



中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



112.12.14

壹、本次理事會政策考量因素

A、貨幣政策：維持政策利率不變

考量因素

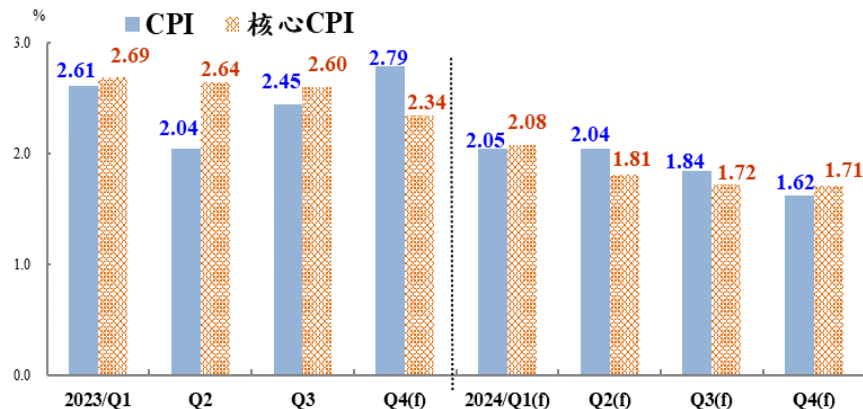
(一)本(2023)年國內通膨率較上(2022)年緩步回降，且明(2024)年通膨率可望續降至2%左右

- 一近月因天候影響蔬果價格高漲，CPI年增率轉趨上升，至本年11月為2.90%；惟不含蔬果及能源之核心CPI年增率則維持緩步回降趨勢，至11月降為2.38%。
- 一本行預測本年CPI及核心CPI年增率分別為2.46%、2.56%，低於上年之2.95%、2.61%。
- 一展望明年，國際機構預測油價較本年略為回升，國內商品類價格將溫和上漲；惟國內服務類價格受基期因素影響，漲幅可望趨緩，本行預測台灣CPI及核心CPI年增率分別續降為1.89%、1.83%。
- 一國際大宗商品與國內服務類價格走勢，以及天候因素，將可能影響未來國內通膨發展。

本行對台灣2023、2024年CPI及核心CPI年增率之預測值

單位：%

	2022年	2023年(f)	2024年(f)
CPI	2.95	2.46	1.89
核心CPI	2.61	2.56	1.83



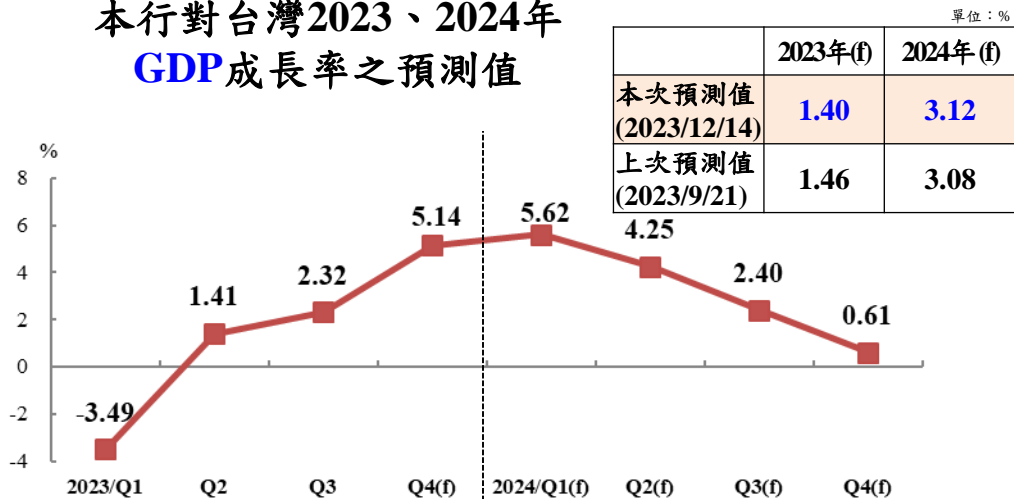
註：f:預測值。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

(二) 預估明年國內產出缺口續呈負值，加以明年全球經濟降溫，且前景仍面臨諸多風險，可能進一步影響國內經濟復甦力道

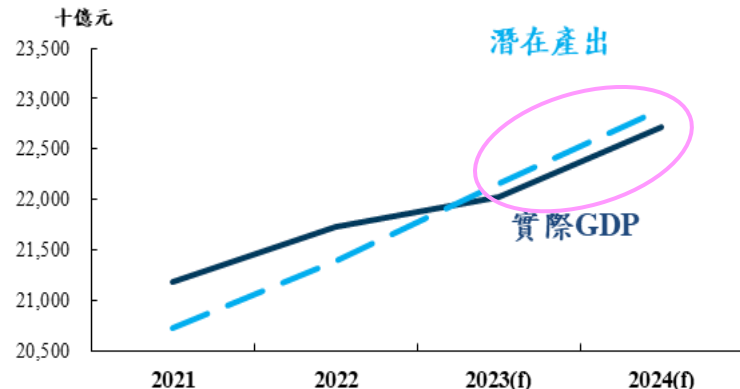
- 一 本行預測本年台灣經濟成長率為**1.40%**；預期明年出口及民間投資成長增溫，加以民間消費將溫和成長，並考量本年基期較低，預測經濟成長率為**3.12%**。
- 一 國際機構預期明年全球經濟成長率將低於本年。全球經濟金融前景的不確定性因素：**(1) 主要央行高利率持續期間、(2) 中國大陸經濟成長放緩、(3) 全球經濟零碎化與供應鏈重組發展**，恐影響全球經濟復甦力道。

本行對台灣2023、2024年
GDP成長率之預測值



資料來源：實際值-主計總處、預測值-本行

本行預估台灣2024年產出缺口
續為負值(實際GDP低於潛在產出)



註：1. 潛在產出係指一國在一定期間內，充分利用所有生產要素(如勞動、資本等)，所能生產的最大產量，亦即生產要素充分就業情況下所能生產的產出。

2. 採生產函數法估計潛在產出，產出缺口=100×(實際GDP-潛在產出)/潛在產出。

鑒於全球通膨續降，惟仍具諸多不確定性，本行將持續關注：

(1) 主要經濟體貨幣政策動向

(2) 中國大陸經濟下行風險

(3) 國際原物料價格變化、地緣政治風險、極端氣候等

對國內經濟金融的影響，適時調整本行貨幣政策，

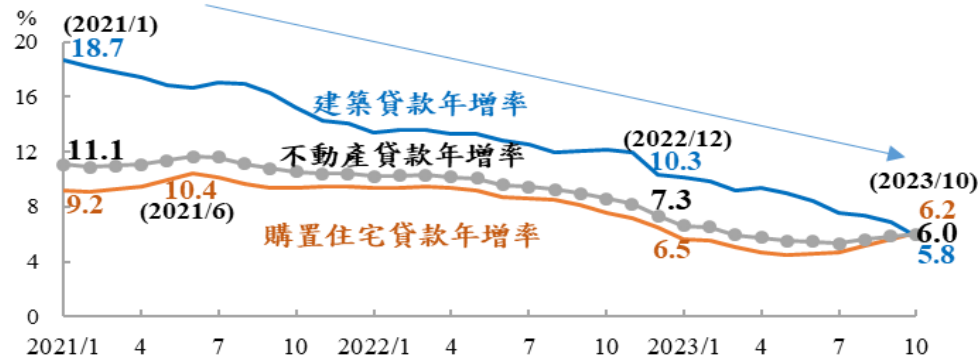
以達成維持物價穩定與金融穩定，並於上述目標範圍內協助經濟發展之法定職責。

B、維持現行選擇性信用管制措施

考量因素

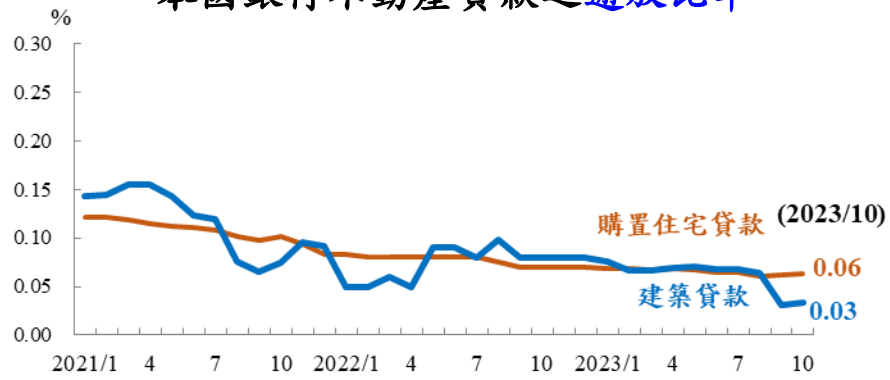
- (一)本行自2020年12月以來，五度調整選擇性信用管制措施，有助銀行控管不動產授信風險，避免信用資源過度流向不動產市場。此外，自上年3月迄今五度升息及二度調升存款準備率，亦有助強化選擇性信用管制措施成效。
- (二)近期全體銀行建築貸款成長持續走緩，購置住宅貸款成長隨房市交易成長回升而增加；惟自管制措施實施以來，不動產貸款成長明顯趨降，且不動產貸款之逾放比率仍維持低檔，信用品質尚屬良好。

全體銀行不動產、建築及購置住宅貸款餘額年增率



註：不動產貸款=購置住宅貸款+房屋修繕貸款+建築貸款 資料來源：本行

本國銀行不動產貸款之逾放比率



資料來源：本行

未來本行將密切關注及持續檢視：

(1)房地產相關政策對房市的可能影響

(2)不動產貸款情形

(3)本行管制措施之執行成效

適時調整選擇性信用管制措施內容，以促進金融穩定及健全銀行業務。

貳、台灣經濟成長與物價預測修正補充說明

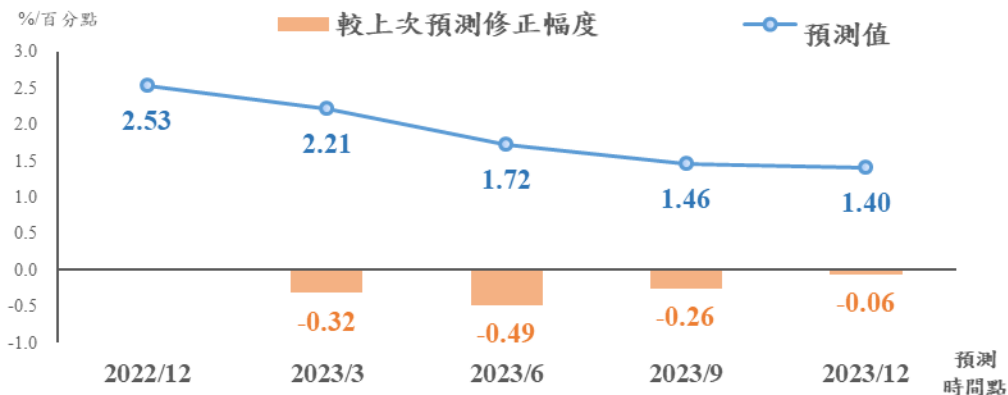
- 隨全球終端需求及廠商庫存去化速度不如預期、企業投資意願轉趨保守，本行連續下修本年台灣經濟成長率預測值。
- 娛樂服務價格高漲且僵固性超乎預期，加以禽流感及天候因素致食物類價格漲幅擴大，本行多次上修本年台灣CPI年增率預測值。

一、本行連續下修本年經濟成長率預測值之主因為：「輸出」、「民間投資」成長不如預期

(一)輸出：主要央行大幅升息之累積緊縮效應影響終端需求，本年全球貿易量年增率預測值亦連續下修；上年第4季各機構普遍預期今年上半年全球庫存可望降至健康水位，惟全球終端需求不振，致庫存調整緩慢且完成時程延後，均制約台灣出口成長動能。

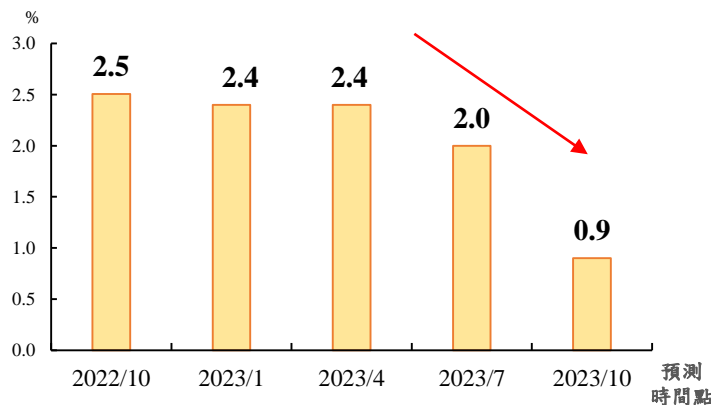
(二)民間投資：與出口連動性高，隨出口展望持續悲觀，企業投資意願轉趨保守，下半年部分廠商下修或遞延資本支出；廠商庫存去化速度不如預期，亦影響其投資意願。

本行對2023年台灣經濟成長率之預測



資料來源:本行

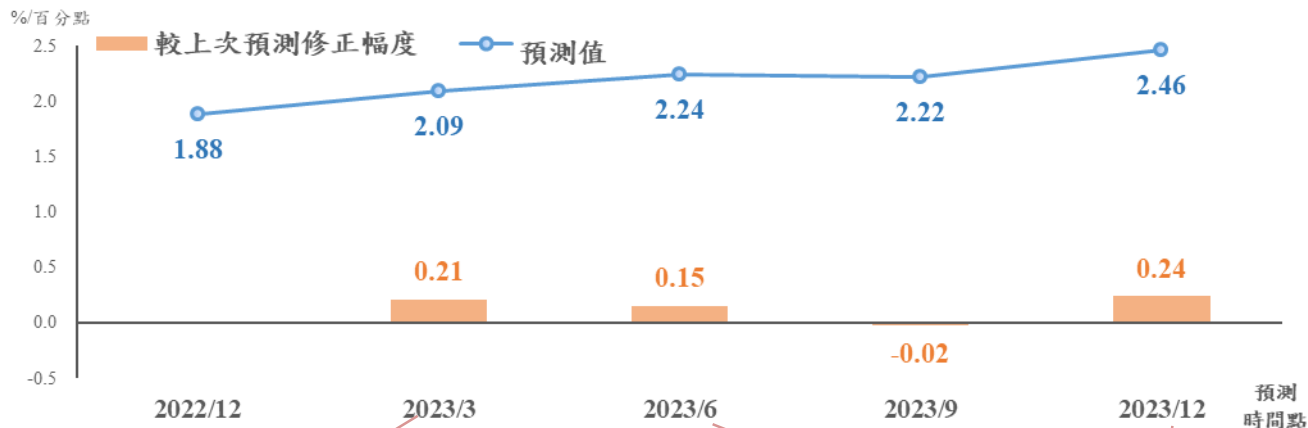
IMF對2023年全球貿易量年增率之預測



資料來源:IMF

二、本行多次上修本年CPI年增率預測值之主因為：「娛樂服務」價格高漲且僵固性超乎預期；禽流感及天候因素致「食物類」價格漲幅擴大

本行對2023年CPI年增率之預測



本行各次上修本年CPI年增率預測值之原因

- 3月
- 娛樂服務價格持續高漲：疫後國人外出旅遊及住宿消費需求大增，惟相關服務大量缺工，且薪資上揚。
 - 食物類價格超乎預期：禽流感盛行全球，推升雞蛋、雞肉及外食價格。
 - 電價將於4月起大幅調高11%，調幅高於預期。

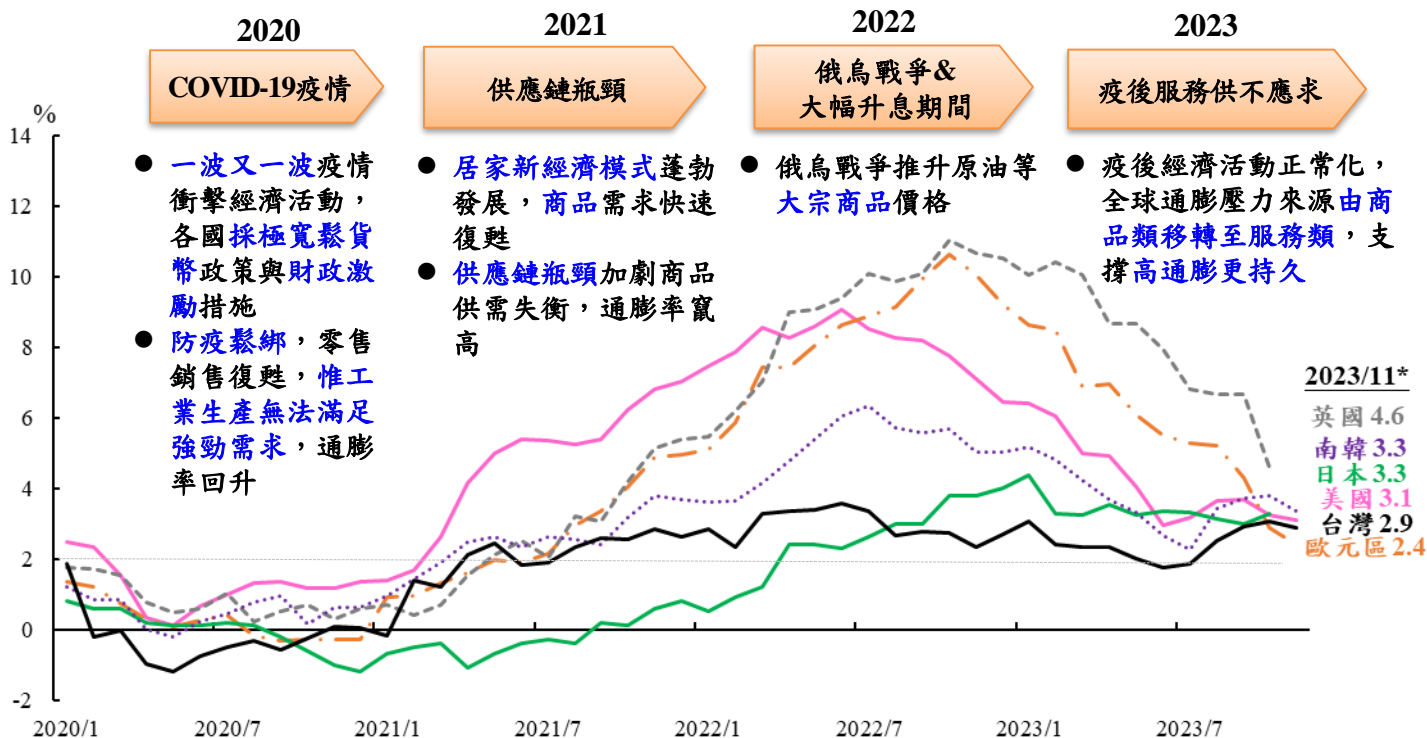
- 6月
- 計程車費率(4月起)與健保醫療部分負擔(7月起)等將陸續調升。
 - 服務類價格僵固性超乎預期。

- 12月
- 食物類價格漲幅持續擴大：8月以來颱風豪雨接連來襲等天候不確定因素影響，蔬菜、水果量減價揚。

參、近年主要經濟體通膨發展之特殊性

- 2020年以來，非預期事件連續衝擊全球經濟，使供給面對通膨之不利影響擴大且推升全球通膨率至數十年高點，此波通膨來源複雜且具高度不確定性，也增加預測通膨走勢的難度。

一、2020年以來，一波又一波新冠肺炎疫情、全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭、服務類消費供不應求等，非預期事件接連衝擊全球經濟，也持續推升主要經濟體通膨率



註：*、英、日為本年10月資料。
資料來源：各經濟體官方網站，LSEG Datastream

二、此波通膨發展之特殊性

(一)近年通膨的成因較為複雜，增加預測通膨走勢的難度。

- 1.受肺炎疫情、俄烏戰爭等非預期事件接連衝擊，供應鏈瓶頸等供給面因素對通膨之不利影響擴大。
- 2.疫情使部分勞動力離開職場，勞動市場緊俏。
- 3.疫後經濟強勁復甦，全球通膨壓力來源由商品類移轉至服務類，具僵固性之服務類價格支撐通膨壓力更持久。
- 4.近年通膨發展更加複雜與不確定，增加預測通膨走勢的難度，如2020年以來，IMF對美、歐、英當年通膨預測值修正幅度均較疫情前加大，且明顯低估。

(二)在疫情期間，主要經濟體為刺激需求，史無前例地同時大規模採行寬鬆貨幣政策與財政激勵措施；而在疫後，為因應持續高通膨壓力，又同時快速且大幅度緊縮貨幣。

三、相對於疫情前數十年通膨低而穩定時期，疫情爆發後，供給面對通膨走勢不利影響程度上升

疫情前數十年有利通膨穩定因素
— 存在4個**順風**(tailwinds)

當前情勢轉變
— 疫情後轉為4個**逆風**(headwinds)

地緣政治相對穩定



地緣政治**衝突頻繁**

生產技術進步並降低成本



技術變革**產生新的問題**(如使勞動市場發生結構性變化並加劇社會不平等)

全球化快速擴展



全球化**進展受阻與分裂**

全球勞動年齡人口比例快速成長



人口老化與勞動力不足

四、Fed主席Powell於本年11月9日演講中，指出當前貨幣政策面臨之挑戰：

(1) 疫情至今通膨大幅上揚之真正原因與應對之策

- Fed原先預期，勞動市場緊縮與供應鏈瓶頸均屬短期現象，惟事態演變未如預期而錯失了貨幣政策調整的最佳時機；
- 強力快速升息至限制性水準，始能有效抑制總合需求。

(2) 是否應以緊縮性貨幣政策應對供給面衝擊

- 傳統上，供給面衝擊(如食物或能源)造成之物價上漲常屬暫時性現象，故少有以貨幣政策作為應對之討論；
- 惟近年全球供應鏈面臨結構性變化，若持續過久，恐推升民眾之長期通膨預期，故應即時輔以緊縮貨幣政策限制總合需求。

(3) 後疫情時代之利率走向

- 過去央行面臨之有效利率下限難題，是否已解似言之過早。
- 未來Fed將釐清影響疫情前名目利率長期走跌之結構性因素，及何等因素將持續影響疫情後之利率走向。

肆、外界關心之議題

- 一、國際經濟金融情勢及展望
- 二、國內經濟及通膨展望
- 三、近年主要經濟體通膨發展之特殊性及未來面臨的挑戰
- 四、由本次升息週期美債殖利率曲線變動之特殊性談Fed貨幣政策之挑戰
- 五、比特幣 vs. 黃金：在全球貨幣金融體系扮演的角色
- 六、資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS的觀點

對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列議題：

□ 近年主要經濟體通膨發展之特殊性及未來面臨的挑戰

- 2020年以來，肺炎疫情、供應鏈瓶頸、俄烏戰爭、服務類消費供不應求等連續衝擊，持續推升全球通膨。
- 隨供給面不利通膨穩定的影響程度上升，貨幣政策宜依據最新數據決策，財政政策則可與貨幣政策搭配，發揮短期穩定經濟效果，採行有利於提升生產力的結構性改革，更有助達成經濟永續成長。

□ 由本次升息週期美債殖利率曲線變動之特殊性談Fed貨幣政策之挑戰

- 本次Fed升息週期，美債殖利率曲線除倒掛時間早且幅度大外，另倒掛迄今已逾13個月，而經濟仍展現韌性。
- Fed緊縮政策及美債殖利率曲線上下移動，影響近年全球金融循環；疫後勞動市場緊俏及高通膨情況，為當前政策決策之重大挑戰。

□ 比特幣 vs. 黃金：在全球貨幣金融體系扮演的角色

- 比特幣迄今支付接受程度低，即使是穩定幣的實體支付進展也有限；黃金深受各國政府支持，長期在全球貨幣體系扮演要角。
- 比特幣雖被支持者稱為「數位黃金」，但比特幣既無內含價值，也不是貨幣，亦非總體避險工具。

□ 資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS的觀點

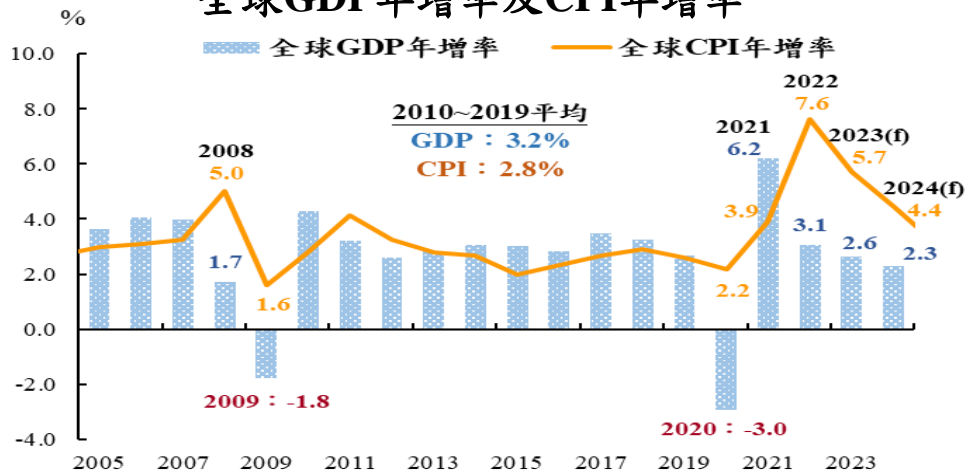
- 近來興起的現實世界資產(Real World Assets, RWA)代幣化，係以股票、債券等現實資產支持，結合實體經濟與虛擬市場，可能成為未來發展主流。
- BIS認為，具支付與清算最終性的央行貨幣CBDC，可為未來貨幣體系的運作基礎，並作為各類代幣化資產名目價值的定錨，確保貨幣單一性與支付確定性。

一、國際經濟金融情勢及展望

(一) 2020年後全球經濟受供給面不利因素的影響程度上升

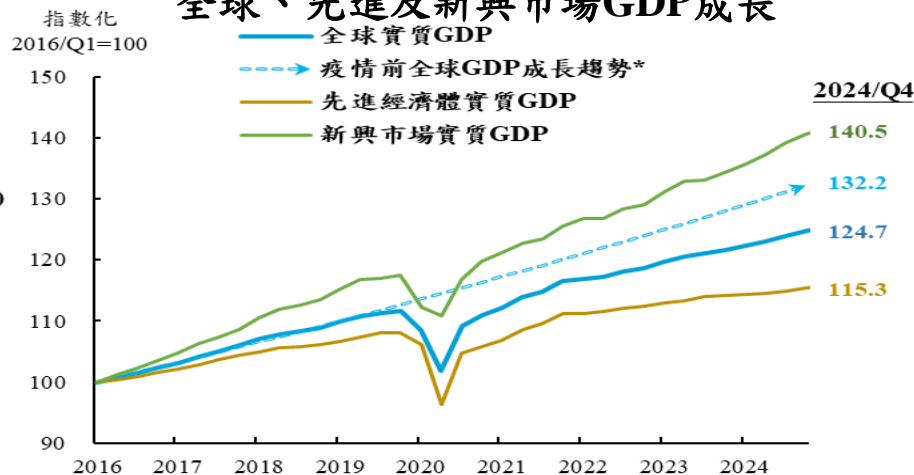
1. 新冠肺炎疫情期間，防疫管制措施造成商品供應鏈出現瓶頸，俄烏戰爭等地緣政治因素衝擊能源及糧食供給，防疫管制解除後，商品供給無法充分滿足擴增之需求，供需出現嚴重失衡，進而導致全球通膨率飆升，物價呈現偏高現象。
2. 近年連續的供給面不利因素影響通膨走勢，主要經濟體大幅升息，壓抑終端需求，全球經濟成長仍低於疫情前成長趨勢。

全球GDP年增率及CPI年增率



資料來源：S&P Global (2023/11/15)

全球、先進及新興市場GDP成長



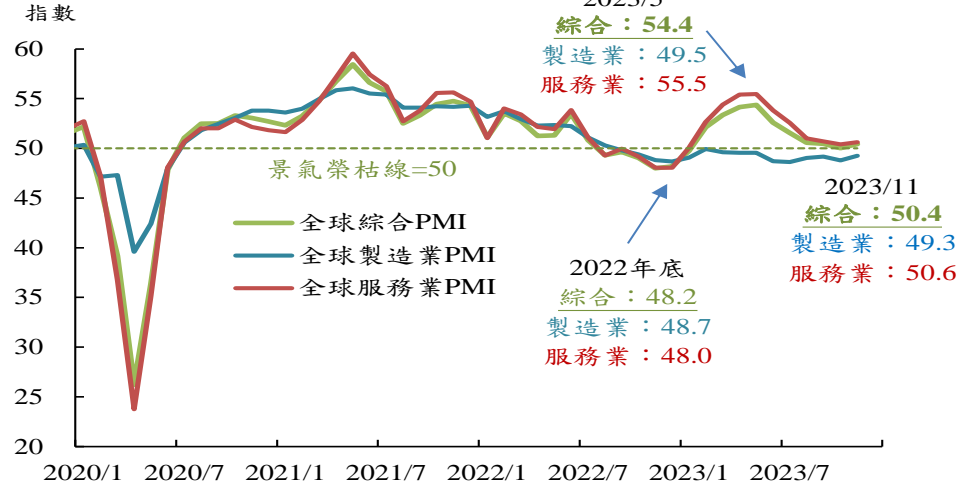
*：以2010至2019年全球GDP平均成長率(3.2%)推估

資料來源：S&P Global (2023/11/15)

(二) 全球經濟成長動能平緩，不確定因素續存

- 1. 全球製造業廠商看壞景氣情緒未惡化，跨境旅行與娛樂服務活動降溫，整體產業擴張程度放緩；以哈衝突等地緣政治風險升溫增添不確定性。
- 2. 展望明年，製造業庫存調整結束，加以主要經濟體緊縮貨幣政策近尾聲，景氣週期將自谷底回升，第3季景氣可望逐步增溫。

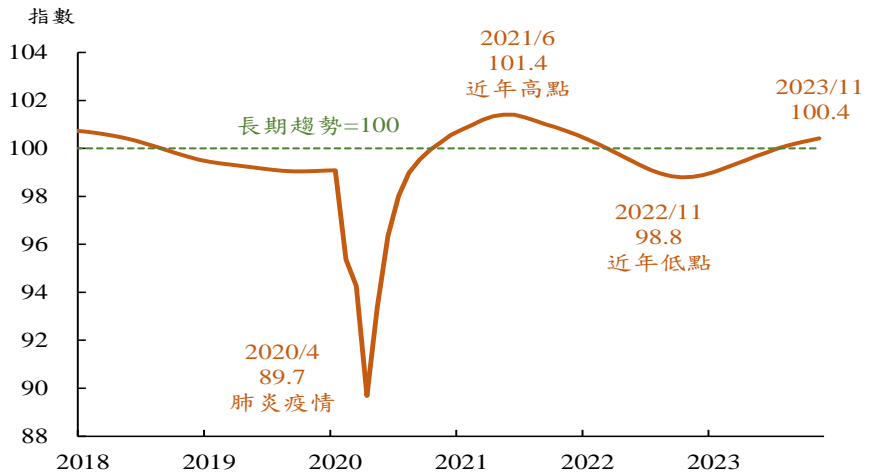
全球PMI指數



註：採購經理人指數介於0~100之間，若高於50表示產業景氣正處於擴張期(expansion)，若低於50表示處於緊縮期(contraction)。

資料來源：J.P. Morgan, S&P Global

G20國家領先指標



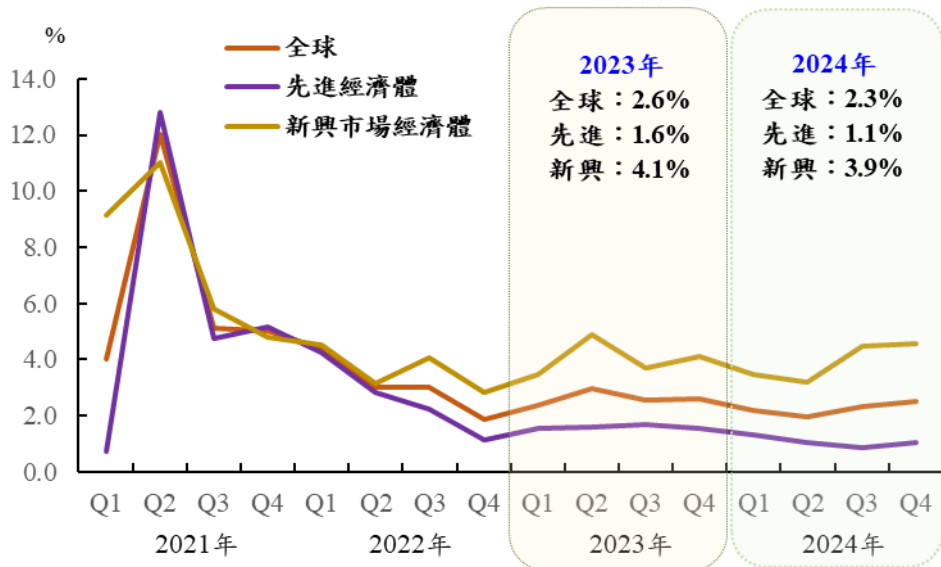
註：OECD編製G20國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator, CLI)，指數高於100表示預期未來6~9個月G20國家整體GDP水準值高於長期趨勢的信心程度增強。

資料來源：OECD

3. 在高物價、高利率，復以俄烏戰爭、以哈衝突等地緣政治事件影響下，全球經濟仍具韌性，**S&P Global**預測本年全球經濟成長由上年之**3.1%**降至**2.6%**，表現優於本年初多數國際機構預測。

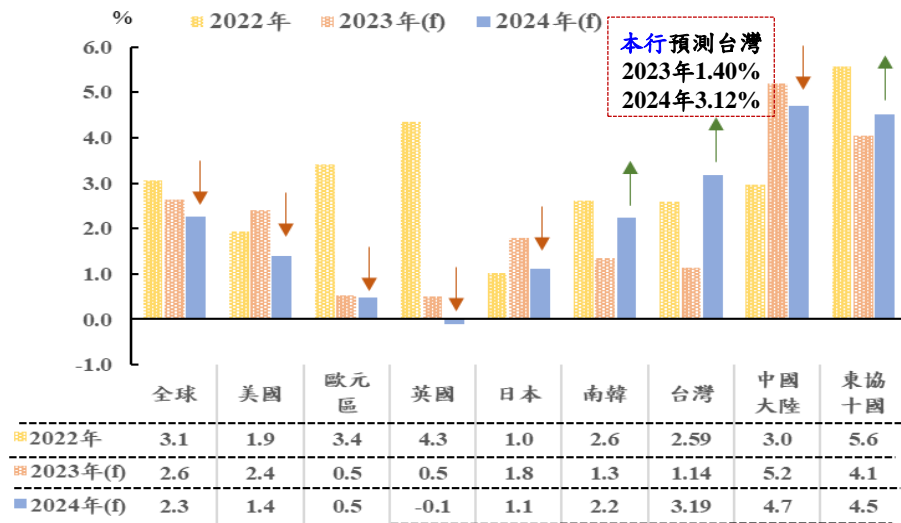
4. 明年緊縮貨幣政策效應持續發酵，全球成長率預測值略降至**2.3%**，通膨降溫有助提升實質購買力，**先進經濟體成長力道較平緩**。

主要經濟體經濟成長率預測路徑



資料來源：S&P Global (2023/11/15)

主要經濟體經濟成長率預測值

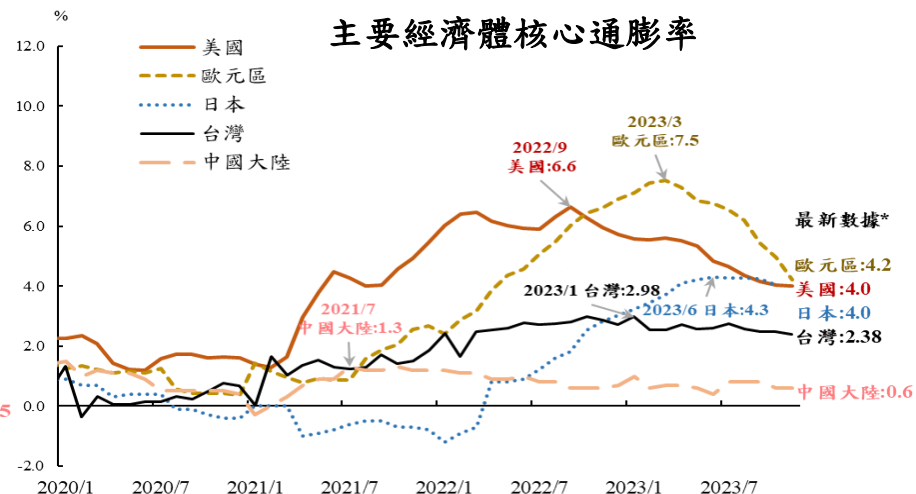
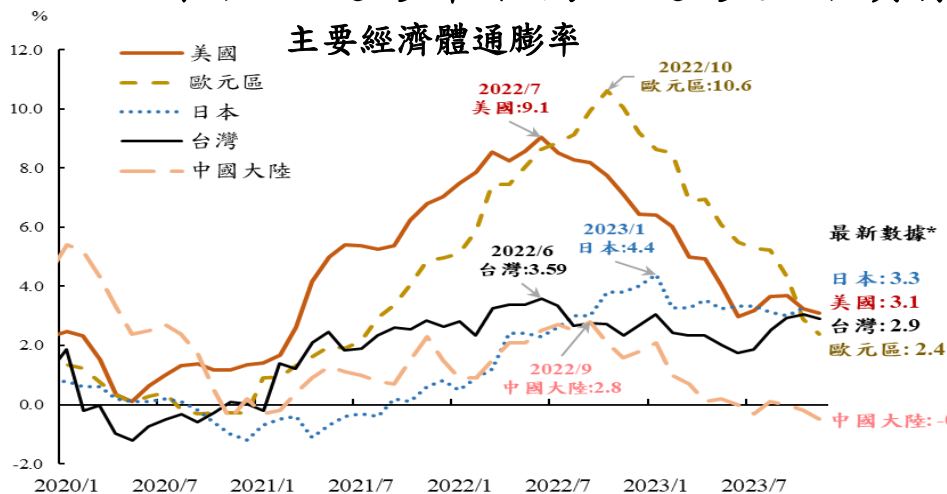


註：↓及↑分別表示2024年較2023年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2023/11/15)

(三) 美、歐通膨率大幅下滑，亞洲國家通膨走勢分歧

1. 主要經濟體強力緊縮貨幣的累積效應影響漸增，加以原油等大宗商品價格下跌，主要經濟體通膨率多自高點大幅下滑，惟服務類價格具僵固性，支撐核心通膨率緩降。
2. 美、歐等國上年因能源及食品價格大漲，通膨率遽升至接近或逾10%，本年相關商品價格回落，通膨率亦自高點回降。亞洲國家通膨率走勢呈現分歧，日本核心通膨率居高，通膨壓力續存，中國大陸通縮風險仍高。



*美國、歐元區、台灣及中國大陸為11月數據，日本為10月數據。
資料來源：LSEG Datastream

*美國、歐元區、台灣及中國大陸為11月數據，日本為10月數據。
資料來源：LSEG Datastream

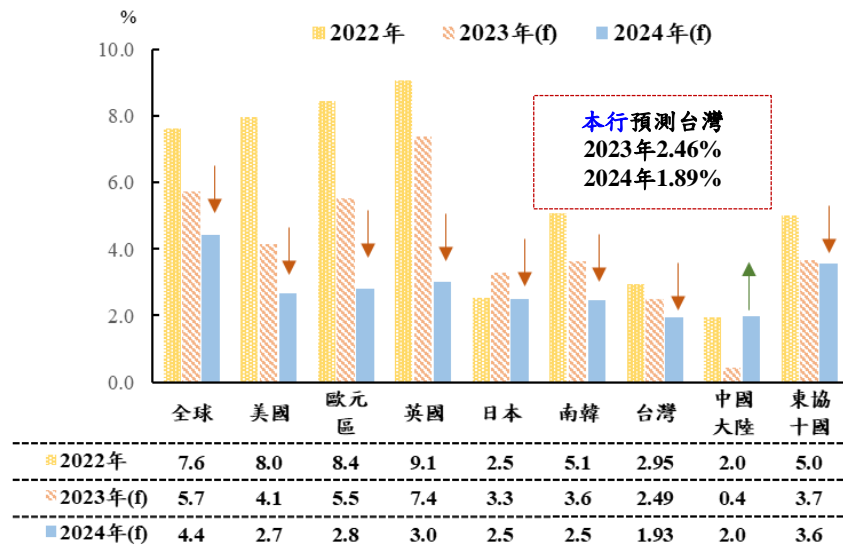
3. 在全球消費需求降溫，能源類商品價格回降下，本年全球通膨率逐季走跌，明年降幅縮減。先進經濟體因上年高基期影響降幅大；新興市場通膨受食品價格及匯率波動影響大，通膨率於本年第3季轉升，預測明年第3季後回降。
4. **S&P Global預測本年全球通膨率由上年之7.6%降至5.7%，明年續降至4.4%。**

主要經濟體通膨率預測路徑



資料來源：S&P Global (2023/11/15)

主要經濟體通膨率預測值



註：↓及↑分別表示2024年較2023年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2023/11/15)

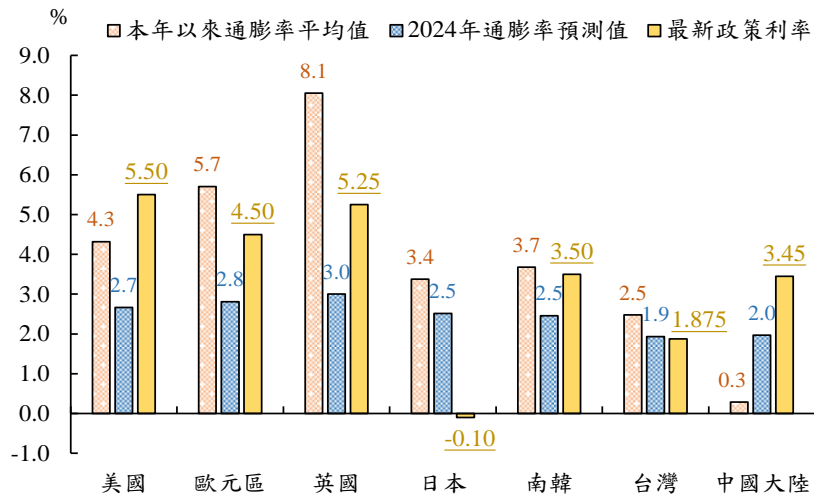
(四) 美、歐升息週期接近尾聲，各國視經濟金融情勢審慎調整貨幣政策

1. 美、歐央行大幅升息因應高通膨壓力，政策利率已達可引導通膨率回降至政策目標之限制性水準，升息週期近尾聲，貨幣政策依最新數據決定。

— 本年10月美國長天期利率一度大升，致金融情勢趨緊。主要機構預測美國本次升息週期應已於7月結束，明年將依通膨與經濟情勢調整貨幣政策。

2. 亞洲國家通膨壓力相對較輕，各國視經濟金融情勢審慎調整貨幣政策。

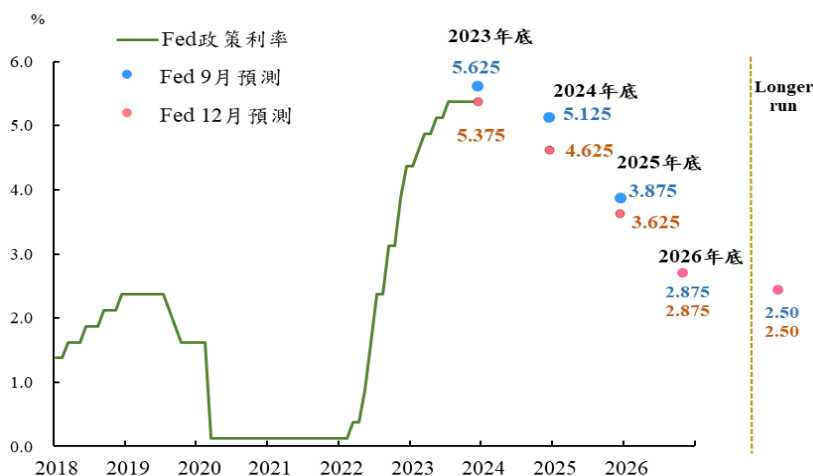
主要經濟體通膨率與央行政策利率



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資操作利率；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：各央行網站、S&P Global (2023/11/15)

Fed政策利率路徑



註：美國政策利率路徑以聯邦資金利率目標區間中值表示。

資料來源：Fed

3. 美、歐央行維持高利率，日、中央行則維持寬鬆政策。

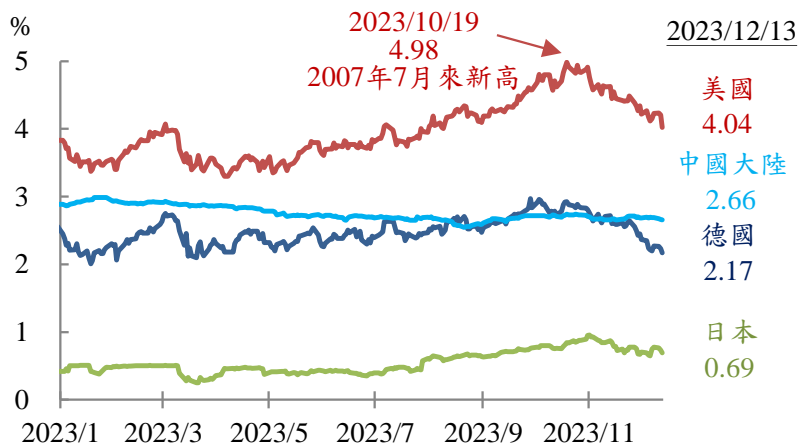
本年10月以來四大央行貨幣政策動向

央行	內容
Fed	<ul style="list-style-type: none">● 11月1日及12月13日均決議維持聯邦資金利率目標區間於5.25%~5.50%不變；12月會議點陣圖顯示明年可能降息0.75個百分點● 每月最高減持美國公債、機構債(agency debt)及機構房貸擔保證券(agency MBS)共950億美元● 主席Jerome Powell於12月政策會議表示，通膨率已自高點下滑惟仍高，未來降溫過程具不確定性；目前政策利率已具相當限制性，惟緊縮效應尚未完全顯現，爰決議維持利率不變；政策利率雖已處於或接近本次緊縮週期之峰值，惟不排除進一步升息之可能性，將致力維持限制性直到有信心通膨率達到2%目標；另本次會議論及降息，惟討論尚處初始階段
	<ul style="list-style-type: none">● 10月26日決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別於4.50%、4.75%及4.00%不變● 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● 總裁Christine Lagarde於10月政策會議表示，因通膨率大幅下降，預期先前大幅升息之累積效應及持續緊縮之金融情勢有助抑制通膨，決議暫停升息；未來將確保政策利率設定在具充分限制性水準，俾使通膨率及時回降至2%
	<ul style="list-style-type: none">● 10月31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● 再次調整殖利率曲線控制(YCC)政策，將長期利率上限之參考目標由0.5%上調至1.0%，並容許一定程度超過1.0%，主因嚴格限制長期利率之上限雖具強力之寬鬆效果，然副作用亦可能很大● 總裁植田和男於11月6日演講表示，近期企業提高薪資與價格已較過去明顯積極，未來薪資與物價之正向循環或將逐漸加強，預期消費者物價將持續上升；BoJ將在YCC框架下，持續執行寬鬆貨幣政策，藉由支持經濟活動，進而創造有利薪資增長之環境
人行	<ul style="list-style-type: none">● 11月中旬擴大公開市場逆回購操作及中期借貸便利(MLF)等工具之運用額度，以維持市場流動性合理充裕

(五)主要經濟體長期公債殖利率先升後降，股市跌後反彈，美元指數回落

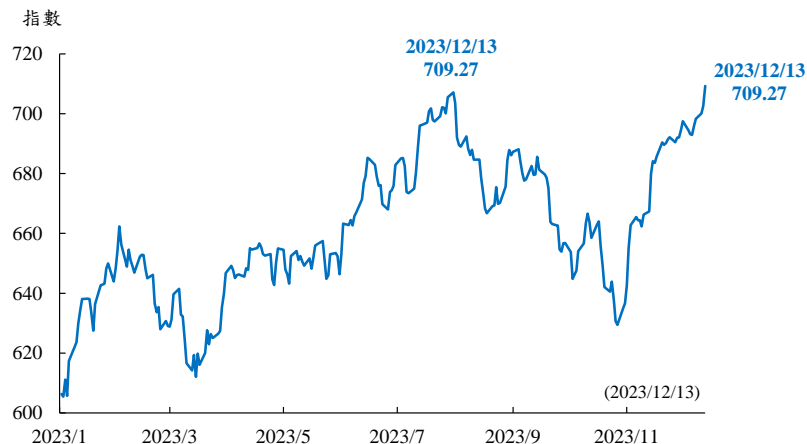
1. 本年10月，美國10年期公債殖利率大幅彈升；嗣因11月初市場預期Fed立場轉向而回落。德國殖利率因通膨率大降且經濟前景仍悲觀而走跌；中國大陸因經濟復甦仍不穩，且預期將持續寬鬆貨幣，殖利率於區間波動；日本殖利率因近日其總裁及副總裁提及退出寬鬆政策之可能性而止跌。
2. 美國公債殖利率飆升致股市吸引力降低，資金自股市流出，全球股市下跌；10月底後，因市場預期Fed升息週期近尾聲而大幅反彈。

主要國家10年期公債殖利率走勢



資料來源：LSEG Datastream、美國財政部

MSCI全球股價指數變動



資料來源：LSEG Datastream

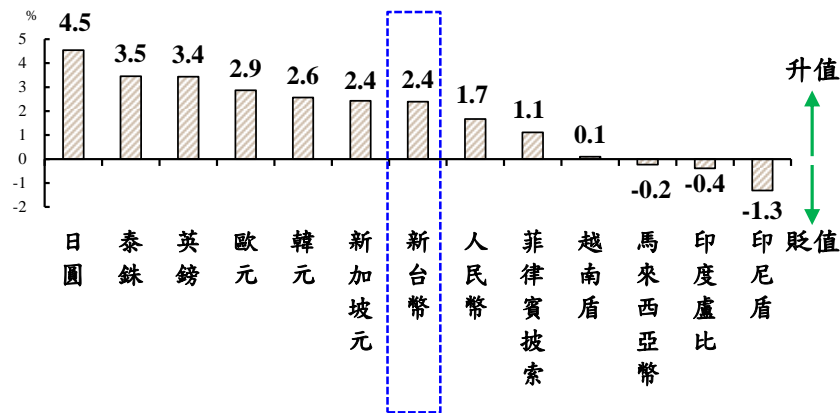
3.市場預期Fed政策利率已達峰值，加以近日Fed表示進入降息相關討論之初始階段，美元指數轉跌，本年12月13日與9月底比較，主要經濟體貨幣對美元多走升：

- (1) **英鎊**：BoE總裁Andrew Bailey表示，須於足夠長的時間維持高利率，英鎊對美元升值3.4%。
- (2) **歐元**：因市場預期Fed貨幣升息週期近尾聲，歐元對美元升值2.9%。
- (3) **日圓**：BoJ退出超寬鬆貨幣政策之預期升高，日圓對美元升值4.5%。
- (4) **人民幣**：中國大陸經濟有望在財政政策激勵下回穩，加以人行實施穩匯措施，人民幣對美元升值1.7%

DXY美元指數



主要經濟體貨幣對美元之升貶幅度
(本年12月13日與9月底比較)



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：LSEG Datastream

資料來源：LSEG Datastream、台北外匯經紀股份有限公司

二、國內經濟及通膨展望

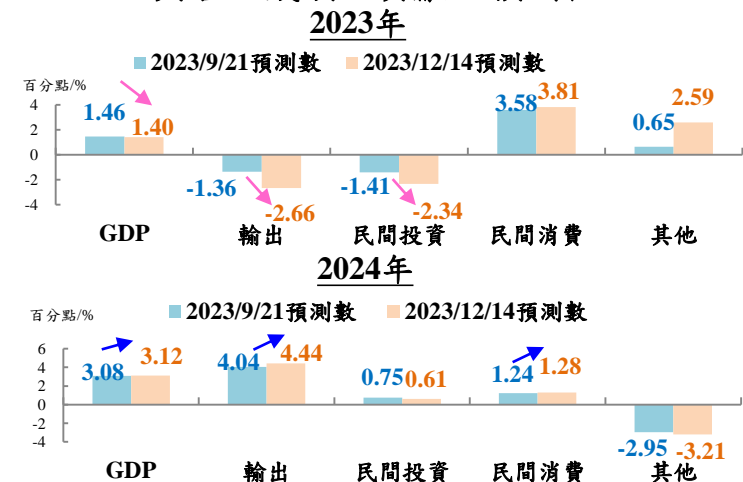
(一) 本年輸出、民間投資表現不如預期；明年輸出、民間投資貢獻轉正，民間消費活絡態勢延續

1. 本年全球終端需求復甦力道不如預期，輸出成長動能疲軟，連帶抑制民間投資成長，本行下修本年輸出、民間投資對經濟成長之貢獻，以及本年經濟成長率預測值。
2. 預期明年全球終端需求漸回溫並帶動外需復甦，內需成長穩健，且因比較基期較低，本行略上修明年經濟成長率預測值為3.12%。

本行上次與本次對2023、2024年GDP成長率與各組成項目貢獻之預測值

2023、2024年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位:%/百分點



	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)					淨外需貢獻(6)			
		民間消費 (2)	民間投資 (3)	公共支出 (4)		存貨變動 (5)	輸出	(-)輸入		
				消費	投資					
2023 (f)	1.40	1.43	3.81	-2.34	0.19	0.19	-0.40	-0.03	-2.66	-2.63
2024 (f)	3.12	3.11	1.28	0.61	0.24	0.49	0.49	0.01	4.44	4.43

註:公共支出項目,係包含政府消費、政府及公營事業投資。
資料來源:本行

註:其他項目包括存貨變動、公共支出及輸入(減項)。
資料來源:本行

(二)明年輸出將延續本年第4季成長動能；明年民間投資成長轉正且民間消費持續成長

- 1.明年輸出將延續本年第4季成長動能：隨AI與雲端運算等推升相關供應鏈需求，預測本年第4季實質輸出成長率將轉正，為5.77%；明年預期電子消費產品有望迎來換機潮，以及新興科技產品推新等，輸出成長動能續擴增。
- 2.明年民間投資成長轉正：隨廠商庫存調整接近尾聲、出口表現好轉，有助其逐步落實先前遞延投資；半導體及相關供應鏈持續投資先進製程，且綠能、節能減碳設備投資態勢延續；航空業者因應跨境旅遊需求，增購航空器等運輸工具。

本年及明年台灣GDP及各組成項目成長率

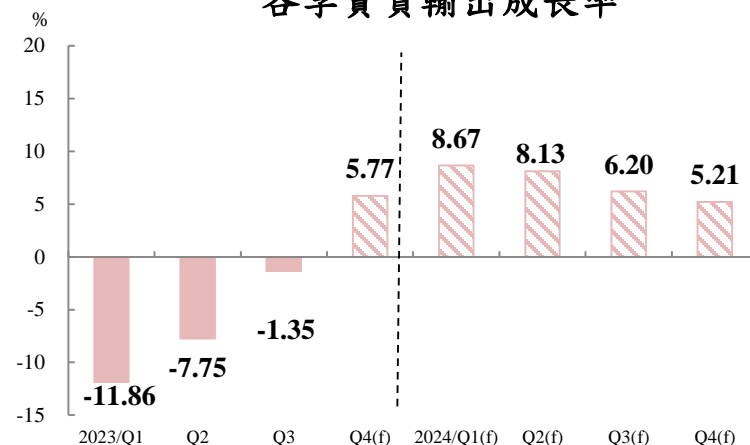
單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需			
		民間消費	民間投資	公共支出		輸出	(-)輸入			
				消費	投資					
2023(f)	1.40	1.63	8.33	-9.87	1.35	4.34	-	-3.80	-4.55	
2024(f)	3.12	3.54	2.62	2.91	1.74	11.12	-	6.95	8.59	

註:公共支出項目，係包含政府消費、政府及公營事業投資。

資料來源:本行

各季實質輸出成長率



註：f:預測值。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

3. 明年民間消費持續成長：主因基本工資調升與軍公教調薪，有助家庭可支配所得增加，加以國人出國人次尚未回復到疫情前水準，仍具成長空間。

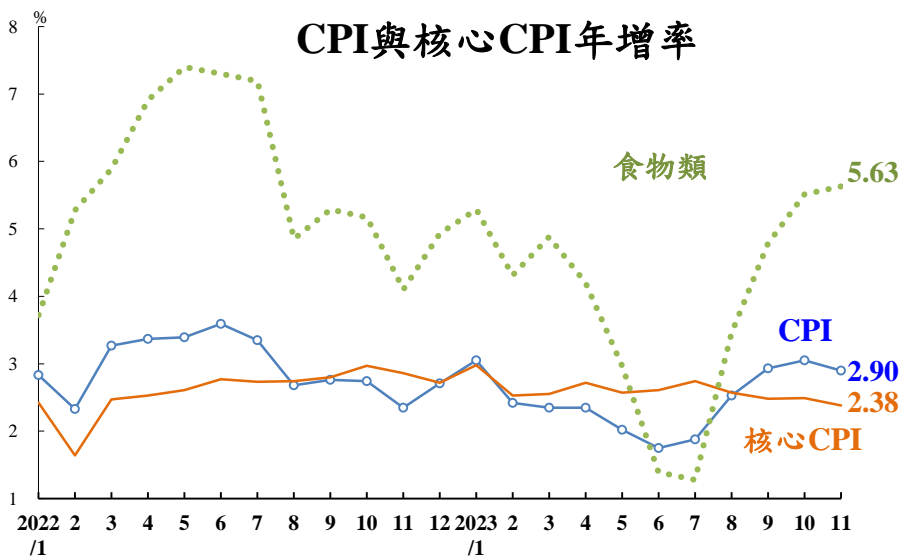
(三) 主要機構預測本年台灣經濟成長率多在1.5%以下，明年則多高於3%

主要機構對本年及明年台灣經濟成長率之預測值 單位:%

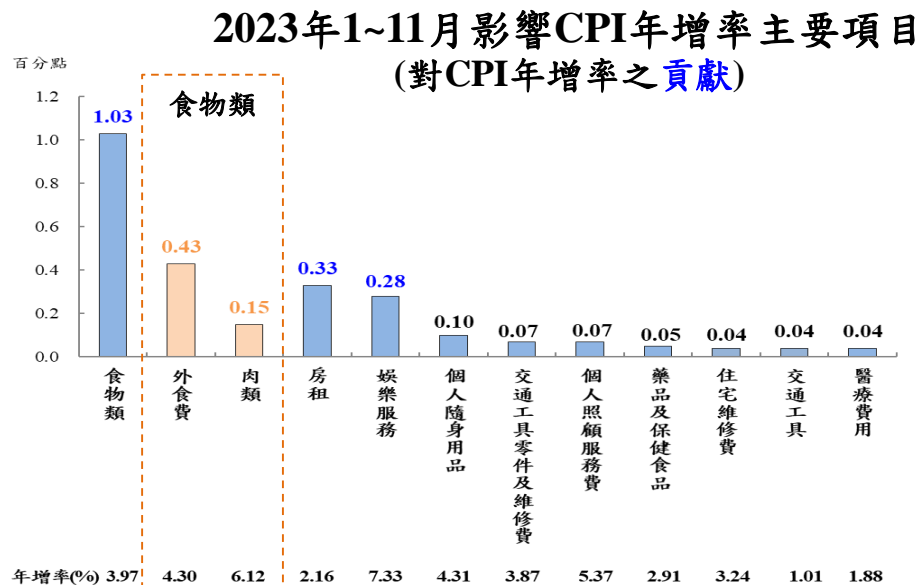
預測機構		2023年(f)	2024年(f)
國內機構	中央銀行(2023/12/14)	1.40	3.12
	台大國泰(2023/12/13)	1.20	2.80
	台綜院(2023/12/13)	1.41	3.18
	主計總處(2023/11/28)	1.42	3.35
	台經院(2023/11/8)	1.43	3.15
	中經院(2023/10/20)	1.38	3.03
國外機構	Goldman Sachs(2023/12/11)	1.02	2.36
	Citi(2023/12/11)	1.30	3.20
	Morgan Stanley(2023/12/8)	1.70	3.20
	BofA Merrill Lynch(2023/12/8)	1.10	3.20
	Nomura(2023/12/8)	1.60	3.30
	S&P Global (2023/11/15)	1.14	3.19
平均值		1.34	3.09

(四)預測本年CPI年增率為**2.46%**，明年可望降至近**2%**

- 1.近月**CPI年增率趨升**，主要受颱風豪雨之天候因素影響，**食物類**價格漲幅持續擴大；**核心CPI年增率則維持緩步回降趨勢**。
- 2.本年**1-11月CPI年增率為2.48%**，其中**食物類、娛樂服務及房租**上漲，合計使1-11月CPI年增率上升**1.64個百分點**，**貢獻率達66%**。



資料來源：主計總處



資料來源：主計總處

3.本行預測明年CPI及核心CPI年增率分別由本年之2.46%、2.56%續降為1.89%、1.83%。

一預期明年國內商品類價格，將隨國際機構預測油價回升，而溫和上漲；國內服務類價格受基期因素影響，漲幅可望趨緩。

4.主要機構對本年CPI年增率預測平均值為2.42%；明年則為1.96%。

單位:%

預測機構		2023年(f)	2024年(f)
國內機構	中央銀行(2023/12/14)	2.46 (CPI) 2.56 (核心CPI)	1.89 (CPI) 1.83 (核心CPI)
	台大國泰(2023/12/13)	2.40	1.70
	台綜院(2023/12/13)	2.51	1.75
	主計總處(2023/11/28)	2.46	1.64
	台經院(2023/11/8)	2.25	1.80
	中經院(2023/10/20)	2.24	1.86
國外機構	Goldman Sachs(2023/12/11)	2.43	1.74
	Citi(2023/12/11)	2.50	2.70
	Morgan Stanley(2023/12/8)	2.30	2.30
	BofA Merrill Lynch(2023/12/8)	2.50	2.00
	Nomura(2023/12/8)	2.50	2.20
	S&P Global(2023/11/15)	2.49	1.93
平均值		2.42	1.96

三、近年主要經濟體通膨發展之特殊性及未來面臨的挑戰

(一)2020年以來，新冠疫情、全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭、服務類消費供不應求等之**非預期事件接連衝擊全球經濟**，亦持續推升主要經濟體通膨率

(二)相對於疫情前數十年通膨低而穩定時期，疫情爆發後，供給面對通膨走勢不利影響程度上升

疫情前數十年有利通膨穩定因素 —原4個順風(tailwinds)	當前情勢轉變 —疫後轉為逆風(headwinds)	負面影響
<ul style="list-style-type: none"> • 地緣政治相對穩定：多數國家認同自由市場與合作能促進經濟成長，有助於建立貿易協定，將更多國家納入全球生產網絡，提升生產效率。 	<ul style="list-style-type: none"> • 地緣政治衝突頻繁：民粹主義、保護主義與單邊主義傾向，不利於維持國際合作與貿易協定，並對全球生產網絡的運作造成干擾。 	<ul style="list-style-type: none"> • 美中衝突持續，影響全球供應鏈穩定與效率，俄烏戰爭、以哈衝突加劇大宗商品價格波動。
<ul style="list-style-type: none"> • 生產技術進步並降低成本：如資訊與通訊技術革新與數位化，可減少時間與物理距離對經濟活動的限制，並提升生產力。 	<ul style="list-style-type: none"> • 技術變革產生新的問題：科技進步使勞動市場發生結構性變化，如部分工作被取代，而部分工作則需更高的技能與教育，將加劇社會不平等。 	<ul style="list-style-type: none"> • 投入成本上升，不利物價穩定。
<ul style="list-style-type: none"> • 全球化快速擴展：商品與要素市場的全球擴展，為企業提供了更大的消費群體及更廣泛的資源等。 	<ul style="list-style-type: none"> • 全球化擴展受阻：廠商因全球化內容改變而減少國際競爭，較易提高成本轉嫁至售價的程度。 	<ul style="list-style-type: none"> • 不利跨國供應鏈與貿易發展，且降低生產效率並提高成本。
<ul style="list-style-type: none"> • 人口結構變化致勞動力增加：1970~1980年代，全球勞動年齡人口比例快速成長，為就業市場注入大量的勞動力。 	<ul style="list-style-type: none"> • 人口老化與勞動力不足：人口老化係全球性現象；勞動力短缺使勞動市場緊俏並帶動薪資上漲。 	<ul style="list-style-type: none"> • 勞動力不足將不利提升生產力與潛在產出成長率，亦將透過薪資影響長期通膨穩定。

(三)此波通膨發展成因較為複雜，且具僵固性之服務類價格支撐通膨壓力更持久

1. 疫情封鎖限制帶來之**供應鏈瓶頸**。
2. 疫情使部分勞動力離開職場，**勞動市場緊俏**。
3. 因應疫情之**現金補助政策**使民眾儲蓄增加，解封後轉而擴大支出。
4. 疫後全球通膨壓力來源由**商品類移轉至服務類**，具僵固性之**服務類價格支撐通膨壓力更持久**。

主要經濟體CPI之商品類與服務類價格年增率

	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣	
CPI年增率(%)							
2022年	8.0	8.4	9.1	2.5	5.1	2.95	
2023/1~11平均值	4.2	5.7	8.1	3.4	3.7	2.48	
年增率趨勢							
商品類價格年增率(%)							
2022年	11.0	11.9	12.0	5.5	6.7	3.56	
2023/1~11平均值	1.2	6.6	8.9	4.9	4.0	2.06	
年增率趨勢							
服務類價格年增率(%)							
2022年	6.2	3.5	5.2	-0.5	3.7	2.40	
2023/1~11平均值	6.2	5.0	6.8	1.7	3.4	2.88	
年增率趨勢							

註：英國與日本為本年1~10月資料；表中年增率趨勢中2022以來高點以紅點標示；另台灣於本年8月起接連受颱風豪大雨影響，蔬果量減價揚，商品類價格年增率轉趨上升。

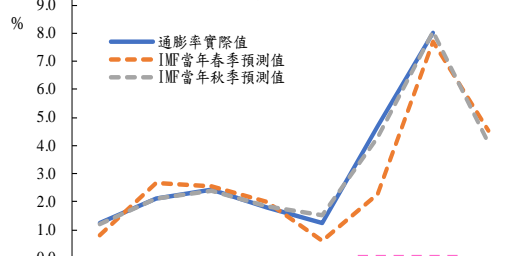
資料來源：各經濟體官網、LSEG Datastream

(四) 疫情後通膨之特殊性發展，要準確預測通膨走勢更為困難

— 2020年以來IMF對美國、歐元區、英國當年通膨預測值修正幅度均較疫情前加大，明顯有低估情況，顯示疫後通膨預測的困難度上升。

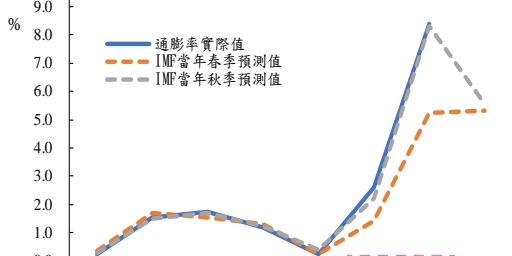
IMF對主要經濟體之通膨預測與實際通膨率

美國



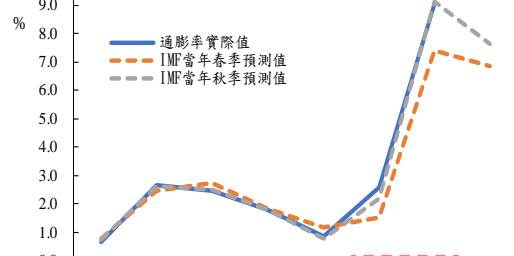
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
通膨率實際值	1.3	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.0	
IMF當年春季預測值	0.8	2.7	2.5	2.0	0.6	2.3	7.7	4.5
IMF當年秋季預測值	1.2	2.1	2.4	1.8	1.5	4.3	8.1	4.1

歐元區



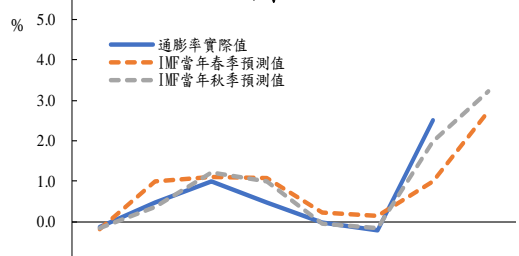
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
通膨率實際值	0.2	1.5	1.8	1.2	0.3	2.6	8.4	
IMF當年春季預測值	0.4	1.7	1.5	1.3	0.2	1.4	5.3	5.3
IMF當年秋季預測值	0.3	1.5	1.7	1.2	0.4	2.2	8.3	5.6

英國



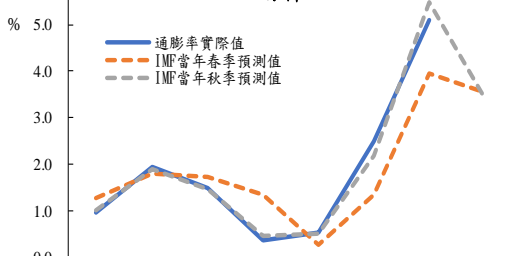
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
通膨率實際值	0.7	2.7	2.5	1.8	0.9	2.6	9.1	
IMF當年春季預測值	0.8	2.5	2.7	1.8	1.2	1.5	7.4	6.8
IMF當年秋季預測值	0.7	2.6	2.5	1.8	0.8	2.2	9.1	7.7

日本



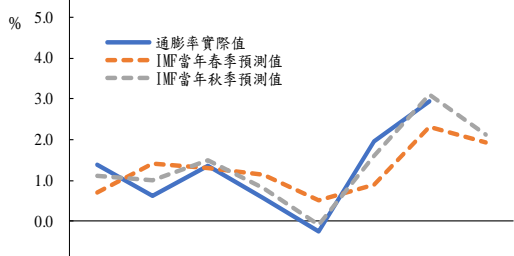
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
通膨率實際值	-0.1	0.5	1.0	0.5	0.0	-0.2	2.5	
IMF當年春季預測值	-0.2	1.0	1.1	1.1	0.2	0.1	1.0	2.7
IMF當年秋季預測值	-0.2	0.4	1.2	1.0	-0.1	-0.2	2.0	3.2

南韓



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
通膨率實際值	1.0	1.9	1.5	0.4	0.5	2.5	5.1	
IMF當年春季預測值	1.3	1.8	1.7	1.4	0.3	1.4	4.0	3.5
IMF當年秋季預測值	1.0	1.9	1.5	0.5	0.5	2.2	5.5	3.4

台灣



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
通膨率實際值	1.39	0.62	1.35	0.56	-0.24	1.97	2.95	
IMF當年春季預測值	0.70	1.40	1.30	1.15	0.50	0.90	2.30	1.92
IMF當年秋季預測值	1.10	1.00	1.50	0.80	-0.10	1.60	3.10	2.11

資料來源：IMF、LSEG Datastream、各經濟體官網

(五) 通膨情勢展望及未來面臨的挑戰

1. ECB理事Schnabel近期以歐元區為例，指出未來通膨持續下降的艱難處：

基期擺盪	在通膨下降趨勢中，上年的高基期使今年通膨率降幅明顯，惟今年的低基期，有可能使明年通膨率續降幅度受限；此基期擺盪，將有礙明年通膨率持續大幅下降。
核心通膨具僵固性與不確定性	未來受到勞動成本與企業要求利潤率之轉嫁效應持續影響，不僅使服務類通膨下降緩慢，更造成核心通膨降溫具僵固性與不確定性，為不利通膨持續下降的因素。
未來可能有新供給面衝擊	如俄烏戰爭及中東地緣政治衝突加劇，再次衝擊國際原油等原物料行情，進而使通膨進展偏離預期之軌道。

2. BIS總經理Carstens上年在Jackson Hole的演講指出：

貨幣政策	通膨走勢具高度不確定性，貨幣政策宜依據最新數據決策，且考量基期擺盪、服務類物價具僵固性而續降緩慢，以及可能有新的供給面衝擊，使通膨進展更加難以預測，貨幣政策調整須考慮供給面衝擊的性質與持續性，在控制通膨與支持經濟成長之間取得平衡。
財政政策	財政政策可因應短期供給面衝擊，然而綠色轉型投資與補貼措施，以及社會保障與醫療支出上升等，將使未來財政空間受限，且須確保財政可持續性；財政政策宜與貨幣政策協調，並將財政資源導入結構性改革。
結構性改革	因應全球經濟碎片化、氣候變遷、人口老化與勞動力不足等結構性問題，有利於提升生產力的結構性改革，相較短期寬鬆貨幣政策與擴張財政政策，更能促進長期效率與公平，達成永續成長。

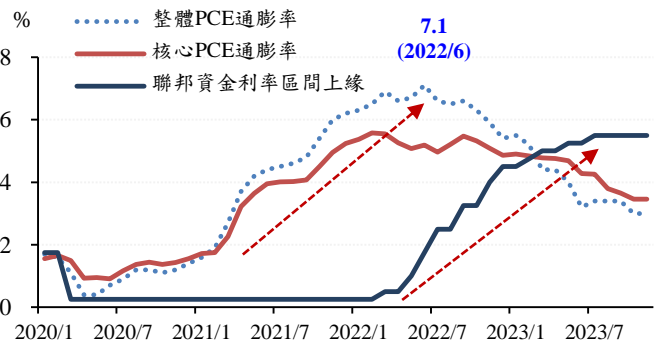
四、由本次升息週期美債殖利率曲線變動之特殊性談Fed貨幣政策之挑戰

(一) 本次升息週期美國公債殖利率曲線變化之特殊性—迅速倒掛且幅度大

1. 殖利率曲線迅速倒掛之近因—Fed為抑制高通膨而快速升息

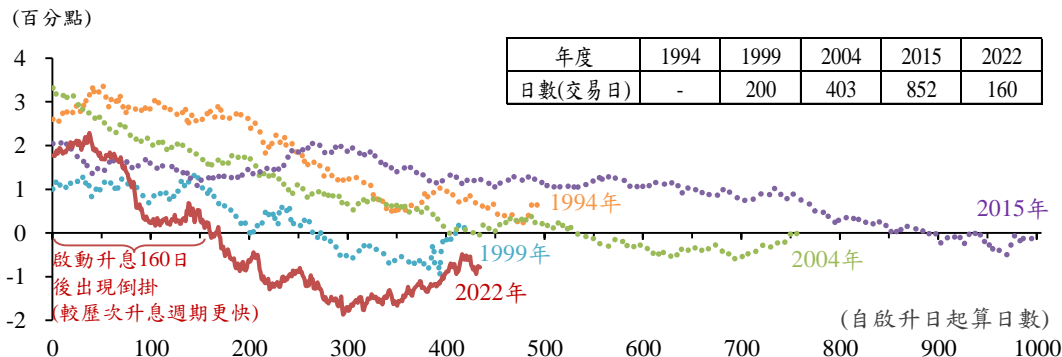
- (1) COVID-19疫情爆發，美國政府推出大規模財政刺激及寬鬆貨幣政策以刺激總合需求，惟經濟在供給面負面衝擊下，總合供需失衡。上年2月爆發俄烏戰爭，供應鏈瓶頸更加惡化，美國整體PCE通膨率於2022年年初突破6%，隨後甚至攀升至7.1%之40年新高。
- (2) Fed遂於上年3月16日啟動強力快速升息，將政策利率快速提高至限制經濟活動之水準；10年期與3個月期殖利率曲線迅速平坦化，約半年後(2022/10/27)即出現倒掛。

美國通膨及Fed政策利率



資料來源：Bloomberg

Fed啟動升息至殖利率曲線出現倒掛之間隔日數



註：橫座標0代表啟動升息之日；縱座標以10年期減3個月期利差代表殖利率曲線斜率，數值越小代表斜率越平坦，負值代表曲線倒掛。

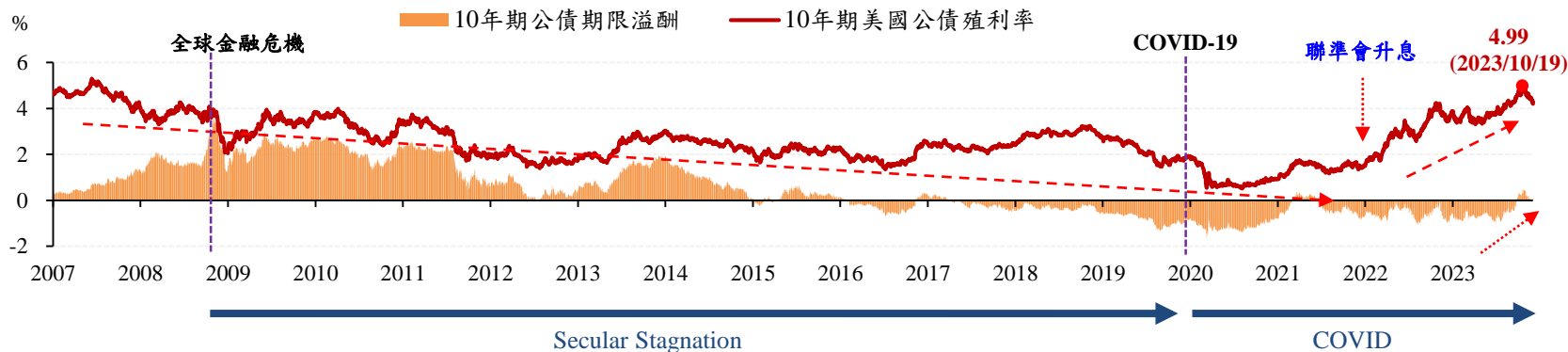
資料來源：Bloomberg

2. 殖利率曲線倒掛程度嚴重之遠因——長期停滯之三低現象使期限溢酬及長債殖利率偏低，並導致當前殖利率曲線更易於在Fed緊縮貨幣政策時倒掛

(1) 長期停滯時期呈現低成長、低通膨及低利率之經濟金融情勢：2008年全球金融危機引發經濟大衰退，在此後十餘年期間，全球經濟成長緩慢、通膨維持低檔，前美國財政部長Lawrence Summers及PIIE經濟學家Olivier Blanchard等相繼以長期停滯(Secular Stagnation)來描述金融危機後之低成長、低通膨及低利率等經濟狀況。

(2) 此期間，市場對美債投資需求上升，10年期公債殖利率呈下降趨勢，直至上年3月Fed升息後反轉。

10年期與3個月期美債殖利率及利差

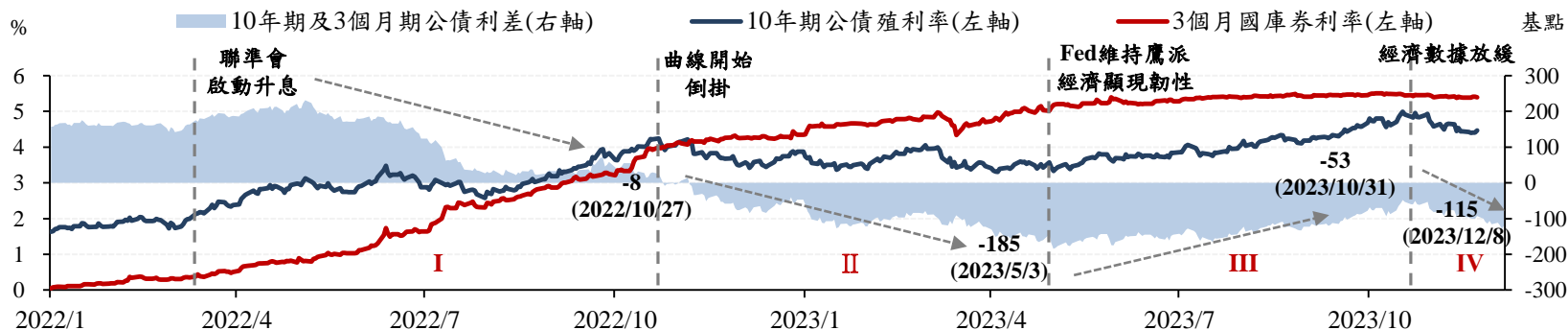


資料來源：Bloomberg

(二) 本次升息週期美國貨幣政策、市場預期與殖利率曲線之轉折變化

1. 第一階段(2022年3月至2022年10月)：曲線快速平坦化。Fed強力升息，短率隨政策步調而大幅爬升；惟市場先擔憂經濟前景、後修正預期，致長率升幅較小。
2. 第二階段(2022年11月至2023年5月)：曲線倒掛且幅度持續加深。因通膨居高，Fed維持鷹派；惟2022年底經濟降溫，市場預期Fed年底將降息，長率下跌。
3. 第三階段(2023年5月至2023年10月底)：曲線倒掛幅度快速縮小。因經濟展現韌性，Fed政策基調未變；市場修正經濟前景偏弱之預期，且債市供需失衡，長率快速攀升。
4. 第四階段(2023年11月迄今)：曲線倒掛再度擴大。美國就業市場及通膨均放緩，Fed轉趨鴿派；市場預期升息週期應已結束，長率自高點回落。

10年期與3個月期美債殖利率及利差



資料來源：Bloomberg

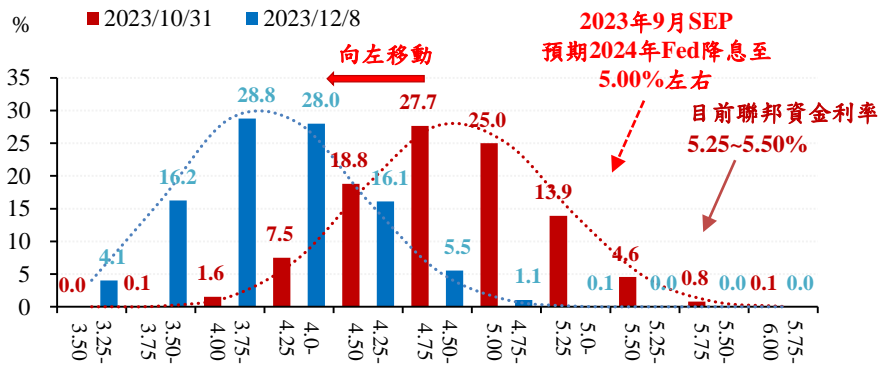
(1) 本年11月以來美國就業市場及通膨壓力均呈現趨緩，加以10月底金融情勢大幅緊縮，導致Fed強調將謹慎評估其升息決策，且立場向來鷹派之官員紛紛轉趨鴿派，表示若未來幾個月通膨持續回落，Fed可能考慮開始降息。

(2) 另聯邦資金利率區間之機率分布向左移動：本年12月8日市場預期明年底聯邦資金利率有28.8%機率落在3.75~4.0%，另有28.0%機率會降至4.0~4.25%。

一受前述因素影響，市場下修對經濟前景預期，3個月期殖利率雖仍維持相對高位，10年期殖利率卻自高點回落，曲線倒掛幅度再度擴大

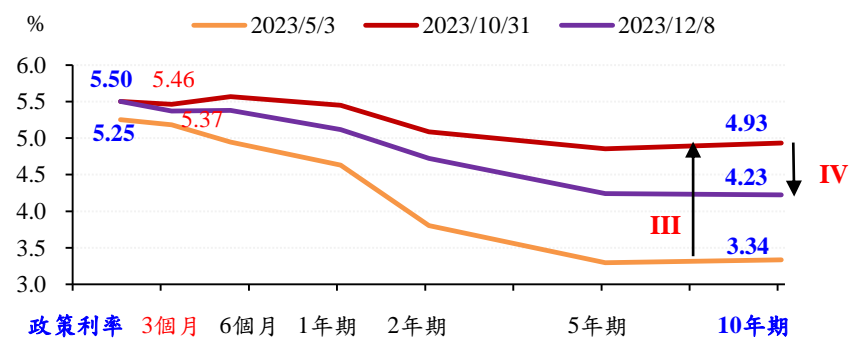
(3) 近期長率對訊息非常敏感並呈大幅波動，此對市場金融情勢之影響及對Fed政策決策均帶來挑戰。

市場預期明年底聯邦資金利率區間之機率分布



資料來源：CME

政策利率及公債殖利率曲線(第三、第四階段)



資料來源：Bloomberg

(三)貨幣政策、殖利率曲線型態與經濟成長之關聯

自Fed升息以來，累計幅度已達**5.25個百分點**，且曲線倒掛亦已**逾13個月**，然本年第三季美國經濟仍**展現韌性**；其主要原因為，疫情期間美國政府及Fed分別推出史上最大**財政刺激及寬鬆貨幣政策**，加以**勞動市場熱絡**，使個人薪資所得持續增加；此外，股市及房市等金融資產價格上揚的**財富效果**，亦增添**消費動能**。

(1)財政刺激及寬鬆貨幣政策係經濟具韌性的原因之一

—**2020至2021年財政部推出逾5兆美元之財政紓困方案**，致家計部門**儲蓄率大幅攀升**，而**Fed緊急調降政策利率至0~0.25%**，並於2020年6月實施**無限量資產購買計畫**。

—家計部門因財政紓困方案而**累積大量超額儲蓄**，有助於**商品消費需求及解封後之服務消費需求**，消費迅速成長，支撐**企業獲利**，經濟得以**展現韌性**。

美國財政紓困規模及Fed資產增幅

單位：美元

	全球金融危機	COVID-19疫情期間
財政紓困方案規模 (約當GDP之比重)	0.83兆* (5%)	5.0兆** (23%)
Fed資產規模增幅 (事件發生後2年期間)	1.39兆 (約增加153%)	3.68兆 (約增加70%)

*「美國復甦及再投資法案(ARRA)」

**包含「冠狀病毒援助、救濟和經濟安全法案(CARES)」

及「2021年美國援助計畫法案(ARPA)」等

資料來源：Bloomberg

美國個人儲蓄率



資料來源：Bloomberg

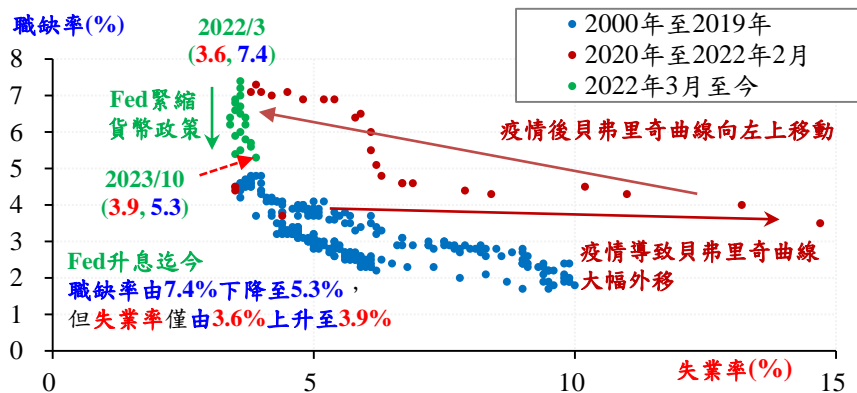
(2) 勞動市場緊俏

- 企業釋出職缺數持續遠高於失業人數，推動工資上升，進而帶動消費支出持續成長。
- 美國貝弗里奇曲線出現職缺率下滑、失業率僅微幅上升之軟著陸現象。在總就業人數繼續上升下，民間所得持續成長。

(3) 所得效果及財富效果

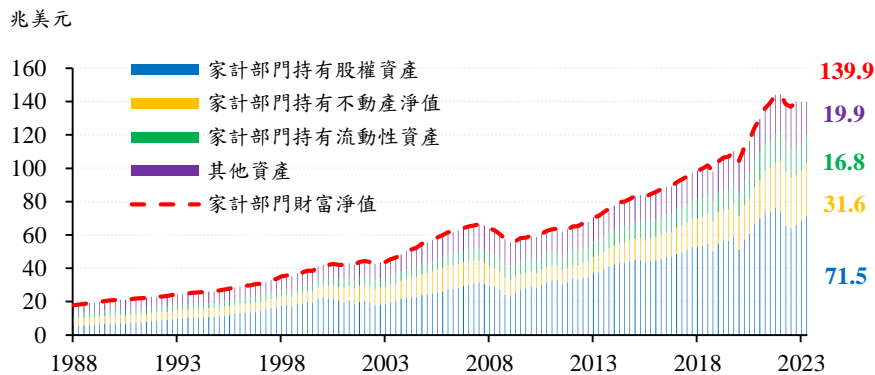
- 因短期利率高漲，家計部門如將超額儲蓄投資於短天期資產，可賺取較高利率；而負債(房貸等)因鎖定在先前較低之利率水準，使個人可支配所得增加，進而帶動消費支出。
- 近年不動產及股權等資產價格上漲，使家計部門淨財富攀至139.9兆美元，進一步推升消費動能。

美國貝弗里奇曲線



資料來源：Bloomberg

美國家計部門淨財富資產來源



資料來源：Bloomberg

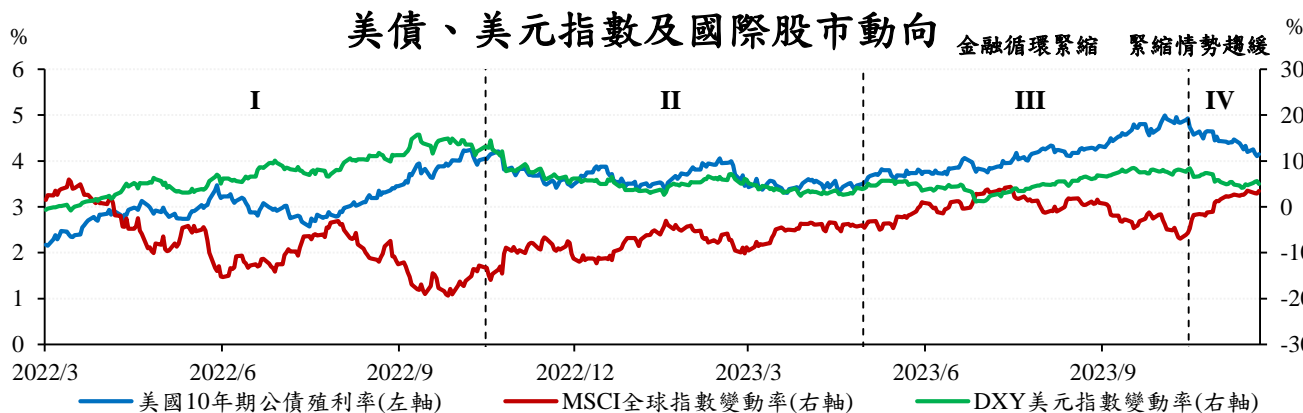
(四)金融情勢大幅波動與Fed貨幣政策面臨之挑戰

1. Fed緊縮政策及美債殖利率曲線上下移動，為近兩年來影響全球金融循環走勢之最重要因素

(1) 自上年Fed強力緊縮貨幣政策以來，美國與全球**金融情勢來回擺盪**；此期間，**美債殖利率與美元指數呈現正相關**，而**與股價指數呈負相關**。

(2) 本年下半年以來，**美債殖利率攀升**，**美元指數走強**、**股市承壓**，全球金融循環轉呈緊縮。近期Fed多位官員則釋放出**金融情勢緊縮或可替代Fed升息**，市場轉而預期**Fed升息循環或已結束**，加以美國經濟出現放緩跡象，**金融循環又呈擴張**，**金融情勢緊縮趨緩**。

2. 近日Fed主席Powell指出當前政策挑戰：(1)能否釐清疫情至今通膨上揚原因及應對之策；(2)是否應以緊縮貨幣政策應對供給面衝擊；(3)過去央行面臨有效利率下限之結構性難題是否已解似言之過早，及何等因素將持續影響疫情後之利率走向。



相關係數	美債殖利率與美元指數	美債殖利率與MSCI全球指數	MSCI全球指數與美元指數
第一階段	0.85	-0.82	-0.86
第二階段	0.77	-0.56	-0.78
第三階段	0.79	-0.29	-0.62
第四階段	0.91	-0.90	-0.96

*美元指數(DXY)之權重分別為歐元(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: Bloomberg

*MSCI全球指數及DXY美元指數變動率係以2022年3月16日為基期(=100)，計算變動率；資料來源: Bloomberg

五、比特幣 vs. 黃金：在全球貨幣金融體系扮演的角色

(一) 比特幣問世15週年，掀起一波加密資產投資熱潮

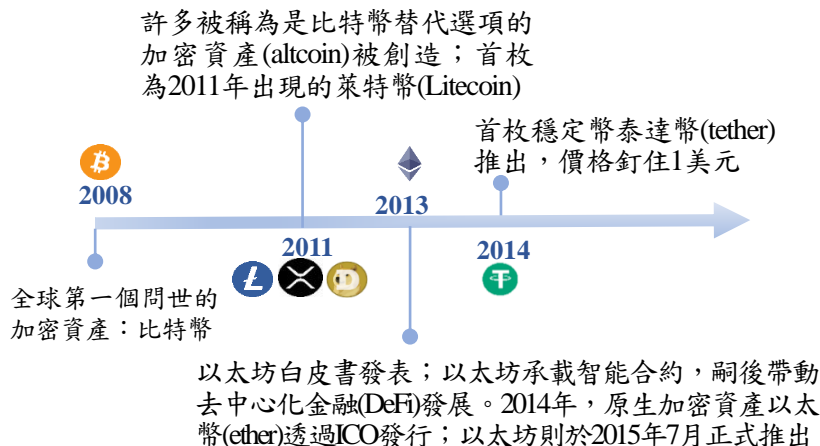
1. 比特幣(bitcoin)自2008年10月31日「中本聰」(Satoshi Nakamoto)發布白皮書，迄今已問世15週年；比特幣無需中介機構及政府執行支付清算，有論者認為堪稱帶來支付革命。
2. 比特幣因發行量持穩於2,100萬枚，被支持者稱為「數位黃金」；其價格歷經大起大落，目前逾4萬美元，與問世之初相較翻漲逾4,000萬倍，居加密資產(crypto asset)市場的龍頭地位。
3. 比特幣問世後，其他區塊鏈技術(如以太坊(Ethereum))及其相關加密資產(以太幣(ether)及泰達幣(tether)等穩定幣(stablecoins))也隨之出現，掀起一波加密資產投資熱潮。

比特幣價格走勢



資料來源：Bloomberg、CoinMarketCap(2023/12/9)

全球加密資產發展歷程



(二) 比特幣迄今支付接受程度低，即使是穩定幣的實體支付進展也有限

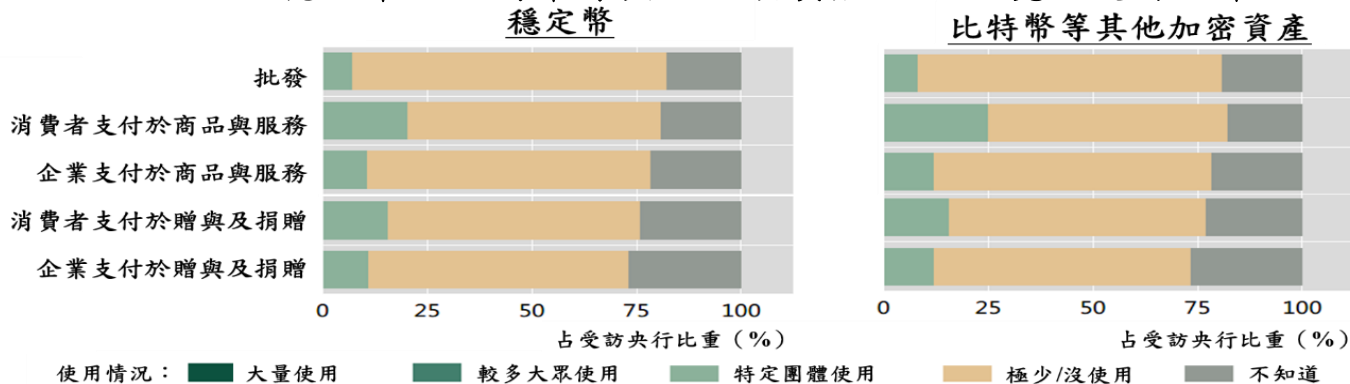
1. 有國家(地區)及企業接受比特幣作為支付工具，但據統計，加密資產仍鮮少用於支付

— 2021年9月薩爾瓦多成為首個接受比特幣為法定貨幣的國家，但迄今接受度仍低，民眾僅不到4成會持續使用，接受的商家也僅約2成。

— 據統計，目前全球僅約15,000家企業接受比特幣支付，其中有2,300家位於美國；另據本年Fed調查顯示，美國僅有2%成年人會使用加密資產。

2. 多數國家政府對比特幣等加密資產持負面態度。比特幣價格有高度波動性問題，難以廣泛用於支付，即使是有資產支持的穩定幣，也並非如聲稱般地穩定，迄今主要仍作為加密資產交易的媒介通貨，實體支付進展有限。

穩定幣及比特幣等其他加密資產，用於境內支付比率



註：本調查係BIS於2022年10月請86家貨幣主管機關依當地實際情形填答。

資料來源：Kosse, Anneke and Ilaria Mattei (2023), "Making Headway - Results of the 2022 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto," BIS Papers, No. 136, Jul.

(三)黃金深受各國政府支持，長期在全球貨幣體系扮演要角

1. 黃金具內含價值(intrinsic value)，滿足貨幣的交易媒介(medium of exchange)、價值標準(unit of account)及價值儲藏(storage of value)三大完整功能，廣受人類青睞。全球金本位制(gold standard)曾盛極一時，各國政府均遵守金本位制的遊戲規則。
2. 工業革命後紙幣出現，金本位制仍在19世紀中葉後盛行；但因黃金數量受限，無法根據經濟需求調整貨幣數量，尤其危機時更無法有效發揮最後貸款者角色(Lender of Last Resort)。歸因於此，英國於1931年放棄金本位制，最終導致全球金本位制崩潰。
3. 即使處在當前以政府貨幣為基礎的貨幣體系下，黃金仍係各國官方準備資產之一，充當重要的價值儲藏工具，續在全球貨幣體系扮演要角。近年地緣政治風險升高，若干國家官方黃金持有量增加。

全球各國及國際機構官方黃金持有量排名

(截至本年10月)

排名	國家或機構	噸	增減值		排名	國家或機構	噸	增減值	
			上年全年	本年迄今				上年全年	本年迄今
1	美國	8,133.5	0	0	8	瑞士	1,040.0*	0	0
2	德國	3,352.6	-4.0	-2.5	9	日本	846.0	0	0
3	IMF	2,814.0	0	0	10	印度	803.6	+33.3	+16.2
4	義大利	2,451.8	0	0	11	荷蘭	612.5	0	0
5	法國	2,436.9	+0.3	+0.2	12	ECB	506.5	0	+1.7
6	俄羅斯	2,332.7	+31.3	0	13	土耳其	497.5	+147.6	-44.3
7	中國大陸	2,214.6.	+62.2	+204.0	14	台灣	423.6*	0	0

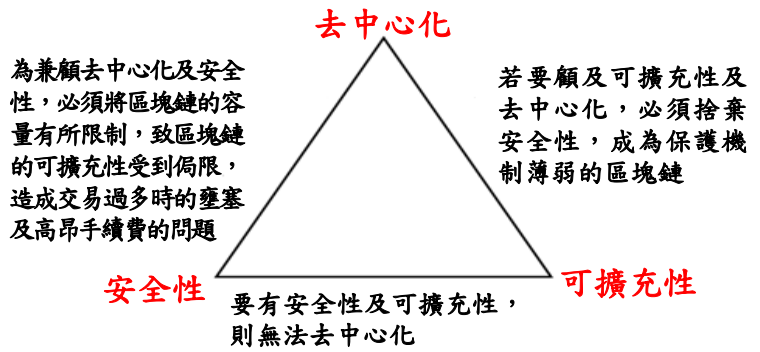
*：係本年9月數值。

資料來源：World Gold Council

(四) 比特幣雖被支持者稱為「數位黃金」，但與黃金扮演的角色大不相同；比特幣既無內含價值，也不是貨幣，亦非總體避險工具

1. 比特幣雖最終發行量將持穩於2,100萬枚，似有稀缺性，被倡議者稱為「數位黃金」，但相較於黃金可作為工業生產及珠寶等實質用途，比特幣不具內含價值。
2. 比特幣不具備貨幣三大完整功能：因面臨區塊鏈「三難困境」(trilemma)，以之作為支付工具不具效率；價格波動劇烈，被BoE形容為比特幣雲霄飛車(The Bitcoin rollercoaster)，且過去漲幅更甚鬱金香狂熱(tulip mania)，無法作為價值標準及價值儲藏工具。
3. 比特幣若真為總體避險工具，價格走勢應與通膨率及總體經濟不確定性指數呈正相關，以抵禦總體經濟恐慌，但實際反呈負相關；價格走勢應與股價呈負相關，實際卻呈正相關。

區塊鏈的「三難困境」



6個經濟變數間的相關性

	S&P 500 指數	黃金	總體經濟不確定指數	韌性指數	美國CPI年增率
比特幣	64%	11%	-32%	-35%	-24%
S&P500指數		25%	-60%	-72%	-6%
黃金			-12%	-11%	-3%
總體經濟不確定指數				45%	-24%
韌性指數					-16%

註：比特幣與韌性指數呈負相關，顯示出比特幣的價格走勢係受投機面驅使。
資料來源：Danielsson and Macrae (2022)

4. 比特幣在全球貨幣金融體系的重要性，均遠不及黃金

	比特幣	黃金
在貨幣體系扮演的角色	無內含價值、多數國家政府持負面態度；有充當貨幣的若干特性；不具備貨幣三大完整功能(尤其是價格波動劇烈，不能充當價值儲藏工具)，且供給量無法配合經濟發展彈性調整，也無最後貸款者支持。迄今無法在貨幣體系扮演要角。	具內含價值、受各國政府支持；有充當貨幣的特性；金本位制時期具貨幣三大完整功能，但供給量無法配合經濟發展彈性調整，且央行僅能扮演有限的最後貸款者角色。即使金本位制崩潰，惟目前仍是各國官方準備資產的重要組成，在全球貨幣體系扮演要角。
有無內含價值？	➢ 無；僅在電腦世界中以程式碼的方式呈現。	➢ 有；可作為工業生產及珠寶等實質用途。
各國政府態度？	➢ 僅少數國家，如薩爾瓦多接受為法定貨幣。 ➢ 大多數國家都對比特幣持負面態度，並批評其常淪為資恐、洗錢等非法用途，以及充當躲避資本管制的管道。	➢ 深受各國政府支持，長期在全球貨幣體系扮演要角。 ➢ 在國際金本位制時期，各國政府均同意金本位制的遊戲規則，允許黃金自由流出入。
有無充當貨幣的特性？	➢ 聲稱有稀缺性，最終發行量將持穩於2,100萬枚；但比特幣硬分叉的出現，卻讓與其相關的加密資產供給量不斷增加，宛如17世紀的剪邊幣。 ➢ 耐久性高；可分割性高(最小單位可至小數點後8位數)。	➢ 有稀缺性；世界黃金協會預估，黃金最終總供給量可能約26萬噸。 ➢ 耐久性高；可分割性高。
是否具備貨幣的交易媒介、價值標準及價值儲藏三大完整功能？	➢ 作為支付工具不具效率，無法應付頻繁交易，且交易費用會因交易量高而大漲。 ➢ 價格波動太大，無法作為價值標準及價值儲藏工具。	➢ 黃金在歷史上(尤以金本位制時期)，長期作為交易媒介及價值標準，且被認定有很好的價值儲藏功能。 ➢ 金本位制崩潰迄今，黃金仍具備價值儲藏功能，作為各國重要的官方準備資產之一。
是否具備彈性、有無最後貸款者機制？	➢ 供給量無法配合經濟發展所需彈性調整。 ➢ 無最後貸款者機制。	➢ 貨幣供給量取決黃金數量，央行貨幣政策空間受限。 ➢ 央行僅能扮演有限的最後貸款者角色。
在金融市場扮演的角色	不具避險功能；市場規模遠小於黃金市場，易受少數巨鯨控制。	有避險功能；市場發展成熟，具一定規模。
是否有避險功能？	➢ 無；價格走勢與通膨率、總體經濟不確定性指數及韌性指數呈負相關，與股價反呈正相關。	➢ 有；長久以來，被廣泛地認為是全球總體避險工具。
金融市場規模大小	➢ 總市值約為8,000多億美元。 ➢ 日均交易量為174億美元。	➢ 實體黃金金融市場總規模近5兆美元；黃金期貨與選擇權等市場規模則約1兆美元。 ➢ 過去5年日均交易量約為1,490億美元，高於道瓊工業平均指數成分股及美國國庫券市場的日均交易量。
對環境的影響	比特幣挖礦及交易需靠大量運算力方能創造，製造出大量的碳足跡，對環境產生汙染。	需耗費大量勞力開採且開採時會破壞環境。

(五) 結語

1. 比特幣問世，有論者認為堪稱帶來支付革命，但其實區塊鏈系統的結構性缺陷，使其無法成為可靠的支付工具。
2. 倡議者將比特幣稱為「數位黃金」，但不論在充當貨幣的條件、避險功能，乃至於市場規模，均無法與黃金相提並論。
3. 比特幣等加密資產背後的技术值得關注，有潛力為金融體系帶來效益。
 - 國際間大抵肯定比特幣等加密資產背後的區塊鏈技術，認為其或能增進金融市場與支付系統的效率。
 - 各國積極研究區塊鏈與分散式帳本技術(DLT)。例如，多國央行合作的「多邊CBDC橋」(Multiple CBDC Bridge)計畫，即探討以DLT為基礎的CBDC跨境支付系統；摩根大通在區塊鏈上發行存款代幣(deposit token)，亦欲提升跨境支付效益。
4. 儘管比特幣等加密資產與實體經濟連結有限，但隨著越來越多一般消費者參與，且相關市場操縱及詐欺頻傳，監管當局應積極評估風險，提供強化消費者保護的具體監管解決方案。
 - 比特幣等加密資產的全球市場規模相對有限；BIS指出，上年加密資產市場動盪，但對更廣泛的傳統金融體系未造成外溢效應(spillovers)，加密資產目前與實體經濟連結不深。
 - 但越來越多一般消費者進入加密資產市場，加上加密資產時常涉及市場操縱及詐欺，一般消費者易遭受損失。國際機構皆呼籲，要強化對消費者的保護；監管當局應積極評估風險，並提出具體的監管解決方案。

六、資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS的觀點

(一)近來現實世界資產(RWA)代幣化興起

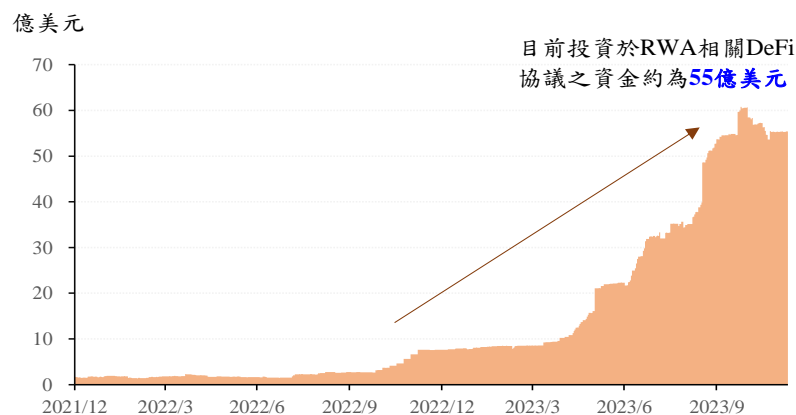
1. 比特幣等虛擬資產並無現實世界的資產支持，風險高且價格波動大；相較之下，近來興起的**現實世界資產代幣化**則以**現實資產**(如股票、債券、貴金屬、房地產等)**支持**，**結合實體經濟與虛擬市場**，**可能成為未來發展主流**。
2. 近來整體虛擬資產市值雖呈下滑趨勢，惟RWA代幣化因有現實資產的支持，**投資資金持續流入該代幣化市場**，使其規模逐漸擴大。

投入去中心化金融(DeFi)的金額



資料來源：DeFiLlama

投入RWA相關之DeFi協議金額



資料來源：DeFiLlama

3.RWA代幣化之發行模式主要分為兩種，包括鏈下現實資產之代幣化，以及鏈上原生(native)資產之代幣化

- (1)鏈下現實資產之代幣化：發行人將現實資產鎖定於金庫或委託第三方保管，並於區塊鏈上發行代幣，據以代表該現實資產之經濟價值及權利。
- (2)鏈上原生資產之代幣化：發行人直接於區塊鏈上發行代幣，並載明該代幣於現實世界之各項權利。

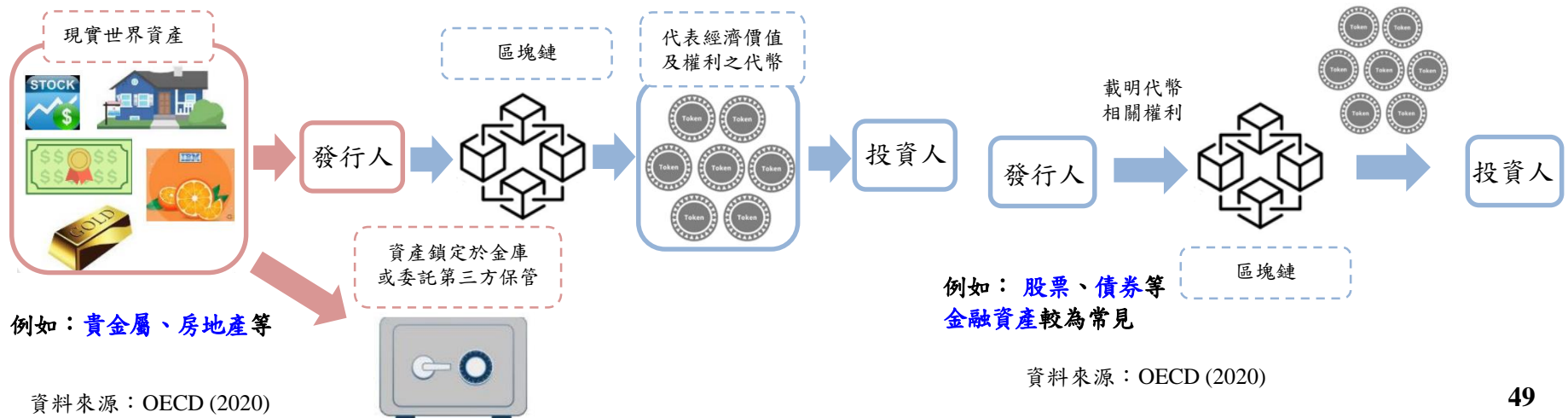
鏈下存在資產之代幣化流程

鏈上原生資產之代幣化流程

現實世界

鏈上世界

鏈上世界



(二)RWA代幣化需數位貨幣作為交易媒介，惟穩定幣或存款代幣都有作為支付工具的不足之處，仍需央行貨幣提供信任基礎

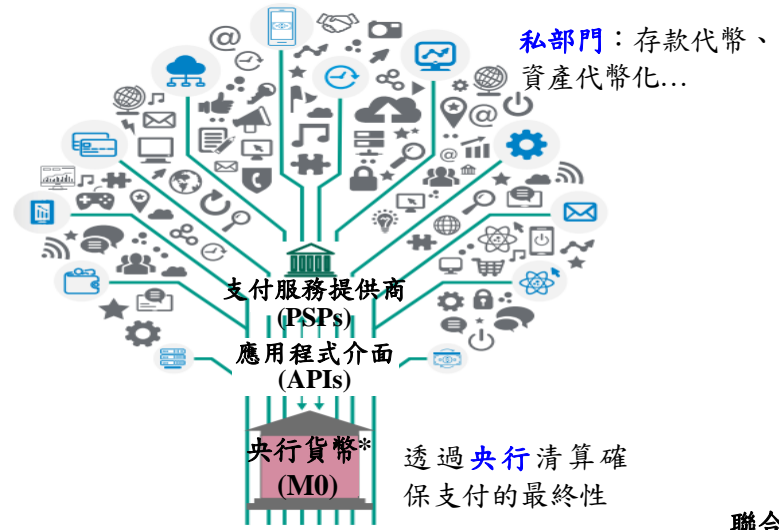
- 1.穩定幣為目前虛擬市場主要交易媒介，惟迄今為止，穩定幣仍不是貨幣，亦不能確保價值的穩定，不具有貨幣單一性。
- 2.近來，傳統大型銀行(如花旗集團及摩根大通銀行)宣布發行存款代幣，其為客戶存款的數位形式，係以新技術形式呈現的商業銀行貨幣，似更有作為支付工具之潛力：
 - (1)存款代幣由銀行個別發行，而不同銀行的風險承擔程度、流動性、償付能力、經營狀況等皆有所差異，亦可能因壓力事件*而使其價值下降。
 - (2)惟現行法規下，商業銀行已受高度監管，須遵守最低資本、流動性、準備金及風險管理等規範，因此存款代幣仍較穩定幣安全。
- 3.央行貨幣係由受信任的主體所發行，且具有健全的制度性安排，並無信用風險與流動性風險，可以結合存款代幣建立雙層貨幣制度，建立穩固且受大眾信任的貨幣體系，並以此為基礎，推動未來央行數位貨幣(CBDC)的發展，因此央行貨幣仍是未來貨幣體系的信任基礎。

*如銀行發生財務危機等。

(三) BIS亦認為，未來仍需由央行發行CBDC作為未來貨幣體系的信任基礎

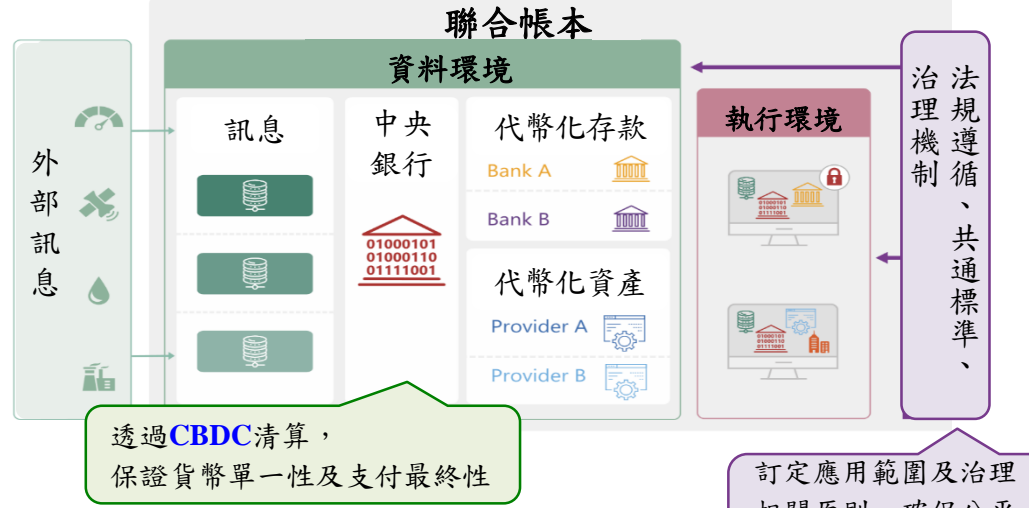
- 1.若以「樹」作為比喻，樹的根幹即為央行，貨幣體系根植於央行發行的數位貨幣CBDC，以CBDC作為各類代幣化資產名目價值的定錨，藉此支援多元、多層次的私部門所提供的創新服務或產品，可能就是未來貨幣體系的發展藍圖。
- 2.未來貨幣體系可支援代幣化資產，並由央行發行CBDC提供最終的支付清算服務，亦即包含代幣化、CBDC，以及整合兩者所建構之金融市場基礎設施—聯合帳本。

央行貨幣為貨幣體系之基礎



*因應未來代幣化趨勢，央行貨幣係指CBDC
資料來源：BIS (2022)

未來貨幣體系藍圖



聯合帳本的概念不代表僅有一份帳本，而是各生態體系的帳本均可共存，再透過API連接至CBDC帳本，以實現國內及跨境支付的互通性，並由央行發行CBDC提供最終支付及清算服務
資料來源：Shin (2023)

訂定應用範圍及治理相關原則，確保公平競爭環境與促進競爭

簡報完畢
謝謝!

