	52.3	52.1	51.7	51.5	49.8	49.3	49.5
英國	46.7	48.9	46.6	49.4	49.3	47.3	46.4	46.8
日本	50.9	50.8	50.5	51.3	50.3	51.1	51.0	50.1
南韓	50.9	49.4	48.6	49.0	51.8	51.4	52.0	50.0
台灣	45.6	48.9	45.5	46.8	46.4	47.2	47.4	46.5

服務業	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
美國	50.8	51.5	52.0	52.7	52.7	52.2	50.9	50.4
歐元區	52.3	51.9	53.8	55.6	54.6	54.4	52.1	50.4
英國	50.6	51.8	50.6	53.4	52.1	53.5	52.4	51.2
日本	49.4	50.5	51.4	53.8	54.5	52.9	49.9	52.7
台灣	51.1	48.3	51.4	55.2	53.5	55.9	54.7	55.6

註:1.製造業與服務業 PMI 人力僱用數量指數，表達採購經理人對於人力僱用數量的看法，呈現該產業人力僱用數量需求情況；指數高於 50 代表人力僱用數量擴張，以紅色區塊表示，顏色愈深表示擴張速度愈快；指數低於 50 則表示人力僱用數量緊縮，以綠色表示，顏色愈深表示緊縮速度愈快。

2. S&P Global Market Intelligence 未涵蓋南韓 PMI 服務業資料。台灣資料為中華經濟研究院之製造業 PMI 與非製造業(NMI)之人力僱用數量指數。

資料來源：S&P Global Market Intelligence，中華經濟研究院

⁶ 本年 7-8 月美國 ISM 服務業 PMI 僱用數量指數仍持續擴張，分別為 50.7 與 54.7，與 S&P 之調查不同。

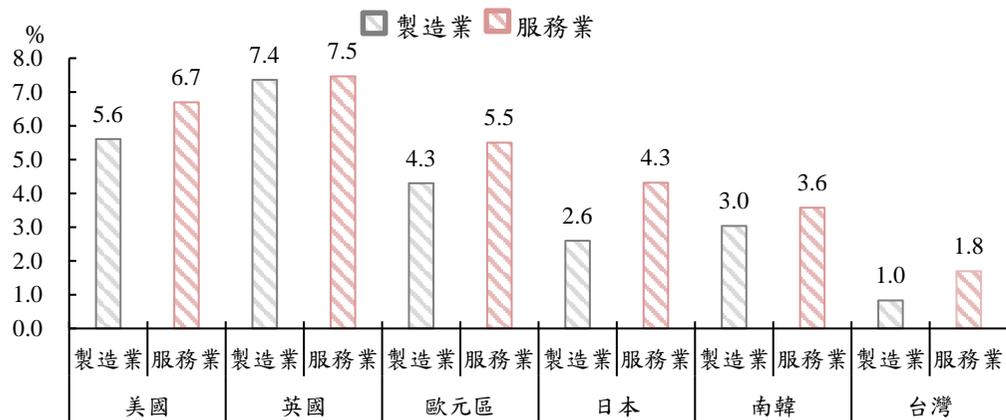
4. 本年以來，服務業人力需求擴張，主要經濟體**服務業薪資成長率高於製造業**，為推升服務類價格上漲且漲幅高於商品類價格的重要因素。

(1) **美國與英國之服務業就業人數約為製造業 8~11 倍**，**歐元區、日本、南韓之服務業就業人數約為製造業 4~5 倍**(表 2)；本年上半年美、英之服務業薪資成長率分別達 6.7%與 7.5%，歐、日、韓之服務業薪資分別成長 5.5%、4.3%與 3.6%，均超越其製造業(圖 9)，**服務業薪資成長為帶動整體薪資上漲之主力**。

— **台灣服務業**就業人數僅約為製造業 **2 倍**，本年上半年服務業薪資成長 1.8%⁷，然製造業僅 1.0%，服務業薪資成長帶動整體薪資上漲效果較弱。

(2) 消費者物價中服務類使用之勞動成本份額較高，服務類薪資成長成為推升服務類價格上漲的重要因素；在緊縮貨幣持續抑制消費需求下，本年以來主要經濟體商品類價格年增率均快速回落，然服務類價格年增率仍居高；**本年 1-8 月美國、台灣平均服務類價格年增率高於商品類**，惟**台灣服務業薪資增幅相對溫和**，**本年 1~8 月台灣服務類價格年增率 2.91%**，遠低美國之 6.6% (圖 10)。

圖 9 本年上半年主要經濟體之製造業與服務業薪資成長率



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

圖 10 主要經濟體 CPI 商品類與服務類之年增率

	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣
CPI年增率(%)						
2023/1~8月平均值	4.5	6.7	9.0	3.5	3.7	2.29
年增率趨勢						
商品類價格年增率(%)						
2023/1~8月平均值	1.5	8.0	10.5	5.2	3.9	1.66
年增率趨勢						
服務類價格年增率(%)						
2023/1~8月平均值	6.6	5.1	6.9	1.5	3.6	2.91
年增率趨勢						

註：英國與日本為本年 1-7 月平均值，其餘經濟體為本年 1-8 月平均值。

資料來源：各國官網、Refinitiv Datastream

⁷ 本年上半年，台灣餐飲、娛樂及休閒服務業薪資年增幅較高(上半年分別年增 7.8%、8.1%)，惟部分服務業(如金融保險業、不動產業)薪資衰退，致整體服務業薪資年增幅僅 1.8%，加以製造業年增幅僅 1.0%，致整體(工業及服務業)薪資年增幅僅 1.6%。

(四)美、歐、英央行之限制性政策利率水準持續引導供需調整，2025 年通膨率或將接近 2%政策目標

1. 上年美、歐、英緊縮貨幣之累積效應持續發酵，對經濟活動、勞動市場及通膨均將產生抑制效果⁸，惟勞動市場仍緊俏，且通膨率回降趨緩；預期明年通膨率仍均高於央行 2% 目標。
 - 一 本年以來，美、歐、英通膨率平均已分別由上年之 8.0%、8.4% 與 9.1%，分別降至本年之 3.7%(8 月)、5.2%(8 月) 與 6.8%(7 月)；惟勞動市場仍緊俏，通膨回降趨緩，S&P Global 預測本年，美、歐、英通膨率仍高達 4.1%、5.6% 與 7.2%，均高於央行 2% 目標(圖 11)。
 2. 亞洲主要經濟體之通膨壓力不若美、英、歐，然本年以來南韓與台灣之通膨率已自上年高點回落，另日本則因服務業勞動力短缺，企業積極調薪，復以進口物價居高帶動整體物價上漲，通膨率由上年之 2.5% 升至本年 7 月之 3.3%(圖 11)。

圖 11 主要經濟體通膨率及其預測值



註：本年美國、歐元區、南韓、台灣最新資料為 8 月數據，英國與日本為 7 月數據。
資料來源：Refinitiv Datastream、S&P Global Intelligence (2023/9/15)

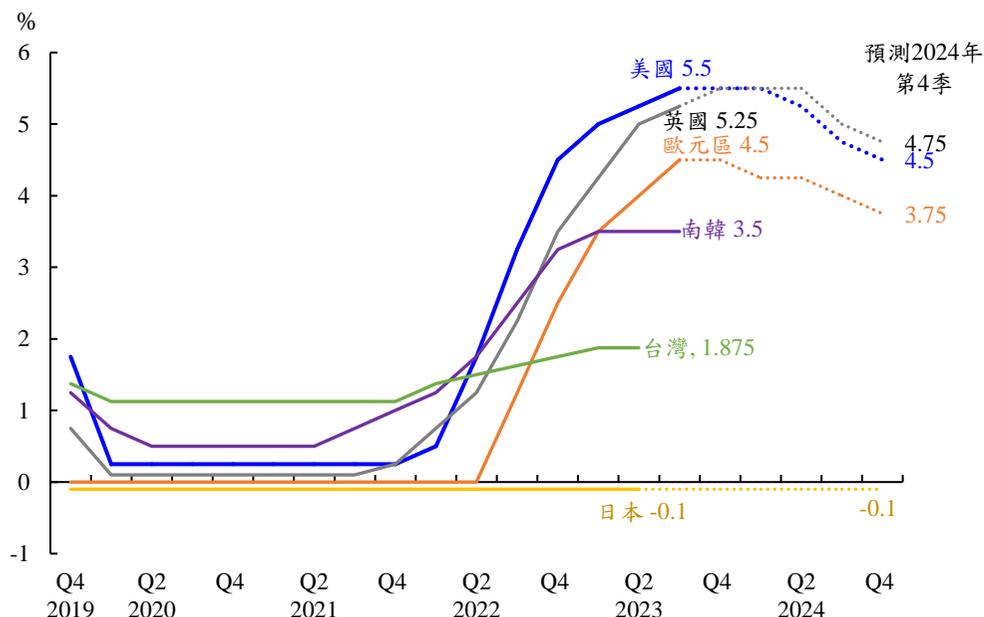
⁸ 請參見 Powell, Jerome (2023), "Inflation: Progress and the Path Ahead," Speech at Jackson Hole Symposium, Aug. 25。

3. 上年以來主要央行已大幅升息，當前政策利率接近具限制性水準⁹，本波升息週期將接近尾聲，惟為避免通膨預期升高，**高利率仍將維持一段時間**；預期限制性政策利率水準將引導總合需求及總合供給調整，明年通膨率續降，且**預期 2025 年通膨率可望回降接近政策目標之水準**。

(1) 美、歐、英為**避免通膨預期升高**，貨幣政策維持審慎步調，**高利率仍將維持一段時間**，經濟學家**預測明年**勞動市場與消費市場**供需趨向平衡**，**Fed、ECB、BoE 可能開始陸續降息**，**預期明年第 4 季美、歐、英之政策利率較當前水準調降約 0.5 個百分點~1 個百分點**(圖 12)。

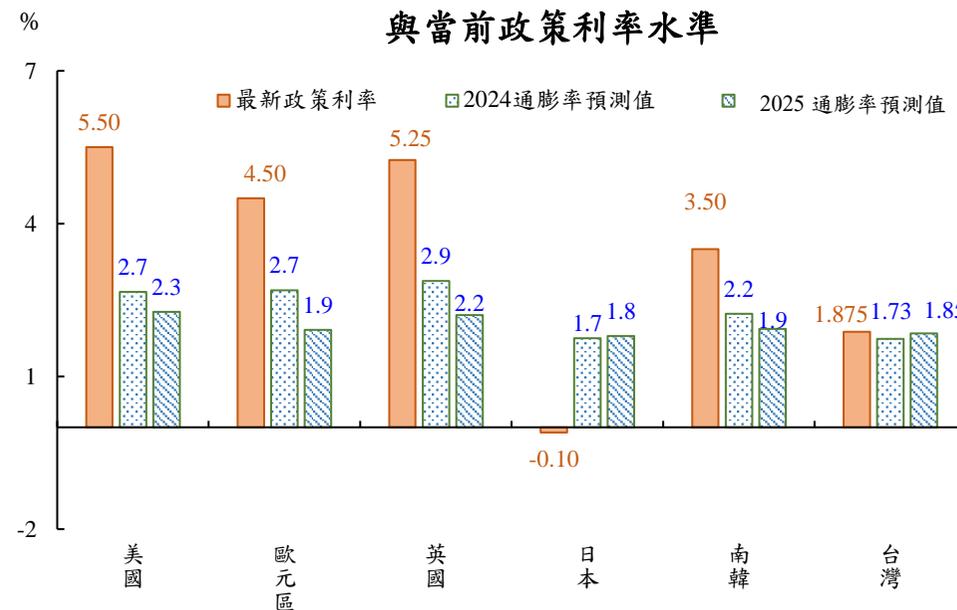
(2) 當前**高利率仍將維持一段時間**，限制性政策利率水準持續引導供需調整，**預期明年美、歐、英通膨率下降**，而 2025 年通膨率則續降至 2.3%、1.9%與 2.2%，可望回降至**接近政策目標 2%水準**(圖 13)。

圖 12 經濟學家對主要央行政策利率路徑預測



註：美國政策利率以聯邦資金利率目標區間上限表示；歐元區政策利率為主要再融通操作利率；虛線表示之路徑預測為 Reuters 調查重要經濟學家看法之中位數。
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 13 主要經濟體通膨率預測值與當前政策利率水準



註：美國政策利率以聯邦資金利率目標區間上限表示；歐元區政策利率為主要再融通操作利率。
資料來源：Refinitiv Datastream、S&P Global Intelligence (2023/9/15)

⁹ 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。

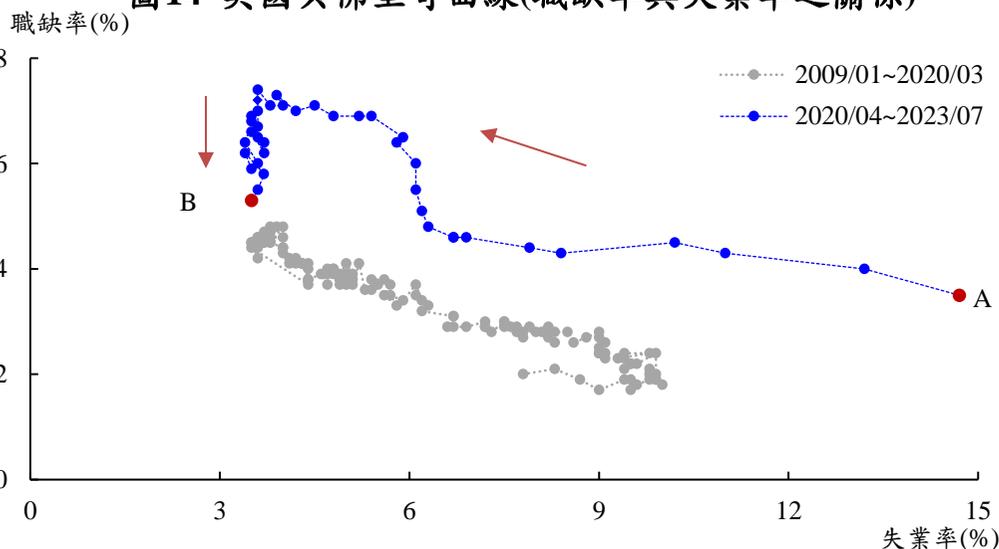
(五) 美國勞動市場展現韌性，預期經濟可望軟著陸；惟 Fed 持續面臨最大化就業與穩定物價目標之取捨

1. 當前美國勞動市場人力僱用擴張速度趨緩，職缺率自高點回落，然失業率仍居低。描繪**職缺率與失業率關係之貝弗里奇曲線**之動態調整，呈現**勞動市場再平衡**具有**韌性**。

(1) **美國貝弗里奇曲線明顯向外移動¹⁰**，2020 年疫情衝擊初期，防疫措施及大規模裁員，致失業率大幅上升(圖 14，**A 點**)；隨疫情趨緩，經濟快速復甦，職缺率上升，而因疫情紓困金與失業救濟金改善勞工財務狀況，就業者轉換工作比例增高，失業者亦暫時退出職場，失業率下降；近期人力需求降溫，**職缺率自高點回落，然失業率仍居低**(圖 14，**B 點**)。

(2) Fed 理事 Waller 等研究指出¹¹，疫情衝擊後以及 Fed 啟動升息循環以來，美國勞動市場**職缺率大幅下滑**，而**失業率僅微幅上揚**，係**史無前例情況**；勞動市場**再平衡(rebalancing)相當順利**，**具有韌性且取得良好成果**。

圖14 美國貝弗里奇曲線(職缺率與失業率之關係)



註：圖中 A 點及 B 點分別為 2020 年 4 月及 2023 年 7 月的職缺率與失業率相對位置。
資料來源：Refinitiv Datastream

¹⁰ 疫後其他主要經濟體之貝弗里奇曲線變動情況不若美國明顯，參考附錄 1。

¹¹ Walker, Ronnie, David Mericle, Jan Hatzius, Alec Phillips, Spencer Hill, Joseph Briggs, Tim Krupa and Manuel Abecasis (2023), "Labor Market Rebalancing: How Much Is Enough?" *Goldman Sachs Research*, Jun. 19.

2. 美國菲利普曲線轉呈陡峭，失業率小幅上升時，通膨率將大幅下降；若此抵換關係穩定，預期通膨降溫，有望實現景氣不冷不熱之**金髮女孩經濟**(Goldilocks economy)¹²，即**經濟軟著陸**。

(1) **通膨率與失業率**常存在**負向抵換關係**，且實證發現**抵換關係**存在**非線性**¹³；如**疫前**菲利普曲線較平坦，即失業率大幅上升時，通膨率小幅下降；**疫後**菲利普曲線已轉陡峭，且預期**明年**，失業率小幅上升，**通膨率**將降至接近**疫前水準**(圖 15)。

(2) 服務業多屬於**勞力密集行業**，**勞動成本**為影響服務類通膨的重要因素；**服務類**菲利普曲線**陡峭更明顯**；若此抵換關係穩定，預期服務類通膨降溫時，失業率亦不致大幅攀升¹⁴，**經濟亦可實現溫和成長**(圖 16)。

3. 美國 Fed 重要的「**雙重目標**」係**最大化就業與穩定物價**；當前**接近限制性利率水準**下¹⁵，非線性菲利普曲線抵換關係隱含，整體通膨率與服務類通膨率均自高點大幅滑落，而**勞動市場調整仍具韌性**，預期**美國經濟**有望**穩健成長**。

— Fed 主席 Powell 於本年 8 月 Jackson Hole 全球央行年會表示，**美國當前通膨率仍居高**，將保持**限制性政策**，惟**緊縮效果具不確定性**，加以**通膨率對勞動市場緊俏程度之變動較以往敏感**，Fed **更難在緊縮過度與不足之風險間取得平衡**。

圖 15 美國菲利普曲線
(通膨率與失業率之抵換關係)

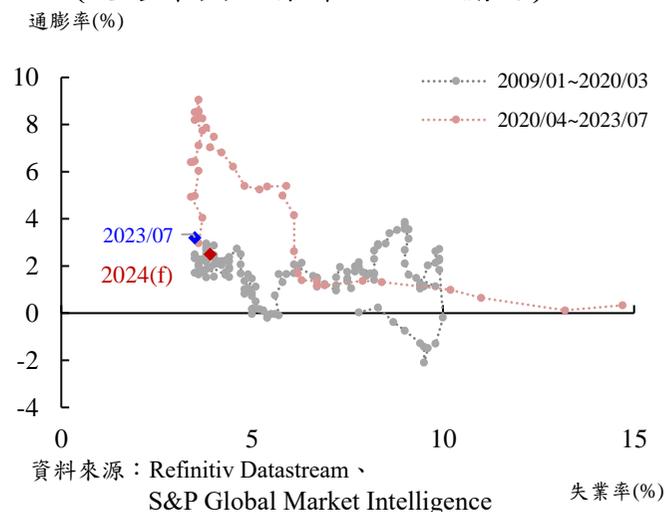
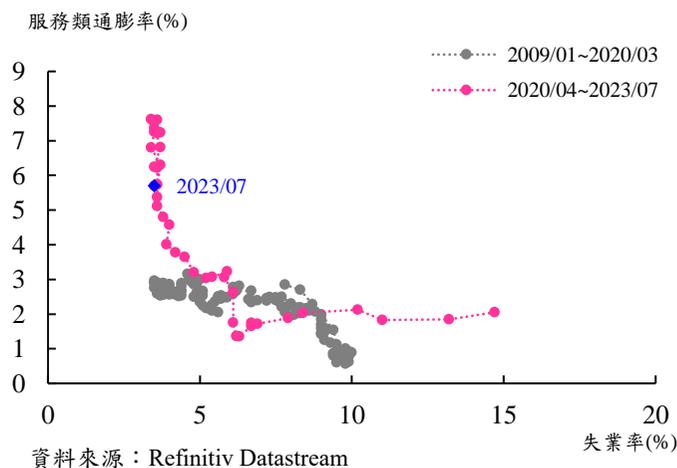


圖 16 美國服務類菲利普曲線
(服務類通膨率與失業率之關係)



¹² 金髮女孩經濟係指經濟溫和成長，且通膨率亦保持在溫和範圍的經濟情況。

¹³ Forbes, K., Joseph E. Gagnon and Christopher G. Collins (2020), “Low Inflation Bends the Phillips Curve around the World” *PIIE Working Papers* 20-6, Mar.

¹⁴ 疫後其他主要經濟體之菲利普曲線變動情況與美國相似，參考附錄 1。

¹⁵ Powell, Jerome (2023), “Inflation: Progress and the Path Ahead,” Speech at Jackson Hole Symposium, Aug. 25

(六)當前台灣勞動市場未如主要經濟體呈現緊俏情勢，薪資成長與通膨相對溫和

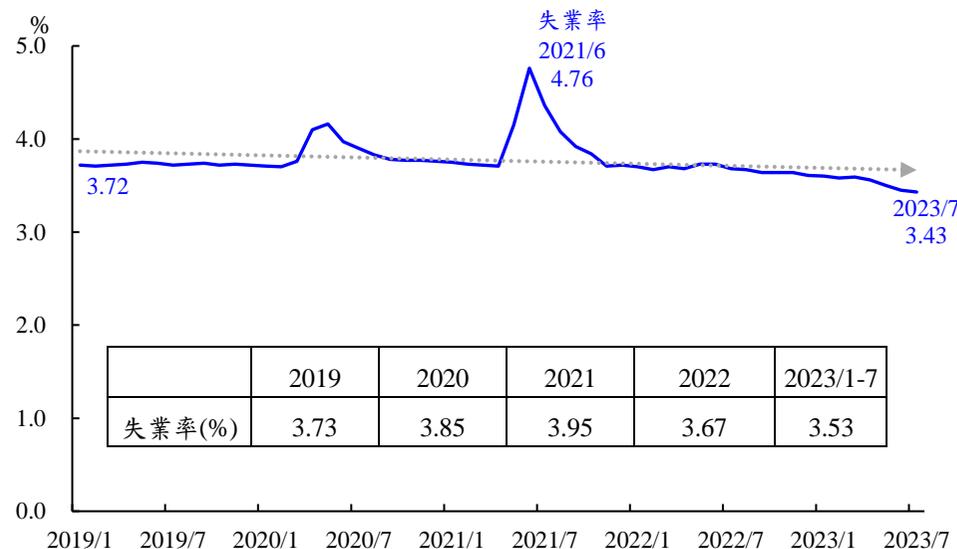
1. 相對於主要經濟體，疫情前後台灣整體失業率與職缺率變動有限，且當前勞動市場供需大致平衡

(1)2020年初台灣疫情發生以來，因**台灣防疫相對合宜**，**勞動市場所受衝擊程度(失業率變化)相對主要經濟體溫和**，且當前台灣**失業率亦已回復至疫情前水準**(圖 1、圖 17)。另以失業率對職缺率之比值衡量之**勞動市場緊俏程度**¹⁶顯示，**台灣於疫情前後變化有限**，且當前緊俏程度亦低於美、日、韓、英等主要經濟體(圖 2)。

一 **失業率**：除 2021 年 6 月全國三級警戒期間，因部分工作場所關閉¹⁷，台灣失業率曾大幅上升至 4.76%外，其餘期間失業率變化相對有限。**至本年 7 月失業率為 3.43%**，較疫情前(2019 年)之 3.73%**低 0.3 個百分點**，即已回復疫情前水準(圖 17)。

(2)就**台灣**勞動市場供需狀況觀察，疫情前後**勞動供給**(以勞動力指數、勞參率指標觀察)**幾無變化**，至於**勞動需求**(以就業率、就業人數、PMI 人力僱用數量指標觀察)則因**服務業與製造業景氣分歧**，呈**人力需求增減互抵**狀態。綜合來看，**疫後台灣勞動供給增加緩慢**，**勞動需求則溫和上升**，致**勞動供需大抵平衡**。

圖 17 台灣季調後失業率



資料來源：主計總處

¹⁶ 台灣主計總處職位空缺調查每年僅有 2 月(代表上半年，5 月公布)及 8 月(代表下半年，11 月公布)資料。目前最新台灣職缺率資料僅至本年 2 月，故其反映當前勞動市場情勢之參考性有其侷限性。

¹⁷ 全國疫情警戒自 2021 年 5 月 19 日起提升至第三級，實施期間，餐飲業一律外帶，關閉休閒娛樂場、觀展觀賽場所及教育學習場域(如安親班及補習班)，停止室內 5 人以上、室外 10 人以上之家庭聚會和社交聚會；2021 年 7 月 26 日後降為二級警戒。

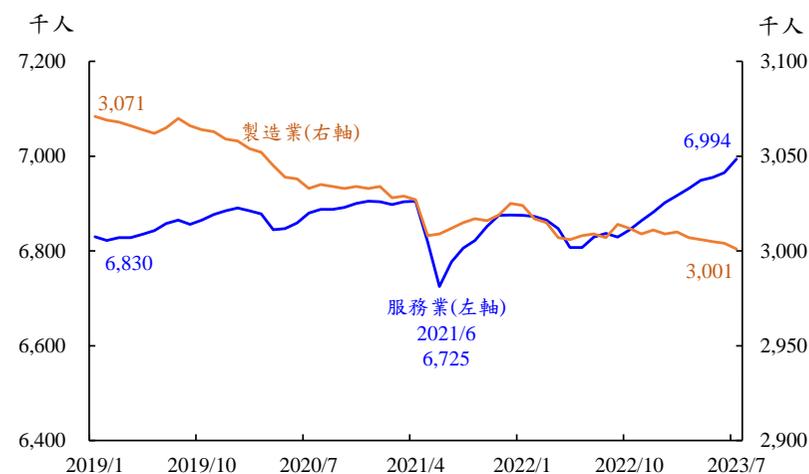
台灣勞動供給：疫後緩慢增加

- **勞動力指數**：與 2019 年(指數=100)比較，本年第 2 季台灣勞動力指數亦為 100，反映疫情前後**台灣勞動供給持平**，增幅遠低於**南韓(3.7%)**、**歐元區(3.5%)**、**美國(2.0%)**、**英國(0.8%)**，而與**日本(0.1%)**相近(圖 3)。
- **勞參率**：本年第 2 季台灣總勞參率為 **59.2%**與**疫情前(2019 年)持平**；長期以來，**台灣總勞參率均不及 6 成**，低於**韓、英、日、美**等國，主因台灣**青少年在學年齡延長**，**較晚投入勞動市場**，且**中高年齡者提早退休**所致(圖 4、表 1)。

台灣勞動需求：疫後服務業人力需求上升，惟製造業人力需求下降，致整體人力需求呈溫和增加

- **就業率**：本年第 2 季台灣就業率為 **57.1%**，較**疫情前(2019 年)之 57.0%略增 0.1 個百分點**，反映疫情前後台灣的勞動需求僅略升；此外，本年第 2 季台灣就業率遠低於**南韓(62.7%)**、**日本(61.2%)**、**英國(60.9%)**、**美國(60.3%)**，則顯示**當前台灣勞動需求相對主要經濟體溫和**(圖 5)。
- **就業人數**：台灣就業者部門結構為**農業占 5%、工業占 35%(包含製造業(占 26%)、服務業占 60%)**。上年第 4 季起，隨台灣逐漸鬆綁防疫措施與邊境管制，**服務業景氣升溫**，**製造業景氣則因出口轉呈衰退¹⁸而轉趨疲弱**；影響所及，**本年以來服務業就業人數續增**，而**製造業就業人數續減**，致**總就業人數增加有限**(圖 18)。
 - 以本年第 2 季與 2019 年比較，**台灣總就業人數僅增加 1 萬人或 0.1%**¹⁹，其中，**服務業就業人數增加 10.7 萬人或 1.6%**，而**製造業就業人數減少 6.1 萬人或 2.0%**；相較**主要經濟體**，台灣服務業就業人數增幅較低，且製造業就業人數減幅較大，在此消彼長下，使**台灣整體人力需求相對溫和**(表 2)。

圖 18 台灣製造業與服務業就業人數



資料來源：主計總處

¹⁸ 2020 年疫情以來至上年上半年，台灣製造業受惠於美中貿易戰帶來的轉單效應、疫情帶來之遠距商機、半導體產業競爭優勢，出口暢旺，景氣相對熱絡；惟上年起因全球通膨高漲，美、歐央行採大幅升息之緊縮貨幣政策，致全球終端需求不振，台灣出口於上年 9 月起轉呈衰退，致製造業景氣轉趨疲弱。2019 年(疫情前)製造業就業人數已呈下降趨勢，可能與台灣 15 歲以上民間人口、工作年齡人口減少等結構性因素及產業自動化減少人力僱用趨勢等有關。

¹⁹ 總就業人數包括農業、工業(製造業包含在內)及服務業就業人數。本年第 2 季與 2019 年比較，農業部門減少 4.8 萬人、工業部門減少 4.9 萬人、服務業部門增加 10.7 萬人。

一 人力僱用數量指數；本年以來，台灣製造業景氣持續低迷，致**製造業 PMI 人力僱用數量指數連續 8 個月緊縮**；服務業景氣則自 2 月以來轉趨熱絡，致**非製造業 NMI 人力僱用數量指數連續 6 個月擴張**(圖 19)，呈現兩業人力需求**分歧**狀況。

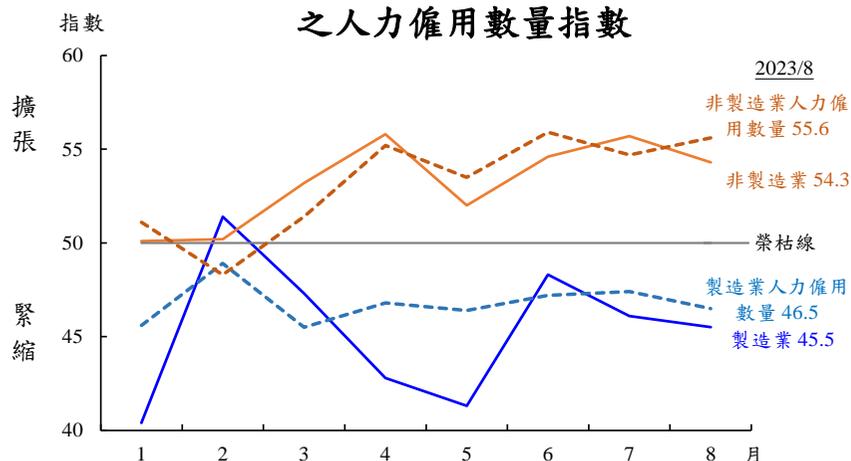
2. 相對於主要經濟體，疫後台灣整體人力需求相對溫和，致**整體薪資增幅與物價漲幅亦屬溫和**

(1) **本年第 2 季與 2019 年第 4 季相較，台灣薪資累計成長幅度為 7.6%，低於美國(19.5%)、英國(18.7%)、歐元區(13.4%)、南韓(12.3%)，僅高於日本(3.0%)(圖 7)。**

(2) 就產業別觀察，長期以來，台灣製造業薪資平均增幅高於服務業薪資增幅(如 1998~2020 年製造業之 1.9%略高於服務業之 1.2%；2021~2022 年製造業之 5.8%更遠高於服務業之 1.8%)²⁰；惟**自上年第 4 季起**因台灣出口持續衰退，致**製造業薪資成長大幅減緩，且低於服務業薪資成長**，使**本年整體薪資成長轉緩**(圖 20、圖 8)。

(3) **今年上半年，台灣服務業與製造業薪資年增幅各為 1.8%及 1.0%，均低於主要經濟體(如美、歐、英多逾 5%，日、韓亦有 2.6~4.3%，圖 9)。**儘管台灣服務業薪資漲幅稍大，係使 CPI 服務類價格居高的原因之一；惟台灣服務業薪資增幅相對溫和，故**本年 1~8 月台灣 CPI 年增率 2.29%，亦遠低於英(9.0%)、歐(6.7%)、美(4.5%)、韓(3.7%)、日(3.5%)，圖 10)。**

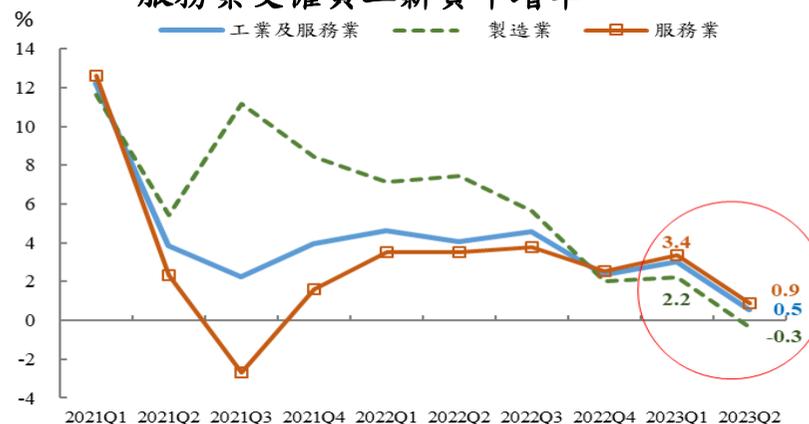
圖 19 本年以來台灣製造業 PMI 與非製造業 NMI 之人力僱用數量指數



註：製造業 PMI 與非製造業 NMI 人力僱用數量指數高(低)於 50 代表人力僱用數量擴張(緊縮)。

資料來源：中華經濟研究院

圖 20 2021 年以來台灣工業與服務業、製造業及服務業受僱員工薪資年增率



註：本圖季資料係月資料之簡單平均。

資料來源：主計總處

²⁰ 詳中央銀行(2023)，「我國製造業與服務業勞動報酬成長差異之原因分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6月15日。

3. 當前台灣勞動市場緊俏情勢不同於美國，而儘管疫情前後台灣非線性菲利普曲線的發展與美國相似，惟台灣貨幣政策考量與美國不同，勞動市場調整對於貨幣政策之意涵，亦與美國不同

(1) 觀察台灣非線性之菲利普曲線發展，疫前菲利普曲線較平坦(即失業率大幅上升時，通膨率小幅下降)，疫後則較疫情前陡峭(圖 21)。若影響近期供需之循環性因素消退，如疫後服務業景氣熱絡程度逐漸下降等，則通膨率與失業率之抵換關係，或將由菲利普曲線接近垂直線，回歸至疫情前之負斜率曲線。

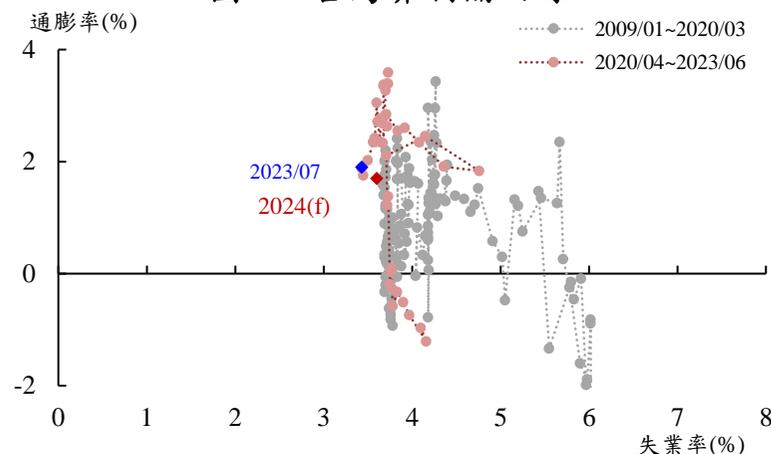
(2) 根據「中央銀行法」，台灣貨幣政策執行係為達成多重法定目標²¹，其中並未如美國將就業極大化列為貨幣政策最終目標；此不同於美國 Fed「雙重目標」將最大化就業列為優先目標之一，而須衡酌通膨率與失業率的抵換關係。

一 本行未直接將充分就業列為貨幣政策最終目標，主要係國內外相關研究大抵顯示，充分就業與物價穩定目標有衝突，且充分就業難以精確衡量；此外，就業情勢會受到諸多非貨幣政策因素所影響²²。

再者，台灣為小型開放經濟體，國內經濟成長與就業情勢亦深受國際景氣影響，相較於美國等經濟規模較大或內需導向型國家，台灣運用貨幣政策促進經濟成長與充分就業，在本質上更有其侷限性。

一 基於當前台灣通膨相對溫和，故毋須如美國採取大幅緊縮貨幣政策因應高通膨；上年以來本行係採溫和漸進緊縮貨幣政策，以促進物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展。

圖21 台灣菲利普曲線



資料來源：Refinitiv Datastream，S&P Global Market Intelligence

²¹ 本行經營目標包括：(1)促進金融穩定、(2)健全銀行業務、(3)維護對內及對外幣值之穩定(即指維持物價穩定與新台幣匯率動態穩定)，(4)並於上列目標範圍內，協助經濟之發展。由於物價與匯率穩定、金融穩定與健全銀行業務，有利各種經濟資源有效運用，係經濟持續成長的基礎。因此，「中央銀行法」規定，本行在前三項目標範圍內，協助經濟發展，以彰顯前三項目標的相對重要性。

²² 包括人口規模及結構趨勢、勞動力所需的工作類型及技能變化，以及教育及訓練政策等

(七)結論

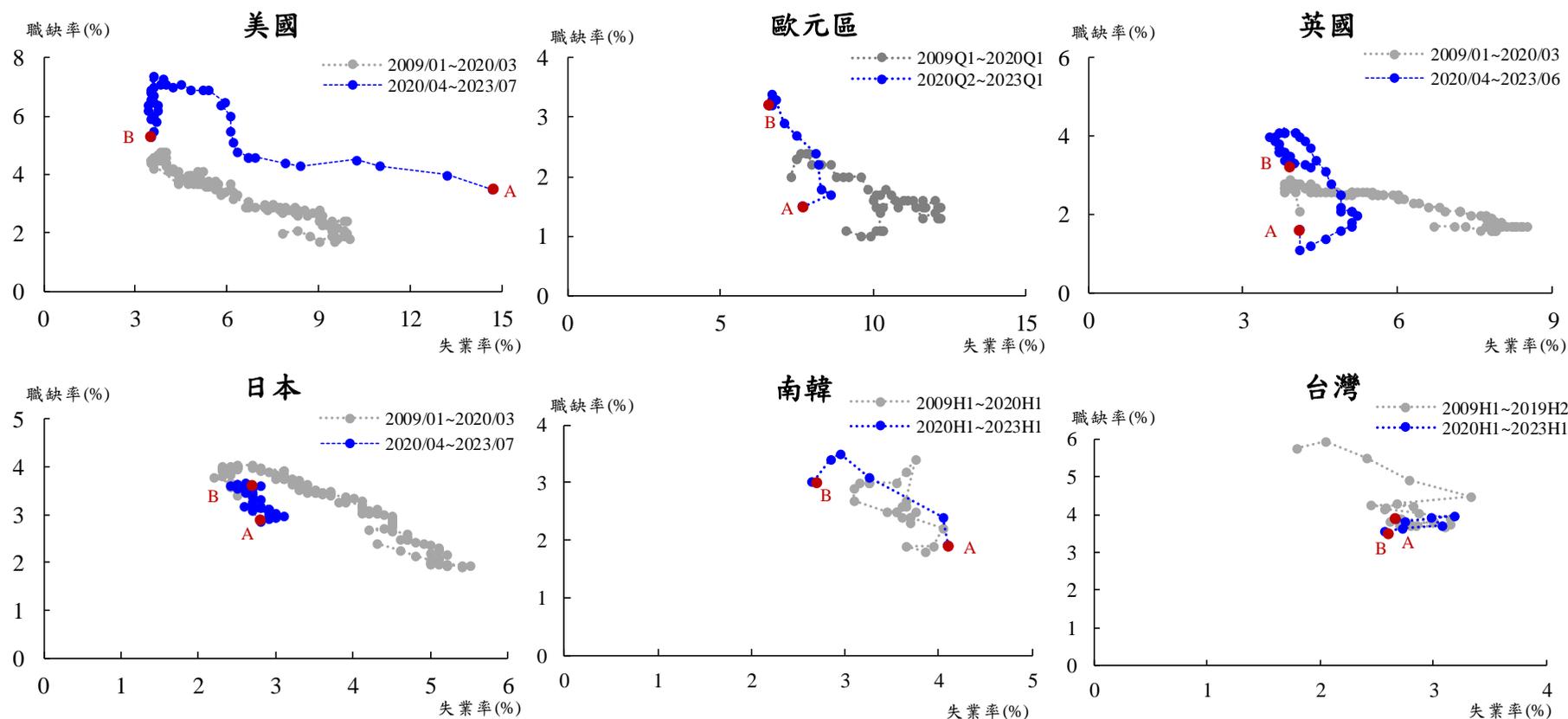
1. 當前台灣勞動市場供需大抵平衡與主要經濟體勞動市場緊俏情勢不同：當前美、英、歐、日及南韓等勞動市場多較疫情前緊俏，主因勞動供給因就業信心恢復而較疫情前增加，加以疫後經濟復甦，帶動服務業勞動需求強勁；惟台灣勞動力與勞參率均未出現大幅變動，且勞動需求亦因服務業與製造業景氣分歧而相對溫和。
2. 本年以來台灣薪資漲幅相較主要經濟體溫和：本年，歐、英經濟轉趨停滯，惟因通膨壓力偏高，薪資漲幅亦較過去上升，出現薪資物價盤旋上升情況；因服務業薪資隨服務業景氣擴張而上升，帶動美國薪資穩健成長，日本則擺脫長年通縮且薪資漲幅上升。台灣雖服務業薪資溫和上升，惟製造業薪資成長大幅減緩，致整體薪資成長相對溫和。
3. 由於服務類價格居高，本年全球通膨雖降溫仍居高；預期美歐等主要央行仍將維持高利率一段時間，使通膨逐漸降至 2%：主要經濟體服務業薪資成長率均高於製造業，為推升服務類價格上漲，且漲幅高於商品類價格的重要因素。因應高通膨，上年以來主要央行已大幅升息，當前政策利率接近具限制性水準，本波升息週期將接近尾聲，惟為避免通膨預期升高，高利率仍將維持一段時間，可望持續引導總合需求及總合供給調整，明年通膨率將續降，且 2025 年通膨率可望回降至 2% 政策目標水準。
4. 當前台灣勞動市場緊俏情勢不同於美國，薪資與通膨相對溫和，貨幣政策採行基調亦不同：
 - (1) 台灣勞動市場結構與美國差異大，台灣服務業就業市場人數僅約為製造業之 2 倍²³，不若美國之服務業就業市場人數約為製造業之 8 倍。因此，儘管疫後台灣服務業景氣復甦帶動勞動需求上揚，惟台灣為小型開放濟體，製造業勞動需求因全球景氣低迷而不振，致整體勞動市場未如美國呈現異常緊俏情勢，而大抵呈供需平衡，薪資成長與通膨亦相對溫和。
 - (2) 台灣貨幣政策執行主要係為達成物價穩定與金融穩定，並於上述目標範圍內協助經濟發展等多重經營目標；此不同於美國 Fed「雙重目標」將最大化就業列為優先目標之一，而須衡酌通膨率與失業率的抵換關係；因此，台灣勞動市場的調整對於貨幣政策之意涵與美國並不相同。基於台灣通膨相對溫和，故毋須如美國採取大幅緊縮貨幣政策因應高通膨；上年以來本行係採溫和漸進緊縮貨幣政策，以促進物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展。

²³ 與薪資相關的係受僱員工人數，則台灣服務業受僱員工人數約為製造業的 1.7 倍。

附錄 1：其他主要經濟體勞動市場貝弗里奇曲線調整未如美國明顯，而非線性菲利普曲線變動則相似

1. 主要經濟體勞動市場職缺率與失業率調整表現分歧，貝弗里奇曲線外移情況未如美國明顯，然多有疫後職缺率升至高點回落，且失業率先升後降情況(即 A 點向左上方移動至 B 點)(附圖 1-1)；當前勞動需求漸減，職缺率自高點回落，失業率呈緩步上升，貝弗里奇曲線有望回歸至疫情前情況(即灰色點區域)(附圖 1-1)。

附圖 1-1 主要經濟體貝弗里奇曲線(職缺率與失業率之關係)



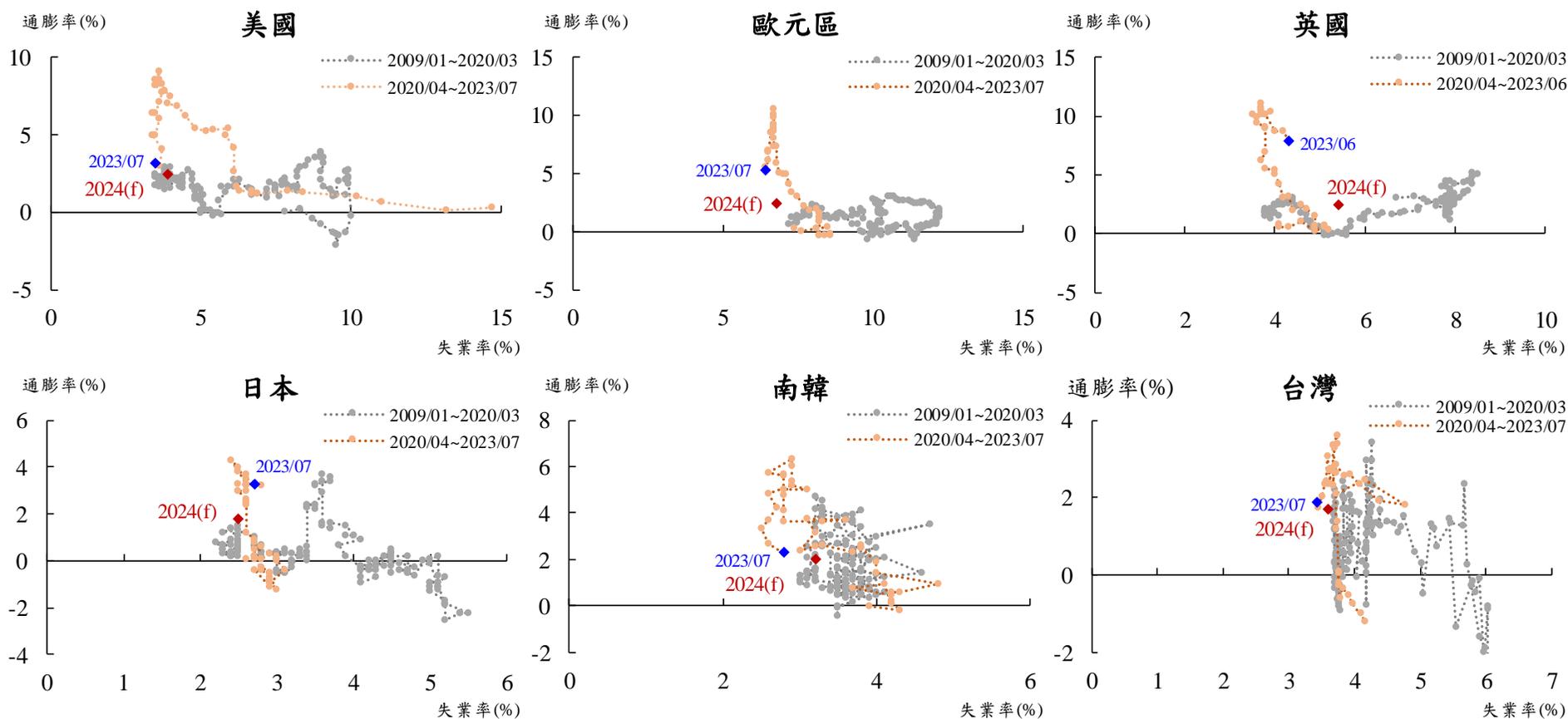
註：1. 各經濟體職缺率資料頻率不同，美、英、日為月資料，歐元區為季資料，南韓與台灣則為半年公布之資料，畫圖時失業率配合職缺率頻率，以月平均資料呈現。

2. 圖中 A 點及 B 點分別為疫情開始及最新資料的職缺率與失業率相對位置。由於南韓與台灣資料點較少，分析有其限制。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

2. 主要經濟體的非線性菲利普曲線變動情勢相似，而且美國可能處於菲利普曲線非線性轉折點，其餘經濟體則亦可能趨向菲利普曲線非線性轉折點，隱含通膨降溫時，失業率應不至大幅上升；俟勞動市場緊俏之循環性因素消退，通膨率與失業率之抵換關係或將由菲利普曲線陡峭端回歸至疫情前之平坦端。

附圖 1-2 主要經濟體菲利普曲線(通膨率與失業率之抵換關係)



資料來源：Refinitiv Datastream，S&P Global Market Intelligence (2023/9/15)

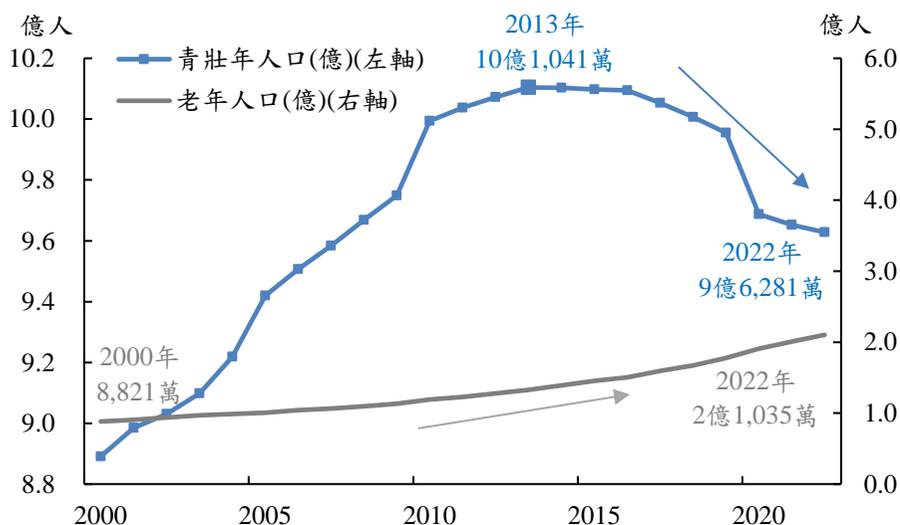
附錄 2：中國大陸勞動力持續下降，青年勞動市場錯配問題嚴峻，內需不振有通縮疑慮

1. 中國大陸人口紅利優勢不再，**勞動力供給減少已成趨勢**，加以**疫情影響勞動力供需結構**，本年以來，**勞動力及就業人數均未恢復至疫情前水準**。

(1)**主要工作年齡(15-64 歲)人口**，自 2013 年即逐年下滑(附圖 2-1)；老年人口(65 歲以上)則持續攀升，聯合國預測 2050 年中國大陸及香港老年人口占比將逾 40%²⁴，**老齡化亦成為其經濟發展隱憂**。

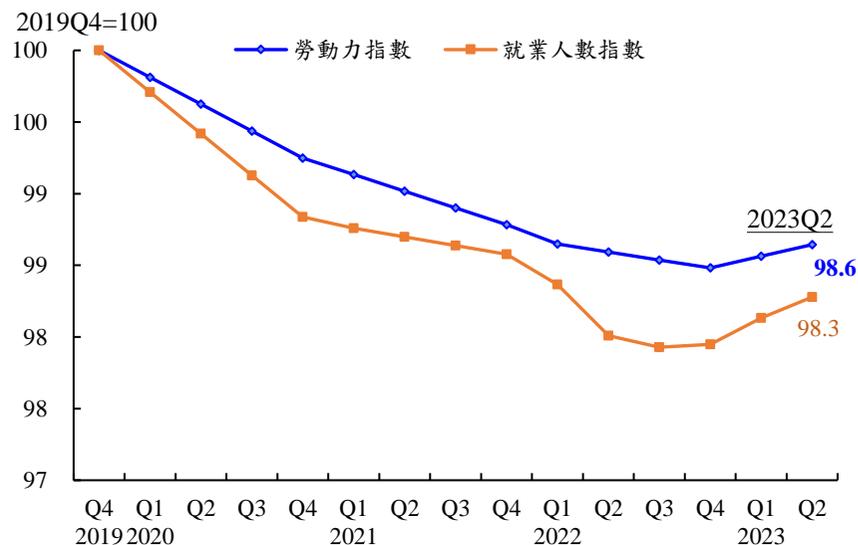
(2)近年疫情影響勞動力供需結構，亦使勞動市場受衝擊。本年以來，**中國大陸勞動力及就業人數雖有回升**，惟**均未回復至疫情前水準**，本年第 2 季勞動力及就業人數分別較 2019 年第 4 季下降 1.4%與 1.7%(附圖 2-2)。

附圖 2-1 中國大陸青壯年及老年人口



資料來源：中國大陸國家統計局

附圖 2-2 中國大陸勞動力與就業人數指數



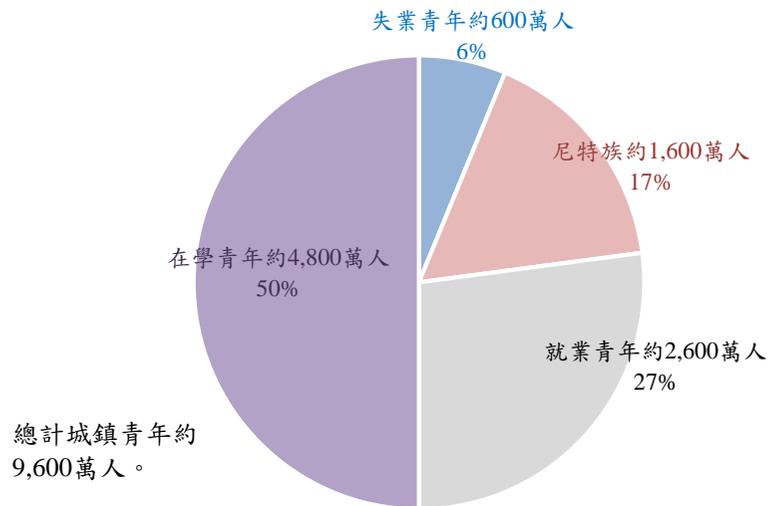
資料來源：Oxford Economics

²⁴ United Nations (2023), "Leaving No One Behind in An Ageing World," Department of Economic and Social Affairs, Jan.

2. 青年勞動市場錯配加劇製造業勞力短缺，並推升青年失業率。

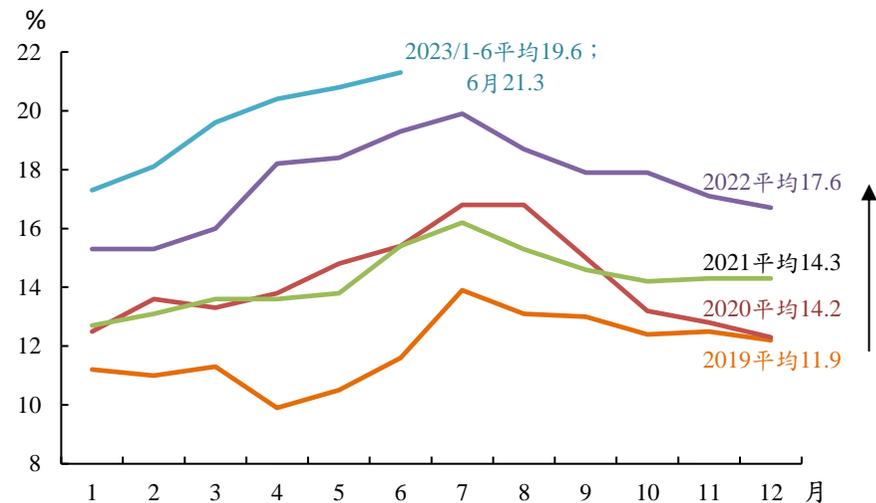
- (1) 中國大陸青年勞工教育程度已普遍提升，且受家庭支援及保護，不願屈就「薪資少、工時長、強度大」的傳統製造業²⁵，估計約 20% 的年輕勞工任職於房地產、高科技及補教業等產業²⁶。
- (2) 隨中國大陸政府 2021 年加大監管房地產、高科技及補教業，產業前景轉壞致其勞工需求下降，復以疫情封控影響就業，青年勞工選擇退出市場，估計目前「尼特族」或「啃老族」約有 1,600 萬人，占城鎮青年人數比例高達 17%(附圖 2-3)；青年失業率均較過去有所增加，本年 6 月更攀升至 21.3%²⁷(附圖 2-4)。
- (3) 青年族群消費傾向較高，青年失業狀況嚴峻可能阻礙消費需求復甦，制約內需成長；而若就業情況惡化，為數甚多的失業青年不僅不利生產力提升，亦恐將危及社會穩定。

附圖2-3 中國大陸城鎮青年(16-24歲)就業就學情況



資料來源：Shuli, Ren (2023), "How Is China's Youth Unemployment, Really?"
Bloomberg Opinion, Jul. 27

附圖 2-4 中國大陸城鎮青年(16-24 歲)調查失業率



資料來源：Refinitiv Datastream

²⁵ 近年缺工最為嚴峻的 100 行業中，逾半數為「生產製造及有關人員」，詳人民網 (2022)，「年輕人真的在『逃離』工廠嗎？」，3 月 15 日。

²⁶ Wei, Maggie et al. (2023), "China Post-reopening Consumption Recovery: Large Potential, Lingering Scars," *Goldman Sachs*, Jan. 18.

²⁷ 中國大陸已停止公布城鎮青年失業率，本年 6 月數據為最新可得資料。

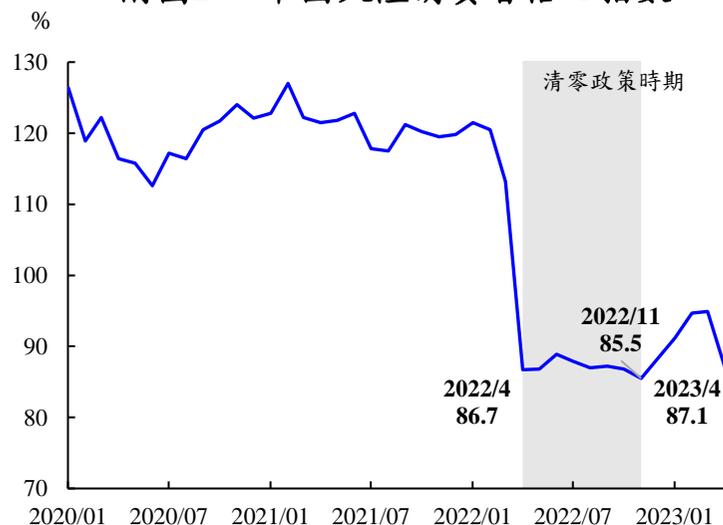
3. 民眾信心不足，**民間消費疲弱**，本年 7-8 月通膨率平均僅-0.1%，預期**薪資成長將轉弱**，**通縮疑慮猶存**。

(1) 解封後民間消費未迎來強勁復甦，主因嚴格封城與清零政策致所得與消費緊縮之傷疤效應(scarring effects)持續；且房地產占中國大陸家庭資產配置約 7 成，房地產景氣低迷，房價漲幅趨緩透過財富效果抑制消費，民眾消費信心降至接近實施清零政策時期(附圖 2-5)。

(2) 民眾消費信心疲弱，**消費短暫反彈後即失去動能**；本年 7 月通膨率跌落至-0.3%，惟 8 月略回升至 0.1%，且不含食品及能源之核心通膨率大抵維持平穩趨勢(附圖 2-6)；中國人民銀行認為，待基期因素消退，通膨率當可轉正。

(3) 中國大陸本年 1-7 月工業企業利潤率較上年下降 15.5%，預期其薪資成長亦將轉弱(附圖 2-7)，**若民眾對經濟前景之信心遲未恢復**，消費需求進一步下降，恐致價格螺旋式下跌，**通縮風險猶存**。

附圖2-5 中國大陸消費者信心指數



註：中國大陸已不再更新該指數，本年 4 月為最新數值。

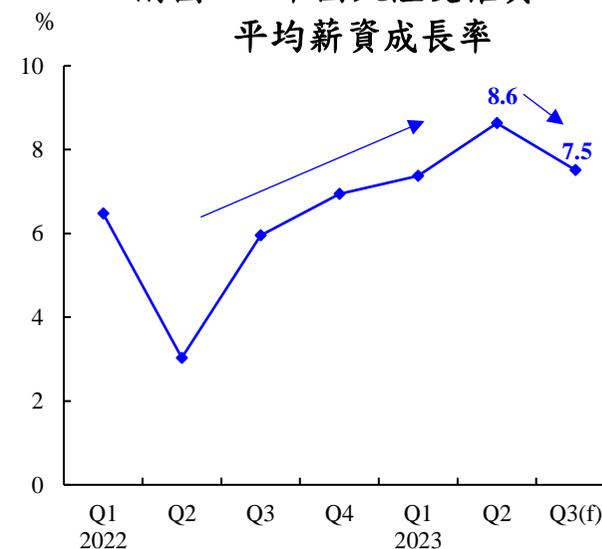
資料來源：中國大陸國家統計局

附圖 2-6 中國大陸通膨率與核心通膨



資料來源：Refinitiv Datastream

附圖2-7 中國大陸受僱員工平均薪資成長率



註：2015 年起中國大陸要求基本薪資每二至三年應至少調整一次，2015-2019 年平均受僱員工薪資成長率為 10.3%。

資料來源：Oxford Economics

四、美國 Fed 貨幣政策動向及外資投資策略對國內股匯市之影響

上(2022)年第三季本行理監事會會後參考資料提及，**Fed 貨幣政策**除影響美債殖利率水準外，尚影響**美元匯價**與**市場風險趨避程度**，三者交互作用構成**全球共同因素**，影響全球風險性資產價格及資本移動方向，並造成**全球金融循環**(global financial cycle, GFC)現象¹。另由股價評價模型亦可知，美債殖利率、股利未來表現及投資者風險偏好等因素為股價評價關鍵，更進一步凸顯出近兩年來 Fed 貨幣政策對 GFC 及風險性資產(股市)評價所帶來的重大影響²。

例如，**上年 Fed 為抑制高通膨，強力緊縮貨幣政策**，造成美債殖利率大幅攀升，國際資金回流美國，**美元走升**，影響投資者對未來經濟前景預期及風險偏好，**GFC 轉趨高度緊縮，風險性資產(如股市)價格下跌**；而自上年 11 月至本年 5 月中旬，**Fed 放緩升息步調**，美債殖利率未再攀升、甚或緩步下跌，**美元亦走弱，有利投資者風險偏好回升**，GFC 轉為擴張，各國股市紛呈上漲。隨後，市場雖預期 **Fed 升息循環已接近尾聲**，同時亦接受**高利率將持續較長期間之觀點**，美債殖利率走高，美元小幅回升；另由於**美國經濟表現具韌性**，投資者預期經濟陷入衰退機率低，加以**人工智慧(AI)相關產業之業績帶動**，投資者風險偏好明顯上升，GFC 續呈擴張，各國股市仍維持高檔。

本文依據不同階段來說明**近兩年 Fed 貨幣政策走向、及其所帶動之美元走勢與投資者風險趨避行為等全球共同因素對全球股市之影響**。由於台股走勢與美國科技股連動性高，此期間台股走勢亦深受前述因素(如 Fed 貨幣政策及 GFC 等因素)所影響，加以國際資金(外資)對國內股匯市影響力大，其進出台股除經常帶動台股走勢外，亦對新台幣對美元匯率造成影響；因此，本文亦扼要說明不同時期外資對國內股匯市之影響，俾供外界參考。

¹ 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。

² 中央銀行(2022)，「本年 Fed 緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響—外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

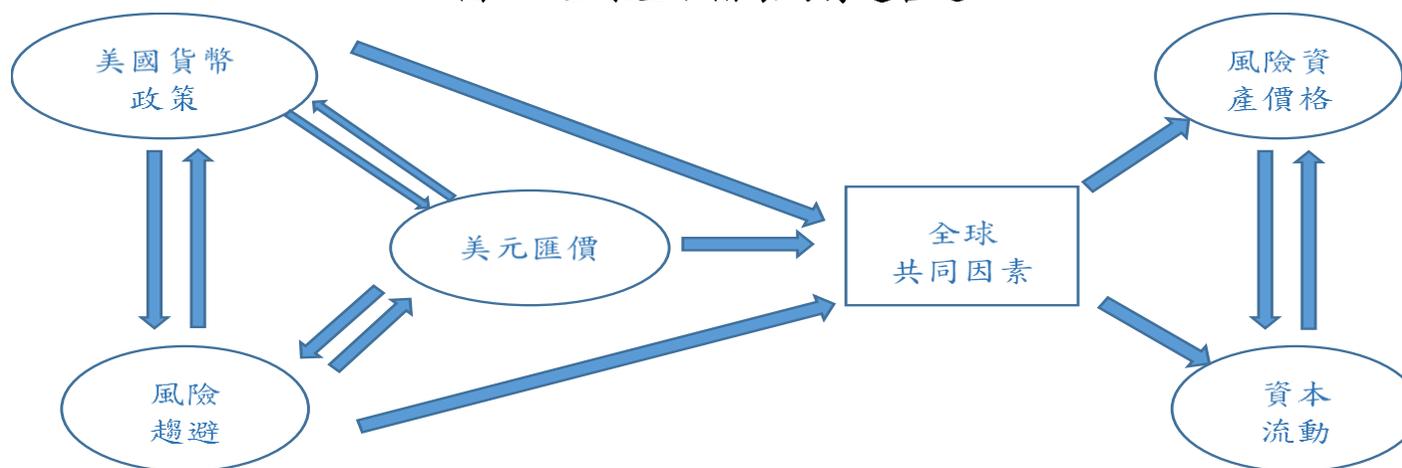
(一) Fed 貨幣政策與國際金融循環牽動全球金融市場情勢

1. Fed 政策利率及市場風險情緒與全球金融循環息息相關

(1) 近年美國貨幣政策及全球風險趨避行為係驅動全球金融循環之兩股主要力量，加上美元匯價，三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球風險性資產價格及全球資本流動，並成為全球經濟金融發展之不穩定因子³(圖 1)。

(2) 上年 Fed 為抑制美國嚴峻通膨而加速緊縮貨幣政策，因貨幣政策對總體經濟之影響具落後性，其對經濟影響之累積效果逐漸浮現，未來美國經濟及通膨走勢之不確定性因而升高，導致金融市場對 Fed 未來升息路徑之預期變得相當敏感，更易受出乎預料的經濟數據、Fed 官員談話及風險性事件之影響，而改變對 Fed 未來升息路徑之預期⁴。

圖 1 全球金融循環的傳遞管道



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

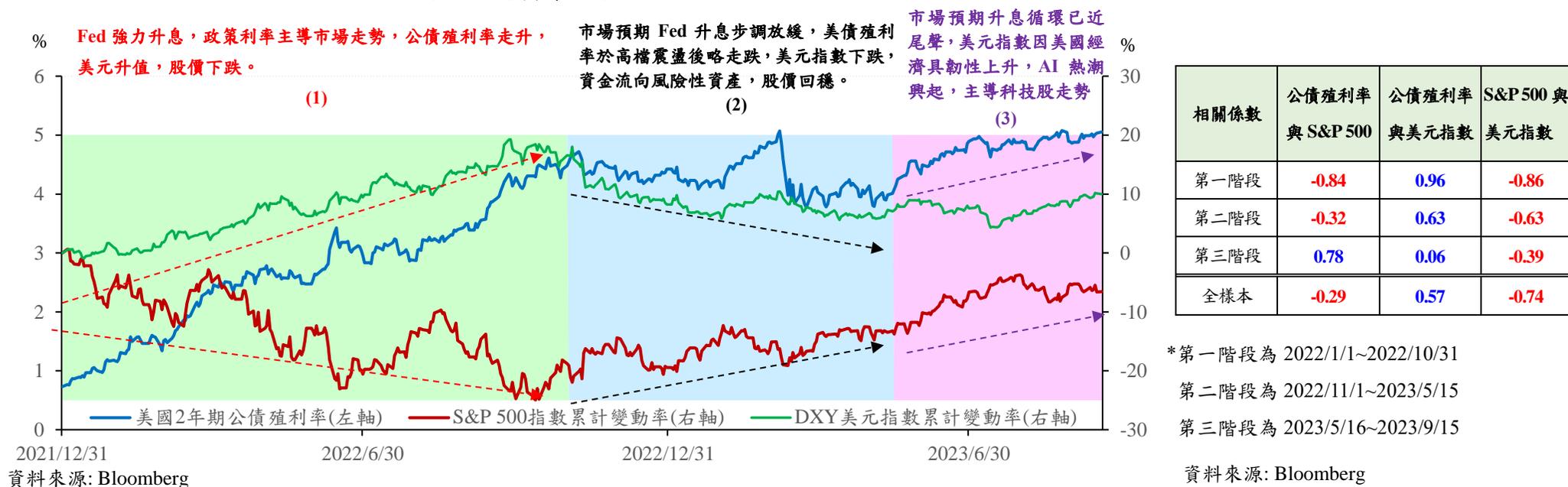
³ 英國倫敦商學院講座教授 Hélène Rey 於 2013 年指出，美國貨幣寬鬆或緊縮促使跨國資本快速且大規模自由進出，投資者對風險偏好(risk on)或嫌惡(risk off)態度以及槓桿化(leverage)或去槓桿化(deleverage)的行為，使風險性資產價格劇烈變動，全球各國經濟金融因而暴漲暴跌 booms and busts，易使各國嚴重受創，演變成全球問題，此一反覆循環現象稱為全球金融循環(global financial cycle)，在資金自由進出環境下，就算採取浮動匯率也難以達成貨幣政策自主性，開啟了近年來著名的全球金融循環研究課題。Habib and Venditti (2018)再將 Rey 的全球金融循環觀念進一步流程圖化(參考 Habib, M. and F. Venditti (2018), “The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank)。

⁴ 詳見中央銀行(2023),「近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉變及其影響」, 央行理監事會後記者會參考資料, 3 月 23 日。

2. Fed 貨幣政策、美元指數、美國公債殖利率及美股走勢(圖 2)：美元指數與美股呈現負相關

- (1) 當市場預期 Fed 緊縮貨幣政策，市場投資人轉趨風險趨避時，美元指數(DXY)⁵受到美國公債殖利率上揚及避險買盤推升而上升，資金自風險性資產撤出，致國際股市多呈下跌。
- (2) 當市場預期 Fed 貨幣政策轉趨寬鬆，投資人風險偏好趨於樂觀時，美元指數(DXY)表現相對疲弱，資金流入風險性資產，致國際股市多呈上揚。
- (3) 上年以來，美股、美債及美元指數變化如下：
- 第一階段：Fed 強力升息，政策利率主導市場走勢，公債殖利率走升，美元升值，股價下跌。
 - 第二階段：市場預期 Fed 升息步調放緩，美債殖利率於高檔震盪後略走跌，美元走貶，資金流向風險性資產，股價反彈。
 - 第三階段：市場預期 Fed 升息循環已近尾聲，美元指數因美國經濟具韌性微幅上升，AI 熱潮興起，主導科技股走勢。

圖 2 美國股債市及美元指數動向



⁵ 美元指數(DXY)之組成權重分別為歐元(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)。

(4)由股利折現模型分析，近2年美股評價變動原因如下(表1)：

- 上年1~10月美股評價下修，主要原因包括①Fed **加速緊縮貨幣政策**，帶動無風險利率上揚；②市場**擔憂經濟前景**，預期企業未來股利可能下滑；③**總體經濟不確定性升高**，投資股市之風險溢酬攀升。
- 本(2023)年以來，美股走勢向上，反映①**市場預期 Fed 升息循環即將接近尾聲**，無風險利率升勢趨緩；②人工智慧(AI)熱潮帶動投資人對於美國科技業未來股利成長率之樂觀預期；③市場推測美國經濟「**軟著陸**」之可能性逐漸浮現，股票風險溢酬下滑。

表 1 股價評價變動方向

股利折現模型(Dividend Discount Model)：

$$\text{股價評價} = \frac{\text{未來股利}}{\text{無風險利率} + \text{風險溢酬} - \text{股利成長率}}$$

變動因素	第一階段 (2022/1/1~2022/10/31)		第二階段及第三階段 (2022/11/1~2023/9/15)	
	模型因子	股價評價	模型因子	股價評價
無風險利率	分母↑	↓	持平或微升	↓
未來股利 (含股利成長率)	分子↓ (分母↑)	↓	分子↑ (分母↓)	↑
風險溢酬	分母↑	↓	分母↓	↑

3. 全球風險性資產(如股市)受到全球金融循環影響而多呈漲跌同步之現象，且台股亦與美國科技股高度連動

(1)承前所述，Fed 貨幣政策、美元走勢及風險趨避形成全球共同因子，影響全球風險性資產價格及資金流向；如以股市為例，自上年初迄今，**MSCI 全球指數與美國 S&P500 指數走勢亦步亦趨，相關係數高達 0.98**(圖 3)。

(2)另因美國那斯達克指數及台股指數皆以**科技類股**為主⁶，兩者不僅**連動性高**，且易因**市場預期**、**資金狀況**以及科技大廠**財報**或**重要訊息**發布，影響美、台股市表現。

—**上年**由於**Fed 加速升息**，市場**資金緊縮**，**台股隨美股走跌**。

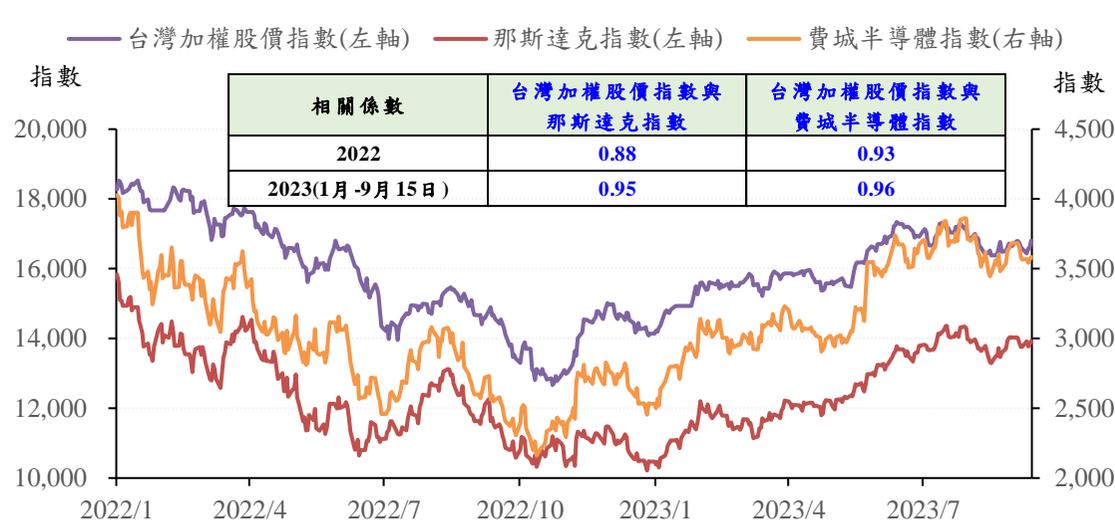
—**本年**受惠**Fed 升息循環可望近尾聲**及**AI 熱潮**，投資人預期企業未來獲利提高，**風險情緒轉趨樂觀**，帶動美國費城半導體指數、那斯達克指數及台股指數均呈揚升(圖 4)；且美股與台股**相關係數更進一步提高**(圖 4)⁷。

圖 3 美國股市(S&P500)與全球股市(MSCI 全球指數)



資料來源：Bloomberg

圖 4 美國費城半導體、那斯達克、台股股價指數



資料來源：Bloomberg

⁶ 台股集中市場電子產業市值比重高達 6 成。

⁷ 台股與美國費城半導體及那斯達克指數之相關係數分別由上年之 0.93 及 0.88 上升至本年之 0.96 及 0.95，凸顯本年 AI 議題發酵，促使台股與美股連動性進一步提高。

(二)近 2 年外資進出台股對國內股匯市之影響

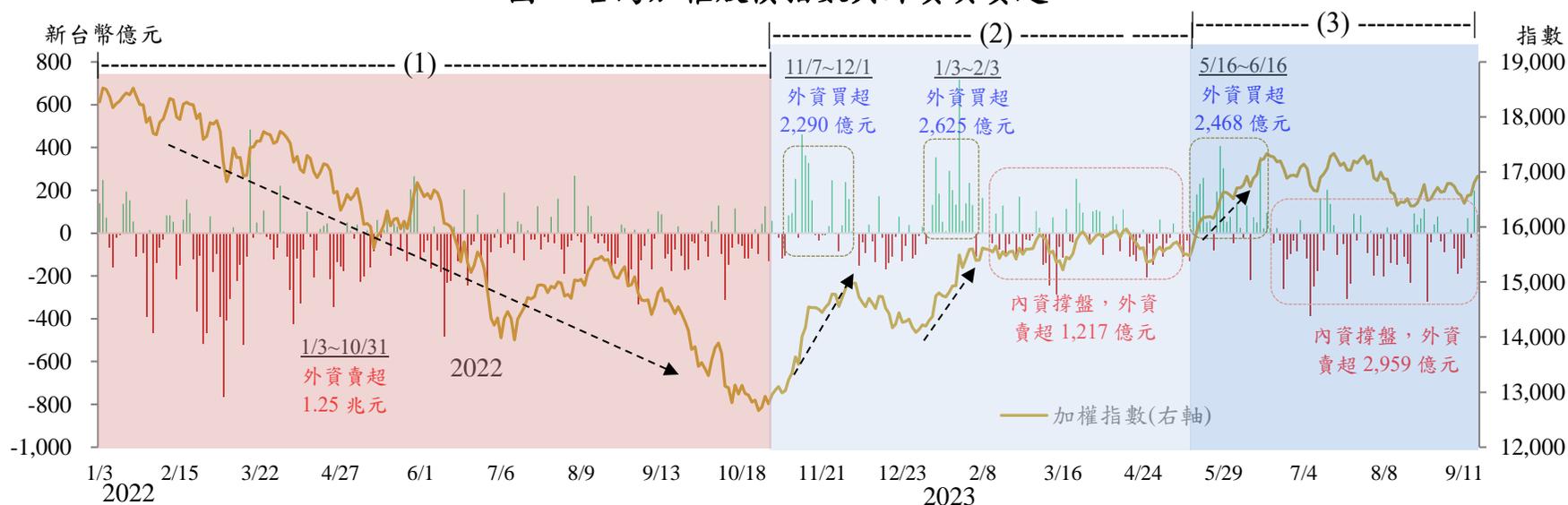
1. 近年國內股市走勢雖多由外資主導(附錄 1)，惟近期內資積極投入股市，外資影響力略降(圖 5)

(1)上年初至 10 月底：**Fed 加速緊縮貨幣政策**，導致全球金融循環緊縮，**風險趨避程度增加**，**外資大幅賣超台股實現龐大獲利**，台股下跌 28.9%。

(2)上年 11 月起至本年 5 月中旬：**市場預期 Fed 放緩升息步調**，**風險情緒趨於樂觀**，**美股止跌回升**，**外資回流買超台股**，推動大盤**上漲 18.7%**。上年 11 月至本年 2 月初，外資二度大量買超，台股自低檔反彈；而自 2 月上旬至 5 月中旬，外資則逢高調節，惟因國內資金則受股市走升激勵下進場承接，大盤走勢呈區間盤整。

(3)本年 5 月中旬至 9 月中旬：**市場預期 Fed 升息接近尾聲**，**AI 熱潮帶動美國科技股上揚**，國內電子股連帶受惠上漲，大盤**上漲 9.3%**。外資 6 月中旬前大量買超，加以國內資金進場推升台股上漲；之後外資雖再度逢高獲利了結，惟在**內資積極投入股市支撐**下，AI 概念股續漲，**台股高檔震盪**(本年以來內資投資行為詳附錄 2)。

圖 5 台灣加權股價指數與外資買賣超



註：買賣超資料係來自證期局外資買賣上市櫃公司股票狀況表；且買賣超金額不含 ETF 與權證。

資料來源：證期局、證交所

2. 近年國內匯市走勢仍多由外資進出所主導(圖 6)

外資投資國內證券之資金進出，占國內匯市交易比重達 7 成，其中頻繁進出 20 家外資，約占全體外資之 50%，其資金鉅額且集中進出，常主導國內股匯市表現(詳表 2)，並一直為新台幣匯率升貶之主要因素。

- (1) 上年初至 10 月底：外資大幅賣超台股實現獲利並匯出資金，國內股匯市齊跌，新台幣對美元貶值達 14.0%。
- (2) 上年 11 月起至本年 5 月中旬：前期(2 月初以前)市場預期 Fed 將放緩升息步調，美股止跌回升，外資匯入資金並買超台股，新台幣呈升值；惟後期(2 月初以後)，亞洲貨幣走弱，外資亦轉為淨賣超，但台股受內資支撐而盤整(如前述)，新台幣呈小幅貶值。整體而言，此期間外資淨買超，國內股匯市齊漲，新台幣升值 4.5%。
- (3) 本年 5 月中旬至 9 月中旬：美國科技股帶動國內電子股上揚，惟外資逢高獲利了結，並於 7-8 月間匯出多數獲配股利，致新台幣貶值 3.5%。整體而言，此期間亦因內資撐盤而出現股匯市不同調(詳第 3 點分析)。

圖 6 新台幣匯率與外資買賣超



2022

註：買賣超資料來自證期局外資買賣上市櫃公司股票狀況表(不含 ETF 與權證)。

資料來源：Bloomberg、證期局、證交所

表 2 近兩年國內股匯市及主要投資人投資行為

	第一階段 (2022/1/1~2022/10/31)	第二階段 (2022/11/1~2023/5/15)	第三階段 (2023/5/16~2023/9/15)
台股漲跌幅	-28.9%	+18.7%	+9.3%
新台幣匯率升貶幅	-14.0%	+4.5%	-3.5%
國內股匯市是否同向變動	國內股匯市齊跌	國內股匯市齊漲	國內股匯市不同步
外資買賣超與匯出入	鉅幅賣超併同股利匯出	買超並匯入	小幅賣超並匯出多數股利
影響台股漲/跌主要原因			
1. 美國 Fed 貨幣政策動向	Fed 激進升息導致全球金融緊縮	市場預期 Fed 放緩升息步調	市場預期 Fed 升息接近尾聲
2. 外資買賣超	賣超 476 億美元(歷史新高)	買超 76 億美元	賣超 13 億美元
3. 本國人投資行為		2~5 月間支撐台股走勢	6 月中旬以來支撐台股走勢
影響新台幣升/貶主要原因			
1. 外資匯出入	淨匯出 612 億美元 賣超台股及股利鉅額匯出	淨匯入 44 億美元 逢低進場承接台股匯入	淨匯出 134 億美元 1. 買超台股部分以 SWAP 取得 新台幣資金或以股利支應。 2. 後大量賣超台股，同時匯出 多數所獲配股利。
2. 國際匯市因素	亞幣指數走弱(-12.22%)； 美元指數走強(+16.57%)	亞幣指數走強(+5.14%)； 美元指數走弱(-8.15%)	亞幣指數走弱(-3.02%)； 美元指數走強(+2.82%)
3. 本國 ETF 資金匯出入	5~10 月贖回債券 ETF 匯入	申購債券 ETF 匯出	申購債券 ETF 匯出

註：外資匯出入金額係依現金流量基礎計算，與金管會公布之金額以資產面基礎統計不同。

資料來源：證交所、中央銀行、Bloomberg

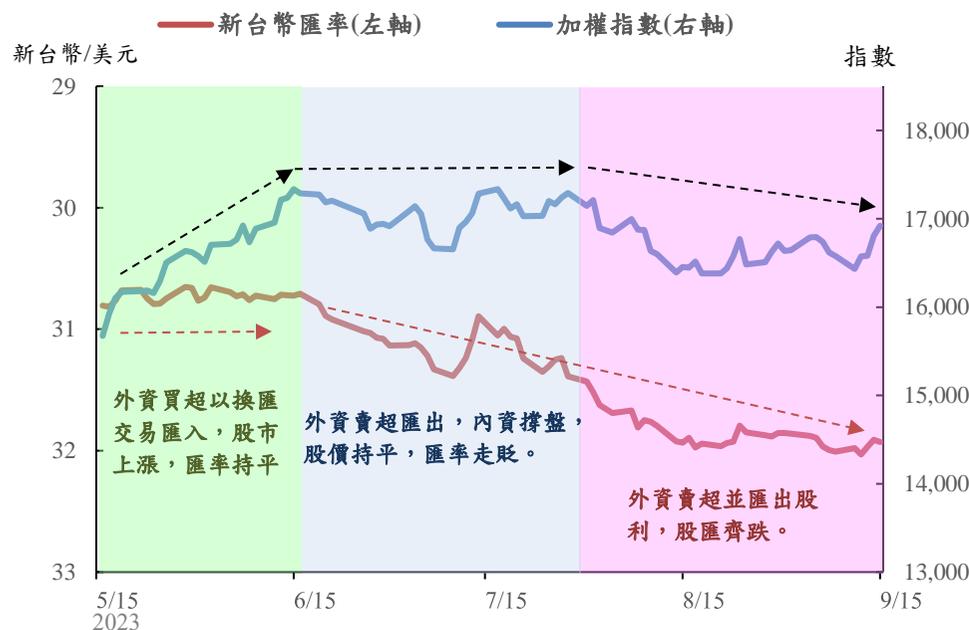
3. 本年5月中旬至7月底國內股匯市不同調，主要反映亞幣走弱使外資進行匯率避險與內資進場撐盤等因素

(1)外資逢高獲利了結並匯出豐碩股利，使新台幣匯率承壓(圖 7)

- **5月中旬至6月中旬**：AI 熱潮帶動美國科技類股上揚，國內電子股連帶受惠上漲，**大盤快速攀升**；外資雖大量買超台股，惟部分資金係以**換匯交易匯入交割股款**，對匯市影響較小，致**新台幣走勢平穩**。
- **6月下旬至7月底**：外資轉向並出售部分持股獲利了結，加以匯出部分股利，致**新台幣走貶**；惟因國人資金持續**追漲 AI 概念股**，**支撐大盤指數**，致**台股**未隨外資匯出而下跌，而是呈現**區間盤整**。
- **8月初至9月中旬**：外資持續賣超，並匯出大多數獲配股利，內資撐盤力道因市場樂觀情緒降溫而趨緩，**股市**下跌，**新台幣走貶**。

(2)此期間**美元走強**，**亞幣走貶**，故國際匯市走勢亦為**新台幣走貶之重要因素**(圖 8)。

圖 7 本年5月迄今國內股匯市走勢



資料來源：Bloomberg、證交所

圖 8 新台幣對美元匯率及亞幣指數*



2022/1 2022/4 2022/7 2022/10 2023/1 2023/4 2023/7

*亞幣指數(ADXY)之組成權重分別為人民幣(48%)、韓元(12%)、新加坡幣(12%)、印度盧比(10%)、新台幣(8%)、泰銖(3%)、馬來西亞幣(3%)、印尼盾(2%)、菲律賓披索(2%)。

資料來源：Bloomberg

(三)本行適時因應外資動向，進場調節，與其他主要貨幣相較，新台幣匯率相對穩定

1. 美國貨幣政策及市場風險偏好影響美元匯價，並帶動主要貨幣在共同因素作用下同向變動

(1)上年1月至10月：新台幣對美元匯率貶值**14.03%**，惟貶幅小於韓元(-16.53%)及日圓(-22.61%)貶幅；顯示國際美元走強下，新台幣與其他非美元貨幣均受影響，同步對美元貶值，惟新台幣貶值幅度居中(圖 9-1)。

(2)上年11月至本年5月15日：國際美元走弱，各主要貨幣均對美元升值，**新台幣對美元亦升值4.53%**(圖 9-2)。

(3)本年5月16日迄今(9/15)：國際美元小幅走升，除韓元外，新台幣及其他非美元貨幣均對美元貶值，**新台幣雖對美元貶值3.49%**，惟貶幅小於人民幣(-4.36%)及日圓(-7.93%)(圖 9-3)。

圖 9 主要貨幣對美元匯率及美元指數升貶幅

圖 9-1

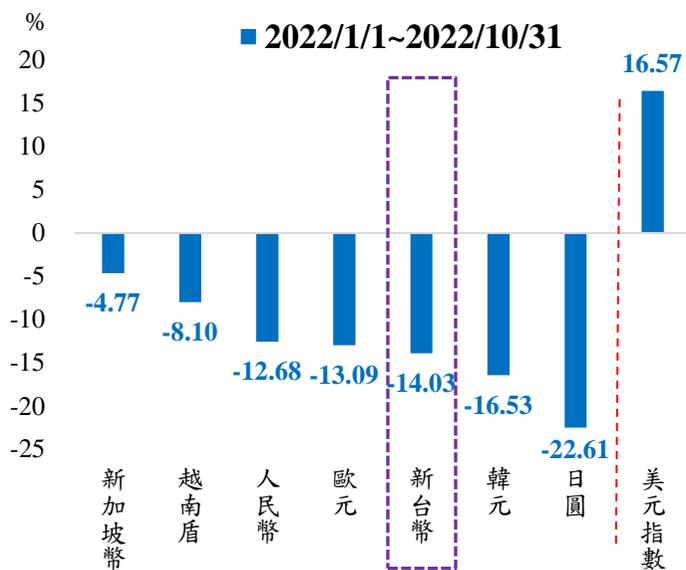


圖 9-2

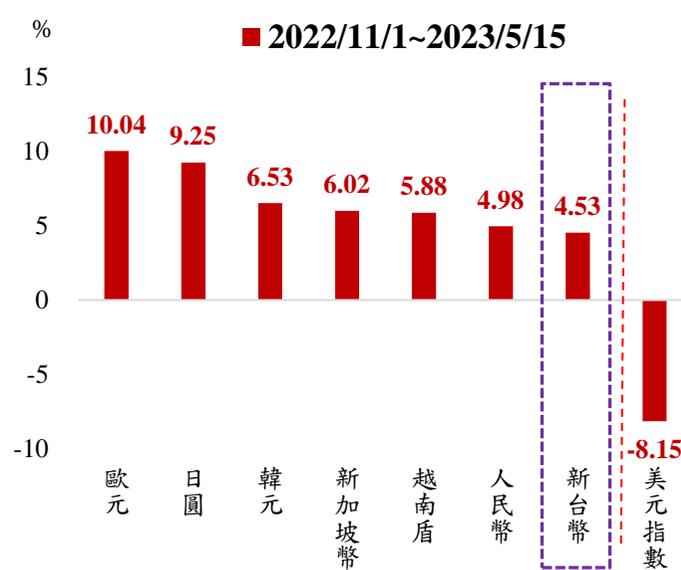
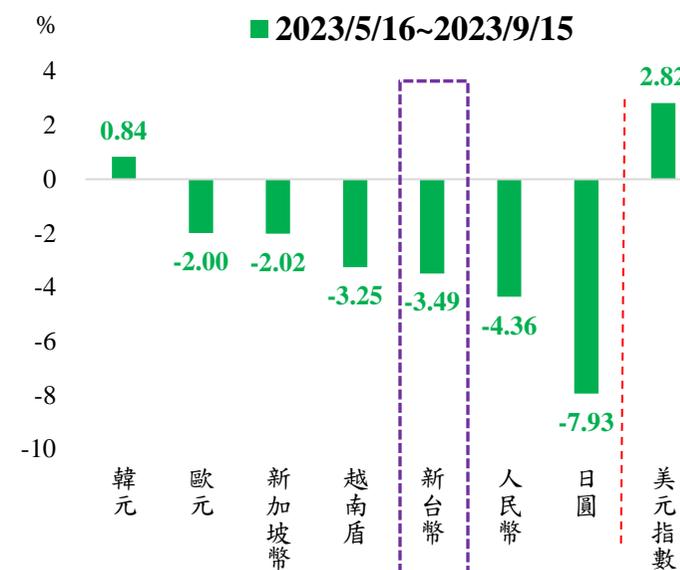


圖 9-3



*美元指數(DXY)之說明參見註 5。

資料來源：Bloomberg

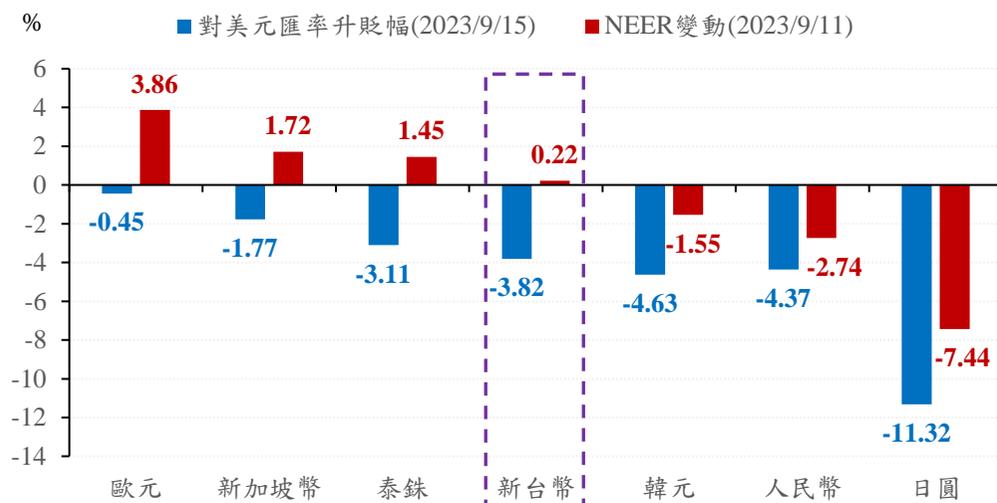
2. 本年新台幣名目有效匯率相對穩定

(1) 本年以來新台幣對美元貶值 3.82%，小於韓元(-4.63%)及人民幣(-4.37%)貶幅，貶幅居中，顯示新台幣匯率走勢主要受國際金融情勢及國際資金所影響。

(2) 由於主要貨幣均多呈同向變動，同期間國際清算銀行(BIS)編製之新台幣名目有效匯率(NEER)反呈小幅上升 0.22%，變動幅度居中，而韓元及人民幣之 NEER 則分別下跌 1.55% 及下跌 2.74%(圖 10)⁸。

3. 長期而言，新台幣對美元匯率之波動度小於歐元、日圓、韓元及新加坡幣等主要貨幣，顯示在本行適時進場調節下，新台幣匯率相對穩定(圖 11)。

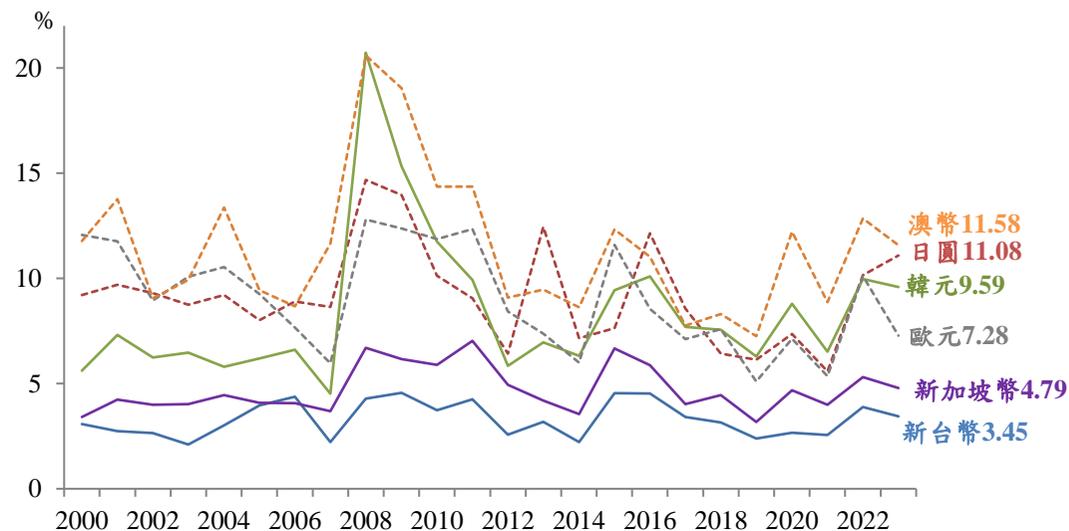
圖 10 本年迄今主要貨幣對美元匯率及其 NEER 之升貶幅



*註：NEER 採 BIS 編製之 Broad Indices NEER，按 60 國貨幣計算，係以一單位一國貨幣對其他 59 個主要貿易對手一籃貨幣的匯率指數並經加權後編製而成。另 2023/9/15 新台幣 NEER 採 BIS 最新(2023/9/11)資料暫代。

資料來源：BIS、Bloomberg

圖 11 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1. 各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)。
2. 2023 年平均波動度係該年 1 月 3 日至 9 月 15 日資料平均。

資料來源：中央銀行

⁸ 另一方面，如就較長期間觀察，自 2014 年底迄今，不僅新台幣對美元波動度小，且亦僅貶值 0.7%，而主要貨幣則對美元則大幅貶值，使新台幣 NEER 升幅達 15.9%，居亞幣之冠；此反映近 9 年來，國人資金持續回台投資，且因台灣科技業表現相對較佳，亦吸引國際資金來台投資(直接投資及證券投資)等現象。

(四)結論

美國 Fed 貨幣政策除影響美債殖利率水準外，尚影響美元匯價與市場風險趨避程度，三者交互作用並構成全球共同因素，進而影響全球的風險性資產價格及全球資本流動，造成全球金融循環。自美國 Fed 在上年 3 月強力緊縮貨幣以來，國際金融市場大幅動盪，國際資金移動對各國股匯市均帶來衝擊，如在上年 1 月至 10 月期間，Fed 為抑制高通膨快速升息，國際資金回流美國，美元走升，風險性資產價格下跌，各國股市多在利率走升下走跌；而自上年底迄今，Fed 放緩升息步調，加以市場預期其升息循環已近尾聲，美國公債殖利率大致持平而風險性資產價格則呈回升。

就國內股、匯市走勢而言，外資常扮演重要角色。外資鉅額且集中進出台灣股市，除導致股市上下波動外，亦對新台幣匯率帶來明顯影響。例如，在其賣超台股後大幅匯出，將使台股下跌、新台幣貶值(如上年前 10 月)；而自上年 11 月至本年 5 月間，隨美國通膨回穩，市場預期 Fed 將放緩升息步調，國際資金開始流向風險性資產，國際股市穩步上揚，外資進場買超台股 76 億美元，成為推升台股的主要動力，同時外資淨匯入 44 億美元，帶動新台幣對美元升值 4.5%。惟自本年 5 月至 9 月中旬，市場預期 Fed 升息循環接近尾聲，加以 AI 熱潮爆發，資金開始追捧 AI 相關概念股，外資雖自 6 月下旬起反手賣超台股，但因本國投資人參與度回溫，使台股仍受支撐，致此期間台股上漲 9.3%；不過，在新台幣匯率方面，除受國際匯市走勢影響外，由於外資將賣超股款併同獲配股利匯出，致此期間新台幣對美元貶值 3.5%，而形成股匯市不同調之現象。

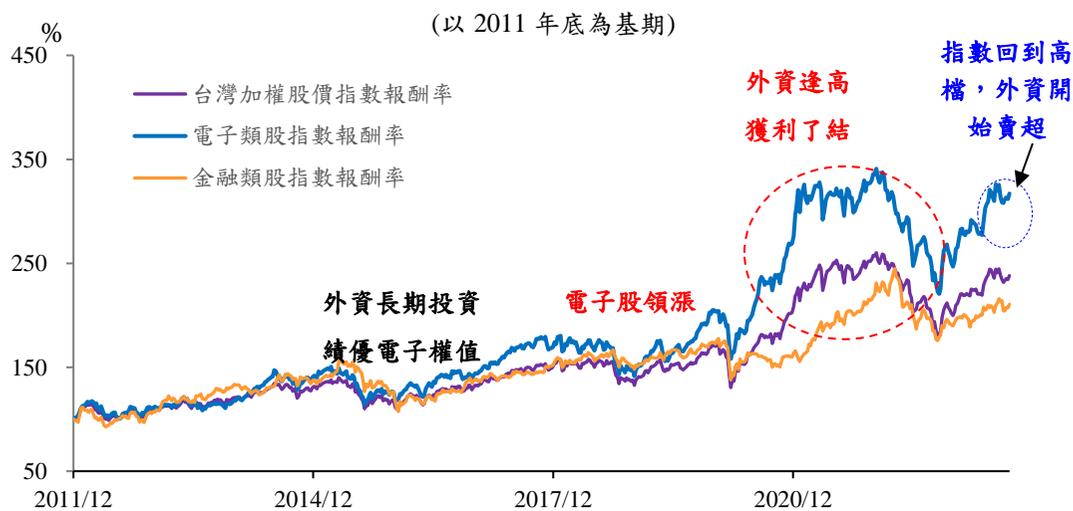
由上述說明可知，即使在 6、7 月間，外資在股市的影響力略降，但其大幅且短期進出仍會對國內匯市帶來明顯影響；因此，為因應資本快速移動，本行採取管理浮動匯率制度，有助於維持國內匯市穩定。由於當前國際金融市場仍受主要央行貨幣政策動向影響而充滿不確定性，本行將持續密切關注國際金融情勢與外資資金流向，並採有彈性之匯率政策，適時調節以維持國內匯市穩定。

附錄 1：近年外資投資台股採取靈活操作策略，獲利豐碩

1. 外資長期投資績優股，並適時調整持股，得以分享國內經濟成長利益

- (1) 觀察外資投資國內股市，整體而言以長期投資為主，在挑選企業基本而且流動性佳之個股以建立核心持股後，持續追蹤個股表現，並適時汰弱留強，調整持股。在核心持股外，部分外資挾人才、資金與技術優勢，進行各式交易策略，如配對交易、當沖及隔日沖交易等，以獲取超額報酬為目標。
- (2) 外資持有國內股票逾新台幣 17 兆元之龐大部位中，MSCI 新興市場指數成分股占其持股比重 87%，FTSE 新興市場指數成分股占其持股比重 88%，顯示個別外資追蹤指數儘管不同，但皆會如 MSCI 與 FTSE 指數季度調整般，隨經濟開放、產業興衰及個股表現而調整持股，最後整體持股會貼近表現績優個股之投資組合。
- (3) 我國電子產業發達，外資在長期投資並調整持股下，持有部分績優電子權值股逾半數股份，爰得以在電子類股指數受惠全球科技浪潮而大幅攀升之際(附圖 1-1)，攫取成長果實。例如近年台積電股價揚升，外資因長期持有台積電而享有龐大未實現獲利，並得以趁國人追漲之際(本國自然人股東增加近百萬人)獲利了結部分持股，持股比重由最高 79.7%下降至 72.4%(附圖 1-2)。

附圖 1-1 集中市場加權股價指數與電子類股指數報酬率



資料來源：證交所

附圖 1-2 台積電股價報酬率與外資持股比重



資料來源：證交所

2. 外資持股市值大幅成長，近年持續獲利了結並匯出大量盈餘

- (1) 外資近年採取逢高調節持股策略，獲利了結資金達 1,254 億美元：2019 年底迄本年 8 月底，台股經歷大幅震盪，期間外資雖有短線大量買超台股，惟在台股拉高後，持續逢高獲利調節持股，累積 3 年半來賣股 702 億美元，加以同期間獲配豐碩股利 552 億美元，獲利了結資金達 1,254 億美元，且多數以盈餘匯出(附表 1-1)。
- (2) 鉅額資金匯出後，截至本年 8 月底，外資投資國內資產市值約 5,625 億美元，扣除所匯入本金，帳上仍握有未匯出之龐大獲利 3,327 億美元(附圖 1-3)；不考慮再投資收益，外資持有市值加計匯出資金，相比 2019 年底持有市值之總報酬率約 57.0%⁹，顯示外資長期布局績優股，輔以逢高調節之投資策略成果斐然。

附表 1-1 外資近年獲配現金股利運用情形

單位:億美元

年度	買賣超金額	獲配股利(稅後)	獲利了結資金
	A	B	-A+B
2020	-166	117	283
2021	-179	139	318
2022	-386	180	566
2023/1~8	29	116	87
合計	-702	552	1,254

註:外資買賣超金額包含我國上市及上櫃公司股票(證期局統計)
資料來源:證期局、中央銀行

附圖 1-3 外資持有資產市值與淨匯入本金



註:外資持有國內股票部位市值占 99%，其餘 1%為現金及債券部位
資料來源:證交所、中央銀行

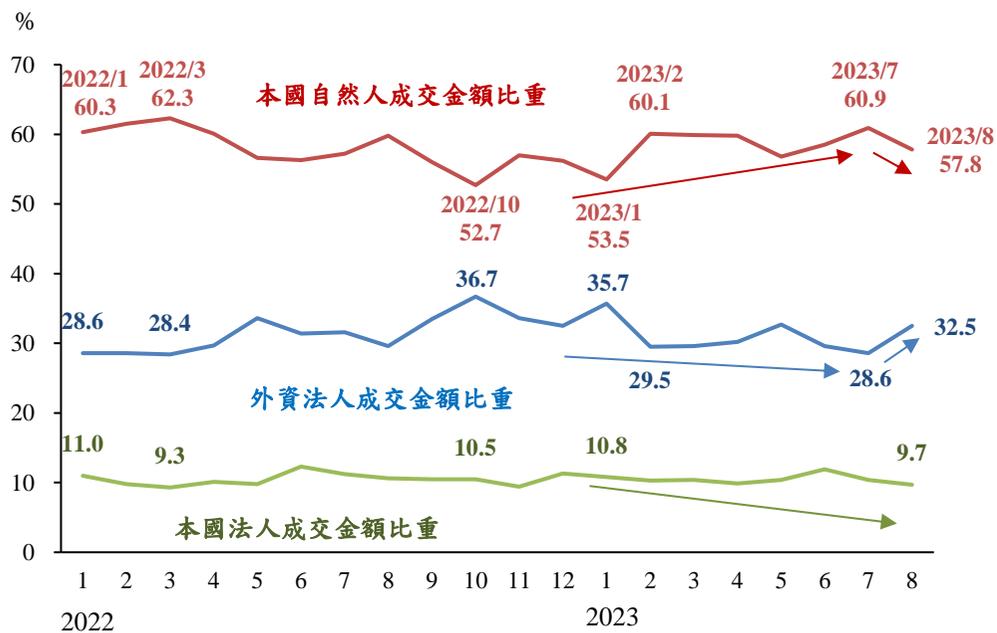
⁹ 總報酬率係將資產市值以月底匯率、匯出入淨額以當年度平均匯率轉換為新台幣後估算。

附錄 2：上年外資法人交易比重提高，本年國人投資意願回溫(附圖 2-1、附圖 2-2)

1. 上年初至 10 月底，本國人投資意願降溫：上年受到**主要央行升息**，**資金由鬆轉緊**影響，本國人交易下滑，**外資大幅賣超**成為**台股下跌之主因**。
 - (1)本國**自然人日平均成交金額**及**比重**分別由上年 3 月**高峰** 4,068 億元及 62.3%，**降**至 10 月 2,036 億元及 52.7%。
現股當沖日平均交易金額亦由上年 3 月**高峰** 2,562 億元滑落。
 - (2)外資成交比重由上年 3 月 28.4%升至 10 月 36.7%，**外資頻繁交易進出股市**，**大幅賣超**成為**台股下跌之主因**。
2. 上年 11 月至本年 5 月，國內投資人參與度逐漸上升：隨美股與台股指數走揚，國內投資人**參與度回溫**，日**平均成交金額**及**比重**分別於上年底至本年 1 月**落底後回升**，相對外資成交比重則略降。
 - (1)此段期間，本國自然人日平均成交金額、比重、現股當沖日平均成交金額均略升。
 - (2)外資成交比重由上年 10 月高峰 36.7%滑落。
3. 本年 5 月迄今，本國人投資熱度續高：由於美股走揚及**AI 熱潮吸引本國投資人**重回台股懷抱，本國自然人日平均成交金額及比重明顯增溫¹⁰，這段期間**台股上漲之主要動力來自內資**。
 - (1)本國**自然人日平均成交金額**及**比重**分別升至本年 7 月 4,704 億元(2021 年 8 月以來新高)及 60.9%，現股當沖日平均成交金額亦達 3,048 億元。惟 8 月隨台股回檔下修，本國自然人日平均成交金額、比重、現股當沖日平均成交金額，分別回降至 3,930 億元、57.8%、2,968 億元。
 - (2)外資成交比重則先降至 7 月 28.6%，8 月復回升至 32.5%。

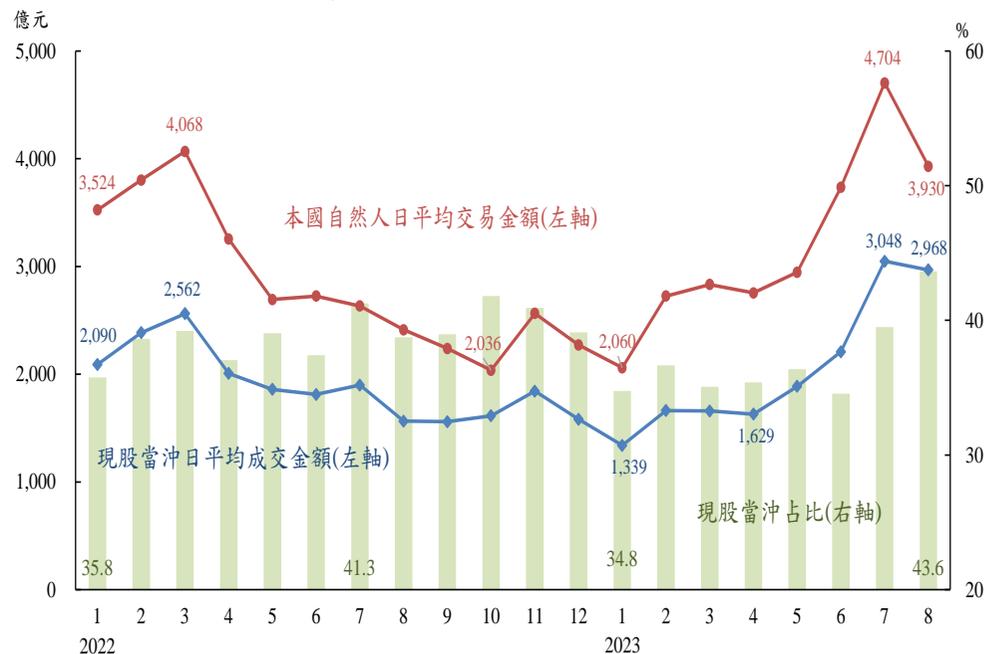
¹⁰ 投信投顧公會統計資料顯示，本年 7 月底台股 ETF(槓桿型及反向型除外)規模及受益人數分別達 1.1 兆元及 482 萬人，雙創歷史新高，自今年以來分別成長近 4 成及 14%。顯示國人投資 ETF 明顯增加，參與台股熱度上升。

附圖 2-1 集中市場本國自然人、法人及外資法人交易比重



資料來源：證交所

附圖 2-2 集中市場本國自然人及現股當沖成交金額



資料來源：證交所

五、全球化的演進及其面臨的問題

近年來，有關**全球化(globalization)議題的討論不斷**，尤其是美中貿易衝突、俄烏戰爭以來，引發去全球化(degloablization)、零碎化(fragmentation)、新全球化(newbalization)等論調。**2023年7月29日**，本行**楊總裁**出席**政治大學**舉辦之「**2023年國際經濟與金融趨勢論壇**」時，曾以「**全球化最新發展與台灣因應之道**」為題**發表演講**，內容著重**實質面發展**，**概述**全球化發展**進程與反思**，**詳述**我國**廠商**因應變局**調整**全球**生產布局**與相關**金流**之**變化**，以及**我國銀行**隨台**商**調整**供應鏈布局**，**相應調整業務與海外據點**等作為。由於講稿內容對全球化相關議題有較深入討論，引起外界關注。

鑑於全球化的發展不僅體現於**實質面**，**金融面**亦**值得關注**，為使外界**能更全面瞭解**全球化議題，本文擬擴大先前楊總裁講稿內容，**完整引介**全球化的**演進**，除實質面外，亦強調**金融全球化(financial globalization)**的發展。貿易全球化與金融全球化，兩者實密不可分；**為使貿易與金融交易更有效率**，**有利於降低交易成本**的**單一支配通貨(dominant currency)**往往**應運而生**；而貿易與金融的蓬勃發展，亦將強化該通貨的支配地位。例如自 1940 年代中期以來，隨戰後復甦與貿易自由化發展，**美元**在**國際金融體系**發揮**關鍵的支撐**作用；迨至 1980 年代**全球金融整合及自由化快速發展**，**進一步強化美元獨大**，並成為**驅動全球金融循環(global financial cycle)**的主要力量。儘管過去屢有**去美元化**的聲浪，惟迄今**美元的地位仍難以撼動**。

本文結構安排如下：首先，由過去一個半世紀以來**全球化的演進**談起，說明各階段貿易全球化與金融全球化的發展及其面臨的挑戰；其次，說明**全球化雖帶來效益**，惟**快速發展亦衍生諸多問題**，例如**高度發展的金融全球化**除導致分配不均惡化外，亦**加劇總體經濟金融波動**，甚至**恐引發金融危機**；接著，簡介**哈佛大學經濟學家 Dani Rodrik**所提出之**全球化矛盾的理論基礎**，進而概述**全球化高度發展的反思與回應**，包括近年來中國大陸、美國均重新調整全球化的腳步，以及**全球金融危機爆發後**，**國際間反思資本自由移動的效益**，並**強化金融監管**；進而，簡述近年來全球化已減速，並藉**貿易及投資結構的重塑**，**朝新全球化發展**；最後，為**結語與政策涵義**。

(一)全球化的演進¹

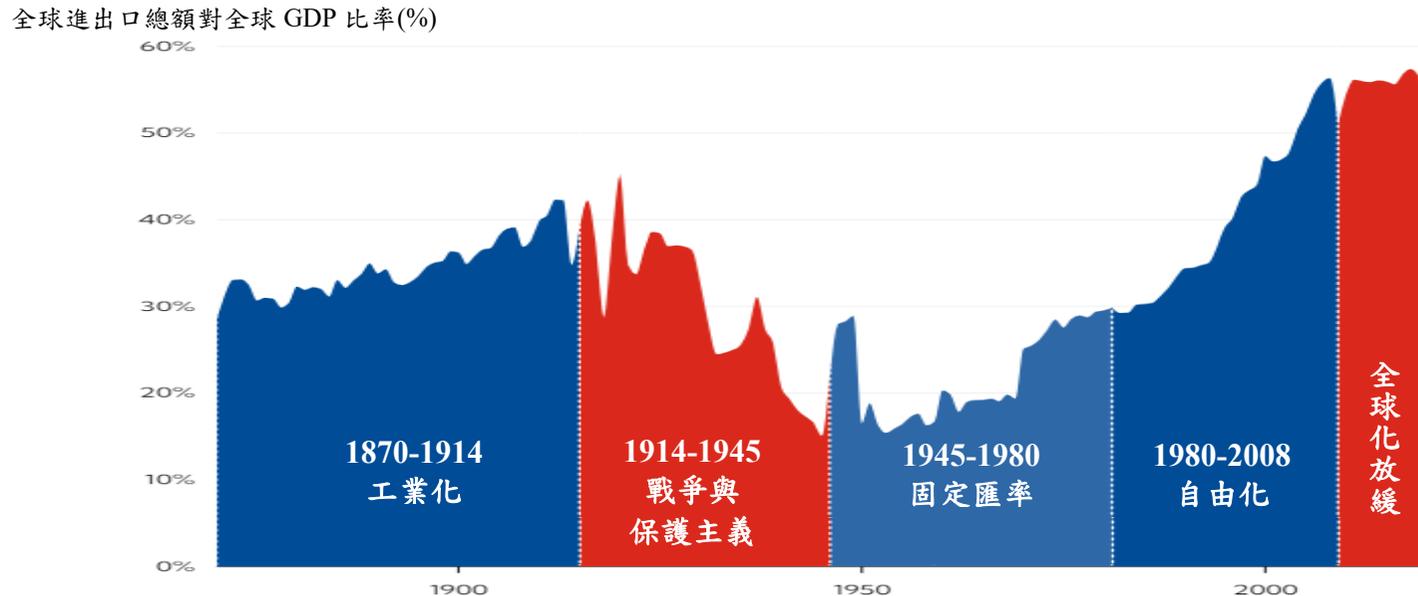
全球化通常係指，透過**商品、服務及資本的跨境流動**，導致全球經濟金融日益**一體化**的過程，為人類創新及技術進步的結果，有時亦包括人員(勞動力)及知識(技術)的跨境流動，以及更廣泛的文化、政治及環境方面的交互影響。

回顧過去一個半世紀的發展，**全球化的演進**，主要可分為**五大階段**：(1)**1870~1914年：工業化(industrialization)**

¹ 主要取材自 Stanley, Andrew (2023), "Globalization's Peak," *IMF Finance & Development*, Jun.; Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press, Mar.; 中央銀行(2023), 「美元之國際地位：過去、現在及未來」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月15日。

時期；(2)1914~1945 年：戰爭與保護主義(wars and protectionism)時期；(3)1945~1980 年：固定匯率(fixed exchange rates)時期；(4)1980~2008 年：自由化(liberalization)時期；以及(5)2008 年以來：全球化放緩(slowbalization)時期(圖 1)。

圖 1 隨全球化演進，全球進出口總額對全球 GDP 比率的變化



資料來源：Stanley, Andrew (2023), "Globalization's Peak," *IMF Finance & Development*, Jun.

1. 1870~1914 年：工業化時期

- (1)在此時期，經濟自由主義及金本位制(gold standard)推動全球貿易發展，並使資本得以在國際間流動，讓貿易與金融的交易成本最小化。此外，此一時期運輸科技的進步，亦有助於降低貿易成本、增加貿易量。
- (2)該時期盛行的帝國主義(imperialism)，有助於促成經濟全球化；大國(例如英國等)藉由部署政治與軍事力量，扮演第三方強制執行的角色，盡可能促使世界其他地區遵循有利於貿易的規則，為全球化提供支撐²。
- (3)此時期金本位制得以鞏固³，主要係因各國央行抱持相同的信念，使金本位制在各國貨幣政策中具絕對優先的地位；全球資本可自由移動、全球金融市場得以在交易成本最低的情況下運作，形成高度的金融全球化。

² 儘管一戰前若干國家曾採貿易保護主義，惟身為世界工業大國的英國，因製造業受益於自由貿易政策甚鉅，故未曾採行保護主義。英國歷史學家 Niall Ferguson 指出，19 世紀與 20 世紀初的大英帝國，在促進商品、資本與勞動力的自由移動方面，無人能出其右。

³ 在此段期間，金本位制亦曾面臨壓力，例如 1870 年代因黃金短缺導致通縮，引發反抗金本位制的聲浪；惟因各國央行的立場堅定，加以 1886 年後在南非發現黃金，緩解黃金短缺的問題，從而使金本位制得以維持。

2. 1914~1945 年：戰爭與保護主義時期

- (1)1914~1945 年**兩次世界大戰期間**，由於爆發**國際衝突**、**保護主義**興起，**全球化經歷重大逆轉**。在經濟情勢嚴峻的情況下，**各國政府扮演的角色及國際合作的信念**，均有轉變；各國紛紛建立貿易障礙，加以**金本位制瓦解為通貨集團**(currency blocs)，**貿易**已轉呈**區域化**(regionalized)。
- (2)**1930 年代**，**貿易**上的**國際合作嚴重失靈**，導致經濟大蕭條(Great Depression)益加惡化。1930 年，**美國**祭出高關稅，開啟保護主義的連鎖效應；**歐洲各國**建立貿易壁壘，**英國**亦對多種進口商品課徵關稅。尤有甚者，愈來愈多國家對進口商品實施數量限制(進口配額)。**貿易保護主義及經濟民族主義廣泛擴散**，導致**全球貿易大幅萎縮**。
- (3)在**金本位制**下，國內貨幣供給取決於黃金與資本的跨國移動；基本上，**央行僅能隨著黃金數量的增減而發行或收回貨幣**，**無法藉調整貨幣政策以改變國內信用情勢**。尤其是，1920~1930 年代，伴隨**工會崛起**，**勞工薪資下調不易**，**黃金外流(或黃金外流的威脅)**不僅**導致貨幣長期緊縮**，更造成**長期失業**。在民主發展造就的政治新現實下，類如**金本位制的僵化規則**，勢將面臨內外部政策衝突，最終**無法維繫**，因此，**英國、美國、法國等相繼放棄金本位制**⁴。

3. 1945~1980 年：固定匯率時期

- (1)1944 年建立的**布列敦森林制度**(Bretton Woods system)，係**美元與黃金掛鉤**、**他國貨幣再與美元掛鉤**，稱為「**固定但可調整的匯率制度**」(fixed but adjustable exchange rate regime)。在此時期，**美國**成為**位居全球支配地位的經濟大國**，且**美元在國際金融體系發揮關鍵的支撐作用**；除布列敦森林制度使美元正式成為全球最主要的國際貨幣外，**美國於 1948~1951 年間實施對歐洲援助重建的「馬歇爾計畫」(The Marshall Plan)**，更鞏固了美元的國際地位。
- (2)布列敦森林制度下所締結的「**關稅暨貿易總協定**」(General Agreement on Tariffs and Trade, **GATT**)，旨在**規範、促進國際貿易及發展**；GATT 的目標主要係**在某些領域追求更自由的貿易**，**惟並非在所有領域達成自由貿易**，大致上，各貿易國仍有追求自身社會與經濟目標的空間。
- (3)**戰後復甦與貿易自由化**，激勵歐洲、日本與開發中經濟體快速擴張，**許多國家均放寬資本管制**。不過，在社會與軍費開支的驅動下，**美國實施擴張性財政政策與寬鬆性貨幣政策**，致布列敦森林制度難以為繼；**美國在 1970 年代初關閉「黃金窗口」(gold window)**，**許多國家因而轉向浮動匯率制度**(floating exchange rate regime)。不過，**美元仍為最主要的國際貨幣**，主因**美國仍維持龐大的經濟規模**，以及**基於網絡外部性所產生的慣性影響**；其後，**美元以其政經實力**，仍得以在未釘住黃金並出現雙赤字的情況下，**繼續維持其作為主要國際貨幣之地位**。

⁴ 1914~1918 年第一次世界大戰期間，包括英國在內的各國政府於戰時中止黃金的可兌換性，並實施外匯管制；1924 年英國以戰前平價(1 英鎊兌 4.87 美元)回歸金本位制，惟英國經濟未能適應舊平價，無法重拾對外競爭力以矯正貿易失衡現象。儘管面對嚴峻的經濟情勢，英格蘭銀行(BoE)仍被迫維持高利率以避免黃金大量外流。最終，**英國於 1931 年 9 月再度放棄金本位制**。其後，**美國亦於 1933 年放棄金本位制**；迨至 **1936 年**，**法國與所謂的**金本位國家集團****，亦跟進**捨棄金本位制**。

4. 1980~2008 年：自由化時期

(1)1980 年代，時任英國首相柴契爾夫人(Margaret Thatcher)與美國總統雷根(Ronald Reagan)推行**新自由主義**(neoliberalism)，小政府、大市場成為主流經濟思潮。崇尚**自由市場**(free market)的「**華盛頓共識**」(Washington Consensus)⁵於 1989 年應運而生，全球興起**經濟金融自由化**浪潮，各國大抵朝**解除管制**、**減少干預**的方向前進。**中國大陸與其他新興市場經濟體的貿易障礙逐步消除**，各國實現空前的國際經濟合作，**前蘇聯國家亦融入**，**促成全球化蓬勃發展**。

(2)1993 年 12 月 15 日，GATT 烏拉圭回合談判達成最終協議，決定成立世界貿易組織(World Trade Organization, WTO)。**WTO** 依 1994 年 4 月所簽署的「**馬拉喀什設立世界貿易組織協定**」(Marrakesh Agreement Establishing The World Trade Organization)，**於 1995 年 1 月 1 日正式成立**⁶。

(3)WTO 成為貿易協定、談判與爭端解決的全新多邊監督機構；**中國大陸與台灣於 2001 年 12 月 11 日、2002 年 1 月 1 日先後加入 WTO**。相較於**追求輕度經濟整合的 GATT**，**WTO 係追求更深度的經濟整合**。

—**WTO 將過去 GATT 未涵蓋的農業、若干服務業等**，均納入貿易談判範疇；除**政府補貼的運用受更嚴格限制**外，WTO 在**專利與著作權**等方面亦有新規定，**要求開發中國家的法律制度與先進國家一致**。

—此外，**WTO 建立解決爭端的新程序**，當爭端解決小組做出裁定後，敗訴方可向上訴機構提起上訴；上訴機構的裁定即為最終裁定，除非每一個成員國集體推翻該裁定⁷。不過，**WTO 的實務運作顯示**，**裁決程序可能極為冗長**，且**可能受到拖延戰術影響**。

(4)在此時期，全球**跨境資本移動激增**，市場自由化風行，且**全球金融體系的複雜性與相互連結性提高**，帶來高度的**金融全球化**。**全球金融整合及自由化**，進一步強化**美元獨大**，並帶動**全球金融循環**，**影響全球風險性資產價格及資本移動**；當美國 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下降(緊縮)；Fed 採寬鬆性貨幣政策致國際美元走弱時，全球金融循環指數呈上揚(擴張)。

⁵ 1989 年經濟學家 John Williamson 邀集拉丁美洲經濟決策者於華盛頓召開會議，當時在會上所形成的共識，主要係基於自由市場的原則，倡議**民營化**(privatization)、**利率自由化**(interest rate liberalization)及**貿易自由化**(trade liberalization)等政策，外界稱之為「**華盛頓共識**」。

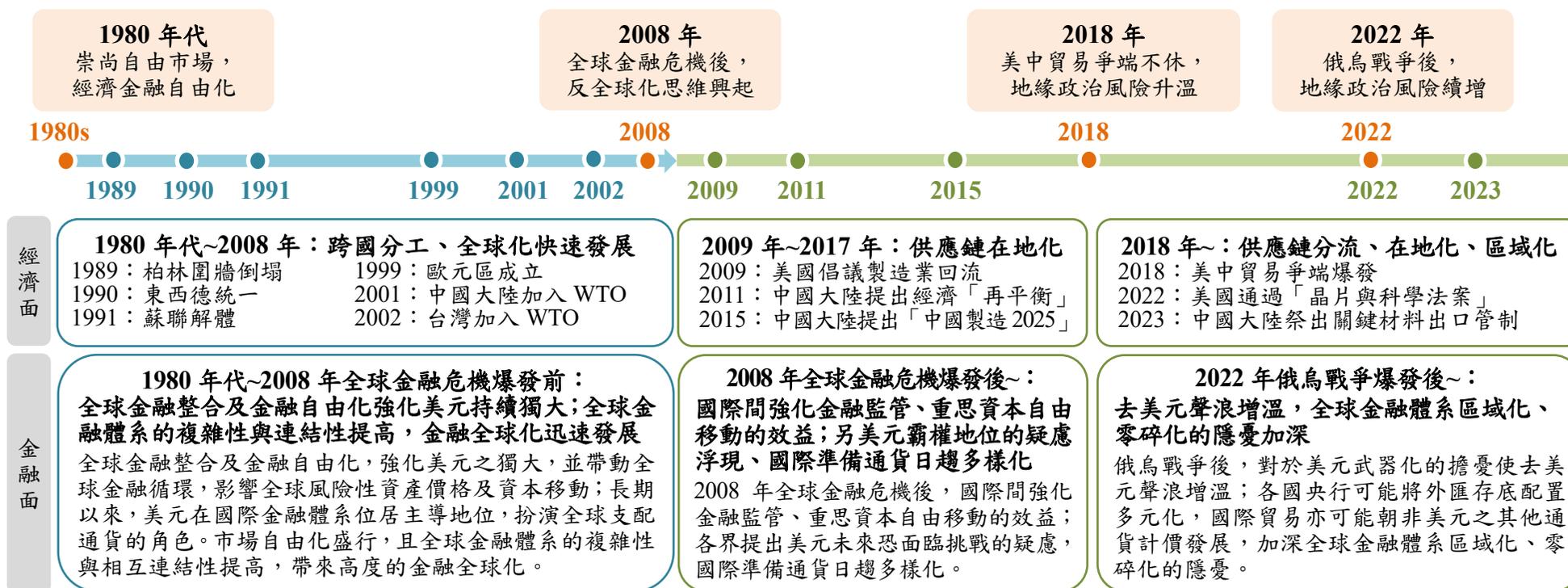
⁶ 1994 年依據「**馬拉喀什設立世界貿易組織協定**」所制定的 WTO 規則，存在若干漏洞；伴隨環境轉變，若干規則恐已不合時宜。例如 WTO 規則係針對已存在的商品補貼進行管制，惟中國大陸對研發階段等所提供的補貼，則不受 WTO 規範限制。詳請參閱朱敬一、羅昌發、李柏青與林建志(2023)，**價值戰爭：極權中國與民主陣營的終極經濟衝突**，衛城出版。

⁷ 在 GATT 下，逃避貿易體制的司法裁決極為容易，惟在 WTO 的體制下則幾乎不可能。此外，在 GATT 下，爭端案件主要與關稅、配額有關；惟伴隨配額逐步取消、關稅陸續調降，WTO 主要著眼於打擊阻礙國際商務的交易成本，包括國家規範與標準的差異等，貿易爭端甚至已涉及先前不受外來壓力影響的國內領域，貿易政策與國內政策的界線逐漸消失。

5. 2008 年以來：全球化放緩時期

(1) 全球化歷經 1980 年代~2008 年全球金融危機爆發前的快速發展，迨至 **2008 年 9 月全球金融危機爆發後**，**全球化腳步已放緩**，尤其 2018 年美中貿易爭端、2022 年俄烏戰爭更加劇此一態勢(圖 2)。

圖 2 2008 年 9 月全球金融危機後，全球化步伐已放緩，美中貿易爭端、俄烏戰爭更加劇此一態勢



資料來源：本行自行整理

(2) **2008 年 9 月全球金融危機爆發後**，**全球經濟成長走緩**⁸、**保護主義抬頭**⁹；中國大陸在內外部壓力下¹⁰推動經濟「再

⁸ 美國前財政部長 Lawrence Summers 及諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 等，以長期停滯(secular stagnation)來描述全球金融危機後，需求疲弱、低利率、低成長、低通膨的經濟情勢。

⁹ 過去幾年全球貿易限制措施大增，如 2022 年全球實施的貿易限制措施即高達 2,845 項。

¹⁰ 全球金融危機後，國際經濟環境大幅惡化，使中國大陸以往依賴廉價勞動力的出口發展模式遇到巨大挑戰；此外，中國大陸高經濟成長背後帶來的資源損耗、環境污染、所得不均等各種不平衡問題越來越嚴重，且投資率偏高、國外需求疲軟、人口紅利消退、低成本優勢不再等，也阻礙中國大陸經濟的持續成長。詳李志強(2018)，「中國大陸經濟發展策略、趨勢與挑戰」，展望與探索，第 16 卷第 5 期，5 月。

平衡」(rebalance)結構改革及「中國製造 2025」；美國亦因製造業工作機會流失、對中國大陸貿易逆差龐大等，推動製造業回流與採取貿易保護措施，**全球化**腳步趨緩¹¹。此外，全球金融危機後，**國際間**亦強化金融監管、**重思資本自由移動**的效益。

(3)**2018 年起**，**美中貿易爭端不休**，加以**新冠肺炎(COVID-19)疫情**、**供應鏈瓶頸**，凸顯核心生產基地過度集中之脆弱性；尤其**2022 年爆發俄烏戰爭**，持續推升地緣政治風險；**各國政府積極藉政策引導及產業聯盟**，使**全球經濟漸朝供應鏈分流、在地化與區域化**發展，以提高韌性及自主性。

(4)此段期間，**全球貿易型態的變化**，似正加速各國對**國際準備通貨多樣化的追求**¹²。**金磚五國(BRICS)**內部使用**本幣清算(Local-Currency Settlement, LCS)**進行**跨境貿易的範圍更為廣泛**；**亞洲地區**亦透過**規劃制度與發展金融基礎設施**，以**減少在跨境支付及投資上對美元的依賴**，**LCS 亦日受歡迎**¹³。

(5)**2022 年俄烏戰爭爆發後**，加深**全球金融體系區域化、零碎化**的隱憂；**主要國家對俄羅斯祭出經濟金融制裁措施**，對**國際貨幣制度的運作形成衝擊**；尤其**美元武器化(dollar weaponization)**的擔憂，恐使**美元霸權地位面臨挑戰**¹⁴，惟一般認為，**短期內，美元的支配地位仍難撼動**¹⁵。

—**IMF 研究人員**指出¹⁶，**俄烏戰爭**揭示了潛在的**地緣政治板塊構造之驟然轉變**，可能**導致全球經濟分裂**成具有**不同意識形態、政治制度、技術標準、跨境支付、貿易體系以及準備通貨的經濟集團**；在此情況下，**金融全球化可能被金融區域化(financial regionalization)取代**，且**全球支付體系亦將變得零碎**。

¹¹ 美國前總統川普執政時期，掀起美中第一波貿易衝突—關稅戰，美中雙方均向 WTO 提告，且均被裁定違規。2022 年 10 月，WTO 就美國對全球鋼鋁加徵關稅乙案，裁定美國違規；2023 年 8 月 16 日，WTO 公布專家小組裁定指出，中國大陸針對美國加徵鋼鋁進口關稅而採取的報復性措施，違反 WTO 規則。

¹² Fofack, Hippolyte (2023), “Decolonizing Global Finance,” *Project Syndicate*, Feb. 10.

¹³ 2016~2019 年，印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國等國央行簽署 LCS 協議，允許銀行提供本幣直接交易、帳戶及對沖工具等服務。

¹⁴ 有關主要國家對俄羅斯祭出經濟金融制裁的可能影響，以及美元國際地位的討論，請參閱中央銀行(2022)，「**俄烏戰爭對俄羅斯及全球經濟金融之可能影響：兼論 1998 年俄羅斯金融危機**」，**央行理監事會後記者會參考資料**，3 月 17 日；中央銀行(2022)，「**歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響**」，**央行理監事會後記者會參考資料**，3 月 17 日；中央銀行(2022)，「**俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析**」，**央行理監事會後記者會參考資料**，6 月 16 日；中央銀行(2023)，「**俄烏戰爭周年：主要國家與俄羅斯相互制裁對全球經濟金融之影響**」，**央行理監事會後記者會參考資料**，3 月 23 日；中央銀行(2023)，「**美元之國際地位：過去、現在及未來**」，**央行理監事會後記者會參考資料**，6 月 15 日。

¹⁵ Cowen, Tyler (2023), “What De-Dollarization? The Dollar Rules the World,” *Bloomberg*, Apr. 13; Krugman, Paul (2023), “Wonking Out: International Money Madness Strikes Again,” *The New York Times*, Apr. 14.

¹⁶ Gourinchas, Pierre-Olivier (2022), “Shifting Geopolitical Tectonic Plates,” *IMF Finance & Development*, Jun.; Aiyar, Shekhar et al. (2023), “Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism,” *IMF Staff Discussion Note*, Jan. 15.

- 俄烏戰爭爆發後，主要國家凍結俄羅斯外匯存底，並禁止俄羅斯部分銀行使用環球銀行金融電信協會(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, SWIFT)系統，該等制裁措施如同將美元武器化。關於美元武器化的擔憂，導致國際間去美元化的聲浪日增；為避免受到美元箝制，各國央行或朝多元化通貨方向重配置其外匯存底，國際貿易亦可能朝非美元之其他通貨計價發展。
- 俄烏戰爭後，金融制裁武器化及去美元化增溫，促使國際貿易朝非美元計價及支付清算發展，推升人民幣國際支付占比，惟目前美元的全球通貨支配地位仍難撼動。
- 俄烏戰爭以來，俄羅斯以人民幣進行外匯交易及支付的金額持續成長；俄羅斯總統普丁(Vladimir Putin)於2023年7月表示¹⁷，中俄間貿易已有逾80%係以俄羅斯盧布或人民幣結算；2023年2月莫斯科人民幣外匯交易量首次超越美元，人民幣成為主要交易貨幣，占全體外匯交易量近40%，2023年7月占比進一步攀升至44%。
 - 此外，多國(包括新興市場與已開發國家)於國際貿易改採人民幣支付清算；例如印度以人民幣向俄羅斯購買原油及煤炭、阿根廷向中國大陸進口可採人民幣結算，及法國的能源集團接受中國大陸企業以人民幣購買液化天然氣等¹⁸。
 - 2023年1~7月人民幣於全球國際支付占比逐月上升¹⁹，由1.88%上升至3.06%²⁰；儘管人民幣國際支付占比提升，但成長有限，在全球國際支付使用貨幣排名維持第五。同時期，美元於全球國際支付比重亦大幅增加，由39.45%升至46.46%，蟬聯第一，顯示人民幣仍難以撼動美元的支配通貨地位；短期內，美元仍將是主要準備通貨及國際支付結算系統的核心。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的地位，各方面皆顯示，美元持續在國際金融上扮演最重要的角色²¹。

¹⁷ Global Times (2023), "Share of Yuan in Russia's Forex Transactions Hits New High amid Closer Bilateral Cooperation," *Global Times*, Aug. 10。此外，根據 SWIFT 統計，2023 年上半年俄羅斯使用人民幣支付金額為 2.3 兆美元，較戰前 2021 年同期之 0.2 兆美元成長 1,258.2%；其占所有人民幣離岸市場支付總金額之比重由 2021 年全年之 0.2% 上升為 2.6%；俄羅斯於人民幣離岸市場支付業務量排名，由 2021 年第 17 名，躍升為第 5 名。

¹⁸ 在新興市場國家方面，2022 年 6 月，印度以人民幣向俄羅斯購買原油及煤炭；2023 年 2 月，伊拉克與中國大陸貿易可採人民幣結算；2023 年 3 月，巴西與中國大陸進出口貿易可採本幣結算；2023 年 4 月，阿根廷向中國大陸進口可採人民幣結算，迨至 2023 年 6 月，阿根廷使用 IMF 特別提款權及人民幣向 IMF 償付 27 億美元到期外債；2023 年 5 月，玻利維亞與中國大陸貿易可採人民幣結算；2023 年 6 月，巴基斯坦以人民幣向俄羅斯進口原油。至於在已開發國家方面，2022 年 7 月，澳洲必和必拓公司集團(BHP)接受中國大陸企業以人民幣購買鐵礦砂；2023 年 3 月，法國道達爾能源集團(Total Energies)接受中國大陸企業以人民幣購買液化天然氣。

¹⁹ 2023 年 1~7 月，人民幣於全球國際支付占比分別為 1.88%、2.16%、2.26%、2.29%、2.54%、2.77%及 3.06%。

²⁰ SWIFT (2023), *RMB Tracker August 2023*.

²¹ 有關美元國際地位的進一步介紹，請參見中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 15 日。

(二)全球化雖帶來效益，惟快速發展亦衍生諸多問題²²

1. 全球化的效益

(1)大抵而言，**全球貿易、資本及勞動力自由移動**，**有助提升經濟效率**，提高**整體**生產力及**所得**。

全球化類型	益處
全球貿易	<ul style="list-style-type: none">➢ 奠基於比較利益(comparative advantage)的產業間貿易(inter-industry trade)²³與全球價值鏈(Global Value Chains, GVC)，有助提升整體生產力及所得。➢ 企業為降低成本、提升附加價值，基於比較利益，進行國際專業分工，促使全球價值鏈快速發展，參與者皆受益；其中，中國大陸等開發中國家獲益最大²⁴。
資本自由移動	<ul style="list-style-type: none">➢ 國際間資本自由移動能更有效率地配置儲蓄與投資，有助全球經濟發展。➢ 資本自由移動能協助資本接收國的金融體系更具競爭力，且可隨著引進先進的金融科技，讓該等國家的國內金融市場更有效率，有助加速生產力成長、經濟多元化及國際化。
勞動力自由流動	<ul style="list-style-type: none">➢ 對移出國而言，此可解決國內勞動力過剩的問題，而由海外匯回國內的匯款，有助於提升移出國居民的福祉。此外，外移至高收入國家的機會，可能有助提高移出國的整體人力資本與生產力。➢ 對接受國而言，高技術外來勞動力有助創新，低技術外來勞動力則可填補本地勞動力供給短缺工作，提升經濟效率。

資料來源：楊金龍(2023)，「全球化最新發展與台灣因應之道」，於政治大學經濟學系與國際金融學院共同舉辦「2023年國際經濟與金融趨勢論壇」專題演講，7月29日

(2)一般認為，**全球化興起並快速發展**，**有助於拉低先進經濟體通膨率**，維持通膨率低且穩定²⁵。

—全球化使**貿易與金融加速整合、供應鏈的生產移轉至低成本地區**；此外，**中國大陸、東歐**國家等**大量輸出勞動力**，**壓低薪資與商品價格**，有助於促使先進經濟體的通膨率下降，亦使先進經濟體的消費者能享有較低價之商品選擇。

—**全球化扮演巨大的衝擊吸納器**(shock absorber)角色，使供需變化易於透過相應的生產調整滿足，**不致引發物價劇烈波動**²⁶。

²² 有關全球化發展利弊的進一步介紹，請參閱中央銀行(2016)，「全球化的發展、問題與未來挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12月22日。

²³ 產業間貿易係指，在一段時間內，一國同一產業部門商品只出口或只進口的現象；大多數的貿易屬此類型，其主要係奠基於比較利益的理論基礎。至於產業內貿易(intra-industry trade)則係指，一國出口又進口相同或類似商品；此類型貿易主要由消費者偏好、商品的價格及品質，以及全球供應鏈所驅動。

²⁴ 中國大陸於2001年加入WTO後逐漸成為世界工廠，其所生產之國內附加價值出口，由1995年的1,066億美元遽增至2020年的20,787億美元，可謂全球化的最大受益者。

²⁵ 一般認為，1990年代起，除全球化快速發展有助壓低通膨率外，央行獨立性(independence)及通膨目標化(inflation targeting)機制的建立，亦有助維持通膨率低且穩定。

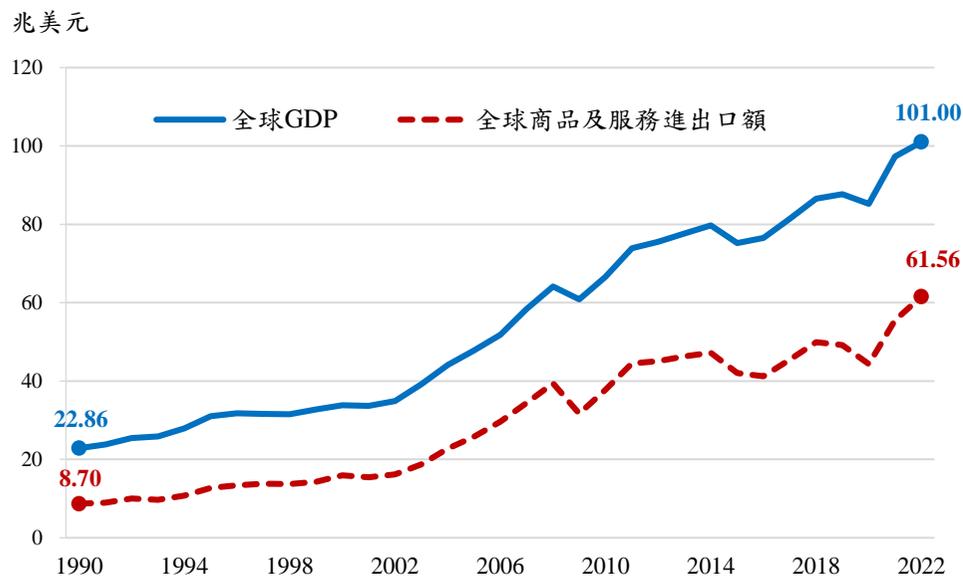
²⁶ Schnabel, Isabel (2022), "Monetary Policy and the Great Volatility," Speech at the 2022 Jackson Hole Economic Policy Symposium organised by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 27.

(3)1990 年代以來，全球化快速發展促進經濟強勁成長、提升全球經濟產出，其中東亞及太平洋地區獲益甚鉅。

—1990 年~2022 年，全球商品及服務進出口額從 8.70 兆美元增至 61.56 兆美元(約 7.1 倍)；貿易成長帶動全球 GDP 由 22.86 兆美元擴增至 101 兆美元(約 4.4 倍)(圖 3)。

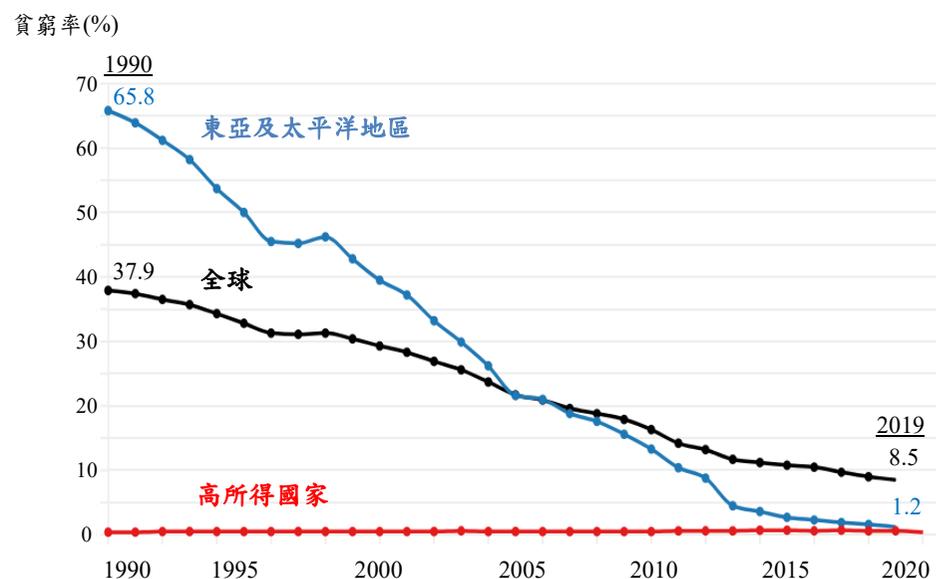
—全球數億民眾因自由貿易脫離貧困，貧窮率由 1990 年的 37.9%，大幅降至 2019 年的 8.5%，其中東亞及太平洋地區的降幅尤大(圖 4)。若干東亞國家(如台灣、南韓、新加坡及香港等)成功跨越中等所得陷阱(middle-income trap)，躋升為高所得國家²⁷；中國大陸等新興市場經濟體，亦出現大量的中產階級。

圖 3 1990~2022 年全球貿易及 GDP 大幅擴增



資料來源：World Bank

圖 4 1990 年以來，全球貧窮率大幅下降



註：1. 貧窮率係指貧窮線以下的人口占比，貧窮線標準為每人每日收入 2.15 美元(以 2017 年 PPP 衡量)。

2. 此處之東亞及太平洋地區主要包含中國大陸、印尼、斐濟、泰國、馬來西亞等國家(地區)。

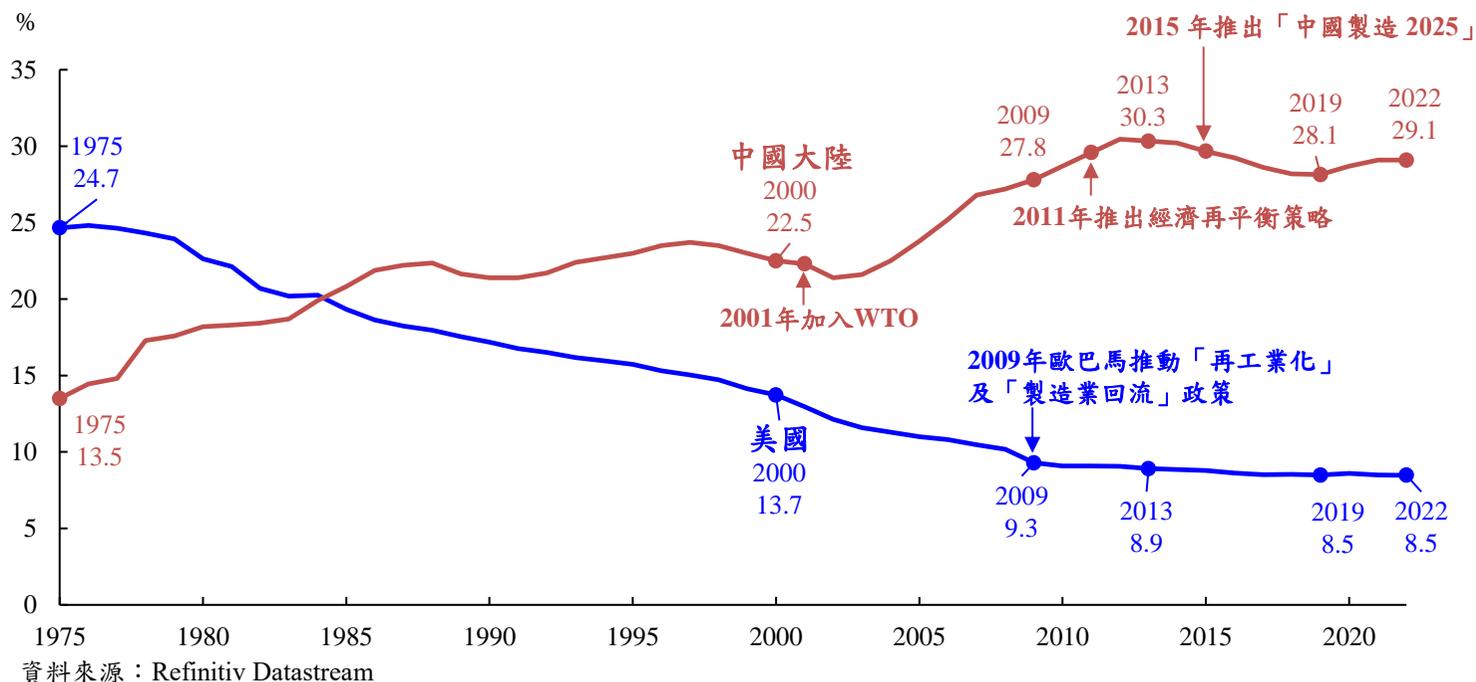
資料來源：World Bank Poverty and Inequality Platform

²⁷ Cherif and Hasanov(2019)指出，1960~2014 年間，在 182 個樣本經濟體中，只有 7 個經濟體成功躋升至高所得國家，分別為亞洲四小龍(香港、南韓、新加坡及台灣)、阿魯巴、赤道幾內亞及阿曼。詳請參閱 Cherif, Reda and Fuad Hasanov (2019), “All the Way to the Top: Industrial Policy, Innovation, and Sustained Growth,” *IMF Blog*, Nov. 13。

2. 全球化快速發展產生的衝擊

(1) 在全球化快速發展及技術進步下，全球勞動力大增、生產外包(outsourcing)帶走先進經濟體的中低階技術工作機會。—大量勞動力加入全球經濟，壓抑先進經濟體的勞動報酬。此外，全球貿易也改變勞雇關係的本質；哈佛大學經濟學家 Rodrik 指出，若勞工可不受國界限制被輕易替代，則勞工的收入將會不穩，與雇主的談判力量也會減弱²⁸。—技術進步及企業生產外包，致先進國家中低階技術工作機會流失；自1970年代中迄今，美國的製造業就業人數占總就業人數比重下滑²⁹，至於中國大陸則上升(圖5)。

圖5 美中製造業就業人數占總就業人數之比重



²⁸ Loungani, Prakash (2016), "Rebel with A Cause," *IMF Finance & Development*, Jun.

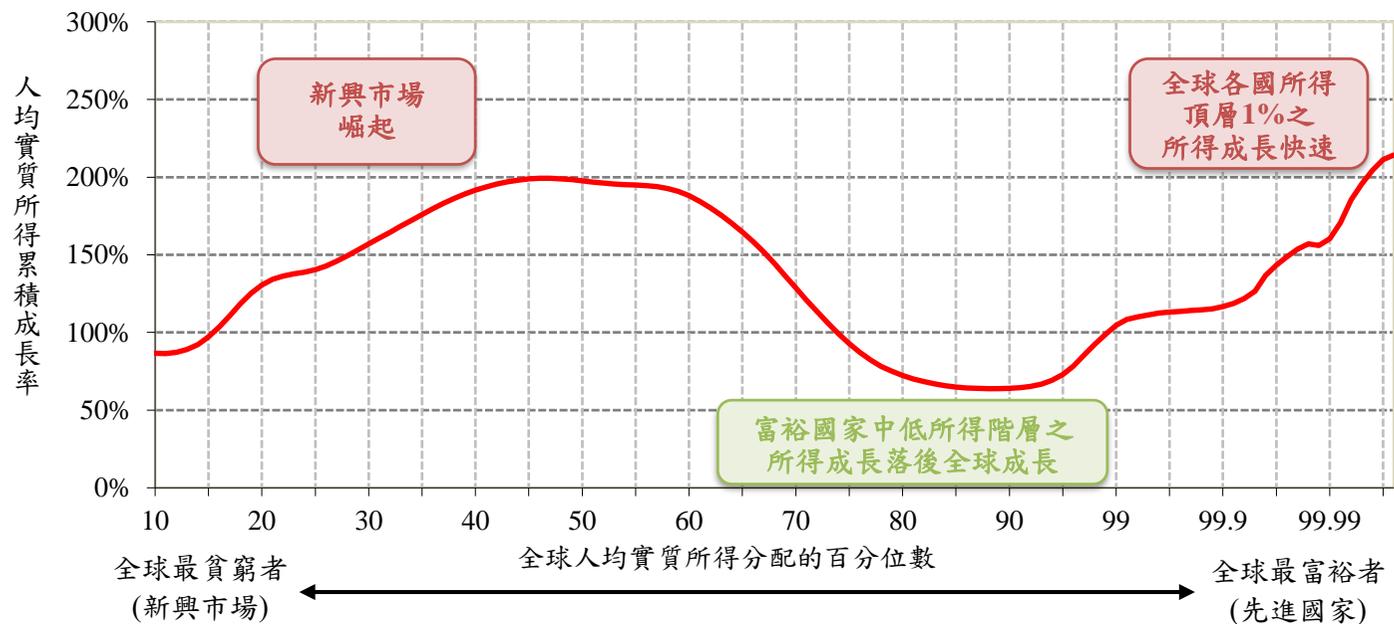
²⁹ 2016年美國暢銷書《絕望者之歌》(Hillbilly Elegy)，敘述美國鐵鏽帶(Rust Belt)白人，因種種阻礙，勞動力無法自由流動，致始終無法脫離底層生活、陷入惡性循環的故事。

(2)伴隨全球化快速發展，許多國家所得與財富分配不均的程度提高³⁰。

—全球化雖有助降低全球貧窮率，拉近新興市場國家與先進國家之間的人均所得差距，但許多國家國內的所得分配不均卻擴大。其中，全球所得分配底層50%的人口(主要是新興市場人口)及頂層1%的人口(先進國家的高所得家庭)受益最多；至於富裕國家中低所得階層因全球化而流失工作機會，致所得成長相對落後，為全球化的受害者(圖6)。

—此外，金融全球化使企業避稅操作更容易、金融化利益向富人傾斜，亦加劇財富分配不均；2012~2021年，最富有的1%人口掌握全球新增財富約半數³¹。

圖 6 全球所得分配不均概況(1980~2020 年)



雖然 1980~2020 年間全球所得底層與頂層之所得均大幅成長，惟

- 全球所得頂層 1% 之所得成長，即占總成長的 23%
- 全球所得底層 50% 者之所得成長，僅占總成長的 9%

資料來源：WID (2022), “World Inequality Report 2022,” WID World Inequality Report.

³⁰ 所得與財富分配不均提高的原因錯綜複雜；一般認為，全球化及技術進步為重要因素。

³¹ Christensen, Martin-Brehm, Christian Hallum, Alex Maitland, Quentin Parrinello and Chiara Putaturo (2023), “Survival of the Richest: How We Must Tax the Super-rich Now to Fight Inequality,” *Oxfam Policy Paper*, Jan. 16.

(3)高度的金融全球化加劇經濟金融波動，透過全球金融連結帶來廣泛的經濟金融不穩定，小型開放經濟體所受影響尤深。—金融自由化及全球化已導致管制鬆綁、全球金融高度整合，使個別國家的經濟金融衝擊更快、更大規模地跨境傳遞至他國，甚至引發金融危機，例如1997~1998年亞洲金融危機、2008年~2011年全球金融危機，以及2010年歐債危機等。

危機事件	重要肇因與說明
亞洲金融危機	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 1990 年代以來，伴隨金融自由化及全球化快速發展，若干東南亞國家過度借入外債；金融監管不足，加上彼等政府對企業、金融機構提供的隱性擔保，可能引發道德風險(moral hazards)，導致過度投資與借貸。 ➢ 就泰國而言，由於經濟基本面惡化，經常帳出現逆差，倚賴(外資)資本流入維持其國際收支平衡，且因泰銖釘住美元，缺乏彈性，1997 年 5 月起，投機客認為泰銖高估加以攻擊，泰國央行為穩定匯率拋匯，致其外匯存底急速流失，最終於 1997 年 7 月 2 日放棄固定匯率，致泰銖大幅貶值；馬來西亞、印尼、菲律賓及南韓等國貨幣亦受攻擊而大幅貶值，亞洲通貨危機(Asian Currency Crisis)爆發。 ➢ 同時，若干銀行及企業亦因無力償還貸款而出現經營危機；接著，通貨危機與銀行危機藉由傳染效應(contagion effect)迅速擴散，陸續波及周邊國家的金融體系，進而擴大為亞洲金融危機(Asian Financial Crisis)，甚至連俄羅斯、巴西、土耳其及阿根廷等國亦受波及。
全球金融危機	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 一般認為，金融監管未能與金融自由化與金融創新並進，市場失靈加上政府過度崇尚自由市場而致管理鬆散，以及全球化下的管制套利(regulatory arbitrage)，是 2007 年美國次貸危機(subprime mortgage crisis)的重要肇因。 ➢ 美國經濟金融位居世界核心地位，美國的次貸危機失控，至 2008 年雷曼兄弟(Lehman Brothers)宣告破產後擴大為全球金融危機，隨即演變成全球系統風險(systemic risk)。在全球化高度發展的情況下，全球金融危機的傳染效應，形成景氣循環與金融循環加乘之全球性衰退，進而在全球各地衍生後續危機。
歐債危機	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 歐元區邊陲國家(希臘、愛爾蘭等)過度舉債激勵經濟³²，致該區域主權債信惡化，主權債務風險透過金融管道，由邊陲國家擴散至核心國家。此外，全球金融危機期間資產價格下跌、市場流動性緊縮，使歐洲銀行業面臨經營危機，政府為提供金融業紓困及提振經濟所採的擴張性財政措施，導致部分國家債務情勢急遽惡化。 ➢ 歐債危機主要與歐元區的根本問題有關，包括單一匯率使各國經濟長期失衡、缺乏財政協調及移轉機制、金融零碎化(financial fragmentation)使央行貨幣政策傳遞管道受阻，及欠缺單一監理及存保機制等；此外，歐債危機亦凸顯主權風險及金融體系間的緊密關係，以及危機恐跨境擴散的潛在可能性。

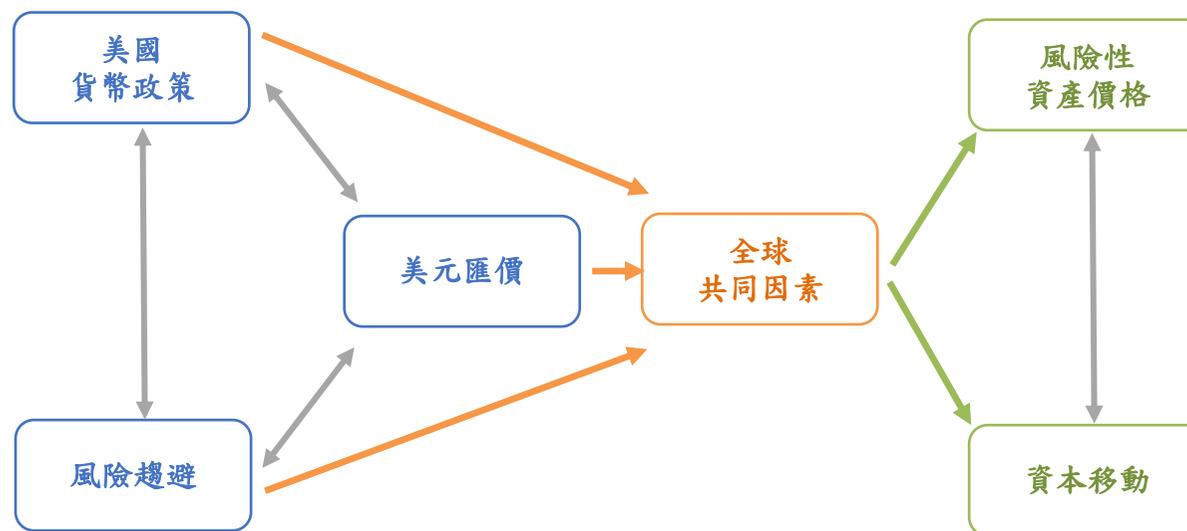
資料來源：本行自行整理

³² 希臘及愛爾蘭等國加入歐元區初期，因信評改善、利率下降，政府及民間易取得融資，致債務大幅成長，且該等國家在危機爆發前即存有財政紀律不佳或金融業過度發展等問題。

—在全球金融循環中，全球資產價格、槓桿率及資本移動等，往往出現同步消長；主要經濟體(尤其是美國)經濟金融的衝擊，常使各國資產價格等發生連動的劇烈變化，進而產生大規模跨國資本移動(尤其與股市相關的大規模資本移動)。

- 國際金融學者 H el ene Rey 指出³³，美國貨幣政策變化促使跨國資本快速且大規模地自由進出，投資者對風險偏好(risk on)或嫌惡(risk off)的態度，以及槓桿化(leverage)或去槓桿化(deleverage)的行為，使風險性資產價格劇烈變動，全球各國經濟金融因而暴漲暴跌(booms and busts)，易使各國嚴重受創，演變成全球問題；此反覆循環的現象，稱為全球金融循環。
- 美國貨幣政策及全球風險趨避行為³⁴係驅動全球金融循環之主要力量，加上美元匯價，三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球的風險性資產價格及全球資本移動(圖7)。

圖 7 全球金融循環的傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

³³ Rey, H el ene (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," Paper presented at the Jackson Hole Symposium, Aug.

³⁴ Habib, Maurizio M. and Fabrizio Venditti (2018), "The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area," *ECB Economic Bulletin*, Iss. 6.

- 在全球金融循環中，**全球資產價格、槓桿率及資本移動**均會**同步消長**。本行根據 Habib and Venditti (2018)實證方法³⁵，計算1990~2021年，50個經濟體(26個先進經濟體及24個新興市場經濟體)兩兩之間資產價格或資本流量的關係，顯示**跨國的資產價格間或資本流量間常有同向變動情形**；其中，**金融資產價格同步性遠高於資本流量之同步性**。此外，金融體系在**承平時**期擴張信用(提高槓桿)，在**動盪時**期則會**緊縮信用(去槓桿化)**。

**金融資產價格
同步性高**

在全球金融高度整合下，在樣本期間**全球各國風險性資產價格**(以股價指數報酬為代表)之**相關係數高達0.55~0.65**，隱含各國**金融資產價格呈現中度正相關**。

**信用情勢
同步性高**

國際銀行體系在**承平時**期，各國常見**同步擴張信用**，但在**動盪時**期則見**同步緊縮信用(即去槓桿化)**；而**新興市場經濟體之債權相關證券投資項**(政府及民間部門所發行債券)，亦有類似情形。

- **美國貨幣政策、美元匯價及風險趨避構成全球金融循環**，影響全球風險性資產價格等，形成同步變動。例如，當**美元貶值**，將**帶動全球風險性資產價格上揚**³⁶；至於**美元升值**，則將導致**風險性資產價格下跌**(圖8)。

**金融循環擴張
階段**

美國 Fed採**寬鬆性**貨幣政策，如2020年3月降息與啟動**量化寬鬆(QE)**措施，促使**美元貶值**(圖8A左)，全球投資者的**風險偏好提高**，國際資本大量流入他國，**全球風險性資產價格齊漲**(圖8B左)。

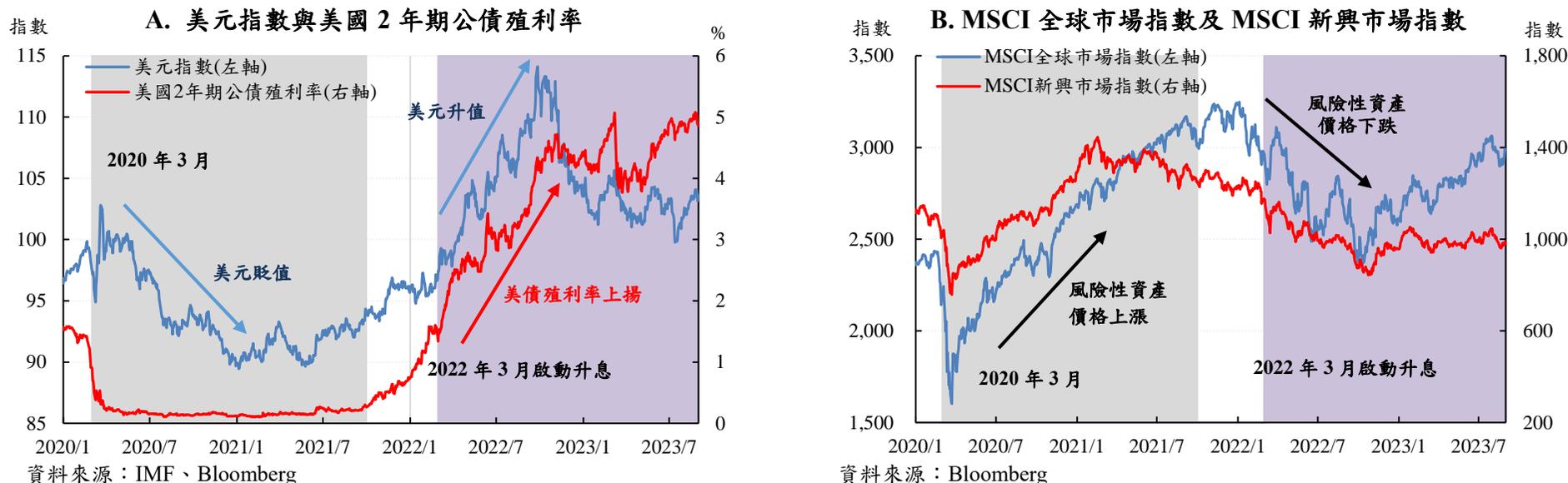
**金融循環緊縮
階段**

美國 Fed採**緊縮性**貨幣政策，如2022年3月啟動**升息**、2022年6月啟動**量化緊縮(QT)**措施，促使**美元升值**、**美債殖利率上揚**(圖8A右)，美國境內及國際上出現**美元融資壓力(即美元借貸不易或融資成本上揚)**，國際資本移動收縮；全球投資者**承受風險的意願降低**，**全球風險性資產價格齊跌**(圖8B右)。

³⁵ 此處透過50個經濟體(26個已開發經濟體與24個新興經濟體)1990~2021年IMF國際收支資料庫中之外人直接投資、股權證券投資、債權證券投資、其他投資項目以及股票指數報酬之季資料，計算兩兩經濟體相同項目之相關係數，再取其簡單算術平均數作為平均兩兩相關係數。詳請參見Habib and Venditti (2018)。

³⁶ Rey, Hélène (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," Paper presented at the Jackson Hole Symposium, Aug.; Miranda-Agrippino, Silvia and Hélène Rey (2020), "U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle," *Review of Economic Studies*, Vol. 87, Iss. 6, pp. 2754-2776.

圖 8 美國貨幣政策、美元匯價及風險趨避構成全球金融循環



—不過，個別國家經濟規模與體質不盡相同；對**高度開放的小型經濟體**而言，**更易受大規模資本移動的衝擊**；此外，**若一國金融自由化的順序錯置**，則**資本自由化恐提高國內出現銀行危機、通貨危機的可能性**。

- 資本移動常反映新興市場更深層的政策問題或經濟不平衡，惟資本移動通常亦成為危機的傳導機制³⁷；**資本自由移動恐加劇經濟金融波動、加大肇致危機的頻率**。Atish et al. (2016)研究指出³⁸，1980~2014年間，**50多個新興市場經濟體共計遭遇約150個國際資本大舉湧入的事件**，這些事件約有**20%是以金融危機收場**，且許多伴隨著大規模的產出減少。
- 在金融全球化的發展過程中，若干開發中國家可能遭逢代價高昂的銀行危機。Kaminsky and Reinhart (1999)研究發現³⁹，**當國內金融自由化的順序錯置**，則**伴隨資本自由化的進行，將提高國內銀行危機及(或)通貨危機發生的機率**，這些危機**常帶來產出的大幅萎縮**。

³⁷ Subramanian, Arvind and Dani Rodrik (2019), "The Puzzling Lure of Financial Globalization," *Project Syndicate*, Sep. 25。Rodrik 亦曾指出，國際資本大舉暴漲暴跌循環，不該視為是國際資本移動的串場情節(sideshow)，也不該被視為是微不足道的小瑕疵，而是主軸故事(mainstory)，詳 Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani and Davide Furceri (2016), "Neoliberalism: Oversold?" *IMF Finance & Development*, Jun.。

³⁸ Ghosh, Atish, Jonathan Ostry and Mahvash Qureshi (2016), "When Do Capital Inflow Surges End in Tears?" *American Economic Review*, Vol. 106, No.5, May.

³⁹ Kaminsky, Graciela and Carmen M. Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, Jun.

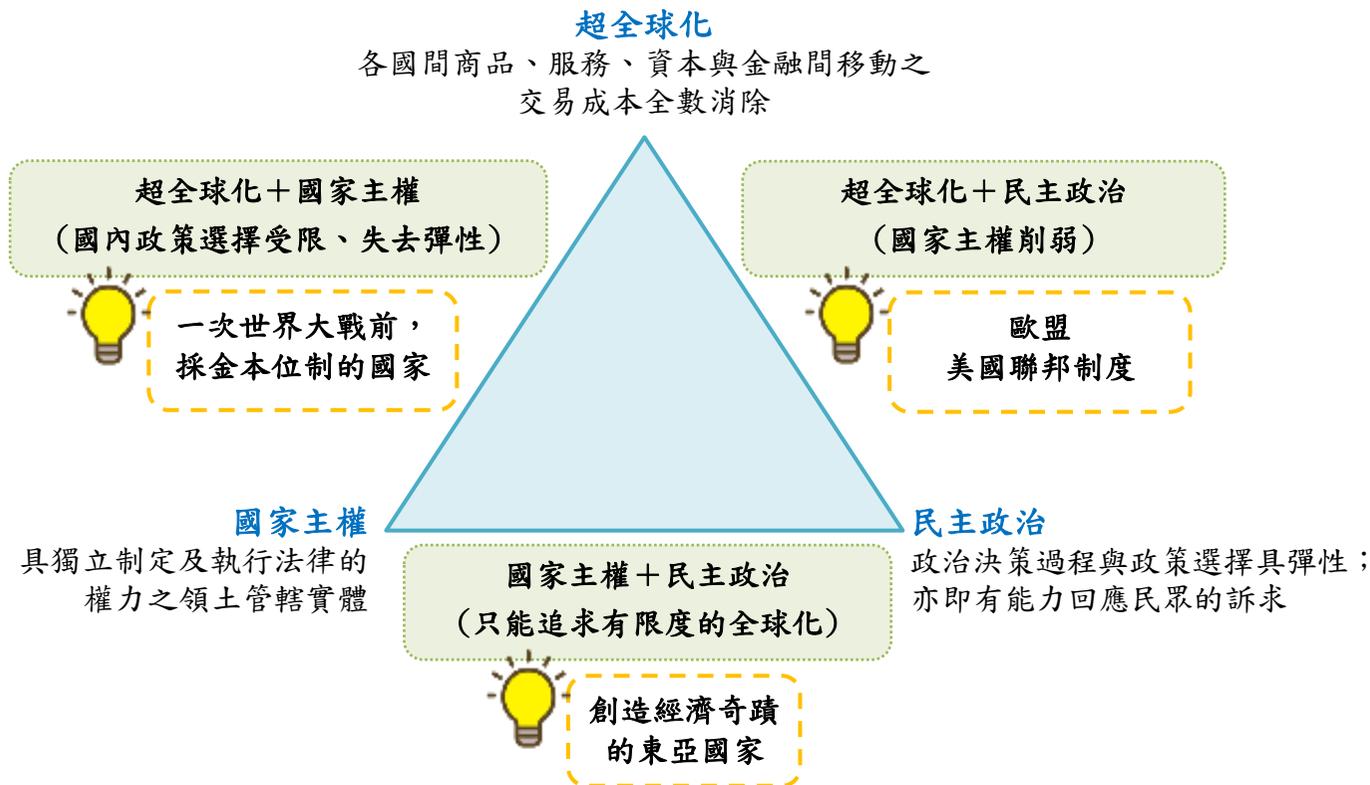
(三)全球化矛盾的理論基礎

1. Rodrik 的「三難困境」(Trilemma)

(1) Rodrik 早於 1997 年《全球化走得太遠了嗎？》(Has Globalization Gone Too Far?) 乙書，即對全球化示警；他質疑**跨境資本移動的好處**，對「華盛頓共識」提出批評，**強調引領成長的途徑繁多**，並非僅有奠基於「華盛頓共識」的**經濟成長方案可行**。

(2) Rodrik 提出世界經濟的政治**三難困境**，即一國**無法「同時」、「完全」擁有民主政治、國家主權與超全球化(hyper-globalization)**，只能取其二者(圖 9、表 1)；其**基礎假設為全球化與民主政治存在本質上的衝突**。

圖 9 世界經濟的政治三難困境



資料來源：Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press, Mar.

表 1 世界經濟的三大原型與實際案例

經濟原型	說明	實際案例
超全球化+國家主權 (政策選擇受限)	<ul style="list-style-type: none"> 為吸引資本與貿易流入，各國政府均致力於尋求採行低稅負、放寬管制、小政府等政策；換言之，各國政策選擇受限、失去彈性，猶如穿上黃金緊身衣(golden straitjacket)。 	一次世界大戰前，採金本位制的國家
超全球化+民主政治 (國家主權削弱)	<ul style="list-style-type: none"> 各國政府雖不會消失，惟彼等的權力將因超國家規則(supranational rules)的制定與執行機構而遭嚴重削弱，即各國國家主權受限，形成全球治理(global governance)，亦稱全球聯邦主義(global federalism)。 	歐盟、美國聯邦制度
國家主權+民主政治 (有限度的全球化)	<ul style="list-style-type: none"> 維持國家主權與民主政治之下，一國僅追求有限度的全球化。 根據「布列敦森林—關稅暨貿易總協定制度」(Bretton Woods-GATT regime)的精神，各國可以(甚至是被鼓勵)移除若干貿易相關的邊境限制，並在不歧視貿易夥伴為前提下，依據自身需求制訂政策。 Rodrik 稱此為布列敦森林妥協(Bretton Woods compromise)，即容許足夠的國際規範以朝貿易自由化前進，惟亦使政府擁有一定的空間以因應國內需求(如國內社會與就業需求等)。 	創造經濟奇蹟的東亞國家

資料來源：Rodrik, Dani (2000), "How Far Will International Economic Integration Go?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp. 177-186; Carrasco, Guillem (2020), "Rodrik's Trilemma and its Consequences," *Project Statecraft*, Oct. 1; Rodrik, Dani (2011), *The Globalization Paradox: Why Global Markets, States, and Democracy Can't Coexist*, Oxford University Press, Mar.

(3) Rodrik 於2000年預言⁴⁰，未來20年全球經濟可能走向各國政府訴諸保護主義。歷經2016年英國脫歐(Brexit)、川普當選美國總統等事件後，有論者認為，2016年堪稱羅德里克時刻(Rodrik moment)⁴¹。

(4) 面對全球化矛盾，Rodrik 認為，各國有權保護其制度性安排，並捍衛相關管理措施的完整性；市場與政府是一體的兩面，市場須深嵌在治理體系中；此外，通往繁榮的路不只一條，各國應選擇最適合自己的制度。

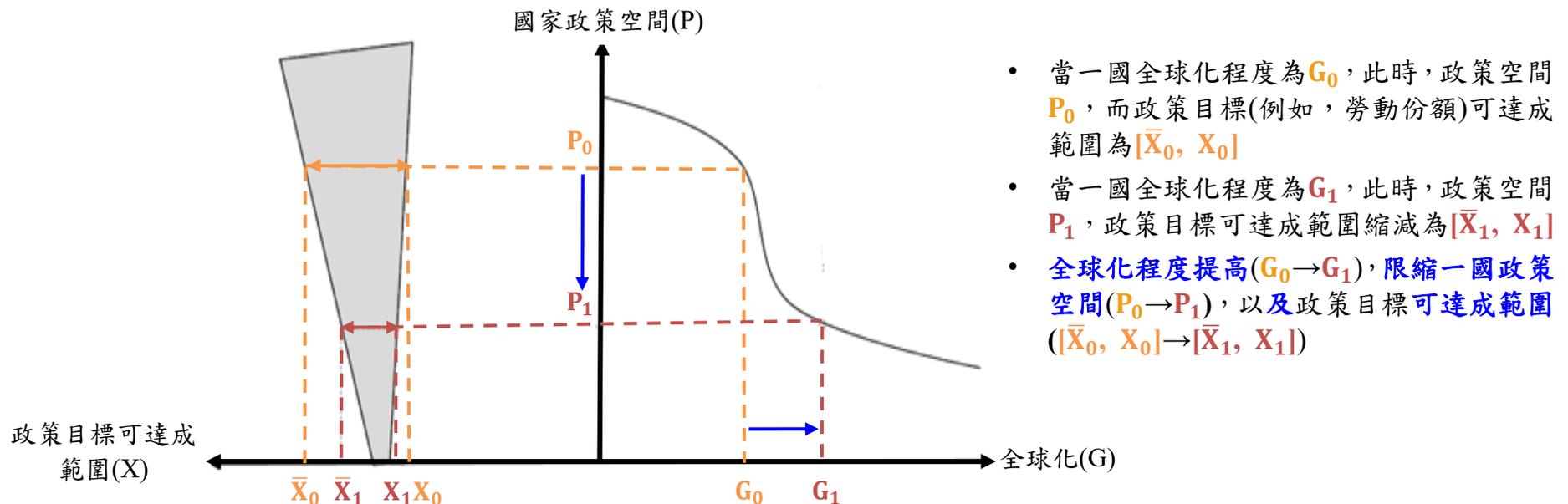
⁴⁰ Rodrik, Dani (2000), "How Far Will International Economic Integration Go?" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp. 177-186.

⁴¹ Bolotnikova, Marina N. (2019), "The Trilemma," *Harvard Magazine*, Jul.-Aug.

2. Palley 的「兩難問題」(Dilemma)⁴²

- (1)美國前美中經濟與安全審查委員會首席經濟學家 Thomas I. Palley 指出，Rodrik 所定義的民主包含「政治決策過程」與「政策選擇」，但實務上，民主強調「政治決策過程」；據此，全球化與民主政治並非不相容。不論一國的政治決策過程為民主或獨裁，皆可追求全球化，全球化因而有不同面貌，反映各國不同的政治偏好。
- (2)Palley 主張，全球化程度提高將限縮一國政策空間，「三難困境」實應為「全球化提高」與「國家政策空間降低」之「兩難問題」；國家主權亦應視為國家政策空間，提高全球化會降低國家政策空間，進而降低國家主權。儘管 Rodrik 與 Palley 兩人的用詞不一，但想法並無二致，均強調若一國過度追求全球化，將限縮自身政策空間(即政策選擇)。
- (3)根據 Palley 的理論，全球化與國家政策空間、政策目標可達成範圍的交互關係如下(圖 10)：

圖 10 全球化與國家政策空間、政策目標可達成範圍的交互關係*



- 當一國全球化程度為 G_0 ，此時，政策空間 P_0 ，而政策目標(例如，勞動份額)可達成範圍為 $[\bar{X}_0, X_0]$
- 當一國全球化程度為 G_1 ，此時，政策空間 P_1 ，政策目標可達成範圍縮減為 $[\bar{X}_1, X_1]$
- 全球化程度提高($G_0 \rightarrow G_1$)，限縮一國政策空間($P_0 \rightarrow P_1$)，以及政策目標可達成範圍($[\bar{X}_0, X_0] \rightarrow [\bar{X}_1, X_1]$)

*為方便以二維圖形說明相關概念，Palley (2017)以單一政策目標進行分析；惟實務上，一國政府所追求的政策目標可能相當繁多，包括經濟成長率、就業、分配均等及政經社會穩定等。
資料來源：Palley (2017)

⁴² Palley, Thomas I. (2017), "The Fallacy of the Globalization Trilemma: Reframing the Political Economy of Globalization and Implications for Democracy," *FMM Working Paper*, No. 08, Hans-Böckler-Stiftung, Macroeconomic Policy Institute (IMK), Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FFM), Düsseldorf.

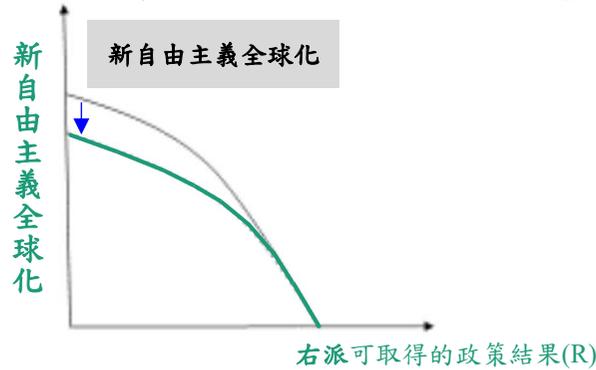
(4) 全球化除限縮國家政策空間外，Palley 認為，**不同類型的全球化**將**扭轉**一國**政策可能性前沿**(Policy Possibility Frontier, PPF)(圖 11)，亦即**扭轉**國家**政策空間**及**選項**。

—**政治光譜**兩端為**左派**與**右派**，分別**追求不同類型的全球化**：

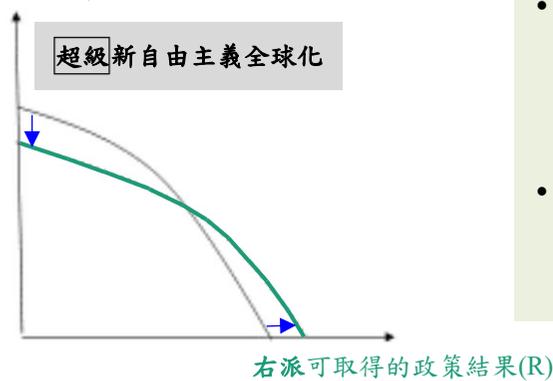
- **左派**：政府應**介入**經濟以保障國內勞工及產業，**提倡社會福利**，嚮往(超級)**社會主義**(民主)全球化。
- **右派**：**信仰市場經濟**及主張資本完全自由移動，**反對政府干預**，嚮往(超級)**新自由主義**全球化。

圖 11 不同類型的全球化將扭轉一國政策空間及選項

左派可取得的政策結果

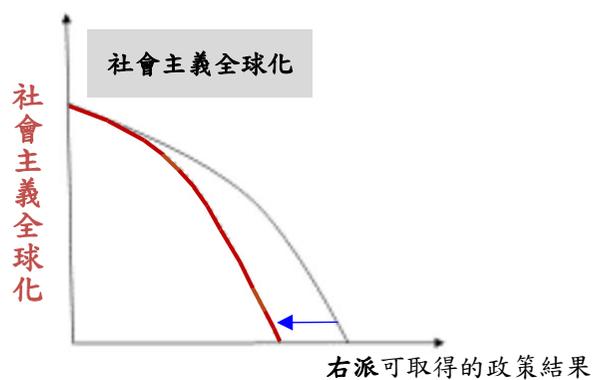


左派可取得的政策結果

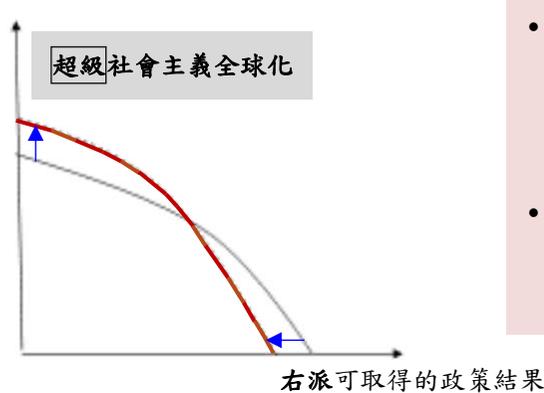


- 當一國崇尚**新自由主義**全球化，政策將著重於**解除市場管制**、**反對政府干預**，以及主張**資本完全自由移動**，這將**擴大右派**可取得之成果。
- 惟這**不利**該國國內**勞工權益**及部分產業，**限縮左派**可達成之目標，進而可能**引發**國內**政治動盪**與不穩定。

左派可取得的政策結果



左派可取得的政策結果



- 當一國崇尚**社會主義**全球化，將著重**保障國內勞工及產業**時，其政策則較傾向**政府管制**、**提倡社會福利**，以及**反對貿易完全自由開放**。
- 故即使該國加入**新自由主義**全球化體系，各項開放市場措施亦將**相對謹慎**，**限縮右派**可取得之成果。

資料來源：同圖 10

(5)Palley 指出，全球化將帶來**政策鎖定**(policy lock-in)效果，即**一國政經結構受全球化發展而定型**，致**逆轉或取消原政策的代價高昂**。

—企業在全球化過程中已投入大量成本，如重新布局、建廠等所費不貲，故將傾向說服政府留在全球化體系。

—若一國無力處理**當前問題的成本**，**已高於離開現行體制的成本**，一國**便會打破體制**，如**英國脫歐**即為一例。

(6)Palley 主張，**為解決新自由主義全球化造成的外部性與競相逐底**(race-to-the bottom)⁴³問題，須倚賴主要經濟體透過**國際政策協調**(如國際締約)，來**制定基本規範**。

(四)全球化高度發展的反思與回應

1. 面對全球化高度發展帶來的問題，近年中、美均重新思考並調整全球化的腳步，祭出不同回應政策(表 2)

(1)**1980 年代迄今**，**中國大陸不斷調整經濟發展路線**；中國大陸早期以獨特的方式融入全球經濟⁴⁴，迨至近期，鑑於**資本主義對既有政治體制形成挑戰**，中國大陸政府**再次擁抱社會主義特色**，如抑制資本無序擴張、加強監管等；當前發展則著重於處理「**政府與社會**」、「**中央與地方**」的關係。

(2)**過去美國力倡自由貿易**，惟**全球化盛行下**，其**國際地位受中國大陸崛起的挑戰**，**內部經濟社會**又面臨**製造業就業機會流失及民粹主義抬頭等問題**，故轉採**保護主義**措施，如**促進製造業回流、退出「跨太平洋夥伴協定」**(Trans-Pacific Partnership, **TPP**)⁴⁵、**加徵關稅**及採**貿易管制**等，並提倡**政府介入**的「**新華盛頓共識**」(new Washington consensus)。

(3)大抵而言，**中、美兩國均未放棄全球化**，彼等或皆**希望主導全球化發展**，從而形成**大國角力**的局面。

—由東協提出、**中國大陸主導**的「**區域全面經濟夥伴協定**」(Regional Comprehensive Economic Partnership, **RCEP**)，於 2013 年啟動談判；截至 **2023 年 6 月 2 日**，已對 15 個會員國**全面生效**。

—**拜登於 2022 年宣布啟動**由美國主導的「**印太經濟架構**」(Indo-Pacific Economic Framework, **IPEF**)；外界將 IPEF 視為美國**退出 TPP 後的替代品**，以及用於**對抗中國大陸主導的 RCEP**。

⁴³ 競相逐底係指各國政府為吸引外資，常競相降低稅率、工資、勞動條件、環境保護標準，以減輕投資者的經濟負擔、極大化商業利潤；此舉將會侵蝕既有勞動市場與金融市場之規範，並損害公司治理與社會福利。

⁴⁴ 當中國大陸加入 WTO 時，主流觀點期望，中國大陸納入全球市場經濟後，可能會走向西方式民主。惟實際上，中國大陸維持其黨國資本主義，對外採取有限度的開放。此外，中國大陸對外投資，多屬由政府或黨基於政治導向的供給推動；此與其他國家對中國大陸的投資，多屬民營企業基於商業決策的需求拉動，有所不同。詳請參閱朱敬一、羅昌發、李柏青與林建志(2023)，價值戰爭：極權中國與民主陣營的終極經濟衝突，衛城出版。

⁴⁵ **TPP 後更名為「跨太平洋夥伴全面進步協定」**(Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, **CPTPP**)，改由**日本主導**。目前會員國包含日本、加拿大、澳洲、紐西蘭、新加坡、馬來西亞、越南、汶萊、墨西哥、智利、秘魯及英國等 12 國；**台灣及中國大陸現已申請加入 CPTPP**。

表 2 為回應全球化高度發展帶來的問題，中、美兩國皆重新調整全球化的步調與相關政策

政策 國家	經濟及社會政策調整	全球化發展路線調整
中國 大陸	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 中國大陸歷經 1980 年代的改革開放後，2011 年起，調整發展路線，推行轉向內需的「再平衡」結構改革；2015 年進一步訴求躋升製造業強國的「中國製造 2025」。 ➤ 隨新自由主義全球化、資本主義向前推進，與中國大陸體制產生衝突，中國大陸尋求抑制資本的無序擴張。 ➤ 為避免民營陸企(尤其是科技巨擘)在全球化發展中日漸壯大，對國有企業利益與既有政治體制形成挑戰，中國大陸除強化產業監管外，亦強調「反壟斷」、促進「共同富裕」，加強對民營企業的整治。 ➤ 中國大陸由過去主要推進「政府與市場」的關係，轉向處理「政府與社會」、「中央與地方」的關係；國務院總理李強表示，未來政策將著重「李強經濟學」的三支箭，即發展民營經濟、開放招商引資及促進產業升級。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 中國大陸於 2013 年提出「一帶一路倡議」(Belt and Road Initiative)之跨國經濟合作構想，並聲稱，透過投資歐亞沿線區域基礎設施，強化沿線區域國家的經濟聯繫。 ➤ 東協於 2011 年提出草案，經第 19 屆東協高峰會議通過「東協區域全面經濟夥伴架構協議」，邀請中國大陸、日本、南韓、印度、紐西蘭及澳洲等對話夥伴參與，於 2013 年啟動談判，後由中國大陸主導 RCEP；不同於以往的貿易協定，RCEP 強調漸進式自由化，要求市場開放程度較低；截至 2023 年 6 月 2 日，已對 15 個會員國全面生效。 ➤ 2023 年金磚五國峰會上，阿根廷、埃及、衣索比亞、伊朗、沙烏地阿拉伯及阿拉伯聯合大公國等國，獲邀加入金磚集團；中國大陸係重要推手。
美國	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2009 年時任美國總統歐巴馬力倡製造業回流美國，並推動再工業化政策；2016 年川普當選美國總統後，除力促製造業回流外，更高舉「美國優先」(America First)大旗。 ➤ 2018 年起，美國對自中國大陸進口的商品加徵關稅，中國大陸隨即採取報復措施，引發美中貿易衝突(圖 12)。 ➤ 2019 年起，美國加強對中國大陸取得半導體設計、製造技術之管制；美國總統拜登於 2021 年上任後，持續擴大半導體相關出口管制，中國大陸則予以反制(圖 12)。 ➤ 當前為加強經濟、國家、能源與氣候等安全，「拜登經濟學」(Bidenomics)支持針對性投資，美國改變過去大力支持自由貿易的態度，漸轉向重視國內產業政策。此外，美國政府亦從推崇自由市場的「華盛頓共識」，轉為強調產業政策及政府介入的「新華盛頓共識」。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2017 年 1 月，川普簽署行政命令，美國正式退出 TPP。 ➤ 2017 年起，美國與加拿大及墨西哥就「北美自由貿易協定」(NAFTA)重新談判，新版「美墨加協定」(USMCA)於 2020 年正式生效。 ➤ 川普於 2017 年提出「印太戰略」(Indo-Pacific strategy)構想，外界認為，此旨在與「一帶一路倡議」抗衡。 ➤ 拜登於 2022 年宣布啟動 IPEF，其不涉及開放市場或降低關稅，而係於戰略性支柱尋求合作；外界將 IPEF 視為美國退出 TPP 後的替代品，以及用於對抗中國大陸主導的 RCEP。 ➤ 2023 年 G20 會議場邊，美國、歐盟、印度及中東國家宣布建立「印度—中東—歐洲經濟走廊」，旨在促進經濟成長與政治合作，並與「一帶一路倡議」互別苗頭。

資料來源：本行自行整理

圖 12 美中貿易戰與晶片戰



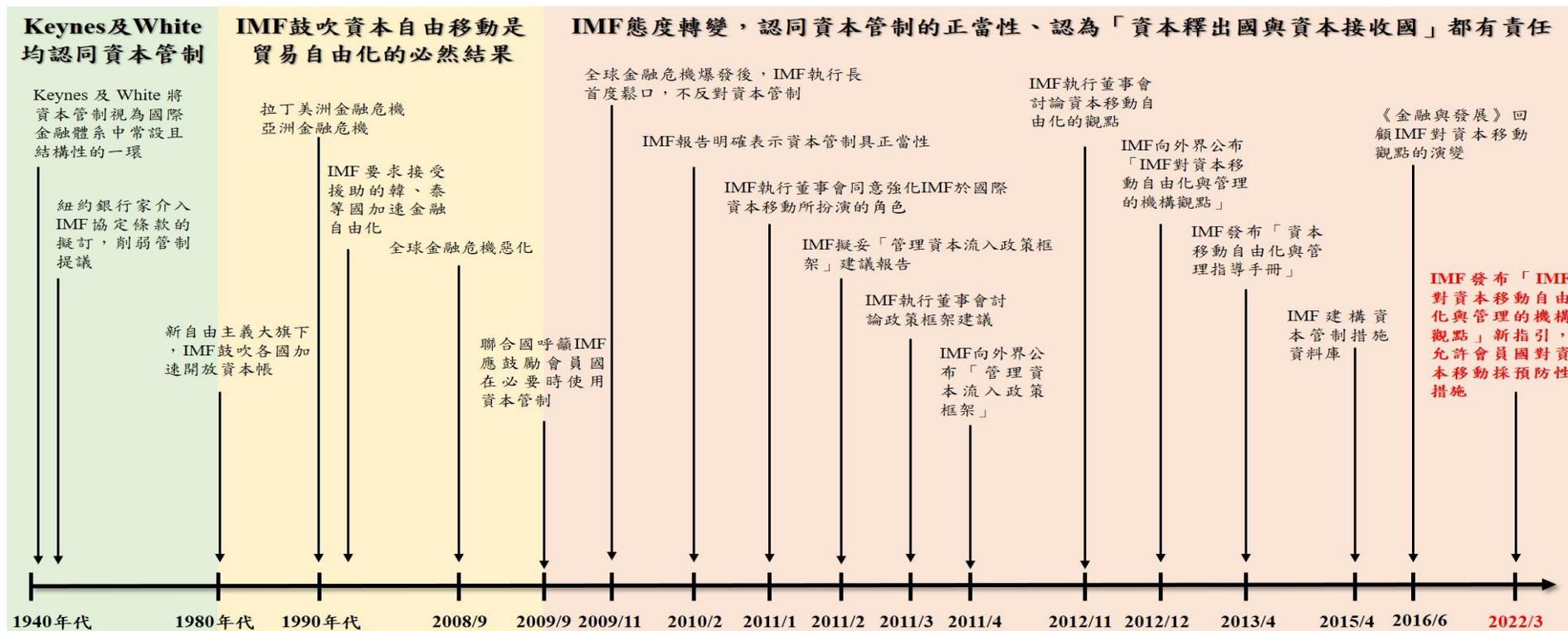
資料來源：本行自行整理

2. 國際間對金融自由化與金融全球化的省思

(1) 全球金融危機前，解除管制蔚為主流，崇尚市場機制(market mechanism)的功能；支持者主張，市場機制可讓資源達最有效配置、市場具自我修正的力量，政府干預沒必要且無效。

(2) 2008 年全球金融危機爆發，印證市場失靈(market failure)的危害，主流思維轉而強調政府角色的重要性。此外，全球金融危機後，國際間開始反思資本自由移動與浮動匯率的效益，IMF 亦改變其長期思維(圖 13)⁴⁶。

圖 13 IMF 從早期認同資本管制，轉為大力鼓吹資本自由移動，近年再回歸認同資本管制的演變



資料來源：中央銀行(2022)、中央銀行(2016)、Ostry et al.(2016)、IMF(2022)

⁴⁶ 中央銀行(2022)，「國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思」，央行理監事會後記者會參考資料，6月16日；中央銀行(2016)，「國際間對資本移動自由化觀點的省思 — IMF 從誇大資本移動效益，到近期正視資本移動風險的重大轉變」，央行理監事會後記者會參考資料，6月30日；Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani and Davide Furceri (2016), “Neoliberalism: Oversold?” *IMF Finance & Development*, Jun.; IMF(2022), “Executive Board Concludes the Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital flows,” *IMF Press Release*, Mar. 30。

(3)1940 年代肇劃 IMF 的 John Maynard Keynes 及 Harry Dexter White 雖均贊同資本管制，惟 1970 年代末~2008 年全球金融危機前，IMF 鼓吹資本自由移動、反對任何資本管制；迨至全球金融危機後，IMF 的態度大轉變，轉而認同資本管制的正當性，回歸 Keynes 及 White 所秉持的關鍵宗旨。

—1940 年代：肇劃 IMF 的 Keynes 及 White 均贊同資本管制

- 1940 年代，一手肇劃 IMF 的 Keynes 及 White 均體認到資本自由移動的危險，認為資本釋出國(source country)須承擔責任，因彼等的政策會製造過多或風險過高的資本流出，同時對通貨競貶(competitive currency depreciations)的影響深感擔憂，強調應規範以鄰為壑(beggar-thy-neighbor)政策。
- 當時包括先進經濟體在內，大多數國家採取資本管制為主；因此，兩人原擬的 IMF「協定條款」責成各國須合作來強化彼此的資本管制措施，並未賦予 IMF 推動資本自由化的權力。
- 不過，有力的紐約銀行家卻在最後一刻介入，削弱了 IMF 對於資本管制的提議。

—1970 年代末~2008 年全球金融危機前：IMF 崇尚資本自由移動、反對任何形式的資本管制

- 1970 年代，新自由主義開始影響先進國家的政策，多國政府撤除限制資本跨境移動的措施，邁向資本帳自由化(capital account liberalization)或金融全球化。
- 迨入 1980 年代，新自由主義成為全球主流思維，融入給予新興市場及開發中經濟體的政策建議—「華盛頓共識」，新興市場解除資本管制，朝資本帳自由化邁進成為主流趨勢。

—2008 年全球金融危機後：IMF 轉為認同資本管制，承認資本移動的效益被誇大；迨至 2022 年 3 月，鑑於疫情引發全球資本移動急遽逆轉⁴⁷，IMF 更允許會員國採取先發制人的資本移動管理措施與總體審慎措施。

⁴⁷ 新冠肺炎疫情引發全球資本移動的急遽逆轉，對新興市場及開發中經濟體的影響加深；OECD 估計，2020 年 1 月中旬至 3 月中旬，從這些國家流出的資金約為 1,030 億美元。在各國設法從疫情中恢復與重建的情況下，資本管制如何作為一國促進金融穩定之有效工具的討論，再次受到關注。

3. 為因應金融體系的市場失靈與系統風險問題，國際間重思自由市場與政府管理的平衡，並強化金融管制⁴⁸

(1)2008 年全球金融危機前，市場機制當道，各界過度相信自由市場能使資源達最有效率的配置；迨至美國次貸危機爆發，凸顯了不受管制的自由市場，往往因非理性行為(irrational behavior)、資訊不對稱(information asymmetry)等因素，無法有效率地配置資源，進而導致市場失靈。尤有甚者，全球化高度發展、各國金融體系緊密連結，使美國次貸危機的負面衝擊快速外溢至其他國家，引發 2008 年全球金融危機⁴⁹。

—2000 年起，全球超額流動性過多且投資人風險意識降低，致信用與資產市場出現泡沫化現象。

—金融監理機關過度相信金融自由化之效益及市場自我調整機制，監管不足，且金融業過度創新及複雜的衍生性金融商品大幅成長，使風險評估困難。影子銀行體系(shadow banking system)並未受到有如商業銀行般的監控，加以過去金融監理機關主要僅著重個別金融機構之監控，忽略金融體系間的相互關聯性及金融體系與總體經濟間之相互影響，致未能預先偵測危機。

—2018 年 9 月初，在雷曼兄弟倒閉 10 週年前夕，現任 ECB 總裁、時任 IMF 執行長的 Christine Lagarde 表示⁵⁰，金融創新的發展遠超越監管、銀行業與金融服務全球化的推進，以及全球化下的管制套利，導致雷曼兄弟倒閉並讓災情蔓延。

(2)全球金融危機顛覆了過去推崇自由市場的主流思維，印證新自由主義政策並未達成其聲稱的最適化結果；換言之，市場機制並非總可讓資源有效配置、自由市場並非總能自我修正，因此，政府與金融監管的角色至關重要。

—全球金融危機促使各界正視自由市場可能存在的市場失靈問題、瞭解既有管制規範(如 Basel II)的不足與缺失，進而體認到政府能扮演重要角色；金融監管當局透過更妥適的金融管制，有助於促進金融穩定。

—即便是曾力推金融自由化、反對管制的前 Fed 主席 Alan Greenspan，在 2008 年 10 月間出席國會聽證會時亦坦承，以前過度相信自由市場具自我修正的力量，並承認其對金融解除管制的信念已動搖。此外，Greenspan 與前 Fed 主席 Ben Bernanke 坦承，Fed 在 2000 年代疏於採取足夠行動來防止金融脆弱性累積，且在危機爆發前未能迅速因應，確有疏失⁵¹。

⁴⁸ Rogers, Halsey F. (2010), "The Global Financial Crisis and Development Thinking," *World Bank Policy Research Working Paper*, Jun.

⁴⁹ 有關 2008 年全球金融危機相關議題之探討，請參見中央銀行(2009)，全球金融危機專輯，12 月；至於全球金融危機後甚受世人推崇，由已故經濟學家明斯基(Hyman P. Minsky)所提出的「金融不穩定假說」(Financial Instability Hypothesis)，請參見中央銀行(2010)，全球金融危機專輯(增訂版)，3 月。

⁵⁰ Lagarde, Christine (2018), "Ten Years After Lehman—Lessons Learned and Challenges Ahead," *IMF Blog*, Sep. 5.

⁵¹ Andrews, Edmund (2008), "Greenspan Concedes Error on Regulation," *The New York Times*, Oct. 23; Bernanke, Ben (2015), *The Courage To Act : A Memoir of A Crisis and its Aftermath*, W.W. Norton & Company, Oct.

(3)為免重蹈全球金融危機覆轍，**國際間陸續推動金融管制改革或金融再管制**(表3)，**主要國家亦大幅修訂金融法規及金融監理制度**加強監管(表4)，以因應全球化對金融體系帶來的系統風險。

表3 國際間陸續推動大幅金融管制改革或金融再管制

國際間金融管制改革或金融再管制	主要內容
發布巴塞爾資本協定 Basel III，改革銀行資本提列與流動性管理規定，強調總體審慎監理	巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)自2010年起陸續發布 Basel III 改革內容 ，除提高最低資本要求、增訂槓桿比率與流動性標準等多項改革外，更將 總體審慎概念納入監理架構 ，增訂逆循環資本緩衝、系統風險附加資本及嚴格限制大額曝險等 ⁵² ，以 解決系統危機 所致的 市場失靈問題 。
推動店頭衍生性商品集中交易對手(CCP)結算機制	主要國家陸續推動 集中交易對手結算機制 ⁵³ ，並對未能集中交易之店頭衍生性商品適用較嚴格之資本規定，以 降低交易對手風險及系統重要性金融機構倒閉對金融穩定之衝擊 ，維持金融市場穩定。
成立金融穩定委員會(FSB)	為加強監控全球系統風險，並強化全球金融監理及一致性，2009年G20領袖高峰會決議成立FSB ⁵⁴ ，主要任務包括： 評估全球金融體系之脆弱性 ，確認可採行因應措施；促進各國金融穩定相關監理機關間之 合作及資訊交流 ；以及監控全球金融市場發展，並 提供監理政策建議及國際準則 等。

資料來源：本行自行整理

⁵² 詳請參見中央銀行(2011)，金融穩定報告，第5期，5月。

⁵³ 過去店頭衍生性商品採個別交易與個別結算，衍生高槓桿、交易人間關係複雜、資訊不透明及過度集中於少數金融機構等問題，是次貸危機擴散引發全球金融危機的原因之一。

⁵⁴ FSB前身為金融穩定論壇(Financial Stability Forum, FSF)，係1999年依據G7財長與央行總裁會議決議成立，旨在促進會員央行及金融監理機關之討論與協調合作。

表 4 主要國家(地區)大幅改革金融法規及金融監理制度

國家/地區	改革重點	主要內容
美國	訂定「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」	<p>美國於2010年7月通過「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，主要內容包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 成立金融穩定監督委員會 (Financial Stability Oversight Council, FSOC)⁵⁵，監管系統風險議題。 ➢ 擴大聯邦準備制度權責，限制大型金融機構⁵⁶並建立清理機制。 ➢ 建立有序退場機制，以解決系統重要性金融機構破產問題。 ➢ 加強對衍生性金融商品、信評機構及非銀行金融機構之監督等。
英國	強化英格蘭銀行(BoE)監理權力，並加強總體審慎監理	<p>英國政府自2009年起啟動一連串金融監理改革：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 將金融監理權由金融服務監管局(Financial Services Authority, FSA)⁵⁷移回BoE，內部設立審慎監理局(Prudential Regulation Authority, PRA)⁵⁸及金融政策委員會(Financial Policy Committee, FPC)，分別負責個體及總體審慎監理。 ➢ 賦予BoE 處理瀕臨倒閉銀行之權力。
歐盟	建立泛歐洲之金融監理架構	<p>鑑於全球金融危機時各成員國金融監理體系不同，無法有效整合以因應系統危機，歐盟於2011年建立歐洲金融監理體系(European System of Financial Supervision, ESFS)：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 設立歐洲系統風險委員會(The European Systemic Risk Board, ESRB)，以監控系統性風險及強化總體審慎監理。 ➢ 分別就銀行、保險及證券業成立歐盟層級之金融監理機關⁵⁹，以強化個體審慎監理及促進各國金融法規之一致性。

資料來源：本行自行整理

⁵⁵ FSOC 由 Fed、通貨監理局(OCC)、存保公司、證券管理委員會(SEC)、商品期貨交易委員會(CFTC)、聯邦住宅金融局(FHFA)、全國信合社管理局(NCUA)及消費者金融保護局等 8 個監理機關首長組成。

⁵⁶ 例如限制銀行以自有資本從事投機交易及與客戶無關之自營交易，亦即伏克爾法則(Volker Rule)，以及聯邦監理機關有權接管及分拆對金融穩定構成廣泛威脅之問題金融機構。

⁵⁷ FSA 已於 2013 年裁撤。

⁵⁸ 2017 年 BoE 進一步設立審慎監理委員會(Prudential Regulation Committee, PRC)，負責個體審慎監理決策及督導 PRA 業務。

⁵⁹ ESFS 分別就銀行、保險及證券業成立歐洲銀行監理機關(European Banking Authority, EBA)、歐洲保險與職業年金監理機關(European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)及歐洲證券與市場監理機關(European Securities and Markets Authority, ESMA)。

(五)近年來全球化已減速，並藉投資結構及貿易的重塑，朝新全球化發展⁶⁰

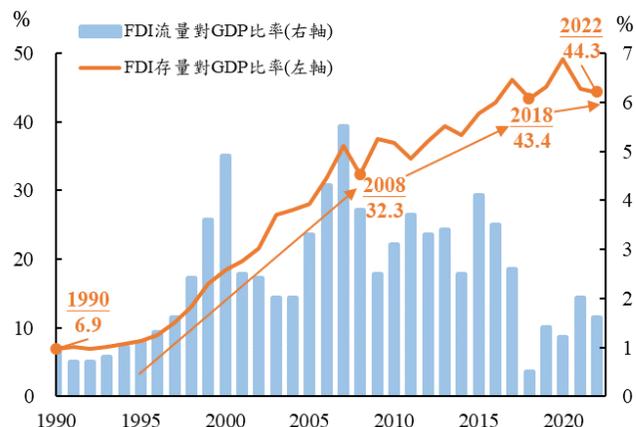
1. 近年來，全球對外直接投資(FDI)趨於零碎化，供應鏈則朝向分流及在地化發展

(1)目前全球 FDI 活動仍熱絡，惟發展趨於零碎化，其中，對中國大陸的投資趨緩⁶¹，東協則吸引全球 FDI 的青睞。

—全球 FDI 存量對 GDP 比率，曾由 1990 年之 6.9% 大幅上升至 2008 年之 32.3%；2008~2018 年，由 32.3% 緩升至 43.4%；近期伴隨主要國家採貨幣緊縮，全球 FDI 活動進一步放緩，迨至 2022 年，該比率僅微幅上升至 44.3% (圖 14)。

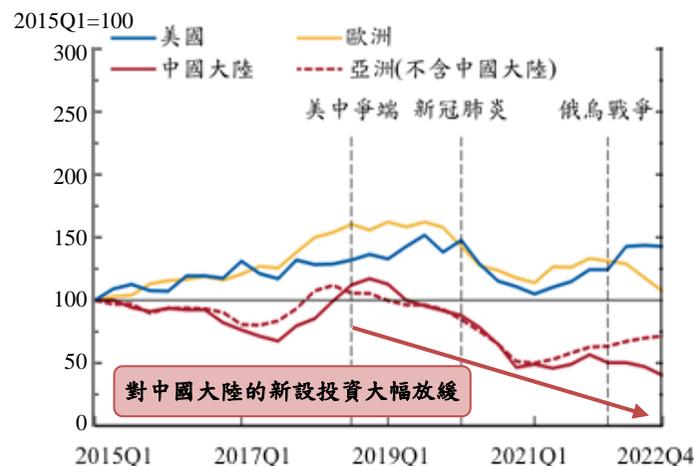
—2018 年起，地緣政治風險升溫，隨歐美限制企業對中國大陸關鍵經濟領域的投資及出口，加以中國大陸經營環境惡化⁶²，全球對中國大陸的策略產業⁶³之新設投資(greenfield FDI)⁶⁴減緩(圖 15)；至於東協則因同時為中國大陸產業整合及美國策略聯盟的夥伴，吸引全球 FDI 的青睞(圖 16)。

圖 14 全球 FDI 對 GDP 比率



資料來源：Economist Intelligence Unit

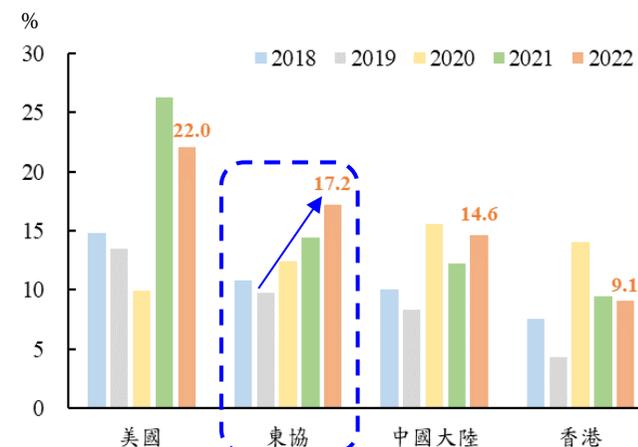
圖 15 全球對策略產業之新設投資的分布



註：採 4 季移動平均。

資料來源：IMF (2023), *World Economic Outlook*, Apr.

圖 16 全球 FDI 主要流入國家(地區)



註：2022 年全球 FDI 淨流入合計 12,947.4 億美元。
資料來源：World Investment Report 2023, UNCTAD

⁶⁰ 伴隨全球化發展步調調整，有關我國廠商在全球生產布局與相關資金流向的變化，以及我國銀行業因應該等轉變所進行的相關調整等，請參閱楊金龍(2023)，「全球化最新發展與台灣因應之道」，於政治大學經濟學系與國際金融學院共同舉辦「2023 年國際經濟與金融趨勢論壇」專題演講，7 月 29 日。

⁶¹ 2001 年中國大陸加入 WTO 後，曾高度吸引全球 FDI，與供應鏈上下游進行跨國產業專業分工。

⁶² 近年中國大陸生產成本優勢下滑、環保法規趨嚴，2018 年起，美中爭端加劇，2021 年推動「產業監管」、「共同富裕」等政策，以及 2022 年施行嚴格防疫封控措施，經營環境惡化。

⁶³ 策略產業包括塑化及合成橡膠製造、電池及蓄電池製造、焦爐產品製造、消費電子產品製造、家用電器製造、電子元件及電路板製造、一般機械製造、測量測試導航及控制設備製造、鐘錶、機動車輛製造、其他非金屬礦物產品製造、藥品藥用化學品及植物產品製造、有色金屬礦開採、石油及天然氣開採輔助活動等。

⁶⁴ 聯合國世界投資報告(WIR)將 FDI 投資模式主要區分為跨國併購(M&A)及新設投資；其中，新設投資係指跨國公司等投資實體在地主國境內依照地主國法律設置的企業，由外國投資者持有該企業之部分或全部資產的所有權。跨國併購及新設投資的資料，分別來自 Refinitiv 及 Financial Times 旗下 iDi Markets 資料庫。

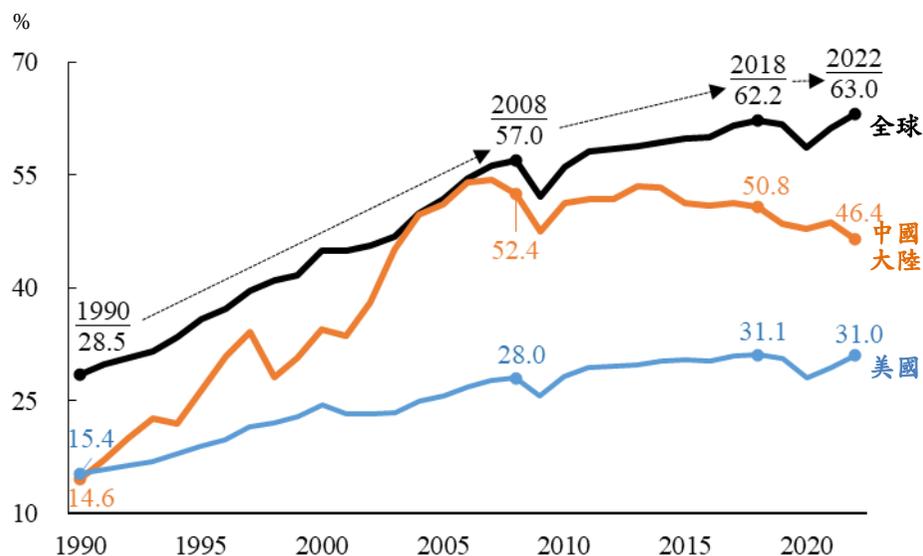
(2)儘管全球對外貿易程度仍高，但地緣政治風險使各國愈發重視國安議題，全球供應鏈朝向分流與在地化發展。

—全球實質商品及服務進出口對 GDP 比率，由 1990 年之 28.5%大幅上升至 2008 年之 57.0%，至 2018 年美中貿易戰爆發後續升為 62.2%，近期則緩升至 63.0%(圖 17)。

—2018 年以來，美中對抗加劇、疫情及俄烏戰爭爆發，主要國家積極進行國際結盟，加大政策力道重塑全球供應鏈，推動生產回流(reshoring)、近岸外包(nearshoring)及友岸外包(friendshoring)，降低關鍵物資及策略產業對競爭對手的依賴。

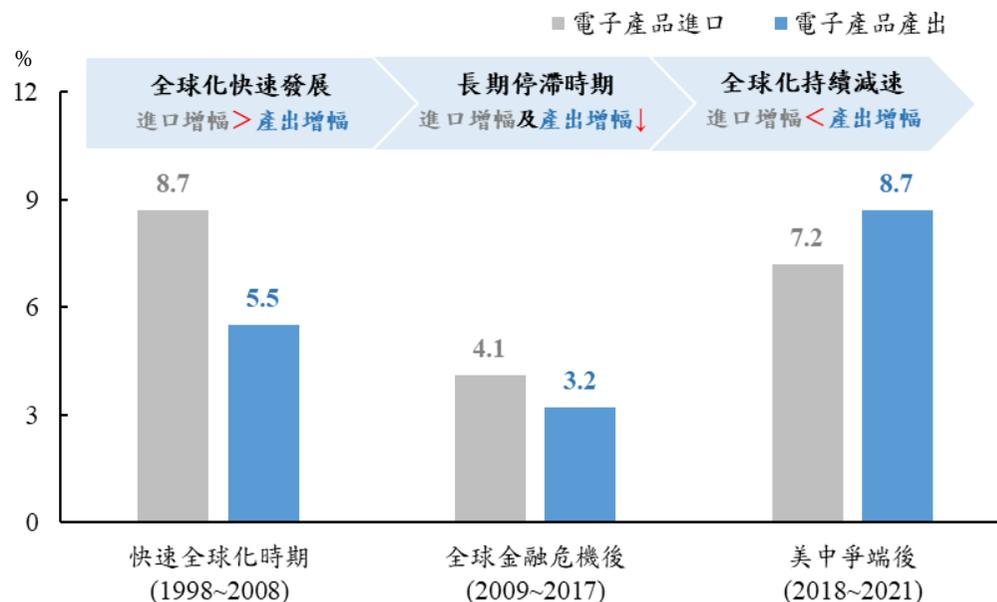
—各國高科技產品在地化生產更加明顯，2018~2021 年全球電子產品產出平均年增率 8.7%，高於電子產品進口平均年增率 7.2%；此與快速全球化時期電子產品進口年增率 8.7%，明顯大於產出年增率 5.5%，形成對比(圖 18)。

圖 17 全球與主要國家實質商品及服務進出口對 GDP 比率



註：按 US\$ at 2010 prices 基礎計算。
資料來源：Economist Intelligence Unit

圖 18 全球電子產品進口及產出年增率



資料來源：Monetary Authority of Singapore (2023), "Macroeconomic Review," MAS Macroeconomic Review, Volume XXII Issue 1, Apr.

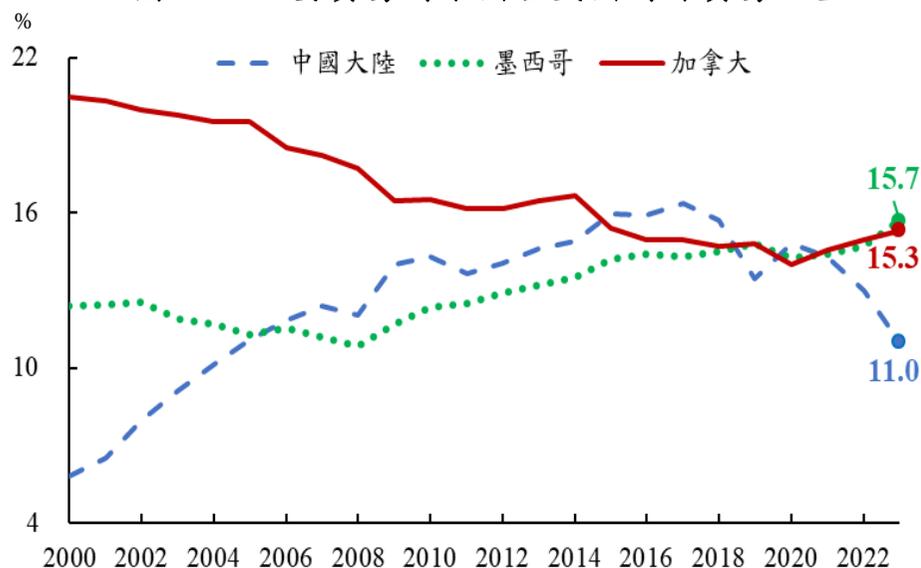
2. 隨全球供應鏈重組，美中兩國的貿易依賴程度下降，美國與東協的貿易往來則升溫；惟美中的經濟連結，實遠較表面所見更加深厚⁶⁵

(1) 對中國大陸去風險(de-risking)係當前美國對外政策的基石，美國欲以友岸外包減少與中國大陸間的貿易，藉供應鏈活動的大重配置(great reallocation)，進而達成去風險；最新貿易數據表明，美國看似達成其政策目標。

—自 2021 年以來，墨西哥及加拿大分別超越中國大陸，成為美國前兩大貿易夥伴(墨、加兩國占美國對外貿易比重分別為 15.7%及 15.3%)；至於中國大陸的占比，則由高點 16.3%降至近來約 11.0%(圖 19)。

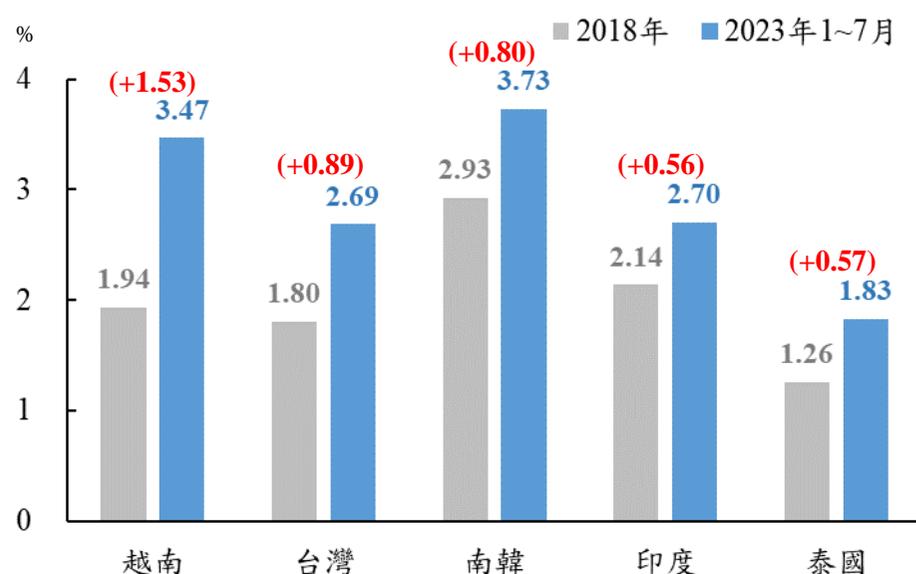
—此外，美國自越南、台灣、南韓、印度及泰國等國之進口比重則上升(圖 20)；此除表明全球貿易版圖正重組外，似亦隱含美國的對外政策有效。

圖 19 主要貿易對手國占美國對外貿易比重



註：圖 18 係以年資料繪製，最新數據為 2023 年 1~7 月。
資料來源：U.S. Census Bureau

圖 20 美國自特定國家進口比重



資料來源：U.S. Census Bureau

⁶⁵ The Economist (2023), “How America Is Failing to Break up with China,” *The Economist*, Aug. 8; The Economist (2023), “Joe Biden’s China Strategy Is Not Working,” *The Economist*, Aug. 10; Alfaro, Laura and Davin Chor (2023), “Global Supply Chains: The Looming ‘Great Reallocation’,” Paper prepared for the annual Economic Policy Symposium “Structural Shifts in the Global Economy” organized by Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Aug. 26.

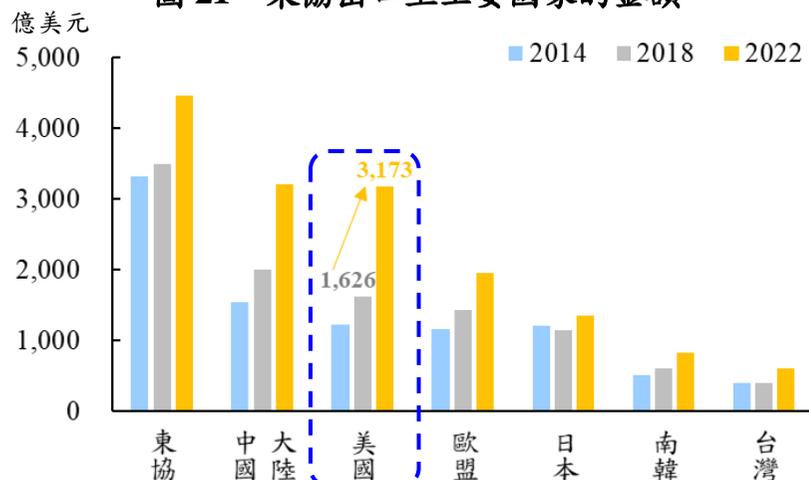
(2)實際上，**美中貿易連結**並未減少，而是以**更複雜的形式**存在；**美國去風險**措施的**成效似不如表面所見**，甚至產生副作用。

—美國希望**藉友岸外包**取代來自**中國大陸的進口**，但問題在於，**美國的盟友與中國大陸間的貿易**亦**同時成長**；數據顯示，2022年**東協對美國出口**金額較2018年**成長逾9成**(圖21)，但同時**東協自中國大陸進口**金額亦**成長近6成**(圖22)；這意味著，中國大陸商品只是被**重新包裝**，並**輾轉經由第三國運往美國**。

—美國的去風險措施，似反而**促使美國的盟友與中國大陸的關係更加緊密**，此凸顯小國**不願在兩強相爭中選邊站**。IMF研究指出⁶⁶，若各國**被迫在美中之間做選擇**，且一國所屬陣營係**根據其在聯合國會議上是否譴責俄羅斯入侵烏克蘭的投票**而定⁶⁷，在此情況下，將導致**全球GDP損失高達4.6%**，其中**東南亞國家GDP損失亦達2.9%**。

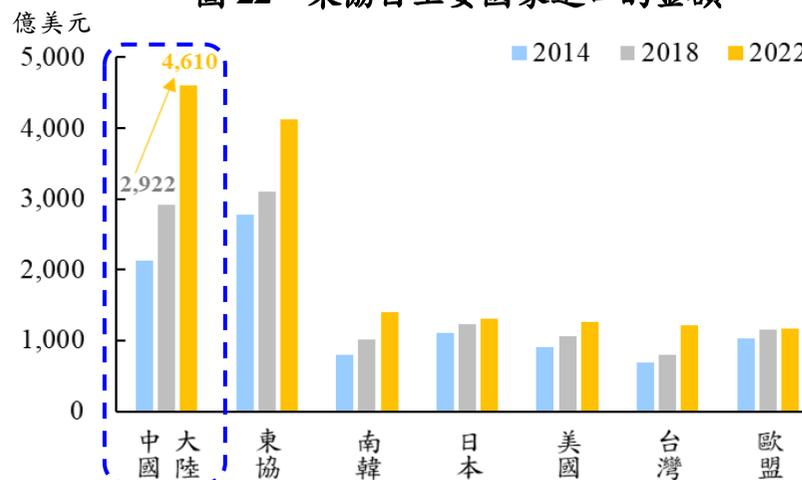
—此外，**美國供應鏈的重配置**，導致其**進口價格上升**；相關研究顯示⁶⁸，若**中國大陸占美國進口份額下降5個百分點**，將使**美國自越南及墨西哥進口商品的單位價格分別上漲9.8%及3.2%**

圖 21 東協出口至主要國家的金額



資料來源：ITC Trade Map

圖 22 東協自主要國家進口的金額



資料來源：ITC Trade Map

⁶⁶ Javorcik, Beata S., Lucas Kitzmuller and Helena Schweiger (2023), “Economic Costs of Friend-Shoring,” IMF Fragmentation Conference, May。不同零碎化情境下，低所得國家所受影響不一；在不同假設條件下，全球 GDP 損失亦差異甚鉅。

⁶⁷ 2022年3月2日，在聯合國大會第11屆緊急特別會議上，進行聯合國大會第ES-11/1號決議草案的表決，該草案譴責俄羅斯侵略烏克蘭，要求俄羅斯須全面自烏克蘭撤軍，並撤銷對頓涅茨克人民共和國與盧甘斯克人民共和國的承認。投票支持該決議草案的國家(141個)視為加入美國陣營；否決(5個)、棄權(35個)及缺席表決(12個)則被視為加入俄羅斯陣營。

⁶⁸ Alfaro, Laura and Davin Chor (2023), “Global Supply Chains: The Looming ‘Great Reallocation’,” Paper prepared for the annual Economic Policy Symposium “Structural Shifts in the Global Economy” organized by Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Aug. 26.

(六)結語與政策涵義

1. 全球化快速發展雖帶來總體面經濟效益，惟忽略個體面的分配不均問題；許多國家已開始反思全球化高度發展對國內的不利影響，並採取回應措施

- (1)雖然**全球化**有助於**提升經濟效率**、**讓數億人口脫貧**，並**協助台灣、南韓等躍升為高所得國家**，惟其快速發展亦帶來**中低階技術勞工工作機會流失**、**貧富差距擴大等負面影響**，在先進國家尤為明顯；因此，並非所有人都支持全球化。
- (2)**全球化的益處未被均等地分配**，在**全球化快速發展**的過程中，**先進國家的中低所得勞工**往往**感到被拋在後頭**，從而**加深彼等的不滿與反彈**。全球安全考量及國內政治、經濟的訴求日增，已讓過去擁護自由貿易的大國轉而關注其他優先事項(例如保障關鍵物資供給無虞、提升國內就業市場表現等)，此恐為新興市場及開發中國家帶來艱鉅挑戰⁶⁹。
- (3)鉅額補貼與保護主義升溫，正顛覆以往快速發展的自由貿易。在**大國**積極祭出**產業政策**、進行**補貼競爭**的新時代，**較小型的經濟體**，或**較拮据的開發中經濟體**，在提供補貼等方面**無法與最大的經濟體匹敵**，恐淪為輸家⁷⁰。

2. 全球化有多種面貌，各國有權保護其制度性安排；在尊重多樣化的前提下，制定適當的全球規則，仍至關重要

- (1)**全球化因時因地制宜**，無絕對優劣之分。Palley 即指出，全球化有**不同面貌**，反映出各國不同的**政治偏好**；例如**西方國家多追求新自由主義全球化**，而**中國大陸則崇尚社會主義(民主)全球化**。
- (2)誠如 Rodrik 所言，**全球化宜有限度、有智慧**。一國**無權將自身制度強加於他國**，各國皆有權捍衛相關**管理措施的完整性**；惟此不意味著，國際規則應全然被揚棄；完全去中心化(decentralized)的自由放任，對所有人均無益處。
- (3)Rodrik 強調，全球體系的運作，仍須一套**尊重多樣化、追求最低限制要求的全球規則**(如**布列敦森林制度**)，俾兼顧**國際秩序**的維持，並為一國保留**適當的政策空間**，此有助於為全球化尋求更穩固的基礎。

3. 主要經濟體宜透過國際政策協調來制定基本規範，以因應新自由主義全球化可能引發的外部性與競相逐底等問題

- (1)**新自由主義全球化**恐帶來**氣候變遷等重大外部性**(major externalities)、形成**競相逐底**，且導致一國**國內政策空間縮減**，提高該國政府因應全球化及處理國內議題之難度，**影響其政經穩定**。美國國家安全顧問蘇利文(Jake Sullivan)即表示⁷¹，由於產業供應鏈外移，加以市場未必總能高效率地分配資本、資源嚴重傾向金融業等部分產業，導致

⁶⁹ Woods, Ngaire (2023), “Superpowers Are Forsaking Free Trade,” *IMF Finance & Development*, Jun.

⁷⁰ Ballard, Ed, Jason Douglas and Jon Emont (2023), “The Economic Losers in the New World Order,” *The Wall Street Journal*, Aug. 14; Irwin, Douglas (2023), “The Return of Industrial Policy,” *IMF Finance & Development*, Jun.

⁷¹ Sullivan, Jake (2023), “Remarks by National Security Advisor Jake Sullivan on Renewing American Economic Leadership at the Brookings Institution,” The White House Speeches and Remarks, Apr. 27; Brookings Institution (2023), “The Biden Administration’s International Economic Agenda: A Conversation with National Security Advisor Jake Sullivan,” Brookings Institution, Apr. 27.

美國的重要產業基礎空心化；伴隨龐大的非市場經濟國家以極具威脅之姿加入國際經濟秩序，經濟整合未能使各國更加負責任且開放、亦未能促使全球秩序更為和平，該等威脅將破壞民主所依賴的社會經濟基礎。

- (2) 美國政府從過去力主鬆綁管制、倡議自由化的「華盛頓共識」，轉變為近期強調去風險、產業政策及政府介入的「新華盛頓共識」，凸顯新自由主義全球化所引發的問題，以及美國政經社會所面臨的深層矛盾，從而促使美國的經濟政策理念產生重大轉變。
- (3) 儘管高度發展的新自由主義全球化帶來諸多問題，尤其新冠肺炎疫情、俄烏戰爭，更使該等問題複雜化；然而，全球經濟脫鉤或零碎化的成本可能相當高昂，**跨國合作仍至關重要**。面對當前挑戰，除基於國內利益考量制定適當的政策外，**主要經濟體宜透過國際政策協調來制定全球化之基本規範**，例如，多邊合作與共同標準有助加速綠色轉型、防止市場零碎化，且可極小化對其他國家的負面外溢效應⁷²。
4. 金融全球化恐加速金融風險擴散，且大國貨幣政策透過全球金融循環對小型開放經濟體影響甚鉅，因此，妥適的金融監管與資本移動管理措施至關重要；另在全球化的經濟與金融體系中，央行亦須將外溢效應納入決策考量
 - (1) 伴隨**金融全球化**導致**全球金融連結加深**，資產價格及匯率變動在國際間擴散的效果增加，**世界一隅的金融問題將蔓延他國**；**亞洲金融危機、全球金融危機及歐債危機**等事件，即反映金融全球化導致金融風險迅速傳播，在全球引起廣泛的經濟金融動盪。**為防止金融脆弱性累積與風險擴散**，國際間與主要國家亦**強化金融監管**，並推動相關改革。
 - (2) **全球金融體系受制於資產價格、槓桿比率及資本移動的同步循環**，亦即**全球金融循環**；**大國貨幣政策透過跨境資本移動外溢至其他國家**，影響他國的**貨幣與信用情勢**，**小型開放經濟體面臨的衝擊尤鉅**。鑑於此，國際間對資本移動管理的思維亦有轉變，例如**IMF**從早期大力**反對外匯干預與資本管制**，到**近期認同其正當性**，甚至**允許採取先發制人的資本移動管理措施**。
 - (3) 在全球化的經濟與金融體系中，**貨幣政策決策者須考慮其他央行的行動**。**全球貿易整合**意味著，**外國經濟與勞動市場情勢對國內價格的影響更大**；此外，**全球金融整合加速了全球金融情勢轉變**所帶來的**外溢效應**⁷³。一國如何維持一定程度的資本自由移動，又能使貨幣政策對國內經濟產生影響力，就必須與資本移動管理、外匯市場調節、總體審慎政策等多項措施搭配運用，以確保經濟金融穩定與發展。

⁷² Georgieva, Kristalina and Ngozi Okonjo-Iweala (2023), "World Trade Can Still Drive Prosperity," *IMF Finance & Development*, Jun.

⁷³ Obstfeld, Maurice and Haonan Zhou (2022), "The Global Dollar Cycle," Prepared for the Brookings Papers on Economic Activity Fall 2022 conference, Brookings Institution, Sep. 7.

六、國際間支付型穩定幣之最新發展與監管概況

上(2022)年發生多起虛擬資產相關風險事件¹後，虛擬資產之一的穩定幣(Stablecoin)市值雖受影響而下滑，但仍為虛擬市場之主要交易媒介；其中，**單一法幣掛勾穩定幣²**，**具有作為支付用途之潛力³**，近來**相關應用已開始擴及實體經濟**，提供電子支付服務，**一旦使用規模擴大、廣泛應用並涉及跨境支付**，則影響範圍不僅及於一般大眾，更可能危及支付及金融體系的穩定，因而受主要國家金融監理機關之關注。

為將具支付性質的穩定幣納入監管，**主要國家金融監理機關近來陸續著手修訂現有的支付法規或另訂專法**，以保護消費者權益及降低金融穩定之潛在風險。本文依序**概述穩定幣發展緣由、市場現況及其主要應用**，最後就**主要國家針對其進入實體經濟成為支付工具之監管作為**，**詳細說明**，以供各界參考。

(一)穩定幣發展緣由

1. **比特幣係原創虛擬資產，設計之初，係期作為支付用途，惟其價格大起大落，現已演變成風險性資產**

(1)比特幣設計初衷係期望發展成一種新型態的電子現金或數位貨幣，惟**迄今比特幣並沒有展現出取代現金或國家貨幣⁴的跡象**，主要是因其像雲霄飛車(The Bitcoin Rollercoaster)般的價格走勢(圖 1)，使比特幣更像是投機炒作的風險性資產⁵。

¹ 例如美元穩定幣(UST)崩盤、虛擬資產借貸平台 Celsius Network 破產、對沖基金三箭資本破產、虛擬資產交易平台 FTX 破產等。參見中央銀行(2022)，「虛擬資產最近風險事件與主要國家監理方向」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日；中央銀行(2022)，「虛擬資產交易所 FTX 破產事件的原因及啟示」，央行理監事會後記者會參考資料，12月15日。

² 指與單一法幣 1:1 兌換的穩定幣。有關穩定幣初步介紹，參見中央銀行(2023)，「近期穩定幣之市場發展及國際監管趨勢」，央行理監事會後記者會參考資料，3月23日。

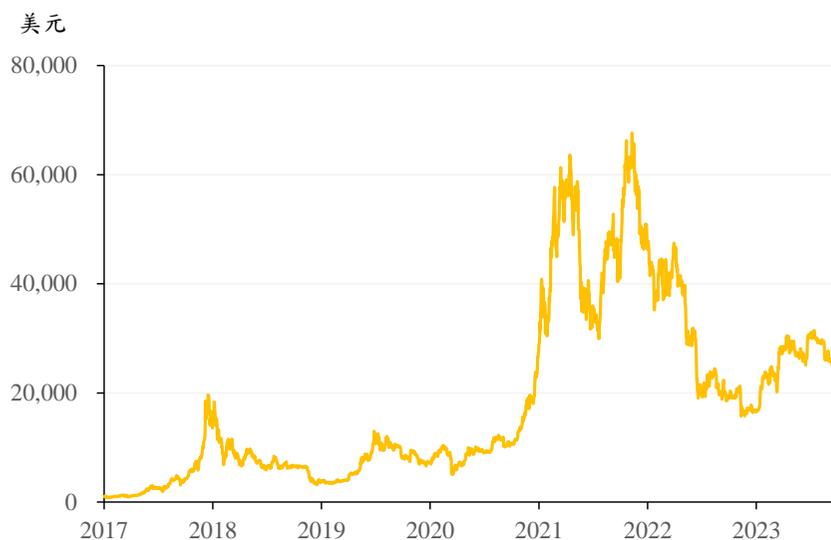
³ 單一法幣掛勾穩定幣與多幣別掛勾穩定幣相較，更具有作為支付或清算工具之潛力。

⁴ 係指由中央銀行發行的法定貨幣。

⁵ 依據彭博(Bloomberg)於2022年5月統計數據分析，比特幣與標準普爾500指數的相關係數，達到創紀錄的0.82；當時主要經濟體貨幣政策趨緊，全球股市下挫，比特幣如風險性資產遭到拋售，正顯現其性質由幣變股的結果。惟股票與比特幣最大不同之處在於股票價格代表公司價值，而公司價值主要在評價其能否提供對實質經濟有貢獻的產品或服務，而比特幣本身是否具有實質價值，仍有諸多爭議。

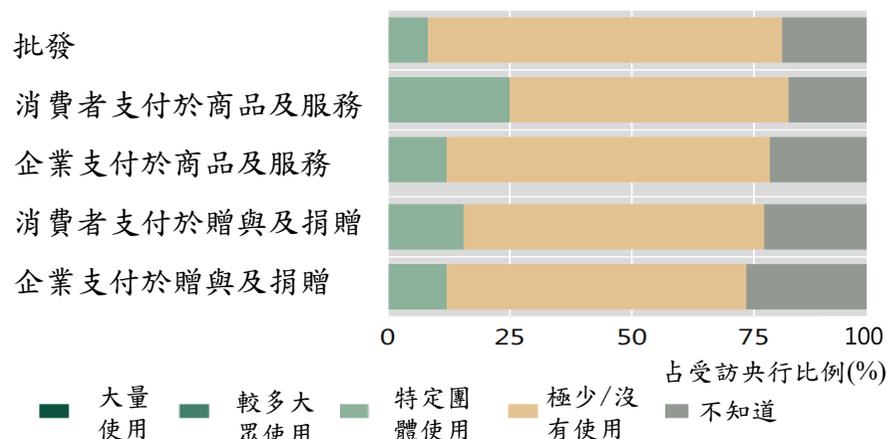
(2)另根據 BIS 調查⁶，比特幣等虛擬資產極少被一般社會大眾用於境內支付⁷(圖 2)。

圖 1 比特幣價格走勢



資料來源：CoinMarketCap 網站

圖 2 比特幣等虛擬資產(不含穩定幣)用於境內支付之比例



註：1. 本問卷由 BIS 於上年 10 月請 86 家貨幣主管機關依當地實際情形填答。
2. 大量使用與較多大眾使用之占比均近於 0%，爰未顯示於圖中。
資料來源：Kosse and Mattei (2023)

2. 由於比特幣不適合用於支付，虛擬市場另推出穩定幣，期望作為支付工具使用

(1)由於比特幣等虛擬資產已演變成風險性資產，不適合用於支付，**相關業者爰朝降低價格波動的方向努力，推出另類虛擬資產—穩定幣。**

(2)穩定幣係發行人以自行設計的機制，試圖讓價格釘住美元或其他國家主權貨幣以維持 1:1 的兌換關係，期望在虛

⁶ Kosse, Anneke and Ilaria Mattei (2023), “Making headway - Results of the 2022 BIS survey on central bank digital currencies and crypto,” *Bank for International Settlements*, Jul. 10.

⁷ 自比特幣 2009 年問世以來，隨之創造出來的虛擬資產已達 2 萬種，亦均為風險性資產，鮮少被用於支付。

擬世界交易中替代貨幣使用⁸，並企圖在未來跨入實體經濟提供支付服務。

3. 穩定幣類型中，以高流動性之法定金融資產支持的穩定幣最能維持價格穩定

(1)穩定幣大致以 3 種方式維持其價格的穩定⁹，分別為以高流動性法定金融資產支持的穩定幣¹⁰，如 USDT¹¹、USD Coin (USDC)¹²及 Binance USD (BUSD)¹³；以虛擬資產支持的穩定幣，如 Dai¹⁴；以及以演算法支持的穩定幣¹⁵，如 UST。

(2)在 3 種穩定幣中，由於虛擬資產的價格波動較為劇烈，演算法支持穩定幣之設計則很難證明有效性，二者均遭人質疑其價格能否維持穩定，而以高流動性法定金融資產支持的穩定幣較能維持與法幣 1：1 兌換之價值穩定。

(3)以高流動性法定金融資產支持的穩定幣，可分為單一法幣掛勾穩定幣及多幣別法幣掛勾穩定幣；由於**單一法幣掛勾穩定幣**與法幣同質性較高，運作機制簡單，**相較於多幣別法幣掛勾穩定幣**(如 2019 年 Facebook 擬發行之 Libra)¹⁶，**更具支付及清算用途潛力**。

(二)穩定幣市場現況與應用

1. 穩定幣的市值雖占虛擬資產總市值比重不高，惟已成為虛擬市場的主要交易媒介，透過穩定幣進行虛擬資產交易

⁸ 穩定幣最初推出的背景，係因當時直接用美元購買虛擬資產並不方便，須透過銀行體系將美元匯款至虛擬資產交易平台(包括境外平台)，過程耗時、手續費不便宜，且須受反洗錢/反資恐(AML/CFT)等規範。如果改用穩定幣買賣虛擬資產，便可繞過銀行體系，直接在交易平台上完成，但會衍生洗錢/資恐等風險。

⁹ 目前穩定幣市場規模中，以法定金融資產支持的穩定幣約占 93%，以虛擬資產支持的穩定幣占 5%，以演算法支持的穩定幣占 2%。

¹⁰ 主要以現金、銀行存款及有價證券等資產作為支持。

¹¹ USDT 由 Tether 公司發行。

¹² USDC 由 Circle 公司發行。

¹³ Binance USD 由 Paxos 公司發行。

¹⁴ Dai 由 MakerDAO 去中心化自治組織發行，係以以太幣等虛擬資產作為支持。

¹⁵ 由發行人設計的演算法調控供給，以期維持與法幣 1:1 兌換。

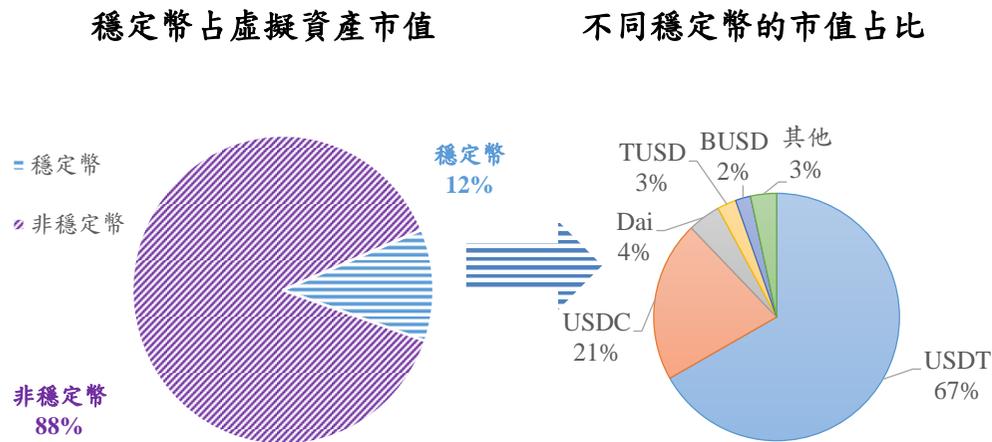
¹⁶ 2019 年 Facebook(現已更名為 Meta)宣布擬發行的穩定幣 Libra，係以一籃子法幣(美元 50%、歐元 18%、日圓 14%、英鎊 11%及新幣 7%)計價，由於運作機制較為複雜，且難以符合相關國家之監管要求，發行計畫因而終止。

之占比已超過八成

(1)截至本(2023)年9月15日，全球共有148種穩定幣，總市值約1,244億美元，占全體虛擬資產市值約12%；其中穩定幣市值前五大皆為美元掛鈎穩定幣，分別為USDT、USD Coin (USDC)、Dai、TrueUSD (TUSD)¹⁷及Binance USD (BUSD)，約占穩定幣總市值96%(圖3)。

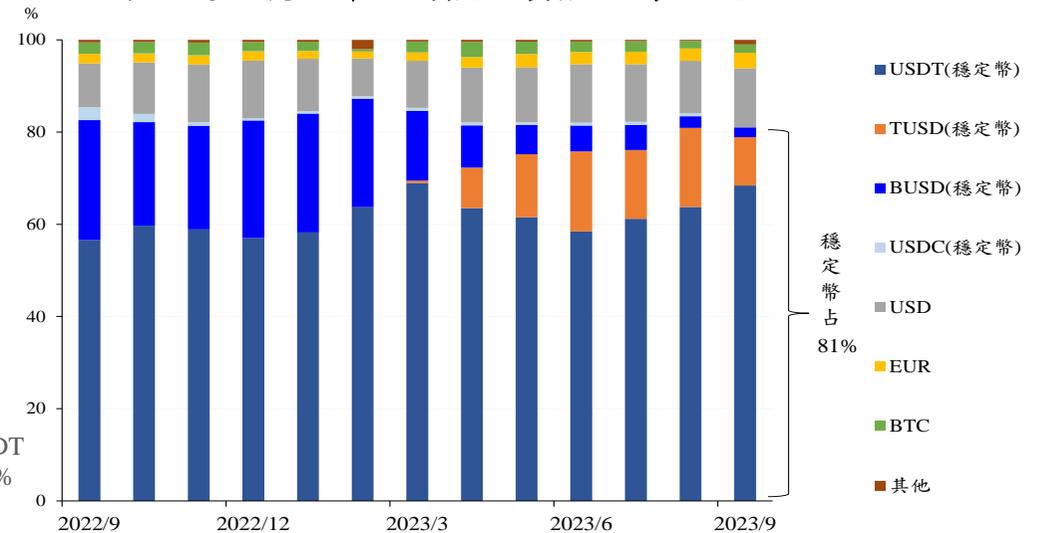
(2)在交易平台上，客戶可透過法幣、穩定幣或其他虛擬資產(如比特幣等)進行虛擬資產之買賣；而穩定幣近年已成為虛擬市場的主要交易媒介，透過穩定幣進行虛擬資產交易之占比為81%(圖4)。

圖3 穩定幣市值比較(2023年9月15日)



資料來源：CoinMarketCap 網站

圖4 透過穩定幣進行虛擬資產交易*之占比



*虛擬資產交易為兩兩虛擬資產互換或以法幣買賣虛擬資產，故兩者皆會計算於交易量占比。

註：1.資料涵蓋幣安、Coinbase及Kraken等9個主要交易平台；
2. USDT、TUSD、BUSD及USDC皆為美元穩定幣；
3.本年9月之資料係計算至15日。

資料來源：The Block

¹⁷ TrueUSD由TrustToken公司發行。

2. 部分專家學者¹⁸認為，**穩定幣與貨幣市場共同基金(Money Market Fund, MMF)相似¹⁹**，惟兩者之本質、實際應用及功能並不**相同**，其異同分析如次：

(1)**就發行面而言，以傳統金融資產支持的穩定幣，其維持價格穩定的準備資產與 MMF 投資組合相似**

- 流通在外的**穩定幣**為發行人的負債面，**類似向不特定大眾吸收資金**，資產面主要為**短天期債票券或 MMF**(圖 5)，例如 USDT 之準備資產主要為美國國庫券及附賣回協議(76%)、MMF(9%)等²⁰；USDC 的準備資產除 7%為現金及銀行存款，其餘 93%以其發行人 Circle 公司設立的貨幣型基金 Circle Reserve Fund 作為支持。
- MMF 是**匯集投資人資金**，亦**類似向不特定大眾吸收資金**，惟須**由專業投資機構管理**，將**資金運用於貨幣市場的金融商品**。例如美國 MMF 投資標的須為高流動性、低風險的短期固定收益型投資商品²¹，包括銀行存款、國庫券、政府債券、附買回協議等。

圖 5 USDT、USDC 準備資產情形

USDT		USDC	
資產	負債	資產	負債
美國國庫券、附賣回協議等	76%	Circle Reserve Fund (MMF)	93%
貨幣市場共同基金(MMF)	9%	現金&銀行存款	7%
現金&銀行存款	1%		
擔保放款	6%		
貴金屬	4%		
其他(虛擬資產等)	4%		
合計	100%	合計	100%

註：1. USDT 為 2023 年 6 月 30 日資料，USDC 為 2023 年 9 月 14 日資料。

2. Tether 公司按季發布 USDT 之準備資產報告；Circle 公司逐日公布 USDC 之準備資產情形。

3. Circle Reserve Fund 係 Circle 公司向美國證券交易委員會(SEC)註冊並核准的 MMF。

資料來源：Tether 網站、Circle 網站

¹⁸ Mai, Heike and Jan Schildbach (2022), “Stablecoins DeFi, Libra and Beyond,” *Deutsche Bank Research*, Mar. 25.

¹⁹ Michael S. Derby (2021), “Derby’s Take: Fed Officials Want Increasingly Risky Stablecoins Regulated,” *The Wall Street Journal*, Jul. 22。

²⁰ BDO (2023), “Independent Auditor’s Report on the Consolidated Reserves Reports,” Mar. 31.

²¹ 依美國「投資公司法(Investment Company Act)」2a-7 規則(Rule 2a-7)規定。

(2)就實際應用面而言

— 交易平台主要利用穩定幣提供存款、借貸、投資及轉帳等類金融服務，以獲取利潤。

① 鑒於穩定幣對交易平台業務的重要性，交易平台多推出許多優惠方案，以吸收客戶的穩定幣存款；例如，Coinbase 提供的 USDC Rewards 服務，吸收客戶存入 USDC，並提供相當於 5% 利息的報酬；幣安則提供多種穩定幣的活期存款利率方案(例如 USDT 2.83%；USDC 2.22%；TUSD 0.29%)。交易平台藉以吸收穩定幣存款，再透過穩定幣投資其他資產或從事其他業務活動，以獲取更高報酬。

② 交易平台提供客戶穩定幣借貸²²、投資²³及轉帳²⁴等服務，並從中收取手續費²⁵。

— MMF 則須依規及信託契約將資金投資於短期固定收益金融商品。

(3)就監管及支付功能面而言

— **MMF 募集時須經證券主管機關核准**，且須遵循投資限制、資訊揭露等多項規定，對投資人較有保障；而交易平台利用穩定幣辦理存款、借貸、投資及轉帳等類似於傳統金融業務，卻未受到與傳統金融機構相同程度之監管，其若發生資產挪用、投資高風險資產而發生虧損、倒閉等情事，則投資人或消費者將求償不易。

— 穩定幣為虛擬市場主要交易媒介，並具支付潛力；MMF 為許多機構短期資金管理工具，不具支付功能。

(三)穩定幣之應用已開始擴及實體經濟，作為支付用途

1. 與法幣具有 1:1 償付關係的穩定幣，深具電子支付的潛力，目前已進入實體經濟提供支付相關服務

(1) 目前已有部分交易平台與銀行合作發行 Debit 卡。客戶如持卡消費，會直接扣除客戶存放於該平台的穩定幣或其

²² 部分交易平台提供虛擬資產的借貸服務，借貸項目亦包括穩定幣。例如，幣安提供客戶之抵押借款服務，讓客戶得以某一種穩定幣作為擔保品，借出另一種穩定幣，以進行更高報酬的投資。

²³ 部分交易平台提供客戶可在平台上使用穩定幣進行期權交易，並得以穩定幣作為買賣虛擬資產現貨或期貨交易的保證金。

²⁴ 平台通常會提供穩定幣轉帳、匯款功能，讓客戶將穩定幣移轉給同交易平台的其他客戶。

²⁵ 以 Coinbase 為例，本年第 2 季虛擬資產(含穩定幣)交易手續費收入占比為 46%。

他虛擬資產，交易平台再兌換為當地貨幣，由銀行撥付款項給商家。例如，2019 年 Coinbase 與美國銀行(Pathward) 合作，發行 Visa Debit 卡「Coinbase Card」。

(2)近來，**全球大型(為美國最大)第三方支付公司 PayPal²⁶宣布與加密經紀商 Paxos²⁷合作發行美元穩定幣 PayPal USD (PYUSD²⁸)**(圖 6)。

—PYUSD 係**透過 PayPal 以美元 1:1 的價格買賣**，且**100%由美元存款、短期公債或其他約當現金擔保**。

—PYUSD 由 Paxos 擔任合作發行商，Paxos 則按月發布 PYUSD 的準備資產報告，概述其準備資產之組成，並按照美國會計師協會(AICPA)制定的標準，由獨立的第三方會計師事務所出具簽證(attestation)報告。

(3)**PYUSD 可廣泛應用於 PayPal 的全球生態體系²⁹**(圖 7)，進行各類消費支付及用戶間轉帳³⁰。PayPal 目前用戶數約 4.3 億戶，年度支付總金額約 1.4 兆美元³¹，規模龐大，用戶利用 PYUSD 於 PayPal 的生態體系進行消費支付，**影響範圍已開始擴及實體經濟，不僅止於虛擬市場**。

—用戶可在**消費結帳時以 PYUSD 進行支付**，**PayPal 可依照商家的要求，先將用戶的穩定幣轉換為美元再交付商家**。

—用戶可於 PayPal 錢包間進行個人對個人(P2P)支付移轉，或於 PayPal 相容的外部錢包之間互相移轉。

—用戶可與 PayPal 支援的虛擬資產相互兌換，包括比特幣、以太幣及萊特幣等。

²⁶ PayPal 係依美國各州法規申請相關執照，例如紐約州的資金移轉執照(Money Transmitter License)。

²⁷ Paxos 為受 NYDFS 監管的限制目的信託公司(Limited Purpose Trust Company)。

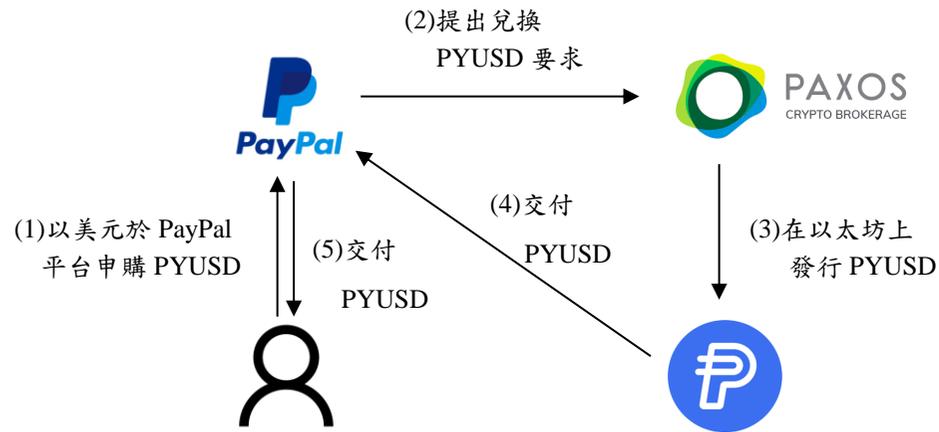
²⁸ PYUSD 是在以太坊上發行的 ERC-20 代幣；ERC-20 為發行的代幣標準，其允許開發者在以太坊上創造同性質的代幣。

²⁹ PayPal 在相關主要國家皆有提供第三方支付服務，參與 PayPal 生態體系的商家，有意願者皆可接受用戶使用 PYUSD 支付消費款項。

³⁰ 例如亦可於其旗下行動支付服務商 Venmo 進行消費支付。參見 PayPal (2023), “PayPal Launches U.S. Dollar Stablecoin,” *Press Releases*, Aug. 7.

³¹ 上年第 2 季至本年第 2 季累計金額；參見 PayPal (2023), “Q2-23 Investor Update,” Aug. 2。

圖 6 PYUSD 可能的發行流程



資料來源：本文整理

圖 7 PYUSD 之功能



資料來源：PayPal 網站

2. 單一法幣掛勾穩定幣深具支付潛力，應受監管，以免影響實體經濟的支付及金融穩定

- (1) 交易平台原係利用穩定幣在虛擬市場提供存款、借貸、投資及轉帳等類似於傳統金融業務，以獲取利潤，與實體經濟之關聯較低；現已進入實體經濟作為支付工具，一旦使用規模擴大、應用場景增加，並廣泛用於跨境支付，將影響現有支付與金融體系的健全運作，因此，**作為支付用途的穩定幣應接受與其他支付工具相同等級的監管**，以確保穩定幣的安全可靠。
- (2) 近來主要國家監管當局陸續著手修訂現有的支付法規(例如日本、新加坡及英國)，或訂定專法(例如歐盟)，將具支付性質的穩定幣納入監管範圍。

(四)主要國家近期對穩定幣之監管

1. 日本金融廳(FSA)上年6月完成「支付服務法」修法³²，自本年6月起將單一法幣掛勾穩定幣比照電子支付納管

(1)日本為因應虛擬市場發展的快速變化，特別是日本當地發生過交易平台 Mt.Gox 倒閉及 Coincheck 遭駭等重大風險事件³³，自2016年以來逐步加強對虛擬資產及穩定幣之監管³⁴。本年6月「支付服務法」修正案生效，正式將穩定幣納入監管，由FSA主管。

(2)對於與日圓或其他國家單一法幣掛勾的穩定幣，視為一種電子支付方式，比照傳統電子支付納管，僅銀行、資金移轉服務業者及信託公司得發行；其他形式的穩定幣(如演算法穩定幣等)，則比照比特幣等虛擬資產方式納管。

(3)單一法幣掛勾的穩定幣發行人須符合準備資產、贖回、資料申報及資產區隔等相關規定。

—準備資產：

① 銀行發行穩定幣視為「存款」，受到銀行既有的監管規範，且與銀行存款一樣受存款保險保障。

② 資金移轉服務業者發行的穩定幣，為持有人對該業者的「債權」，必須以低風險、高流動性資產的安全性資產(如現金、約當現金或政府債券等)或銀行保證等作為保障。

③ 信託公司發行的穩定幣為「信託受益權」，信託公司應將對應的信託資產，全數以銀行存款的形式持有。

—贖回：發行人應保證按面值退還持有人。

—資料申報：向主管機關申報營業情形及經會計師簽證的財務報告。

—資產區隔：發行人須將自有資產與用戶資產分開管理，不得挪用。

³² Amaya, Tomoko (2022), “Regulating the Crypto Assets Landscape in Japan,” Speech at the Crypto Asset Roundtable Hosted by OMFIF, Nov. 10.

³³ 日本交易平台 Mt.Gox 於2014年2月倒閉，造成投資人約當4.8億美元的損失；Coincheck 於2018年1月遭駭，被盜走約當5.3億美元的虛擬資產。

³⁴ 日本於2016年第1次修法，引進針對虛擬資產交易服務業者的登記管理制度，重點在於AML/CFT及使用者保護等；2019年第2次修法，將虛擬資產衍生性商品交易等納入監管範圍，並進一步加強使用者保護；上年第3次修法，引進穩定幣的監管架構。

2. 新加坡金管局(MAS)本年 8 月 15 日公布穩定幣監管架構³⁵，將修訂「支付服務法」(Payment Service Act)³⁶納管單一法幣掛勾穩定幣

(1) MAS 考量單一法幣穩定幣對於用作支付及清算用途具有較強的應用，因而於本年 8 月 15 日公布穩定幣監管架構，將與新幣或十大工業國(G10)法幣³⁷掛勾的單一貨幣穩定幣(Single Currency Stablecoins, SCS)納管³⁸。

(2) SCS 發行人必須向 MAS 提出申請並經核准，才能被認定為「受 MAS 監管之穩定幣(MAS-regulated Stablecoin)」，且需符合準備資產、贖回、資訊揭露、資產區隔及業務限制等要求；其中，MAS 限制 SCS 發行人不得從事其他會帶來額外風險之活動，如投資其他公司並向其提供 SCS 之借貸或質押等非支付服務，以降低 SCS 發行人之風險。

(3) 針對非銀行機構³⁹發行 SCS，新加坡採分級管理

— 流通規模超過 500 萬新幣者，需依「支付服務法」申請為主要支付機構(Major Payment Institution, MPI)，最低資本額為 25 萬新幣，並需繳交保證金給 MAS；持有 MPI 執照，可從事多種支付服務，交易金額無上限。

— 流通規模未超過 500 萬新幣者，則可申請為審核標準較為寬鬆之標準支付機構(Standard Payment Institution, SPI)，最低資本額為 10 萬新幣，無需繳交保證金；每月交易金額設有總額限制，例如任一種支付服務之每月交易金額不得超過 300 萬新幣。

3. 英國本年 6 月 29 日由國王查爾斯三世簽署「金融服務及市場法」(Financial Services and Markets Bill, FSMB)修

³⁵ MAS (2023), “MAS Finalises Stablecoin Regulatory Framework,” *Media Releases*, Aug. 15.

³⁶ MAS 於 2019 年 1 月 14 日通過支付服務法，並於 2020 年 1 月 28 日正式生效，將虛擬資產交易所及電子錢包等支付服務提供商納入監管。該法針對以下七項之支付服務進行規範，分別為帳戶發行、國內匯款、跨境匯款、商家收單服務、電子貨幣發行、貨幣兌換及數位支付代幣(Digital Payment Token, DPT)服務；另該法執照類型分為標準支付機構(SPI)執照、主要支付機構(MPI)執照及貨幣兌換(MCL)執照三種。

³⁷ G10 貨幣包括澳幣、英鎊、加幣、歐元、日圓、紐西蘭元、挪威克朗、瑞典克朗、瑞士法郎及美元。

³⁸ 至於非 SCS 的穩定幣，因其名目價值較不穩定，應與 SCS 差別對待，但仍需適用「支付服務法」之數位支付代幣服務提供者相關規範。

³⁹ 至於銀行如發行 SCS，則應有足額擔保；如發行存款代幣，目前尚不受 SCS 有關之相關監管規範。

正案⁴⁰，將具支付性質穩定幣列為優先納管範圍，並授權金融行為監理局(FCA)修訂相關法規

- (1)英國財政部因應虛擬資產之廣泛應用潛力與可能造成的潛在金融風險，擬分階段納管虛擬資產，其中具支付性質穩定幣⁴¹列為優先監管範圍，至於非支付用途穩定幣則納入下一階段監管⁴²。
 - (2)針對具支付性質穩定幣之納管，FCA 將修訂現行「電子貨幣法」(Electronic Money Regulations)及「支付服務法」(Payment Service Regulations)，穩定幣發行及支付服務提供應經 FCA 核准⁴³，且對於發行人之準備資產、贖回、資訊揭露、資本要求及資產區隔等訂有規範。
 - (3)使用穩定幣的支付系統，如設計不良或營運中斷會對使用者造成嚴重後果者，須經英國財政部指定(designation order)，由支付系統監管機構(Payment Systems Regulator, PSR)⁴⁴就促進競爭、創新及保護使用者權益等方面進行監管。具系統重要性的支付系統營運者及服務提供者，經英國財政部認可(recognition order)⁴⁵，由英格蘭銀行(BoE)就金融穩定方面協助監管。
4. 歐盟本年 5 月 16 日通過「加密資產市場規範」(The Markets in Crypto Assets Regulation, MiCA)，將各類虛擬資產(包括穩定幣)廣泛納管⁴⁶，主管機關為歐洲銀行監理機關(EBA)；預計 2024 年 6 月施行

⁴⁰ 英國修正 FSMB 主要係為處理脫歐後，金融服務業適用之法規變革，透過立法補充或更新在脫歐過渡期所保留之歐盟法律。此外，FSMB 係作為相關主管機關訂定施行細則之法源依據。

⁴¹ 在 FSMB 條文中所規範的是範圍更廣的「數位清算資產」(Digital Settlement Asset, DSA)，其定義為：一種價值或權利的數位表示(無論是否用加密保護)，其(a)能用於清算付款義務；(b)能以電子方式移轉、儲存或交易；並且(c)使用技術協助資料的記錄或儲存(可能包括分散式帳本技術)，因此，支付用的穩定幣也屬於 DSA 的範圍。

⁴² HK Treasury (2023), “Future Financial Services Regulatory Regime for Cryptoassets: Consultation and Call for Evidence,” Feb.

⁴³ HK Treasury (2022), “UK Regulatory Approach to Cryptoassets, Stablecoins, and Distributed Ledger Technology in Financial Markets: Response to the Consultation and Call for Evidence,” Apr.

⁴⁴ PSR 負責監管經英國財政部指定的支付系統(如 Bacs、CHAPS 及 Faster Payments 等)。

⁴⁵ 此外，經英國財政部認可的穩定幣業者，將比照認可的支付清算系統及服務提供者，適用「金融市場基礎設施特別管理制度」(Financial Markets Infrastructure Special Administration Regime)，以減輕業者破產倒閉時可能造成的金融穩定風險。

⁴⁶ 已有部分虛擬資產已涵蓋在歐盟現行金融法規內，例如證券型代幣則屬於「金融工具市場指令 II」(MiFID 2)的金融工具(financial instrument)。

- (1) MiCA 針對與單一法幣掛勾穩定幣，稱為電子貨幣代幣(Electronic Money Token, EMT) ，其功能類似我國具儲值的電子支付工具，應適用準備資產、贖回、業務限制、資訊揭露、資本要求、資產區隔及其他⁴⁷規範。
- (2) 由於 MiCA 將 EMT 視為「電子貨幣指令」(Electronic Money Directive)中的「電子貨幣」，只限經許可的信貸機構(credit institution)及電子貨幣機構(類似我國電子支付機構)得以發行⁴⁸，除須遵循 MiCA 相關規範，亦需合於規範該等機構之相關指令的既有規定。
- (3) EMT 如達到系統重要性門檻⁴⁹，須遵守更高的監管要求，例如流動性、支付互通性及自有資金等應適用更高標準。

5. 美國眾議院金融服務委員會本年 7 月 27 日通過「2023 年支付型穩定幣法案」(Clarity for Payment Stablecoins Act of 2023)，期建立聯邦層級的監管架構

- (1) 美國目前在聯邦層級並無專責虛擬資產主管機關，係由個別聯邦監理機關就涉及該管業務時進行監管，例如，涉及洗錢防制相關規範時，由財政部金融犯罪執法網(FinCEN)主管；涉及證券相關業務，由證券交易委員會(SEC)主管；涉及商品、期貨等相關業務，由商品期貨交易委員會(CFTC)主管；目前未有支付用途穩定幣的聯邦層級監理單位⁵⁰。
- (2) 美國眾議院金融服務委員會於本年 7 月 27 日通過「2023 年支付型穩定幣法案(Clarity for Payment Stablecoins Act of 2023)」
— 支付型穩定幣係指設計用作支付或清算的產品，發行人有義務以固定金額的貨幣進行價值轉換、贖回或回購，以維持價值穩定。

⁴⁷ 例如發行價值超過 100 億歐元的穩定幣，發行人有義務向主管機關提供季度報告。

⁴⁸ EMT 之發行人及交易行為僅限於 2013/36/EU 指令(亦即資本要求指令；Capital Requirements Directive)授權之信貸機構或 2009/110/EC 指令(亦即電子貨幣指令；Electronic Money Directive)授權之電子貨幣機構。

⁴⁹ MiCA 中以重大(significant)一詞代替系統重要性；而穩定幣達到重大的門檻及條件，主要由歐洲銀行監理機關(EBA)決定。

⁵⁰ 目前虛擬資產業者如欲發行穩定幣，可向州層級的金融監理機關申請，但各州規定不盡相同。以美國紐約州為例，須依 NYDFS 規定，取得 BitLicense 執照及資金移轉執照，或取得限制目的信託特許(Limited Purpose Trust Charter)。

- 該法案賦予聯邦主管機關訂定細則權力，並得對違反規定之業者施以罰則，包括暫停或終止其發行等。
 - 該法案對於穩定幣發行人之準備資產、贖回、業務限制、資訊揭露、資本及資產區隔等均加以規範。
- (3) 該法案後續尚須經繁複立法程序，包括眾議院全體會議通過、參議院審查及美國總統簽署等，爰實際規範內容仍待完成立法程序後方能確定。

(五) 結語

1. 近期穩定幣之發展與應用範圍，漸由虛擬市場之交易媒介，進入實體經濟作為支付工具

- 穩定幣過去主要作為虛擬資產之交易媒介，並未進入實體經濟，惟近期已有全球大型第三方支付機構(如 PayPal)發行**單一法幣掛勾穩定幣**，除可作為**虛擬資產交易工具**，亦進入**實體經濟**，提供轉帳及消費等支付相關服務。
- 一旦**單一法幣掛勾穩定幣**使用規模擴大、應用場景增加或廣泛用於跨境支付，如未予以納管，將可能產生**支付及金融體系的系統性風險**。

2. 主要國家近期陸續著手修訂支付法規或訂定專法，以保護消費者權益，並促進金融穩定

- 鑒於**單一法幣掛勾的穩定幣已走向電子支付性質**，**主要國家金融監理機關紛紛著手修訂支付相關法規**，或另訂**專法規範之**，例如日本及新加坡修正「支付服務法」；英國修正「金融服務及市場法」；歐盟則另訂專法 MiCA 規範，歐盟針對**單一法幣掛勾的穩定幣**，係歸類為**電子貨幣代幣**，適用現行**電子貨幣(類似我國電子支付)**的法律架構。
- 上述法規對於**穩定幣之準備資產、贖回、資訊揭露、資本及資產區隔**等均訂有相關規範。

3. 我國虛擬資產如具金融投資或支付性質者，其交易平台業者之主管機關為金管會，此係符合國際間之監管發展趨勢，亦切合國內實務之監管作為；穩定幣即具支付性質之虛擬資產，亦須納管

—我國已由行政院指定金管會擔任具金融投資或支付性質之虛擬資產平台主管機關，該會將於本年9月底前公布「管理虛擬資產平台及交易業務事業(Virtual Asset Service Provider, VASP)指導原則」，並擬定10大原則⁵¹方向，包括建立營運系統、資訊安全及冷熱錢包管理機制，以及要求境外虛擬資產平台業者須依公司法辦理登記，並向該會提交洗錢防制聲明等。該會亦將推動業者以成立公會方式訂定自律規範。

—至於與新台幣1:1兌換之單一法幣掛勾穩定幣，因具有電子支付特性，係屬上述「具支付性質之虛擬資產」，其發行及業務營運將涉及我國「電子支付機構管理條例」相關規範，主管機關似可參考主要國家之作法，適度修訂相關規範，將其納管⁵²。

⁵¹ 參考經濟日報(2023)，「虛擬資產管理，金管會不排除設專法」，9月7日。

⁵² 長期亦可考量以訂定專法方式，就虛擬資產相關產業及服務提供業者訂定全面性的監管架構。