

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

113.3.21

前 言

上(2023)年 12 月本行理監事會議以來，全球製造業及服務業景氣增溫，惟美、歐等央行仍持續維持高利率，全球經濟成長動能續受抑制，預期本(2024)年全球經濟成長略低於上年，通膨續降溫。台灣本年可望在輸出與民間投資恢復成長、消費動能延續帶動下，經濟成長升溫；考量國內 4 月電價擬議調漲之直接影響及成本轉嫁效果，恐形成通膨預期心理，本行上修本年 CPI 年增率預測值，惟仍低於上年。

鑑於近期若干論者對本行貨幣政策操作現況有所誤解，為利澄清，爰撰擬「M2 成長參考區間相關議題之說明」、「本行貨幣政策操作工具已有效引導市場利率之說明」，以及「本行妥善管理銀行體系流動性，國內銀行體系並無爛頭寸情形之說明」等文，俾增進各界對本行貨幣政策操作之瞭解。

日前日本央行啟動貨幣政策正常化，結束負利率及殖利率曲線控制政策，並停止購買指數股票型基金(ETF)、不動產投資信託基金(REIT)等風險性資產，引發全球關注。特專文說明日本經濟金融現況，並探討過去其經濟陷入困境之問題所在及因應措施，及未來超寬鬆貨幣政策退場與經濟結構調整所面臨挑戰。

迄今俄烏戰爭已屆滿兩周年，在主要國家嚴厲制裁下，戰爭初期俄羅斯經濟金融遭受衝擊，惟俄羅斯央行採行多項因應措施，加以相關制裁並未落實，俄羅斯經濟展現韌性。本行持續追蹤俄烏戰爭與相關制裁之影響供參。

台灣近年經濟表現亮眼，薪資成長卻遲緩，民眾較感受不到成長果實。針對此現象，特撰文比較近年台、韓、日、美經濟成長，及每工時實質薪資成長之情形，尤其對造成台灣與南韓薪資成長差異之主因加以剖析探討。

近期比特幣價格屢創新高，主要受本年初美國放行比特幣現貨 ETF，及華爾街推波助瀾等之激勵。然而比特幣缺乏內含價值(intrinsic value)，過於投機，根本缺陷及風險依舊；惟應用其技術功能，將現實世界資產代幣化，以連結實體經濟與虛擬市場，或將成為未來發展趨勢，我國金管會亦研議基金代幣化，爰為文介紹最新發展。

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；爰將上述議題探討情形彙集成冊，廣供參閱。

目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、本年國內經濟及通膨展望	15
三、本行貨幣政策相關議題之說明	35
議題一：M2 成長參考區間相關議題之說明	35
議題二：本行貨幣政策操作工具已有效引導市場利率之說明	43
議題三：本行妥善管理銀行體系流動性，國內銀行體系並無爛頭寸情形之說明	47
四、日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動貨幣政策正常化	52
五、俄烏戰爭兩周年：俄烏戰爭相關制裁對俄羅斯經濟金融及全球化發展與支付之影響	78
六、台灣、南韓、日本及美國經濟成長、每工時實質薪資成長之比較	99
七、比特幣的過去及現貨 ETF 推出後的最新發展	114

一、國際經濟金融情勢及展望

上(2023)年 12 月本行理監事會議以來，**製造業及服務業展望反轉向上**，增加本(2024)年全球經濟成長動能，貿易成長亦可望回升，惟受高利率水準壓抑，S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率由上年之**2.7%略降至 2.6%**，明(2025)年持平於 2.6%。

物價方面，近期國際油價走高，惟仍低於上年高點，加以先進經濟體**勞動市場緊俏情勢可望放緩**，全球通膨率將續呈下降趨勢，惟因**服務類通膨率居高**，致通膨率緩降，S&P Global 預測本年全球通膨率由上年之**5.7%緩降至 4.8%**，明年續降至 3.2%。

貨幣政策方面，美、歐通膨率大幅下降，且政策利率已具限制性(restrictive)，**Fed 及 ECB 已停止升息**，且預期可能將開始降息；**BoJ 調升政策利率約 0.10 個百分點**，已結束負利率及殖利率曲線控制政策，惟將維持寬鬆貨幣情勢；**中國人民銀行(以下簡稱人行)**則調降存款準備率及多項政策工具利率，**加大寬鬆力道**。

金融市場方面，年初 Fed、ECB 官員表示不會迅速降息，加以當時市場預期 BoJ 將結束負利率與殖利率曲線控制政策，**美、德、日 10 年期公債殖利率走升**；美元指數亦震盪走升，**主要國家貨幣對美元多走貶**；另外，**全球主要股市多上漲**，科技股受惠於人工智慧(AI)相關產品需求強勁，表現尤佳。

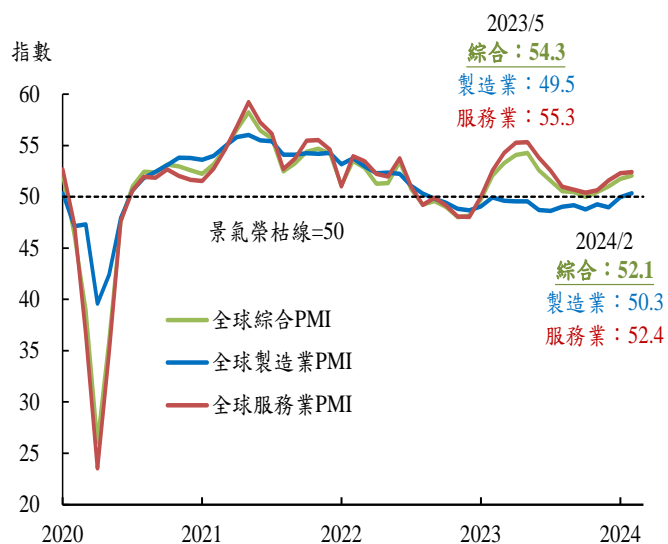
全球經濟及通膨前景仍面臨諸多不確定因素，包括主要央行緊縮貨幣政策將調整、中國大陸經濟下行之外溢效應、地緣政治風險及氣候變遷、全球經濟零碎化及供應鏈重組等，其發展與影響宜多加留意。

(一)全球經濟成長動能仍受高利率壓抑，本年經濟成長率預測值為 2.6%

1. 預期全球製造業及服務業景氣將擴張，貿易成長可望回升

- 由領先指標採購經理人指數(PMI)觀之，近期全球製造業因庫存調整多近尾聲，新訂單亦見回升，製造業 PMI 在連續 16 個月低於 50 之榮枯線後，本年 1 月起已回升至 50 以上，**預期製造業景氣將自緊縮轉為擴張**；另服務業 PMI 自谷底續升，**預期服務業景氣將加速擴張**(圖 1)；**製造業及服務業展望反轉向上，趨於樂觀，預期本年第 2~3 季全球經濟可望重拾成長動能。**
- 另由 G20 國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator)觀之，該指數緩步續升，且已逾 100，顯示**本年下半年全球景氣可望增強**(圖 2)。
- 上年受主要央行緊縮貨幣之累積效應影響，終端需求不振，且地緣政治風險升高，全球貿易量成長低迷；**預期**在商品貿易回溫、新興科技應用商機擴展、國際旅遊強勁復甦下，**今、明兩年全球貿易量成長將回升**(表 1)。

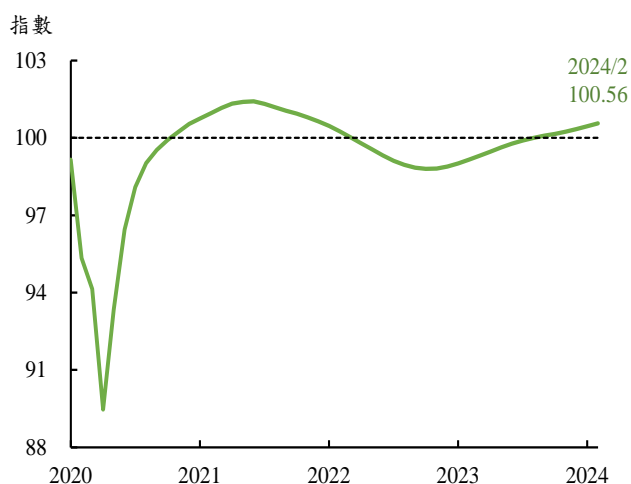
圖 1 全球製造業、服務業及綜合 PMI



註：指數能預測未來 1~2 季之情勢；高於 50 表示產業景氣處於擴張期(expansion)，低於 50 表示處於緊縮期(contraction)。

資料來源：J.P. Morgan

圖 2 G20 國家景氣綜合領先指標



註：指數高(低)於 100 表示對未來 2~3 季 GDP 水準值高(低)於長期趨勢之信心程度增強。

資料來源：OECD

表 1 全球貿易量成長率

單位：%

機構	預測日期	2023 年	2024 年 (f)	2025 年 (f)
UN	2024/1/4	0.6	2.4 ↑	3.2 ↑
World Bank	2024/1/9	0.2	2.3 ↑	3.1 ↑
IMF	2024/1/30	0.4	3.3 ↑	3.6 ↑

註：1. 包含商品及服務貿易。

2. ↑ 表示較前一年上升。

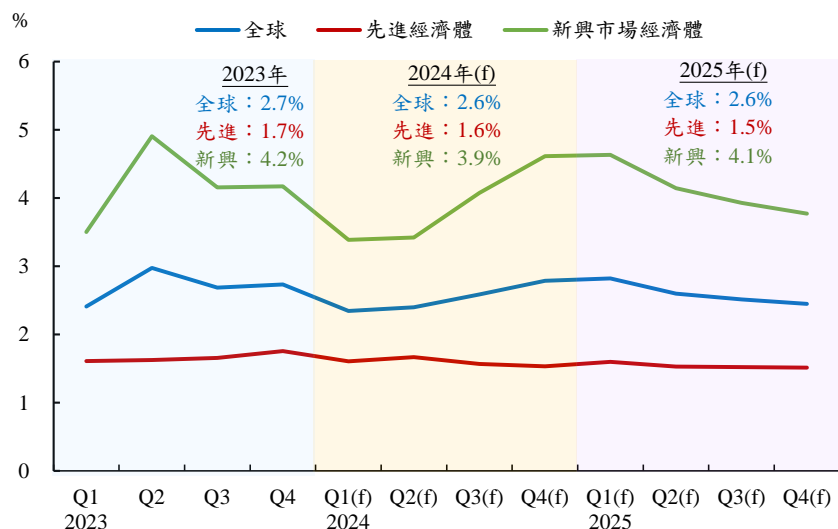
資料來源：各機構

2. 本年全球經濟成長率預測值為 2.6%，略低於上年之 2.7%，明年持平於 2.6%

今年上半年全球經濟續受主要央行維持高利率影響而成長疲弱，下半年在主要央行可能降息及終端需求復甦下，經濟成長可望獲提振，惟本年降息幅度應有限，利率水準仍高，S&P Global 預測本年全球經濟成長率由上年之 2.7% 略降至 2.6%，明年持平於 2.6%；先進經濟體今、明兩年成長大致續緩，新興市場經濟體則自本年下半年起成長加速(圖 3)。

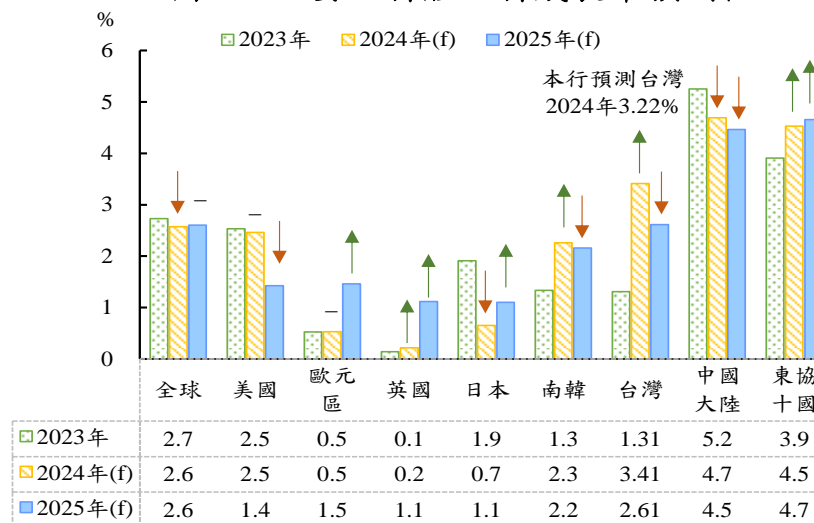
- **美國**：上年勞動市場強韌支撐民間消費，致經濟成長 2.5%，預期強健成長力道將持續至本年而亦成長 2.5%，惟隨疫情期間累積之儲蓄逐漸用罄，及勞動市場漸降溫，民間消費恐走疲，明年降至 1.4%(圖 4)。
- **歐元區與英國**：上年能源價格及利率均居高，內需疲弱致經濟成長平疲，歐元區與英國分別成長 0.5% 與 0.1%，預期本年內需將續承壓，成長仍續停滯，全年成長率恐分別僅為 0.5% 與 0.2%，明年則分別回穩至 1.5% 與 1.1%。
- **日本**：上年受惠於半導體短缺緩解帶動汽車出口大增、觀光客大幅回流、日圓貶值等因素，全年強勁成長 1.9%，惟預測今、明兩年該等支撐力道將漸消退，致成長率將分別放緩至 0.7% 及 1.1%。
- **中國大陸**：上年房地產業債務違約仍頻傳，且內需成長趨緩，惟在低基期及財政激勵措施擴大下，全年成長 5.2%，隨基期效應消退，服務業及民間消費將走緩，且房市低迷，預測今、明兩年成長率將分別放緩至 4.7% 及 4.5%。

圖 3 經濟成長率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/3/15)

圖 4 主要經濟體經濟成長率預測值



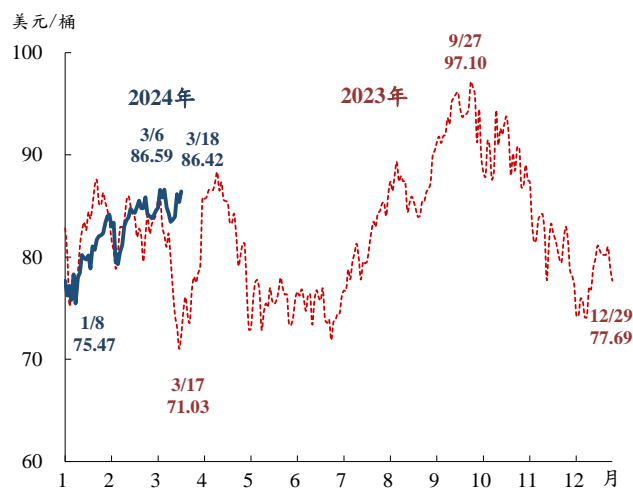
註：↓、↑及-分別表示該年較前一年下降、上升及持平；台灣 2023 年為官方資料。

(二)國際油價走高，惟低於上年高點，且勞動市場緊俏情勢將放緩，預測本年全球通膨率緩降至 4.8%

1. 國際油價震盪走高，穀價下跌，整體國際大宗商品價格上漲

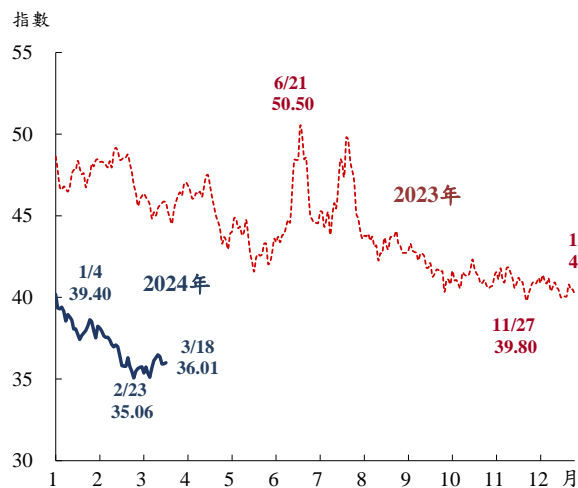
- 本年初以來，中東情勢緊張，石油輸出國組織及盟國(OPEC+)延長減產期限至本年第 2 季避免油市供需失衡，致油價震盪走升至每桶 86.59 美元之本年新高，仍低於上年之每桶 97.10 美元高點(圖 5)。
- 南美洲穀物豐收，且黑海地區供給充足，國際機構預測本年穀物消費溫和成長，穀價下跌至 2021 年 4 月以來低點盤整(圖 6)。
- 此外，西非軟性商品作物受聖嬰現象(El Niño)影響產量下降，可可價格創歷史新高；另近期市場預期中國大陸推出經濟激勵政策提升金屬需求，復以中國大陸銅廠減產恐影響供給，工業用金屬價格轉升；代表整體國際大宗商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數因而走升，接近上年高點(圖 7)。

圖 5 布蘭特原油現貨價格



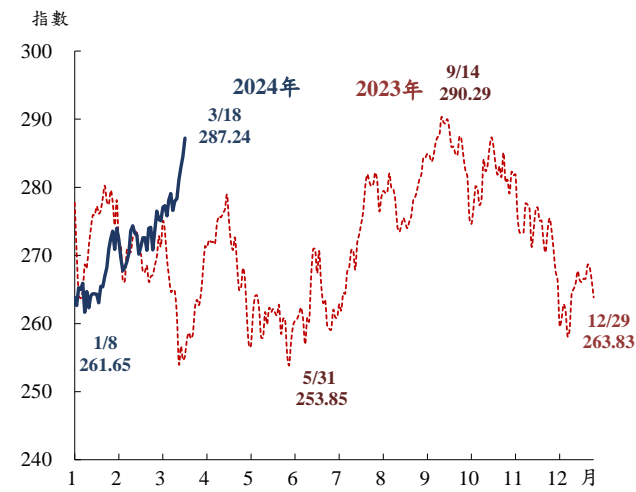
資料來源：LSEG Datastream

圖 6 穀物 3 個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 7 R/J CRB 期貨價格指數

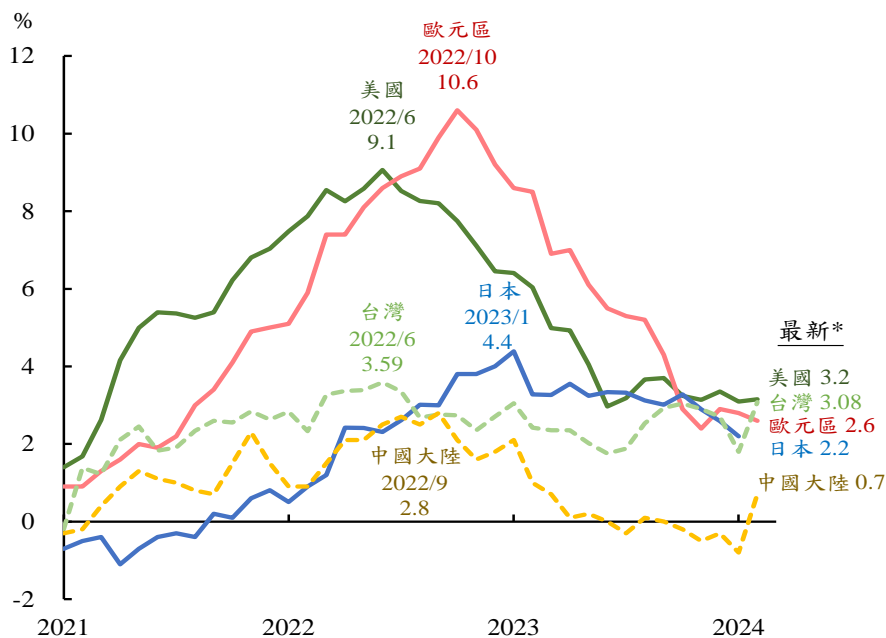


註：R/J CRB 期貨價格指數係由能源(權重 39%)、軟性商品(權重 21%)、穀物(權重 13%)、工業用金屬(權重 13%)、貴金屬(權重 7%)及牲畜(權重 7%)等 6 大類商品期貨價格編製而成。
資料來源：LSEG Datastream

2. 全球通膨降溫，惟降溫速度放緩

- 在主要央行貨幣緊縮效果持續下，**全球通膨降溫**，主要經濟體通膨率及核心通膨率多已自高點大幅下滑，**惟美、歐、日等先進經濟體勞動市場緊俏且薪資持續成長**，支撐服務類價格上漲，**致通膨率呈緩降走勢**，近期美等之通膨率及核心通膨率仍分別高於2%及3%(圖8、圖9)。
- 全球對抗通膨的最後一哩路(the last mile)仍具挑戰，且**以哈衝突擴及紅海地區**，致貨運延遲及運費上漲現象再起，須密切**關注對全球通膨之影響是否將擴大**。
- 另外，**中國大陸**因需求疲弱及整體食品價格下跌，**上年10月~本年1月通膨率均陷負值**，2月則因春節基期效應升至0.7%，惟本年**1~2月平均仍為-0.1%**，遠低於其他主要經濟體(圖8)。

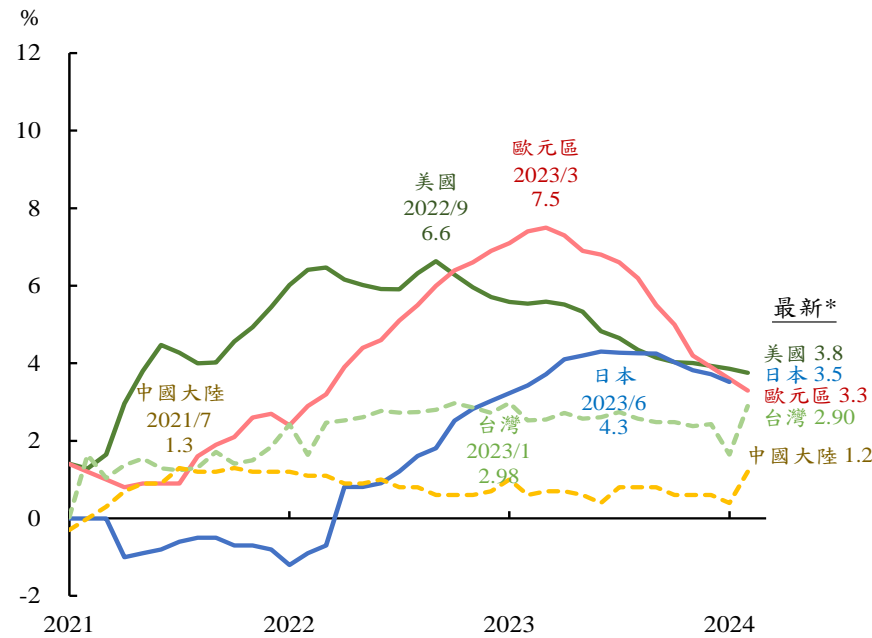
圖8 主要經濟體通膨率



*：日本為2024年1月資料，其餘為2月資料。

資料來源：LSEG Datastream

圖9 主要經濟體核心通膨率



*：日本為2024年1月資料，其餘為2月資料；日本為剔除生鮮食品及能源之核心核心通膨率。

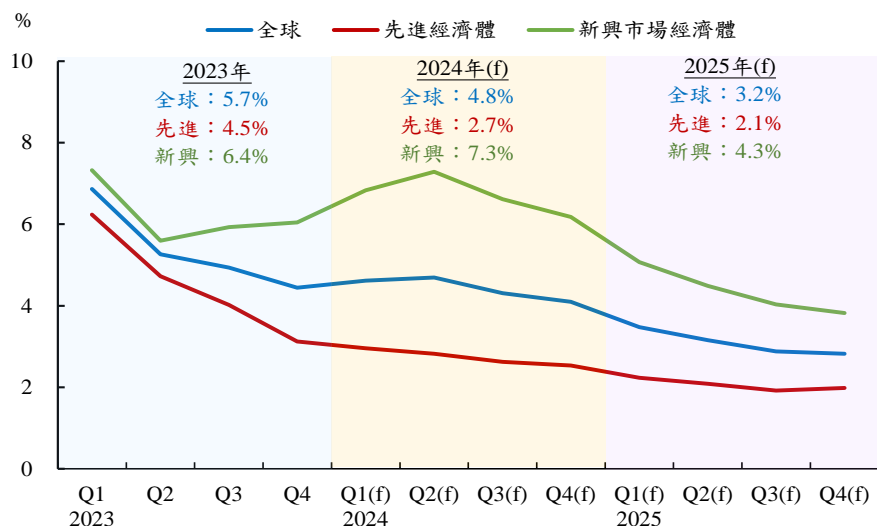
資料來源：LSEG Datastream

3. 本年全球消費者物價指數年增率預測值為 4.8%，低於上年之 5.7%，明年續降至 3.2%

先進經濟體勞動市場緊俏情勢可望放緩，全球通膨率續呈下降趨勢，惟因服務類通膨率居高，加以高基期效應漸減，致通膨率緩降。S&P Global 預測本年全球消費者物價指數(CPI)年增率由上年之 5.7% 降至 4.8%，明年續降至 3.2%；本年先進經濟體通膨率仍將高於其央行之 2% 目標，至明年方能接近目標；新興市場經濟體則易受食品價格及匯率波動影響，通膨率可能於本年上半年轉升，下半年後方回降(圖 10)。

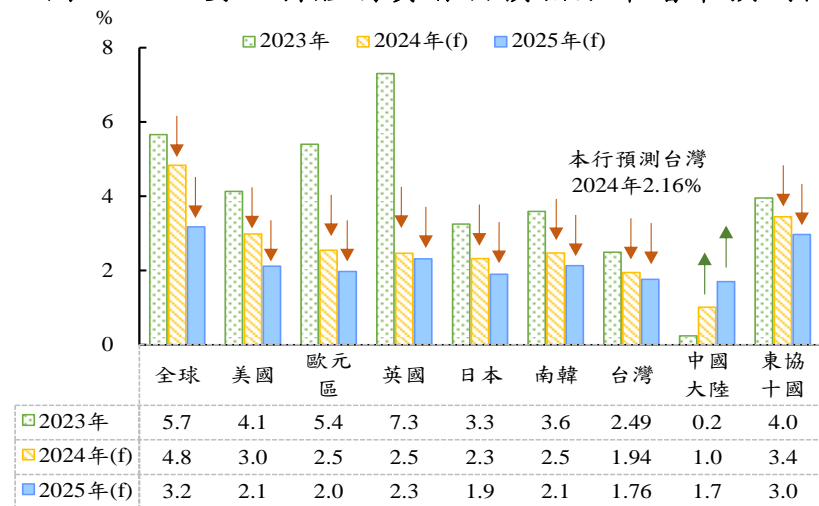
- 美國：勞動市場仍緊俏，且服務類價格具僵固性，預測本年 CPI 年增率將由上年之 4.1% 緩降至 3.0%，明年續降至 2.1%(圖 11)。
- 歐元區與英國：預期通膨率向下趨勢將持續，惟降幅趨緩，預測本年歐元區 CPI 年增率將由上年 5.4% 大幅降至 2.5%，明年續降至 2.0%；英國則因私部門薪資成長達歷史高點，致上年 CPI 年增率達 7.3%，預測本年將大幅降至 2.5%，明年續降至 2.3%。
- 日本：上年食品、日用品及旅宿價格大幅上漲，全年 CPI 年增率為 3.3%，預測今、明兩年將分別放緩至 2.3% 及 1.9%。
- 中國大陸：在財政激勵措施及寬鬆貨幣政策實施下，預測今、明兩年 CPI 年增率將由上年之 0.2% 分別回升至 1.0% 及 1.7%。

圖 10 消費者物價指數年增率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/3/15)

圖 11 主要經濟體消費者物價指數年增率預測值



註：↓及↑分別表示該年較前一年下降及上升；台灣 2023 年為官方資料。

(三) Fed 及 ECB 本年 6 月可能開始降息，BoJ 升息且結束負利率及殖利率曲線控制，人行則將加大寬鬆力道

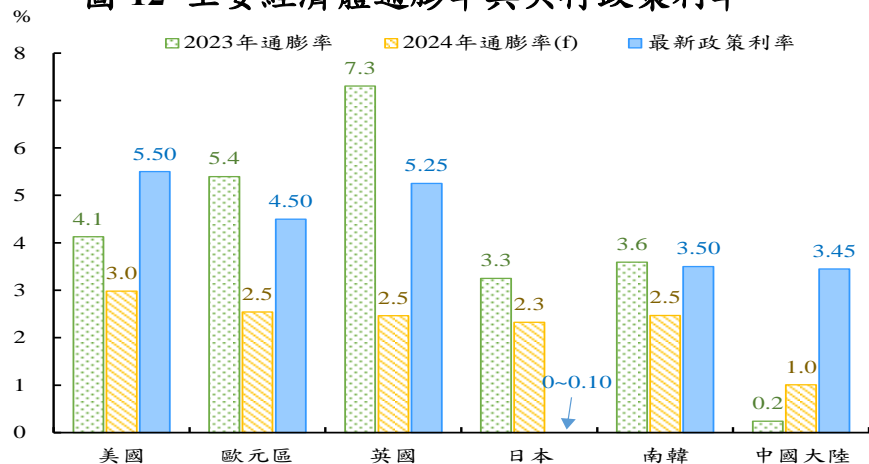
1. 美、歐通膨率大幅下降，且政策利率已具限制性，**Fed 及 ECB 已停止升息**，且**預期可能將開始降息**，**金融市場預測本年 6 月起 Fed 及 ECB 開始降息**(圖 12、圖 13)。

- Fed 主席 Jerome Powell 表示，若經濟大致如預期進展，本年內開始放寬緊縮政策或屬適當(表 2)。
- ECB 總裁 Christine Lagarde 表示，尚未討論降息，需要更多資訊方能有充分信心，6 月將能獲得更多資訊。

2. **BoJ 確認薪資與物價之良性循環已強化**，達成 2% 通膨目標已見跡象，因而**調升政策利率約 0.10 個百分點**，**結束負利率及殖利率曲線控制政策**¹(圖 12、圖 13)。**人行則調降存款準備率及多項政策工具利率**，將**加大寬鬆力道**(表 2)。

- BoJ 會後聲明稿指出，接下來將以短期利率操作為主，並維持寬鬆貨幣情勢，以持續且穩定達成 2% 通膨目標。
- 人行行長潘功勝表示，未來仍有足夠降準空間；預期貨幣寬鬆力道將再加大。

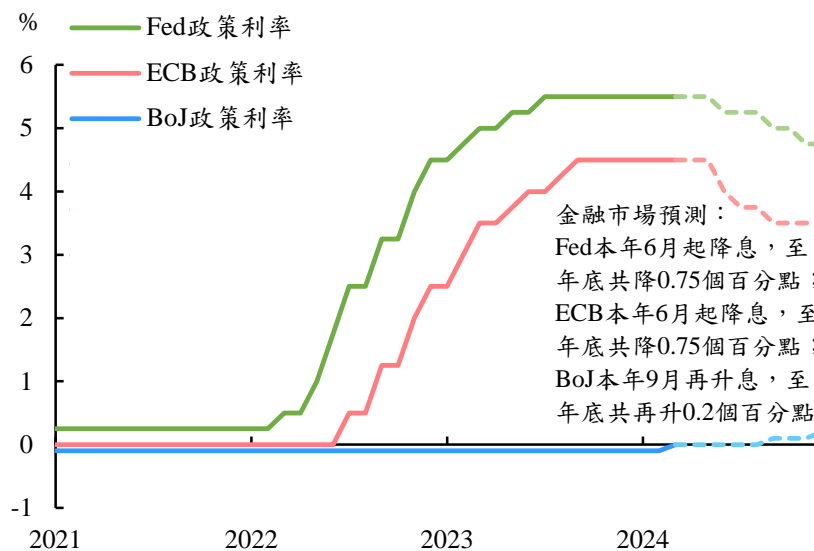
圖 12 主要經濟體通膨率與央行政策利率



註：圖示之政策利率，美國以聯邦資金利率目標區間上限，歐元區以主要再融通利率，中國大陸以 1 年期貸款市場報價利率(LPR)表示。另 2016 年 BoJ 開始實施負利率政策，對存款機構新增之超額準備實施-0.1%之利率；本年 3 月前，市場無擔保隔夜拆款利率介於-0.10%~0%，3 月起 BoJ 重回引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間 0%~0.1% 左右。

資料來源：S&P Global (2024/3/15)；LSEG Datastream

圖 13 美、歐、日央行政策利率



資料來源：LSEG Datastream；Bloomberg (2024/3/21)

¹ 參見本行本次理監事會後記者會參考資料「四、日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動貨幣政策正常化」。

表 2 本年初以來四大央行貨幣政策動向

Fed	<ul style="list-style-type: none"> ● 1月31日及3月20日均決議維持聯邦資金利率目標區間於5.25%~5.50%不變；3月會議利率預估點陣圖顯示，本年可能降息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3月政策會議後記者會表示，已討論資產負債表規模縮減速度放緩，本次雖未有決議，惟很快將進行之，且將以更漸進步調確保過程平穩。 ● 主席 Jerome Powell 3月政策會議後記者會表示，經濟穩健成長，惟通膨仍居高；目前政策利率已處於本次緊縮週期峰值，若經濟大致如預期進展，本年內開始放寬緊縮政策或屬適當。未來考量任何政策利率調整時，將謹慎評估最新數據、經濟展望及風險，在對通膨率續降至2%目標較有信心前，並不適合降息。此外，若勞動市場情勢意外放緩，將採取政策回應。
ECB	<ul style="list-style-type: none"> ● 1月25日及3月7日均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)已終止到期本金再投資；因應疫情緊急購買計畫(PEPP)之到期本金再投資，本年上半年持續全額再投資，下半年再投資規模平均每月減少75億歐元，至本年底終止再投資。 ● 總裁 Christine Lagarde 於3月政策會議後記者會表示，本次會議尚未討論降息，僅就放寬緊縮立場開始討論；歐元區經濟疲軟，通膨率緩降，惟需要更多關於經濟活動、薪資與企業利潤之資訊方能有充分信心，預計6月會議時將能獲得更多資訊進行決策。
BoJ	<ul style="list-style-type: none"> ● 3月19日決議調整貨幣政策架構： <ul style="list-style-type: none"> — 調升政策利率約0.10個百分點，結束負利率政策，存款機構法定準備外之準備金(current account balance)付息利率為0.10%，貨幣政策架構重回引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間0%~0.10%左右； — 結束殖利率曲線控制政策，惟仍持續購入與目前規模(每月6兆日圓)大致相同之長期公債，若長期利率急升，則將靈活增加購債額度及實施固定利率購債操作； — 指數股票型基金(ETF)及不動產投資信託基金(REIT)將不再購入，商業本票及公司債購入規模則逐步減少，預計1年後停止購入。 ● 3月會後聲明稿指出，近期春鬥結果顯現強健薪資成長之可能性高，薪資與物價之良性循環已強化，達成2%通膨目標已見跡象；接下來將以短期利率操作為主，並維持寬鬆貨幣情勢，以持續且穩定達成2%通膨目標。
人行	<ul style="list-style-type: none"> ● 1月25日起下調支農(支持農民、農村、農業)再貸款、支小(支持小微企業)再貸款及再貼現利率各0.25個百分點均至1.75%。 ● 2月5日起全面下調金融機構存款準備率(RRR)0.50個百分點，致金融機構加權平均存款準備率降至約7.00%。 ● 2月20日授權全國銀行間同業拆借中心公布，下調5年期貸款市場報價利率(LPR)0.25個百分點至3.95%。 ● 行長潘功勝於3月兩會(全國人民代表大會與政治協商會議全國委員會)期間表示，未來仍有足夠降準空間；預期貨幣寬鬆力道將再加大。

資料來源：各央行網站及相關報導

(四)主要經濟體公債殖利率多上揚，全球股市多上漲，美元指數震盪走升

1. 美、德 10 年期公債殖利率盤整走升，日本走揚，中國大陸則下滑

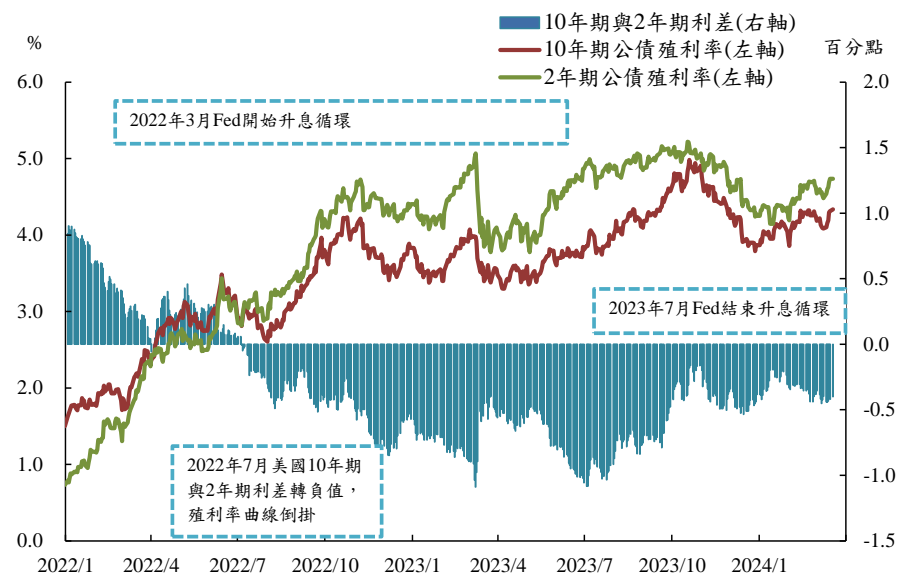
- 本年初以來，Fed、ECB 官員表示不會迅速降息，加以美國、歐元區通膨率降幅放緩，美、德 10 年期公債殖利率震盪走升，嗣因美國失業率略升，及 ECB 下修通膨預期而回落，近日復因美國通膨數據高於市場預期而走揚；日本因預期春鬥將加大薪資成長，加以 BoJ 官員表示 2% 通膨目標有望實現，當時市場預期負利率政策將結束，帶動 10 年期公債殖利率走揚；中國大陸則因經濟復甦不如預期，且貨幣政策更趨寬鬆，10 年期公債殖利率下滑(圖 14)。
- Fed 自 2022 年 3 月啟動強力快速升息後，美國 10 年期與 2 年期公債殖利率差距自當年 7 月以來持續為負值(圖 15)，殖利率曲線呈現倒掛，此現象不利傳統銀行業資金營運模式，致上年 3 月爆發矽谷銀行(SVB)倒閉事件。市場預期本年 Fed 將開始降息循環，長短天期殖利率將趨正常化發展，殖利率曲線有望結束倒掛。

圖 14 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream；美國財政部

圖 15 美國 10 年期與 2 年期公債殖利率差距



註：利差係以 10 年期殖利率減 2 年期殖利率計算，負值表示殖利率曲線倒掛。
資料來源：LSEG Datastream

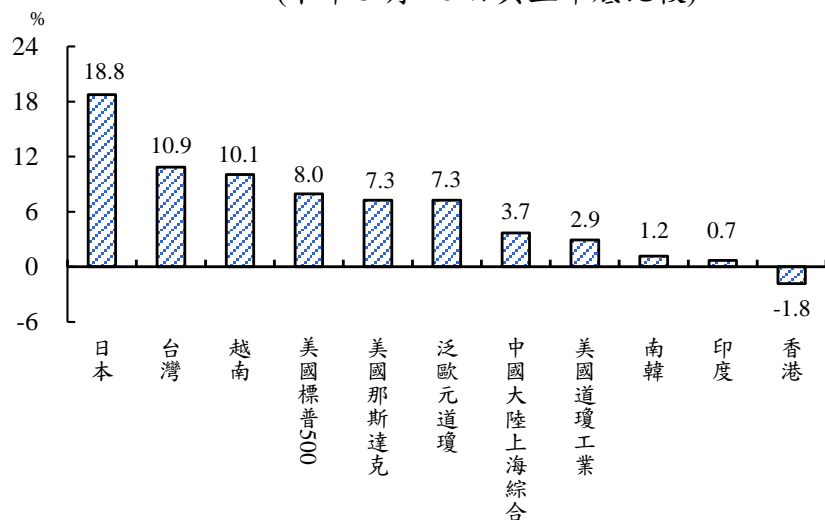
2. 全球主要股市多上漲，科技股表現尤佳

本年初以來，受惠於 AI 相關產品需求強勁，半導體等相關產業營收前景樂觀，科技股表現尤佳；本年 3 月 18 日與上年底相較，全球主要股市多上漲(圖 16)。

- 美股：費城半導體及那斯達克指數在大型科技股領漲下，表現遠優於傳統產業比重較高之道瓊工業指數(圖 17)。
- 日股：在半導體產業前景佳，相關類股領漲下，日股大漲 18.8%。
- 陸股：中國大陸上市公司多集中於國有傳統製造業及服務業，缺乏上漲題材；政府因而推出股市提振措施，陸股上漲 3.7%。
- 港股：受中國大陸房地產財務危機，及美中角力加劇等影響而大跌，近期因取消房市印花稅有望提振房市，加以中國大陸推出經濟激勵政策而回穩，惟仍因大型房地產企業財務隱憂升溫而下跌 1.8%。

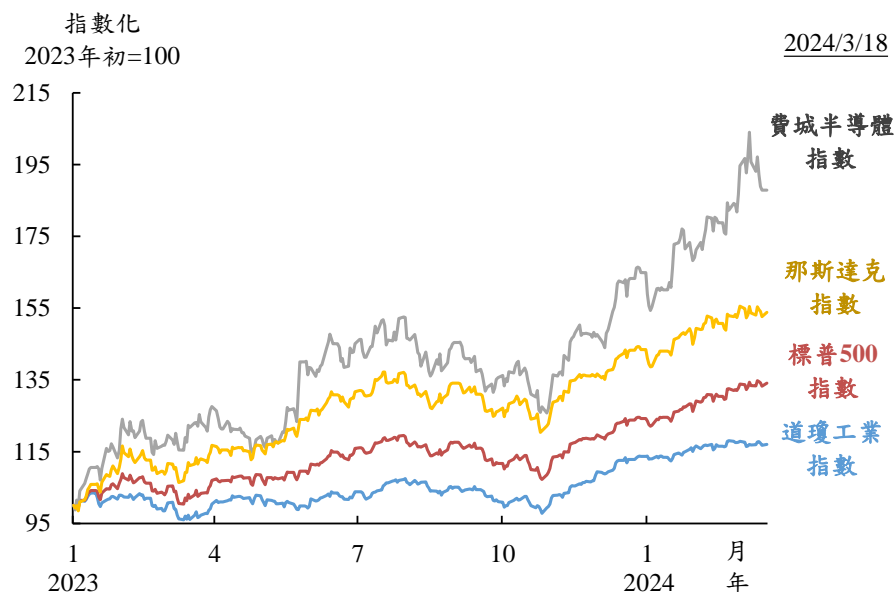
圖 16 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年 3 月 18 日與上年底比較)



資料來源：LSEG Datastream

圖 17 美國四大股市指數



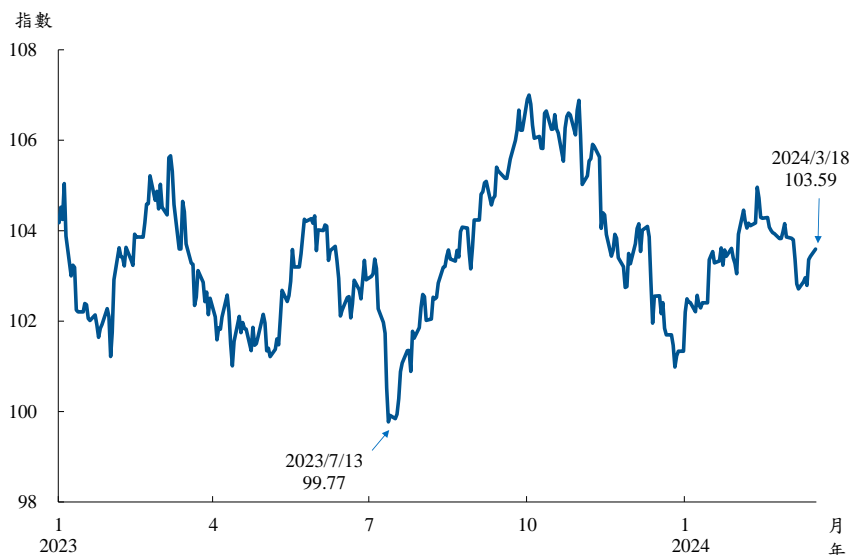
資料來源：LSEG Datastream

3. 美元指數隨市場對美國之降息預期而變動，主要國家貨幣對美元多走貶

本年初以來，美國就業狀況及工資成長強勁，加以市場對 Fed 降息時點往後調整之預期，帶動美元指數自上年底之低點震盪走升(圖 18)，本年 3 月 18 日與去年底相較，主要國家貨幣對美元多走貶(圖 19)。

- 歐元：因歐元區經濟表現較美國疲軟，歐元對美元貶值 1.5%。
- 英鎊：英國勞動市場強勁，加以通膨壓力再度升溫，且其央行部分官員支持續升息，英鎊對美元未走貶而係持平。
- 日圓：日本因貨幣寬鬆及經濟復甦仍不穩，日圓對美元貶值 5.4%，貶幅較大。
- 人民幣：人行調降政策工具利率，加大人民幣貶值壓力，因而對美元貶值 1.5%。

圖 18 DXY 美元指數

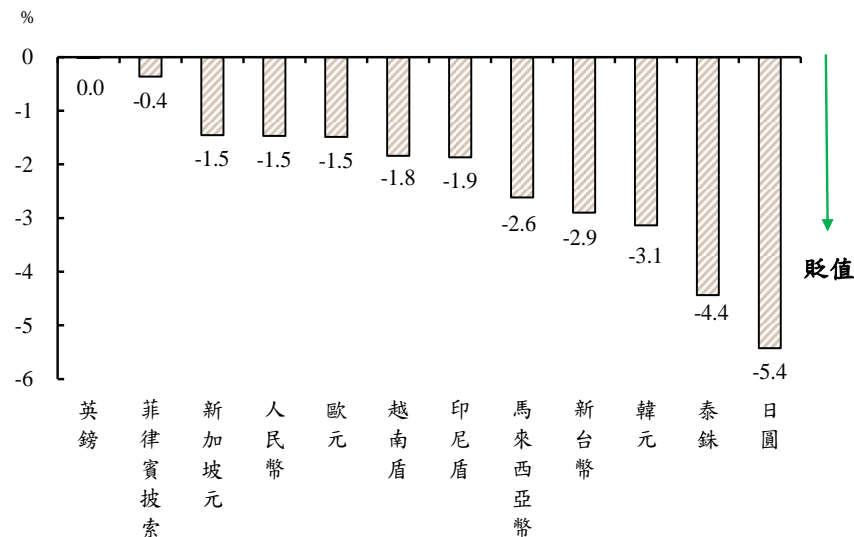


註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月 (=100)。

資料來源：LSEG Datastream

圖 19 主要經濟體貨幣對美元升貶幅

(本年 3 月 18 日與去年底比較)



資料來源：LSEG Datastream；台北外匯經紀股份有限公司

(五)全球經濟前景面臨諸多不確定因素影響

全球通膨降溫，惟經濟成長仍受高利率壓抑，且經濟前景面臨諸多不確定因素²(圖 20)，其發展與影響宜多加留意。

圖 20 全球經濟前景面臨之不確定因素

主要央行緊縮貨幣政策調整將影響全球經濟成長及金融穩定

- 美、歐央行限制性緊縮貨幣政策或將於本年 6 月轉向，過早放鬆恐使經濟過熱，引發資產價格泡沫，亦不利通膨率回降至通膨目標，而過遲放鬆則可能招致經濟衰退，影響經濟金融發展。
- 部分經濟體債務融資成本仍高，恐影響其債務可持續性，進而加劇金融市場動盪，不利全球經濟及金融穩定。

中國大陸經濟下行之外溢效應不利全球經濟

- 中國大陸房市景氣持續下行，若房價續跌，銀行業及家庭之資產負債表恐惡化，地方政府出讓土地收入將大減，推升地方政府融資平台違約風險，恐拖累中國大陸經濟成長，外溢效應不利全球經濟。
- 近期中國大陸「兩會」推出多項經濟激勵措施，如擬將連續發行超長期特別國債、激勵消費等措施，以達本年 5% 左右之成長目標，惟政策實質成效有待觀察(詳附錄)。

地緣政治風險及氣候變遷增添全球通膨與經貿發展不確定性

- 俄烏戰爭及中東情勢緊張，恐推升全球航運成本，及影響原油等大宗商品價格，增添全球通膨發展的不確定性。
- 本年有 70 餘國舉行大選，而年底美國總統大選結果將對全球政經發展具關鍵性影響。
- 氣候變遷影響農糧生產，亦使能源等供應不確定性升高，而全球淨零減碳措施，恐增添物價上升壓力，均影響全球通膨放緩進程。

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，進而帶動全球經濟零碎化發展。
- 主要國家如美國、德國、日本等推出補貼政策吸引國際大廠在地投資，並透過生產回流、友岸外包等模式改變全球生產供應鏈，企業恐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。

² 主要參考 OECD (2024), "Strengthening the Foundations for Growth," *OECD Economic Outlook, Interim Report*, Feb. 5 ; IMF (2024), "Moderating Inflation and Steady Growth Open Path to Soft Landing," *World Economic Outlook Update*, Jan. 30 ; World Bank (2024), *Global Economic Prospects*, Jan. 9 .

附錄：中國大陸經濟發展面臨多重挑戰，政策措施為影響關鍵，惟實質成效有待觀察

(一) 本年中國大陸經濟成長目標為 5% 左右，擬推出各類經濟激勵措施以實現目標

本年中國大陸兩會(全國人民代表大會與政治協商會議全國委員會)政府工作報告設定本年經濟成長目標為 5% 左右，與上年持平，在面臨挑戰及風險下，實現經濟成長目標並非易事，政策實施上仍需著重重點項目(附表 1)。

- 施政重點首推**擴大內需**，包含消費與投資，因而可能強化寬鬆貨幣力道，並同時強化財政激勵措施；當前中國大陸**存款準備率仍有足夠調降空間**，並擬於**未來數年持續發行超長期特別國債**，以擴大財政支出強度。
- 延續激勵民生消費措施，持續推出各類消費促進政策，並**鼓勵消費品汰舊換新**，擴大家庭支出與消費力道。
- 推進現代化產業體系建設與**提升新質生產力**³亦為施政重點，將由政府帶動重點投資項目，如**科技創新、新型基礎建設及節能減碳**等項目，並**鼓勵民間資本參與重大建設項目**，以有效增進實質投資。
- 因應國際科技競爭日益激烈，為鼓勵外商直接投資，將持續放寬外商投資規範，加大吸引外資力道，深化多邊及區域經濟合作。

附表 1 兩會政府工作報告主要重點

貨幣政策	目前 全體銀行業平均存款準備率為 7% ， 仍有足夠調降空間 。未來將保持貨幣總量合理增長，持續運用多種貨幣政策工具，加大逆景氣循環調節力道，並穩定調降社會融資成本。
財政政策	1. 本年 預算赤字率為 3% ，規模約 4.06 兆人民幣 ，較上年增加 1,800 億人民幣；未來數年將 發行超長期特別國債 ， 本年將優先發行 1 兆人民幣 。 2. 政策基調為 擴大財政支出強度 、增加政府債務規模及實施結構性減稅降費政策。
促進消費	1. 擴大國內需求，推動經濟實現良性循環，促進消費穩定成長。 2. 推出 數位、綠色及健康消費促進政策 ，培育智慧家電、文化娛樂旅遊、體育賽事等新的消費成長來源，鼓勵並推動 消費品汰舊換新 ，提振電動車及電子產品等大宗消費。
擴大有效投資	1. 推進現代化產業體系建設並 提升新質生產力 ，以 科技創新推動產業創新 ，加快新型工業化，並推動產業供應鏈升級；深化改革，增強發展內升動力。 2. 發揮政府投資帶動效益，重點支持 科技創新、新型基礎設施、節能減碳 等項目，穩定擴大民間投資，並 鼓勵民間資本參與重大建設項目 。
外貿	縮減外商投資准入負面清單 ，並 全面取消製造業領域外商投資准入限制措施 ，以加大吸引外資力道；深化多邊及區域經濟合作，持續擴大對外開放。

註：中國大陸預算赤字係中央及地方政府財政預算之財政支出大於財政收入之差額，赤字率即指預算赤字相對 GDP 之比率。

資料來源：中國大陸政府工作報告

³ 新質生產力為中國大陸國家主席習近平於上年 9 月提出，係由技術突破、生產創新及產業轉型升級而推動之生產力，即以科技創新推動產業創新及發展新興產業，如製造業數位化與智能化，發展綠色能源及相關產業升級等；詳王勃(2024)，「習近平總書記強調的新質生產力」，中國共產黨新聞網，3 月 18 日。

(二)各界評論兩會期間政策，預期無法大幅改善中國大陸經濟問題，實質成效仍待觀察

中國大陸兩會期間宣布之經濟激勵政策，短期內或有助於部分緩解中國大陸之經濟問題—債務積壓、生產力成長停滯、民間信心不振、股市趨跌，以及房地產景氣低迷，惟短期激勵措施難以大幅改善其長期結構問題，加以政府尚未公布具體政策細節，實質成效仍有待觀察。

附表 2 兩會期間政策對改善中國大陸主要經濟問題之效果評估

主要經濟問題	政策效果評估	
	政策益處	政策挑戰
債務積壓	有利 降低政府融資成本 ，主因特別國債之融資成本較隱性債務低，且期限較長。	1. 政府債務攀升 將伴隨償債金額增加，預算中用以償還債務本金及利息之比例可能上升，致 財政政策刺激效果恐下降 。 2. 政府債務增加 可能對民間投資產生排擠效果 。
生產力成長停滯	新型產業及數位經濟 發展將有助提升 總要素生產力 ，另 引導民間資金投資重點行業 ，亦能防止產能過剩，長期將有助整體生產力提升。	新型產業多為高度自動化， 難以提供足夠就業機會 ；此外， 美、歐等國加強調查其相關產業(電動車、鋰電池及太陽能電池)國家補貼及傾銷情形 ，恐衝擊其產業競爭力。
民間信心不振	1. 消費品以舊換新及企業設備升級方案 ，有望 刺激消費及投資 ，預期將提升經濟成長 0.6 個百分點。 2. 本年城鎮新增就業目標由上年之「1,200 萬左右」改為「1,200 萬以上」，顯示政府或將更積極創造就業，利於提振民眾信心。	1. 消費信心低迷或將降低民眾參與以舊換新計畫之意願 。 2. 根據歷史經驗， 企業設備升級政策 僅包含稅收及融資成本優惠，恐致 誘因不足 。 3. 可能 拖累後續消費及投資需求 ，以及對其他需求造成排擠效果。 4. 就業目標設定較低，後續相關政策力度可能較弱。
股市趨跌	1. 放寬外資准入限制措施 ，有助 增強外資信心 ，吸引外資回流股市。 2. 兩會經濟激勵政策有望提振投資人情緒，帶動股市近期反彈。	股價走勢取決於經濟基本面，欲維持股市漲勢仍需視後續政策細節及效果。
房地產景氣低迷	未強調「房住不炒」 ，外界解讀為政府將持續推出房市優化政策，房市前景有望轉佳。	缺乏房地產相關之具體措施 ，難以評估政策力道及效果。

資料來源：Wei, Maggie et al. (2024), “China’s Cash for Clunkers: Estimating the Potential GDP Impact of the Consumer Goods Trade-in and Equipment Upgrade Program,” Goldman Sachs, Mar. 4；Wei, Maggie et al. (2024), “China: Two Sessions Comment 1: Government Work Report: 2024 Economic Targets in Line with Expectations,” Goldman Sachs, Mar. 5；Wang, Lisheng et al. (2024), “China: Two Sessions Comment 2: Augmented Fiscal Deficit Set to Widen in 2024 on Expansionary Fiscal Targets,” Goldman Sachs, Mar. 5；Wei, Maggie et al. (2024), “China: Two Sessions Comment 3: Top Policymakers Reiterated Supportive Stance at Press Conference,” Goldman Sachs, Mar. 6；本行整理

二、本年國內經濟及通膨展望

展望本(2024)年，受惠人工智慧(Artificial Intelligence, AI)、高效能運算(High Performance Computing, HPC)等**新興科技應用持續發酵**，加以**全球經貿成長力道優於上(2023)年**，**終端需求回溫**，台灣輸出成長將擺脫衰退；另一方面，受惠出口動能增溫及供應鏈庫存回歸健康水位，有助企業提高投資意願，以及因應**AI等新興科技商機擴展**，且台灣半導體先進製程具領先地位，**帶動相關供應鏈投資**，搭配企業**淨零轉型**與航空業者因應疫後跨境旅遊人潮而**增購運具**，**民間投資可望重返正成長趨勢**；此外，**基本工資與基本生活費調高、軍公教調薪**，挹注民眾可支配所得增加，加以**國內景氣逐步好轉**，股市交易活絡，消費者信心攀高，**國人外食、旅遊等消費意願不墜**，**增添民間消費成長動能**。綜合考量各項因素之影響，本行預測本年**全年經濟成長**率為 3.22%，**高於上年之 1.31%**。國內外主要機構對本年台灣經濟成長率預測值亦多逾 3%，惟仍需密切觀察主要經濟體貨幣政策轉向時點、中國大陸經濟成長放緩以及地緣政治風險等不確定性因素對台灣經濟的影響。

另外，國際機構預測本年油價略高於上年，國內商品類價格將溫和上漲；國內**服務類價格**受高基期因素影響，**漲幅可望趨緩，本年通膨率將續較上年下降**。惟因國內 4 月起**家庭及產業電價調漲**，本行將本年消費者物價指數(CPI)**年增率預測值上修**至 2.16%，仍低於上年的 2.49%。以下分別說明本年國內經濟成長、物價情勢及展望。

(一)預測本年內外需表現優於上年

1. 本年民間消費成長平穩，民間投資回溫，預期內需續為驅動經濟成長的主力

(1)本行預測本年經濟成長率預測值為 3.22%，其中**內需**貢獻 2.71 個百分點，而淨外需貢獻 0.51 個百分點(表 1)。

- 本年**民間消費持續成長**，且**民間投資動能復甦**等有利因素挹注，內需續扮演**驅動經濟成長**之角色。
- 受惠 AI 相關產品出貨暢旺以及全球貿易擴張，本年**輸出由上年的負成長轉為正成長**。

表 1 本年台灣 GDP 及其組成項目成長率與貢獻度預測值

單位：%；百分點

	GDP	國內需求	民間消費	民間投資	公共支出		存貨變動	國外淨需求		
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入	
成長率	3.22	3.11	2.68	0.79	2.56	8.25	--	--	5.69	6.13
貢獻度		2.71	1.31	0.16	0.35	0.38	0.51	0.51	3.60	3.10

註：*包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

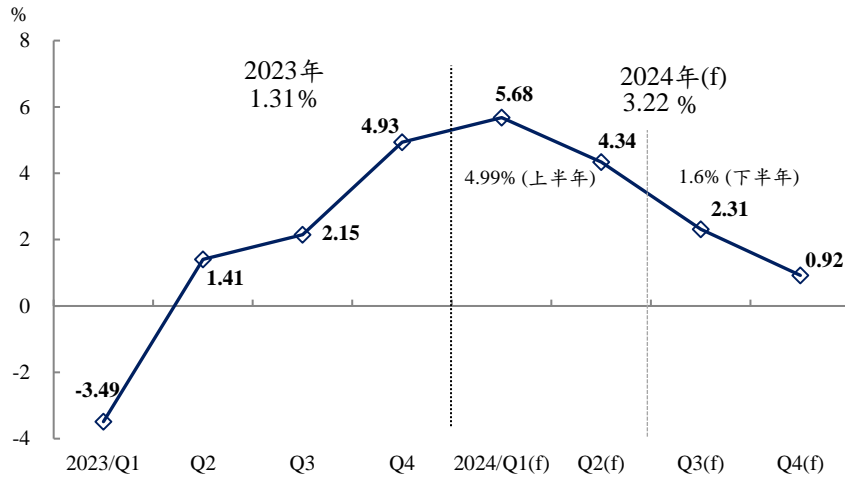
2. 預測本年經濟穩健成長，惟受比較基期影響，經濟成長率(yoy)逐季下降

(1) 本年輸出呈復甦態勢，且隨民間投資回溫，帶動相關輸入引申需求增加，惟受**上年比較基期影響**，經濟成長率(yoy)

逐季下降，預期**下半年經濟成長率**為 1.6%，**低於上半年**之 4.99% (圖 1)。

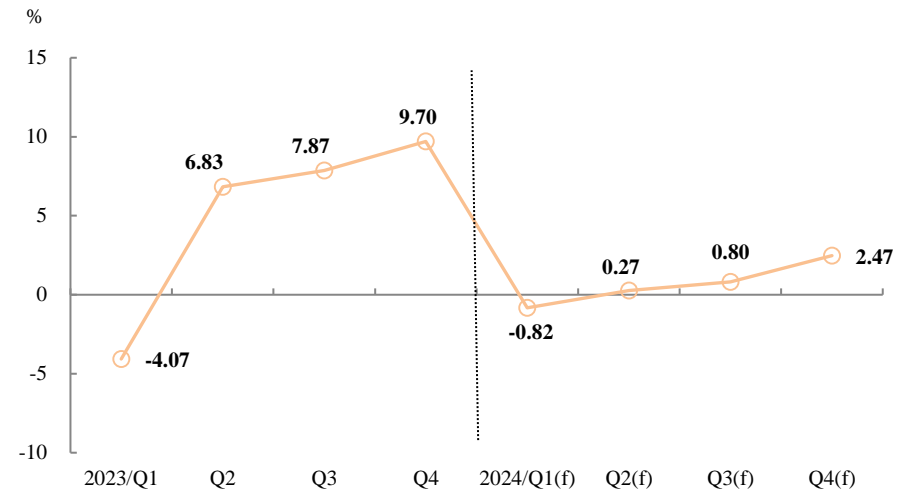
(2) 經季調後折成年率之經濟成長率(saar)呈上升趨勢，顯示**景氣擴增動能穩定**(圖 2)。

圖 1 本年及上年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 本年及上年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。

(二)輸出與民間投資重拾增長動能，擺脫衰退，而內需消費動能延續

1. 出口動能增溫以及來台旅客挹注旅行收入，預測本年輸出穩健成長

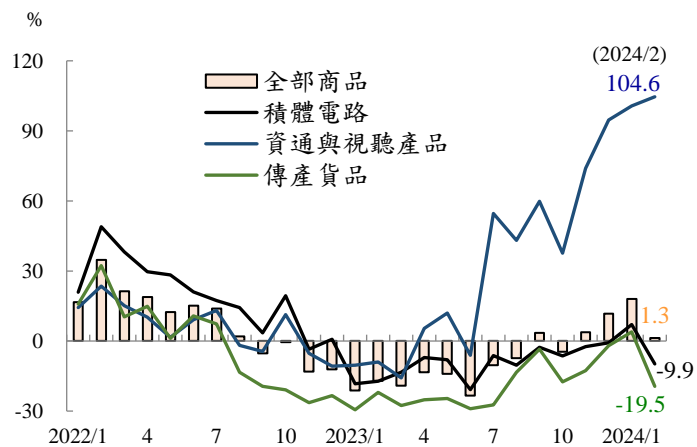
(1)本年 1~2 月**積體電路**以及化學品、機械、基本金屬及其製品等**傳產貨品外銷**下滑，惟**資通與視聽產品**受惠人工智慧等新興科技需求強勁，而**出貨暢旺**，推升商品出口成長(圖 3)。

(2)展望未來，**AI、HPC、車用電子**等新興科技商機活絡，高階晶片需求擴增，台灣半導體供應鏈具有製程領先等競爭優勢，可望帶動相關供應鏈產品之需求，加上商品需求復甦，**全球貿易量成長回升**，以及**來台旅客人數可望回升到疫情前水準**，挹注旅行收入，有助於輸出走出低谷。

□ AI、HPC 等**新興科技應用需求強勁**，本年 1 月外銷訂單恢復成長(圖 4)。

□ 本年 1 月 IMF 預測**全球貿易量成長率由上年的 0.4%大幅升至 3.3%**(圖 5)。

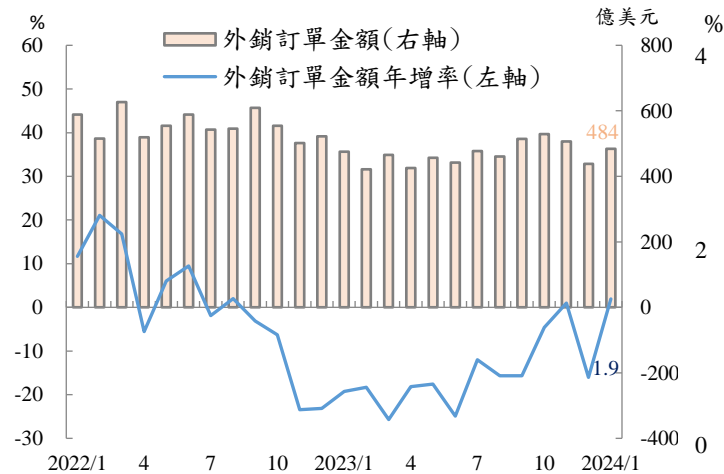
圖 3 商品、電子以及傳產貨品出口年增率



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。

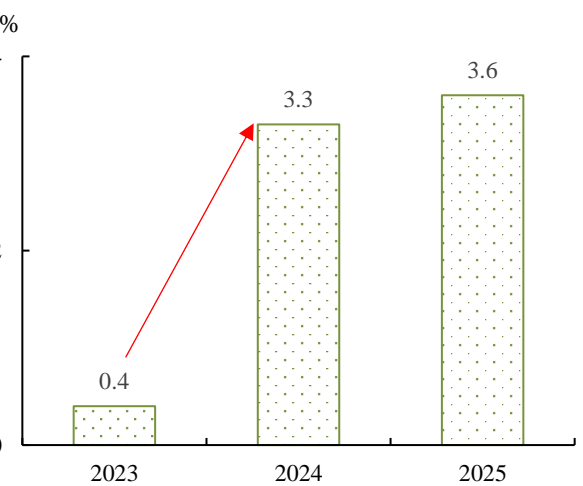
資料來源：財政部

圖 4 外銷訂單金額與年增率



資料來源：經濟部

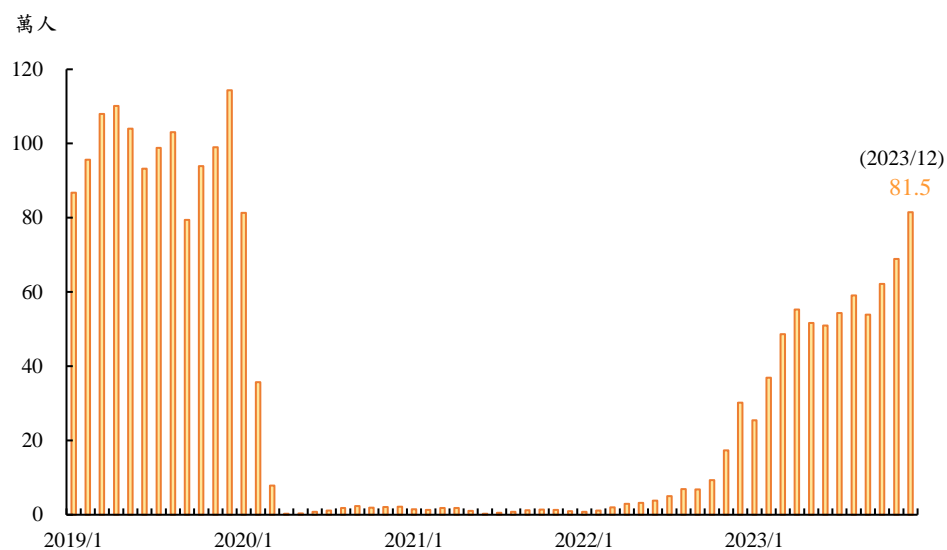
圖 5 全球貿易量成長率



資料來源：IMF

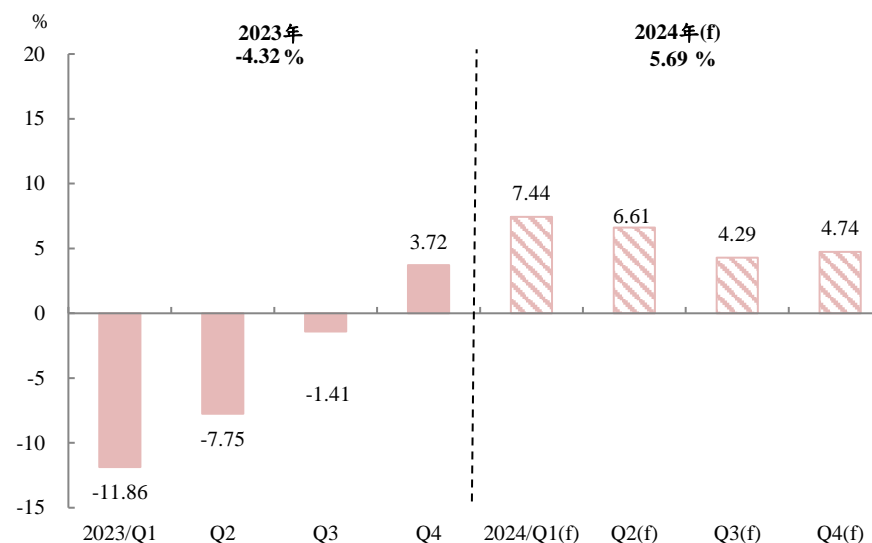
- (3)疫後跨國商務及觀光旅遊活絡，上年來台旅客人次 600 萬之目標提前達標；預期本年政府行銷台灣觀光，推出多項擴大吸引國際觀光客方案¹，航空公司提升航班運載量，來台旅客人數有望回歸疫情前的水準(圖 6)，並達成 1,200 萬來台旅客之目標，有利旅行收入增加，增添服務輸出成長動能。
- (4)除前述有利因素，考量上年比較基期較低，預測輸出可望回歸正成長，全年實質輸出成長率為 5.69% (圖 7)，高於上年的-4.32%。

圖 6 來台旅客人次



資料來源：交通部

圖 7 實質輸出成長率



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 如啟動「入境振興計畫」，吸引新南向國家旅客，以及為鼓勵國際商務客延長停留時間，經濟部國際貿易署與交通部觀光署合作推出「順道觀光」補助方案，本年將提供每人每次最高新臺幣 2,000 元、每案最高 50 萬元等。

2. 上年比較基期較低，加以企業投資動能擴增，配合綠色轉型，本年民間投資成長逐步由負轉正

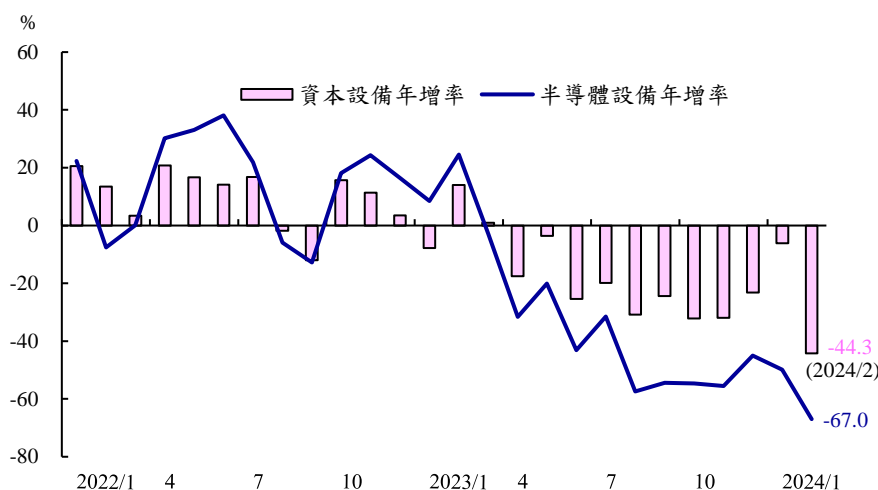
(1) 全球經濟不確定性因素仍多，諸如全球地緣政治風險(如紅海危機等)以及主要國家間的貿易摩擦(如美國持續加大貿易限制之「實體清單」)，部分企業投資計畫仍審慎(如面板大廠)，加以近年比較基期墊高，民間投資成長力道恐受限，預期上半年民間投資持續負成長。

□ 本年 1~2 月受半導體產業資本支出動能平疲影響，半導體設備進口衰退 58.6%，連帶使購置資本設備進口緊縮 26.1% (圖 8)。

(2) 預期製造業銷售及庫存持續改善，庫存水位回歸正常，且業者對未來展望轉佳，有助帶動下半年廠商投資動能。

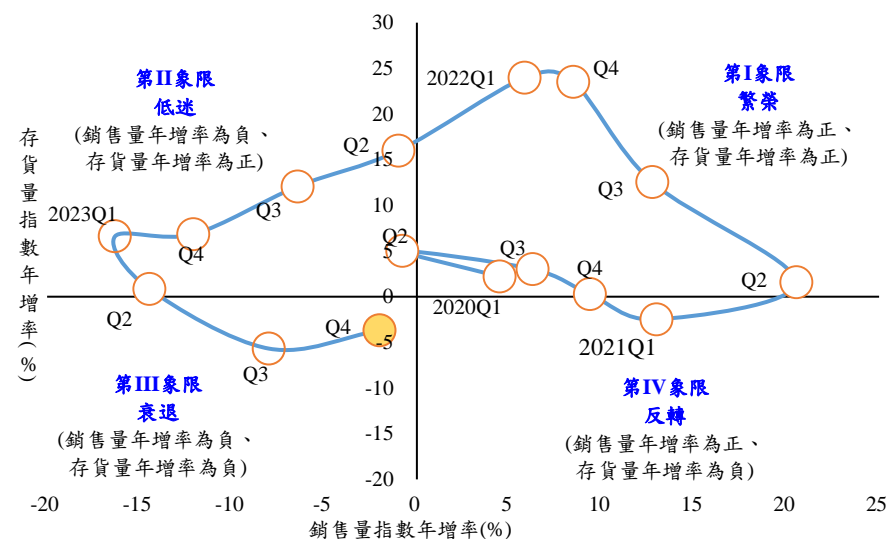
□ 觀察存貨循環圖(圖 9)，上年第 4 季製造業續處衰退階段；整體製造業銷售量仍呈負成長，惟跌幅明顯較上年第 3 季收斂，且存貨相對高峰期減少，庫存去化已見改善。

圖 8 資本與半導體設備進口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖 9 製造業存貨循環圖

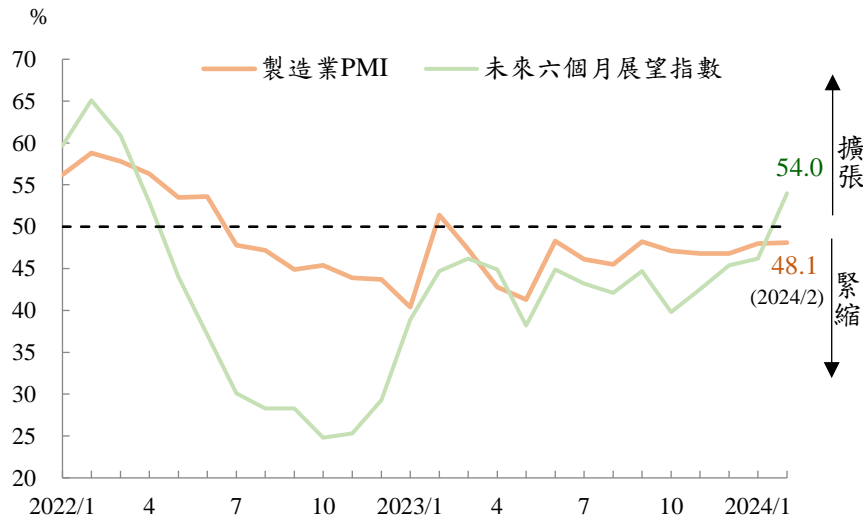


註：存貨循環動向圖係以製造業銷售量指數年增率(橫軸)及存貨量指數年增率(縱軸)之變化，觀察產業庫存調整與景氣循環之關係。
資料來源：經濟部

□ 製造業對當前景氣看法平疲，本年 2 月製造業 PMI 續低於 50，已連續 12 個月緊縮，惟未來 6 個月展望指數上升轉為擴張(圖 10)，反映**企業樂觀看待未來半導體供應鏈復甦**，以及**AI 與 HPC 需求續拓展拉動**等因素，製造業景氣復甦力道可期。

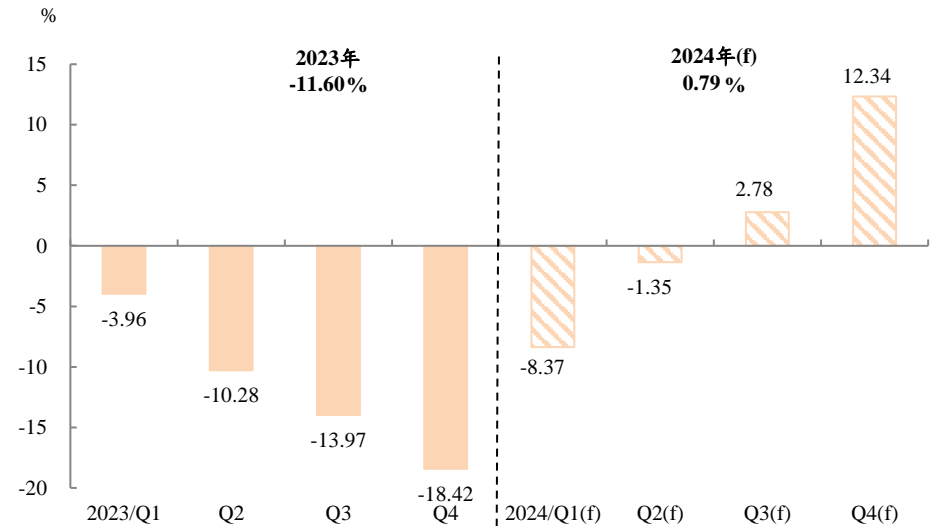
(3) 考量**上年下半年比較基期較低**之外，輸出持續擴增，加以**AI 等新興科技商機擴展**，且台灣半導體先進製程具競爭優勢，**帶動相關供應鏈投資**，以及企業**淨零轉型**(如綠能建設、節能減碳設備投資等)與國際大廠投資台灣等態勢延續，且政府廣續擴編科技與淨零轉型預算²，以及協助產業發展關鍵技術與研發³，均有助維繫民間投資成長。再者，**航空業者擴增運力**，因應跨境旅遊人潮，推升運輸工具投資成長，挹注民間投資動能，**下半年民間投資可望轉為正成長**。本行預測本年**實質民間投資成長率**為 0.79%，**高於上年之-11.6%**(圖 11)。

圖 10 製造業 PMI 及「未來六個月展望指數」



資料來源：國發會

圖 11 實質民間投資成長率



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 本年台灣永續發展的淨零轉型合計編列 964 億元預算，年增 45%。

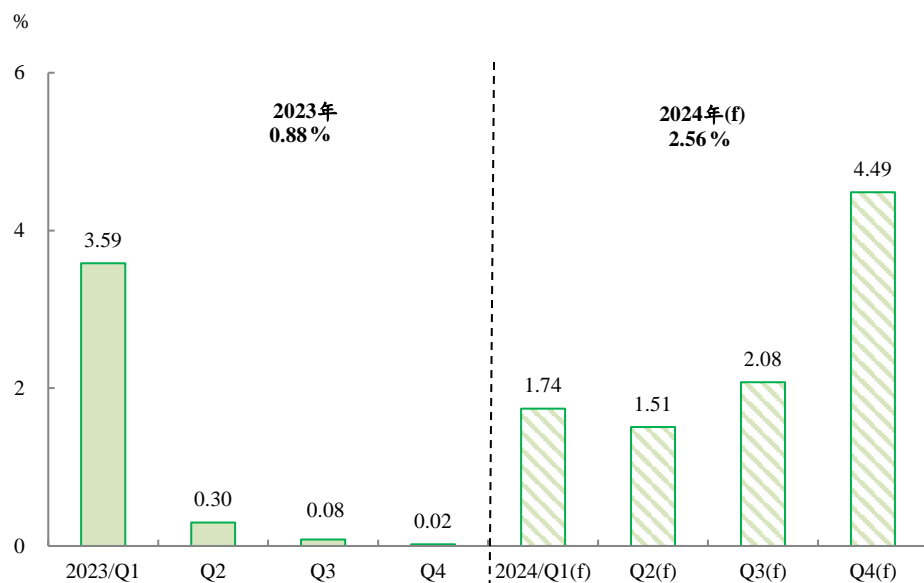
³ 如產創條例 10 之 2 條修正案與晶片驅動台灣產業創新方案等，均有助增添廠商投入研發的意願。

3. 受惠政府國防預算擴編等，本年政府消費與公共投資穩健成長

(1) 本年因**國防預算擴編等**⁴，**維繫政府消費成長動能**，實質政府消費可望成長 2.56% (圖 12)。

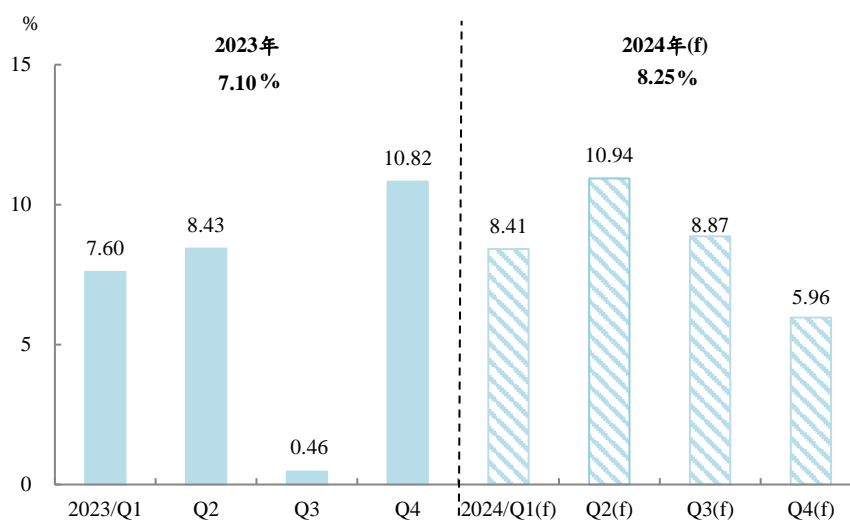
(2) 因**政府擴增公共建設經費**⁵，協助台電電網設備更新，**穩定供電**，與持續投資離岸風電以及電廠燃氣設備更新等能源轉型，並廣續推動軌道以及前瞻基礎建設，本年實質**公共投資**(包含政府與公營事業投資)可望**穩健成長** 8.25% (圖 13)。

圖 12 實質政府消費成長率



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 實質公共投資成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

⁴ 本年國防經費編列 4,406 億元，較上年約增 7.7%。若加計新式戰機採購及海空戰力提升計畫採購特別預算，以及非營業特種基金，整體規模達 6,068 億元，成長約 4.6%。

⁵ 國發會第 118 次委員會議指出本年整體公共建設計畫經費為 7,792 億元，較上年增加 14.8%。

4. 隨國內景氣復甦，本年民間消費成長動能平穩

(1) 隨著**消費者信心攀高**，國人**外食、旅遊等消費意願不減**，加以國內表演與運動場地漸豐，國內外團體**表演與賽事增加**，民眾交通支出、餐飲旅宿與休閒娛樂消費活絡，**增添民間消費成長動能**。

□ 民眾對就業、經濟看法漸趨樂觀，強化消費信心，本年2月中央大學**消費者信心指數**為73.22，連續5個月**走升**，為2022年2月以來新高(圖14)。

□ 國發會公布之本年2月**住宿餐飲業與非製造業經理人指數(NMI)**雖相對去年底回跌，惟**續處於擴張階段**，觀光餐飲等相關服務業景氣持穩(圖15)。

(2) **基本工資調高、軍公教調薪與綜所稅之每人基本生活費調升**，挹注家庭可支配所得，加以**國內景氣回溫**，且近期股市交易活絡，有利帶動民間消費成長動能。

□ 本年1月景氣對策信號為代表景氣**穩定的綠燈**，且分數為27分，係2022年7月以來最高(圖16)；**景氣領先(不含趨勢)及同時指標(不含趨勢)續同步回升**，已分別連續4個月與10個月上揚。

圖 14 消費者信心指數

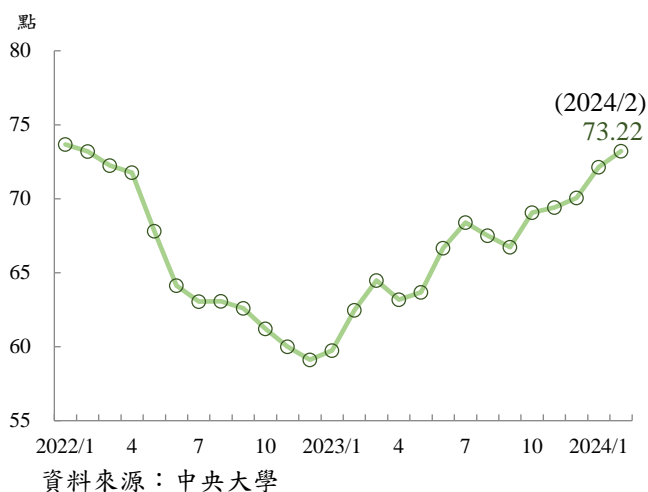


圖 15 住宿餐飲與 NMI

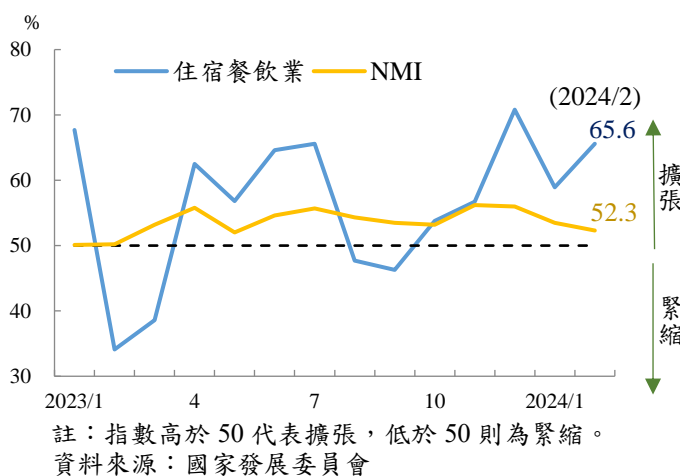
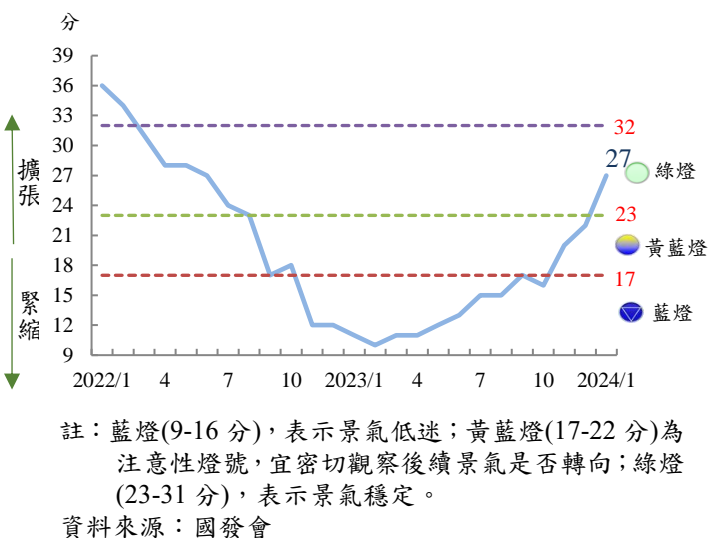


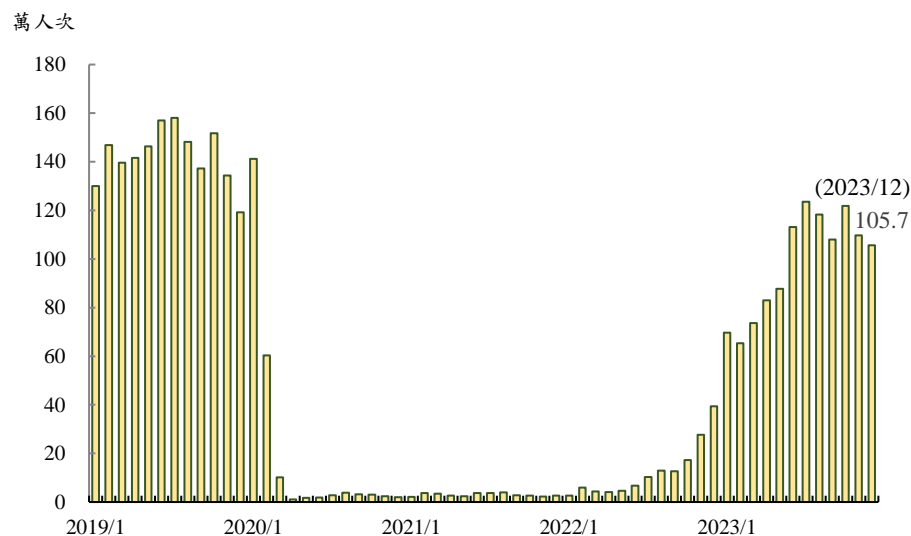
圖 16 景氣燈號



(3)疫後國人出國旅遊與商務旅行需求不墜，加以國內外航空公司擴點與增班，每月出國人數漸恢復至疫情前的水準，增添民間消費動能⁶ (圖 17)。

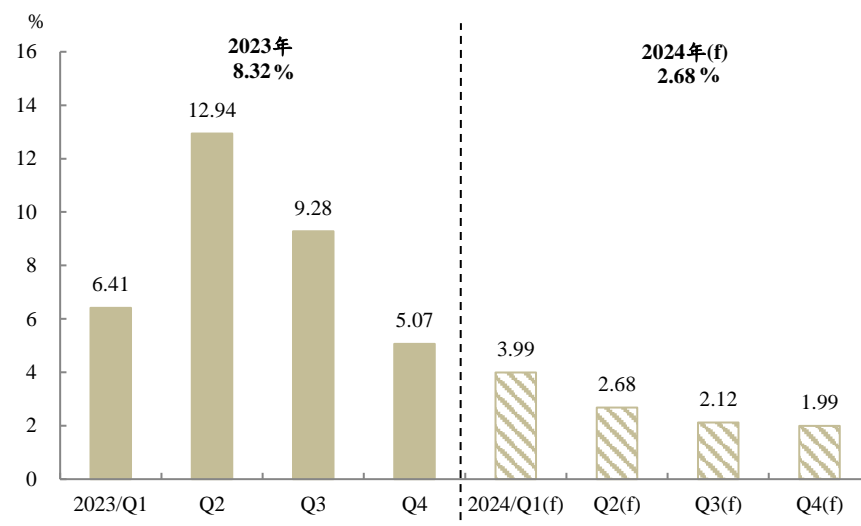
(4)由於上年比較基期墊高，預測全年實質民間消費成長率為 2.68% (圖 18)，低於上年的 8.32%。

圖 17 國人出國人次



資料來源：交通部

圖 18 實質民間消費成長率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

⁶ 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. 台灣經濟仍面臨諸多不確定性因素，惟主要機構皆預測本年台灣經濟成長動能優於上年

(1) 不確定性因素

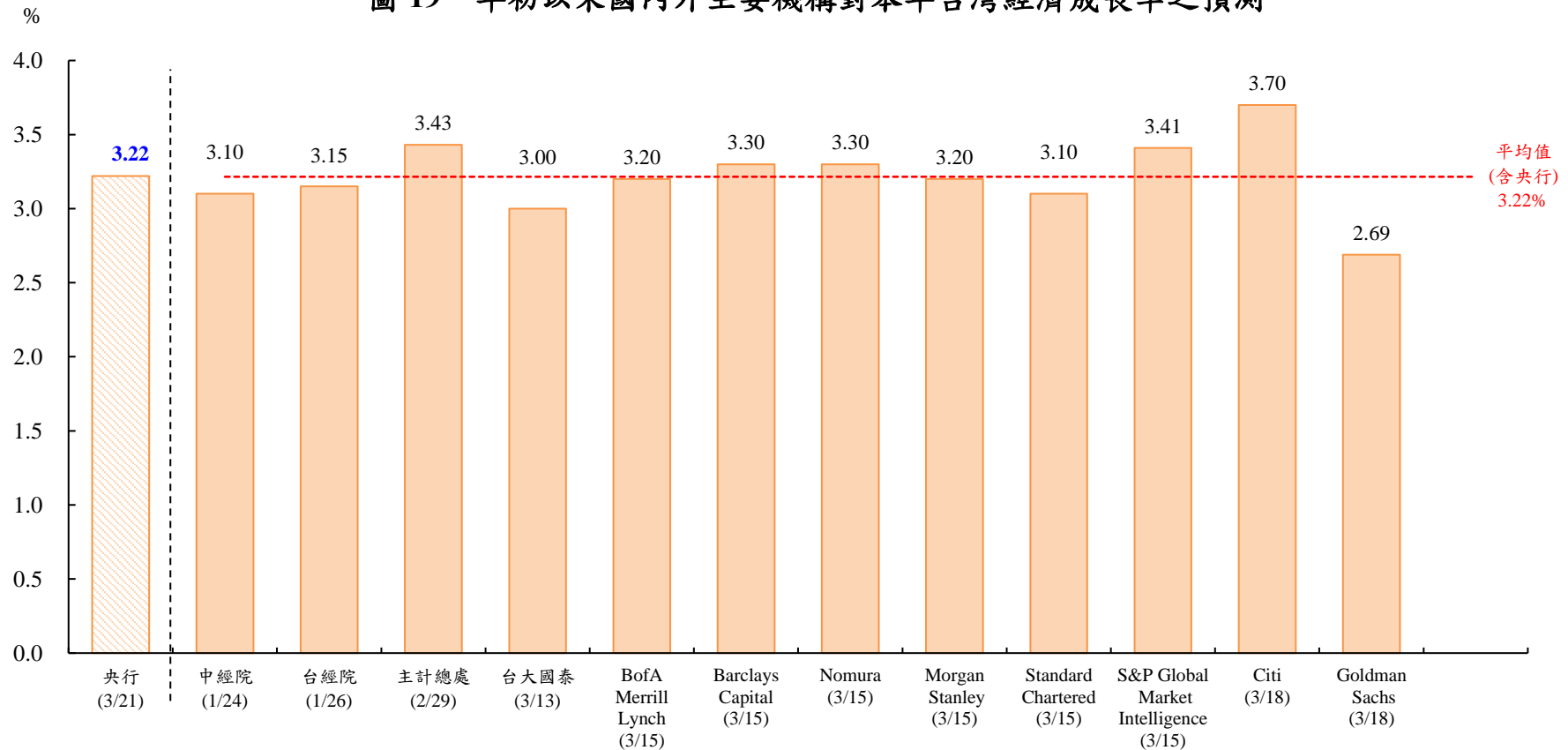
- **美、歐等主要央行貨幣政策轉向時點**：美、歐央行限制性緊縮貨幣政策或將於本年 6 月轉向，過早放鬆貨幣政策恐使經濟過熱，引發資產價格泡沫，亦不利通膨率回降至通膨目標，而過遲放鬆則可能招致經濟衰退，影響全球經濟金融發展。
- **中國大陸經濟成長放緩之外溢效應**：中國大陸民間消費信心疲弱，企業獲利惡化，加以房市景氣持續下行，且地方政府土地出讓收入將大減，推升地方政府融資平台違約風險等因素，加劇中國大陸經濟下行風險，亦將拖累全球經濟成長力道。而近期中中國大陸積極推動房地產寬鬆政策，包含加大保障性住房建設及供給與可給予融資支持的房地產項目名單等；並且「兩會」⁷後推出多項激勵經濟措施，如擬連續幾年發行超長期特別國債、全面取消製造業外資准入限制、刺激消費等措施，以達成本年經濟成長率 5% 之目標，惟上述政策的成效，仍需持續觀察。
- **氣候變遷、地緣政治風險及主要國家選舉結果**：氣候變遷影響農糧生產，使能源等供應不確定性升高，而全球淨零減碳措施，亦增添物價上升壓力，且俄烏戰爭持續，以哈衝突與紅海危機衝擊中東情勢，加以 OPEC+ 自願減產計畫延續至本年第 2 季，恐推升原油等大宗商品價格，並增加生產及運輸成本，增添全球通膨壓力。另一方面，本年將有 70 餘國舉行大選，而年底的美國總統大選對全球政經發展更具關鍵性影響，恐使未來國際政經情勢產生重大變化。

⁷ 「兩會」為中國大陸全國人大和政協會議。

□ 全球經濟零碎化及供應鏈重組影響：美中角力持續，加以各國國安意識抬頭，帶動全球經濟零碎化發展。此外，主要國家推出補貼政策吸引國際大廠在地投資，並透過生產回流、友岸外包等模式改變全球生產供應鏈。因此，台灣廠商亦可能因客戶要求，到海外設廠生產，減少在台投資與生產活動，影響未來台灣出口與民間投資動能。

(2)國內外主要機構預測本年台灣經濟成長率預測值介於 2.69%~3.70%，平均為 3.22% (圖 19)。

圖 19 年初以來國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測



(三)通膨率維持緩步回降趨勢，預測本年 CPI 年增率降至 2%左右

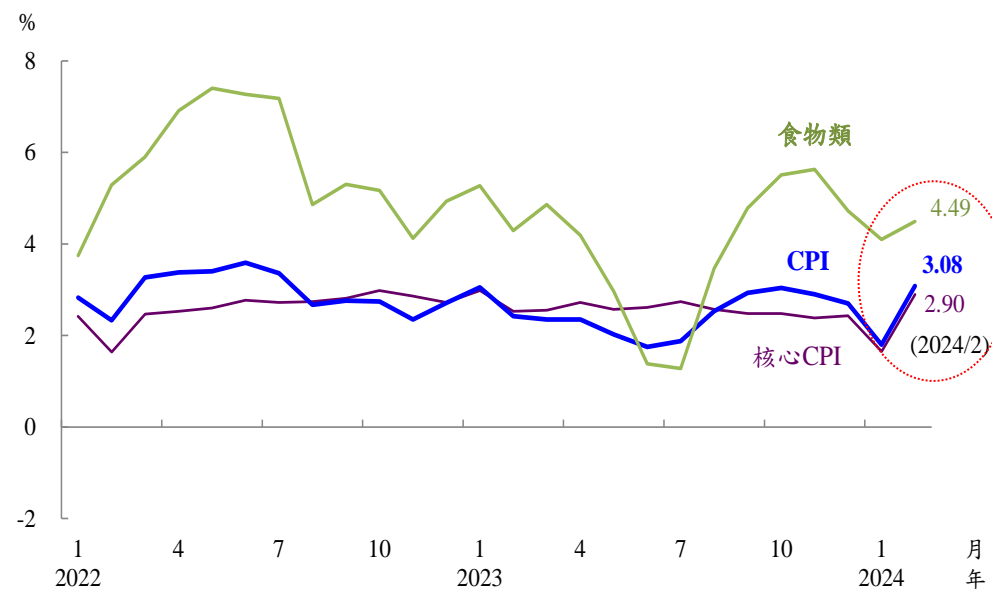
1. 本年初以來，通膨率維持緩步回降趨勢

(1)上年，因疫後國人外出餐飲、休閒娛樂服務消費供不應求，服務類價格大幅上漲，惟進口原油等原物料行情回跌，國內商品類價格漲幅減緩，消費者物價指數(CPI)年增率由 2022 年之 2.95%回降為 **2.49%**；不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率則由 2.61%略降為 **2.58%**。

□ 具僵固性之服務類價格持續上升或漲幅回落速度較慢，致核心通膨率回降較緩；若核心通膨率持續高檔，消費者將較強烈感受物價普遍上漲，廠商則易為維持利潤率而頻繁調升售價(參見附錄)，且高通膨感受一旦深入人心，影響通膨預期制約，將不利整體通膨率回降。

(2)本年初，受春節落點期間不同影響，1、2 月通膨率波動幅度較大(圖 20)，1 至 2 月平均 **CPI**、不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率則分別為 **2.43%**、**2.27%**，維持緩步回降趨勢。

圖 20 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(3)本年 1 至 2 月平均 CPI 年增率為 2.43%，主因：(1)水果、外食、肉類等食物類價格走升；(2)房租調高；(3)國人休閒娛樂服務消費需求強勁，業者調漲住宿及旅遊團費，娛樂服務價格上漲。上述合計使 CPI 年增率上升 1.59 個百分點，貢獻約 65% (表 2)。

表 2 本年 1 至 2 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	2.43	2.43	
食物類	268	4.29	1.14	
水果	21	20.79	0.52	
外食費	112	4.00	0.41	
肉類	24	5.54	0.14	
穀類及其製品	16	3.57	0.06	
調理食品	9	3.83	0.04	
蔬菜	15	-11.76	-0.18	
房租	147	2.17	0.33	
娛樂服務	56	2.27	0.12	
個人隨身用品	24	4.67	0.11	
成衣	37	2.44	0.09	
交通工具零件及維修費	19	4.60	0.09	
醫療費用	23	3.87	0.09	
藥品及保健食品	16	3.07	0.05	
住宅維修費	11	3.46	0.04	
理容服務費	10	4.20	0.04	
合計			2.10	
其他			0.33	

合計使
CPI 年增
率上升
1.59 個百
分點，貢獻
約 65%。

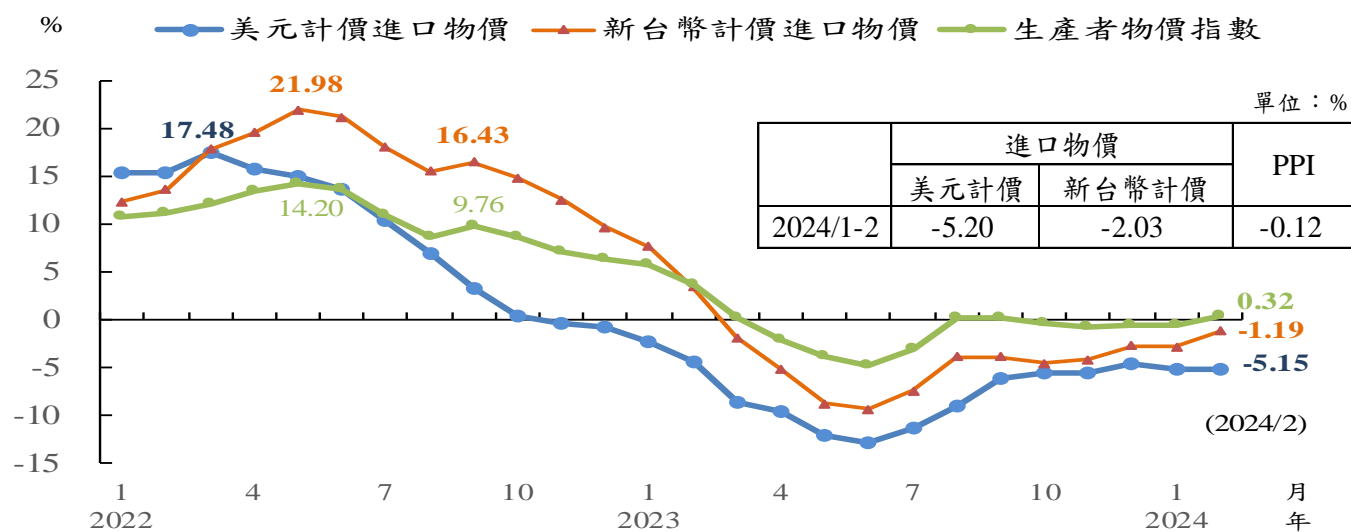
資料來源：主計總處

2. 國內電價擬議調漲，本行上修本年台灣 CPI 及核心 CPI 年增率預測值至 2.16%、2.03%

(1) 國內進口物價及生產者物價趨跌，輸入性通膨壓力紓解。

□ 本年 1 至 2 月，以美元計價之進口物價年減 5.20%，以新台幣計價之進口物價亦續年減 2.03%，國內生產者物價指數(PPI)則年減 0.12% (圖 21)；輸入性通膨壓力紓解，有助國內商品類價格穩定。

圖 21 進口物價及生產者物價指數年增率



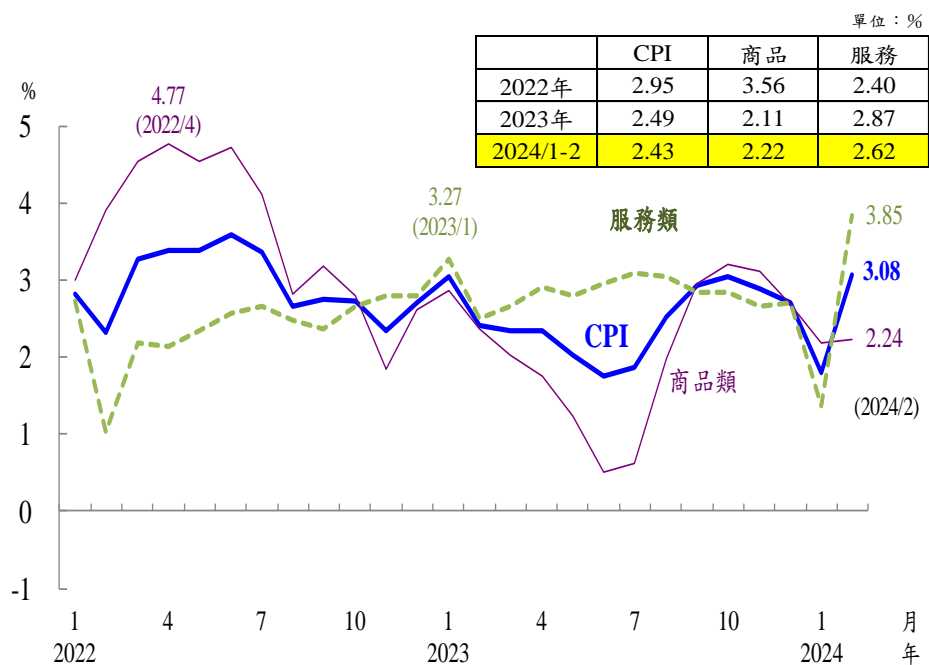
資料來源：主計總處

(2)展望本年，國際機構預測**油價略高於上年**，國內商品類價格將溫和上漲，國內**服務類價格則受高基期影響**，漲幅可望**趨緩**(圖 22)；台灣通膨率將較上年續降(圖 23)。

□ 假設 4 月起家庭及產業**電價**平均調漲 **10%**，估計將直接及間接影響本年 CPI 年增率上升 0.09、0.18(合計 **0.27**)個百分點，本行**上修**台灣**本年 CPI 及核心 CPI 年增率預測值**，分別由 **1.89%、1.83%**升為 **2.16%、2.03%**(圖 23)。

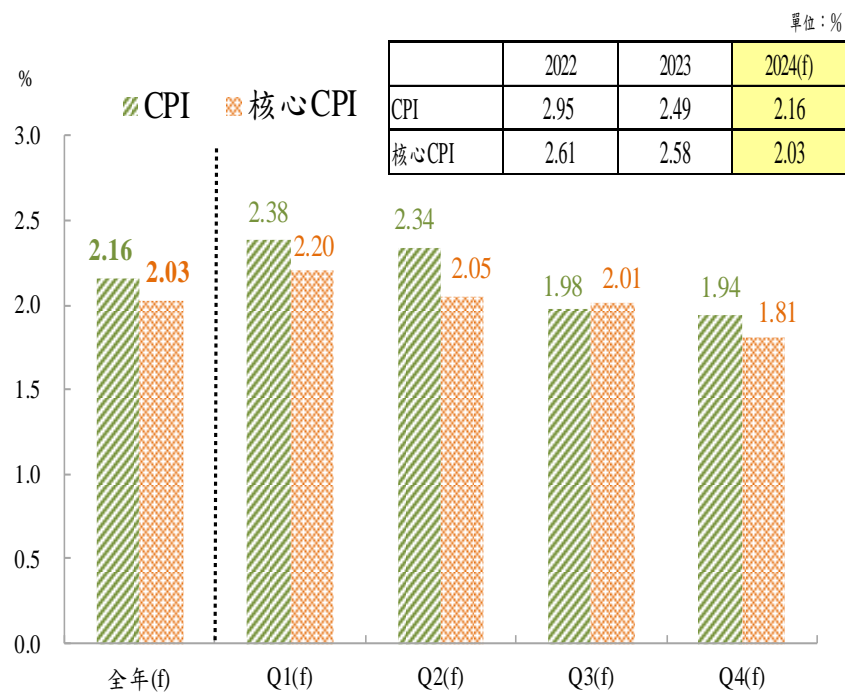
□ **地緣政治衝突風險及天候**係影響未來通膨走勢之**主要不確定因素**。

圖 22 CPI 及商品類、服務類價格年增率



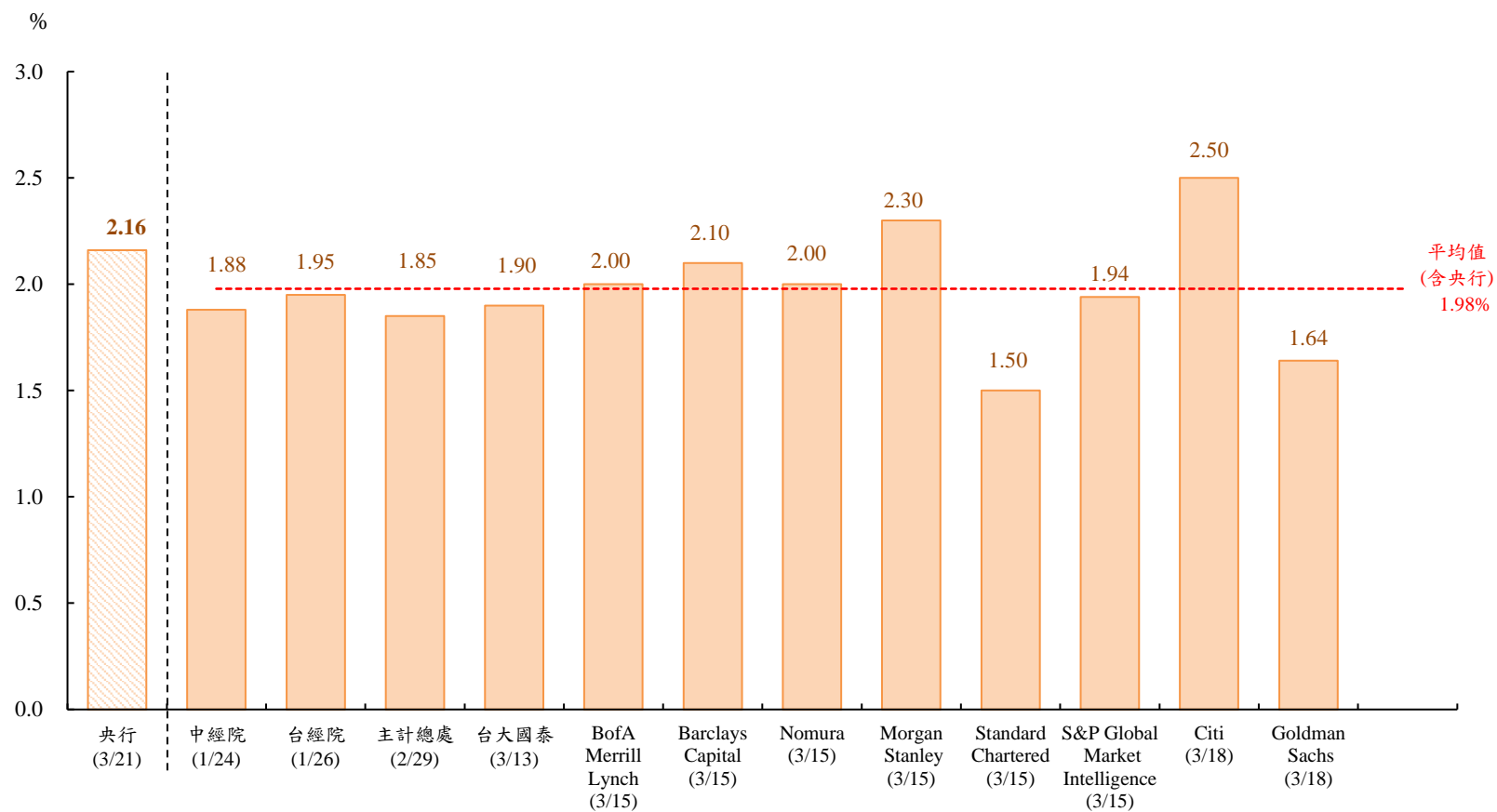
資料來源：主計總處

圖 23 本行對本年 CPI 及核心 CPI 年增率之預測



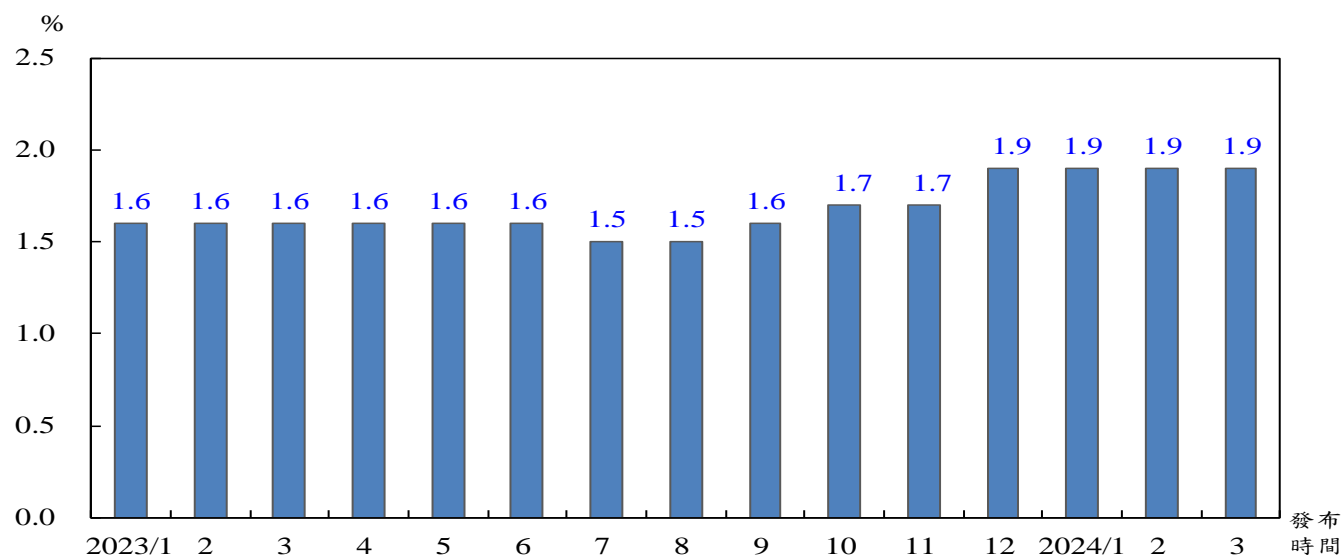
(3)國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.50%至 2.50%，平均為 1.98%(圖 24)。

圖 24 國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值



(4)Consensus Economics 每月發布之**本年**台灣 **CPI 通膨率預測數**平均值自上年 12 月以來維持在 1.9% (圖 25)。

圖 25 專業預測機構對台灣 2024 年通膨率之預測值*



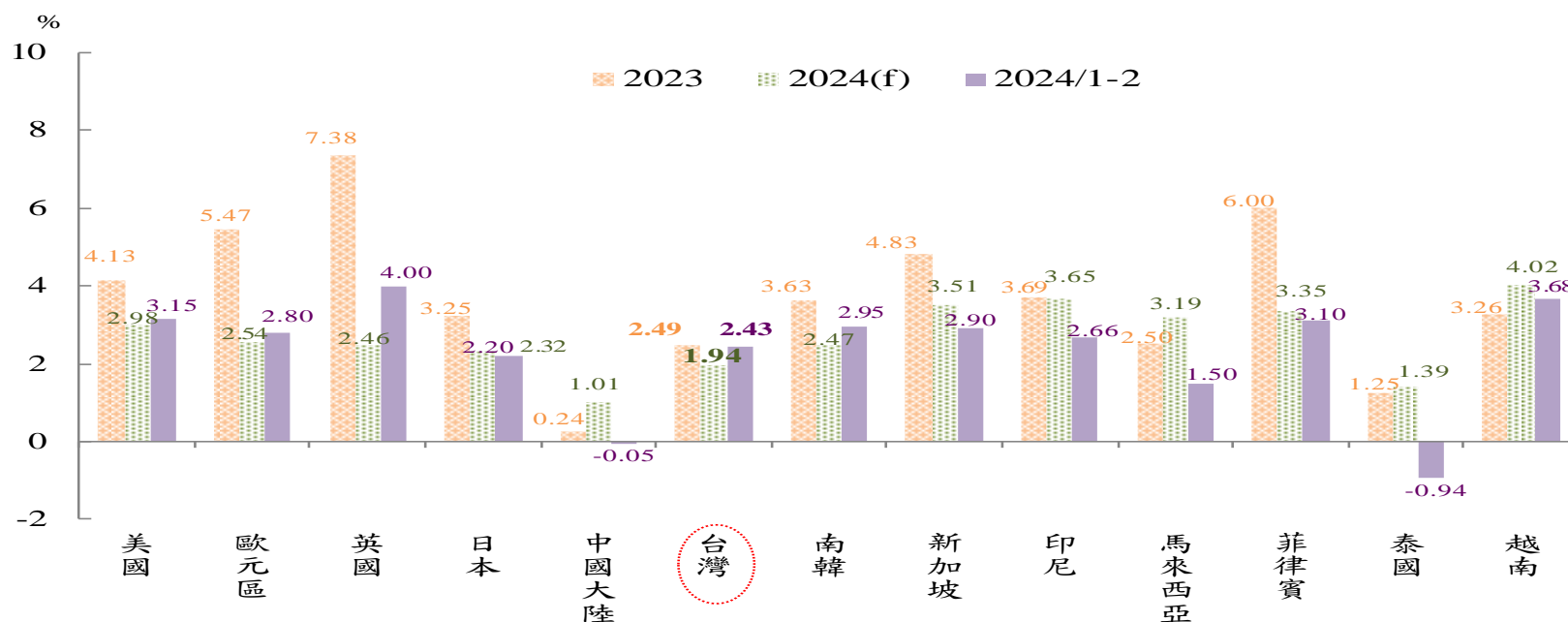
註：*係 20 多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

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

3. 預期本年主要經濟體多數通膨率續降溫

- 本年主要經濟體勞動市場緊俏情勢可望放緩，通膨率續降溫。
- 本年3月15日 S&P Global Market Intelligence 預測本年全球通膨率為 4.83%，低於上年之 5.66%；本年主要經濟體通膨率亦將多續降，台灣亦然(圖 26)。

圖 26 主要經濟體 CPI 年增率



註：1. 2023 年及 2024/1-2 係實際值，2024 年係 S&P Global Market Intelligence(2024/3/15)預測值。

2. 尚未發布 2024 年 2 月資料之國家或地區(英國、日本、新加坡、馬來西亞)係 1 月數值。

資料來源：各國政府統計、S&P Global Market Intelligence(2024/3/15)

附錄：從 CPI 查價項目群觀察近期通膨發展：兼論核心查價項目群之調價週期變化⁸

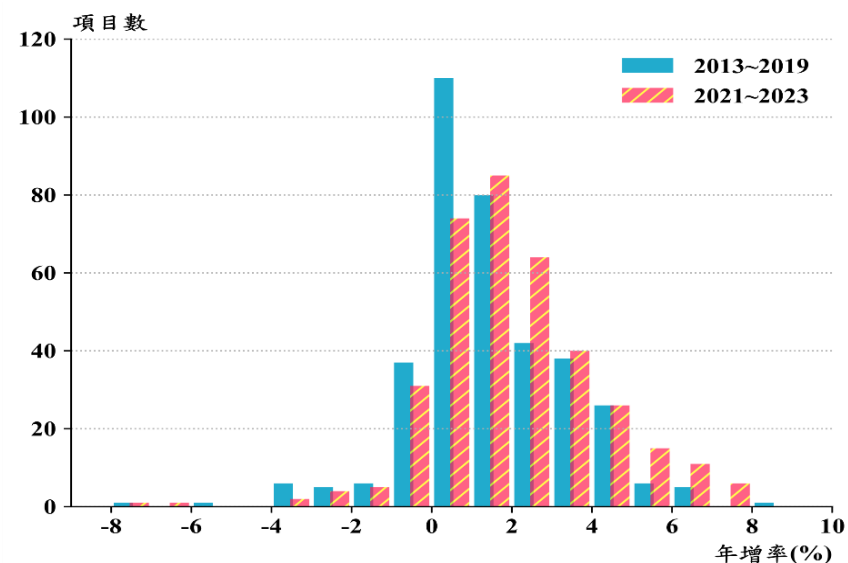
1. 受疫情、地緣政治風險、氣候變遷等連續非預期供給面衝擊，近幾年台灣通膨發展與過去顯著不同

(1)2020 年以前，台灣通膨率相對穩定，即使遇到供給面衝擊往往也能在短期間回復。自 2021 年起，受疫情、地緣政治風險、氣候變遷等連續非預期供給面衝擊，導致台灣通膨走勢與 2020 年以前顯著不同。

(2)比較 2020 年前後(2013~2019 年與 2021~2023 年)的通膨率分布變化(附圖 1)：

- 2013~2019 年，平均年增率高於 2%的查價項目群僅 105 項，占 368 項查價項目群的 28.53%。
- 2021~2023 年，平均年增率高於 2%的查價項目群高達 179 項，占 368 項查價項目群的 48.64%。
- 相較於 2020 年以前，2021 年以來**通膨率上揚**的現象**擴散至**更大範圍的**日常消費品**項中。**整體查價項目群通膨率分布較 2020 年以前右移。**

附圖 1 台灣 CPI 368 項查價項目群的年增率分布



資料來源：主計總處

⁸ 俞欣榮(2024)，「從調價週期探討近年通膨結構之變化：台灣的個案研究」，央行經研處內部研究報告。

2. 2021~2023 年核心物價品項的調價週期相較於 2013~2019 年有縮短趨勢，品項調價行為的改變致使民眾對價格上漲感受較深

(1)根據主計總處於 2021 年公布之基期 CPI 查價項目之權數統計，**核心物價**(不含能源及蔬果)項目群為 287 項，占整體 CPI **權數達 91.93%**。

(2)以 1%的漲幅標準，計算查價品項超過該漲幅的間隔期間(調價期間)，結果顯示 2013~2019 年核心物價平均**調漲 1%約隔 17.19 個月**，至 2021~2023 年降為**7.98 個月**，**調漲間隔期間明顯縮短**。

(3)以 1%漲幅標準統計各品項的平均調價間隔期間(附表 1)，**2021~2023 年**核心物價調價週期低於半年之品項**比例**自 2013~2019 年的 5.9%**上升至 39.7%**；調價週期超過 2 年以上之品項自 2013~2019 年的 35.8%降至 6.6%，**顯示近期核心物價品項的調價行為與 2020 年以前不同**。

(4)核心物價中多數品項調價週期的縮短，將影響民眾對於通膨的感受，產生與官方統計資料的認知落差。

- 根據主計總處的說明⁹：民眾對通膨的感受主要係**受經常購買品項的調價行為影響**。
- 2021 年以來，儘管多數核心物價品項調價幅度不高，但調價週期的**顯著縮短**，是影響民眾對於通膨感受較深的主要因素之一。

附表 1 核心商品查價品項調價週期統計(%)

	2013~2019	2021~2023
小於半年	5.9	39.7
半年至 1 年	29.7	35.2
1 年至 1 年半	18.5	14.3
1 年半至 2 年	10.1	4.2
2 年以上	35.8	6.6

資料來源：俞欣榮(2024)

⁹ 詳主計總處(2022)，「物價上漲與通貨膨脹的距離」。

三、本行貨幣政策相關議題之說明

近期外界對於本行貨幣總計數 M2 成長參考區間之角色、政策利率與市場利率之連動性，以及銀行持有超額準備等議題，有若干誤解，茲撰文「M2 成長參考區間相關議題之說明」、「本行貨幣政策操作工具已有效引導市場利率之說明」以及「本行妥善管理銀行體系流動性，國內銀行體系並無爛頭寸情形之說明」等三篇，以利各界瞭解本行貨幣政策。

議題一：M2 成長參考區間相關議題之說明

本行自 2020 年起將 M2 成長目標區調整為 M2 成長參考區間；經歷 COVID-19 疫情，政府提供紓困貸款，加上爾後景氣復甦，企業資金需求轉強，帶動銀行放款與投資成長，使得 2021 與 2022 年 M2 實際成長率高於參考區間上限，然上(2023)年 M2 實際成長率已回落至參考區間內，顯示 2021 與 2022 年 M2 成長率超出 2.5%~6.5% 參考區間可能僅是暫時性偏離，M2 成長率並無持續偏離區間之情形，且 M2 成長足以支應經濟活動所需。

然而，外界對於本行 M2 成長參考區間有所誤解，如質疑改為 M2 成長參考區間後，M2 參考價值降低，央行貨幣政策架構不明確，恐降低政策透明度，且「心證」比例過高將弱化社會對其政策監督的能力，亦無法有效管理通膨預期。面對外界之疑慮，本文旨在讓外界對 M2 成長參考區間有更全面瞭解；首先，擬簡介 M2 成長參考區間之設定；其次，說明 M2 成長偏離參考區間時本行如何因應；最後說明 M2 成長仍具重要參考價值，為本行貨幣政策重要的參考指標之一，本行將持續關注 M2 成長，以達成維持物價穩定、促進金融穩定等法定職責。

(一)M2 成長參考區間的設定

1. 本行係採**彈性的貨幣政策架構**，符合國際間主流貨幣政策架構發展趨勢¹；本行除關注貨幣總計數外，亦重視通膨預期、利率走勢、匯率走勢、信用狀況、資產價格及產出缺口等重要的經濟金融指標，**M2 成長率為本行貨幣政策重要的參考指標之一**。
2. 考量**全球金融危機後**，我國 **M2 與物價相關性減弱**，然 **M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性**，為確保貨幣政策的自主性與彈性，本行自 2020 年起將 M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間，訂為 **2.5%~6.5%**，**每年底檢視參考區間的合宜性**。
3. **參考區間範圍反映 M2 成長之不確定性**，本行主要依據 M2 需求函數模型²評估未來 M2 成長走勢之變化，並於每年年中與年底進行 M2 成長率之檢討與 M2 需求展望說明。
4. 依據貨幣需求函數模型推估，本(2024)年 M2 需求成長率將落在 2.5%~6.5%參考區間內，因此，M2 成長參考區間仍維持 2.5%~6.5%，應屬允當。

(二)若 M2 成長偏離參考區間，本行不會採機械式回應，而是分析影響 M2 變動或使其偏離的干擾因素

1. M2 成長對總體經濟與通膨的影響有**政策時間落後(policy time lag)**的現象，M2 成長**短期內偏離參考區間**，不一定代表物價穩定或總體經濟受到威脅，**可能係因國際資金移動頻繁、民眾資產配置多元化、金融科技快速發展等不確定性因素**所造成。

¹ 相關說明參見楊金龍(2019)，「央行貨幣政策與總體經濟預測」，中央銀行季刊，第 41 卷第 4 期，頁 13-22。

² 另輔以貨幣數量理論推估貨幣成長參考值，歐洲中央銀行(ECB)亦以此方式設定 M3 成長參考值。

2. 本行不會對 M2 成長偏離參考區間採取機械式的回應，若 M2 成長率持續偏離或發生結構性改變，本行將分析影響 M2 變動或使其偏離的干擾因素，以適時調整。

3. 近年 M2 年增率走高，主要係因應疫情，政府提供紓困貸款與振興方案，加以國內新冠肺炎疫情控制得宜，生產活動如常，疫情催化遠距商機，致出口強勁成長，企業資金需求上升，帶動放款與投資持續成長與資金淨匯入所致；惟上年 9 月以來，M2 年增率已回落至 2.5%~6.5% 參考區間內，顯示前兩年 M2 成長超出 2.5%~6.5% 參考區間可能僅是短暫偏離，並無持續偏離區間之情形(圖 1)。

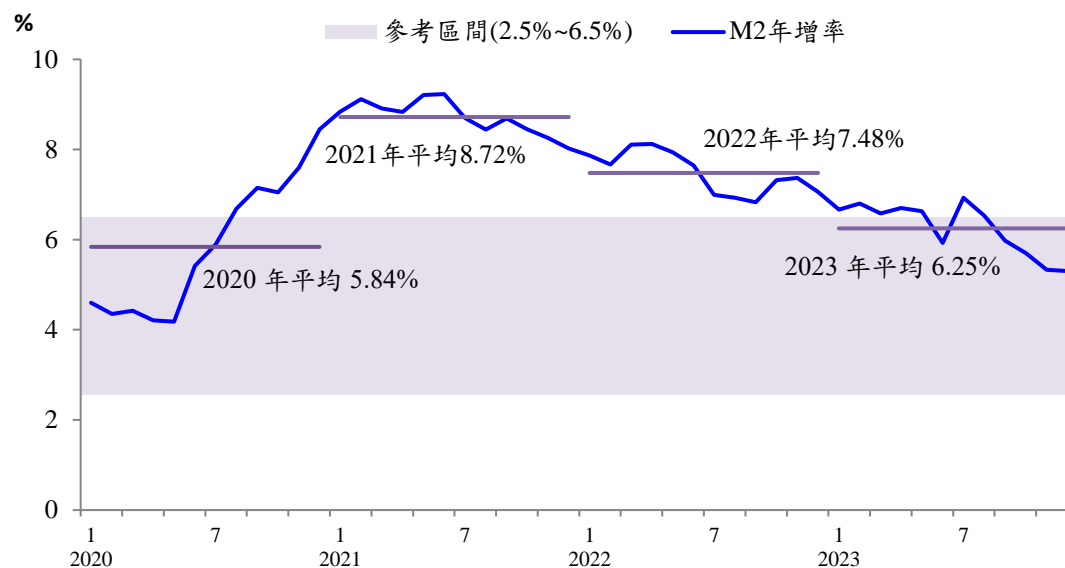
(1)2020 年因應新冠肺炎疫情，政府提供紓困貸款，而後景氣明顯復甦，企業資金需求轉強，帶動銀行放款與投資成長，加以出口成長強勁，廠商匯回貨款，致 2020 年 8 月起 M2 年增率超過 M2 成長參考區間之 6.5% 上限。

(2)2021 年 M2 年增率持續走高，主要係企業出口暢旺，持續擴大在台產能，加以政府推動紓困振興方案，且房市升溫，企業與個人購置不動產資金需求增加，銀行放款與投資成長率續處高檔所致；惟 6 月後已漸放緩，2021 年全年 M2 年增率為 8.72%。

(3)2022 年全年 M2 年增率為 7.48%，較 2021 年下降 1.24 個百分點，主要係因 2021 年比較基期偏高，加以外資淨匯出及放款與投資年增率下降所致；惟各月年增率仍超過 M2 成長參考區間上限 6.5%。

(4)上年以來，全球景氣成長低緩，企業資金需求疲弱，致週轉金放款年增率下降，加以不動產貸款年增率較 2022 年同期減緩，致銀行放款年增率下降，M2 成長回落，全年 M2 年增率為 6.25%。

圖 1 M2 成長參考區間與實際成長狀況



資料來源：中央銀行

(三)2021 與 2022 年受供給面因素(如新冠肺炎疫情、全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭等)影響，輸入性通膨壓力高，台灣通膨率走升

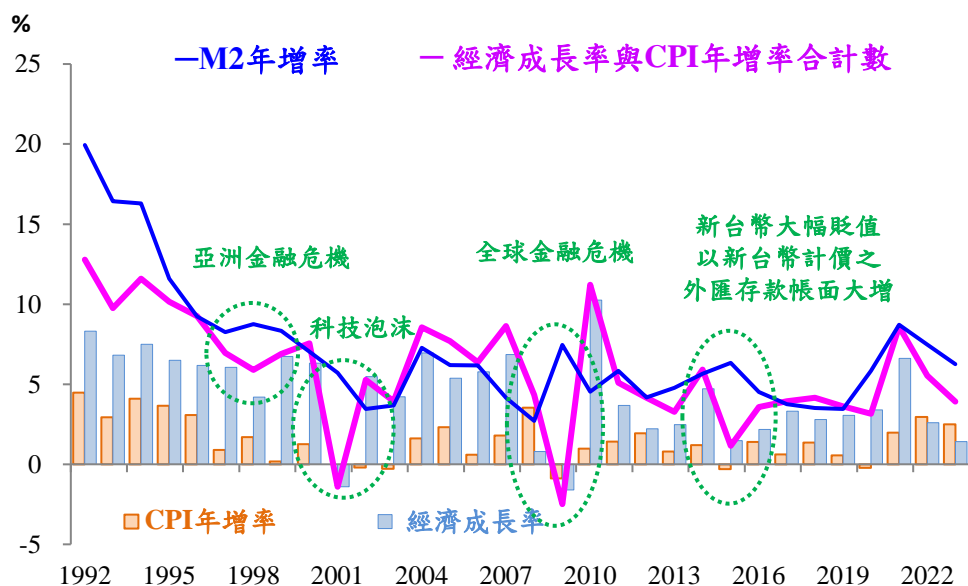
1. 2021 年各國疫苗接種漸普及與經濟活動重啟，需求回溫，惟疫情反覆致供應鏈瓶頸持續，原油等國際原物料價格大漲，帶動國內油料費價格上揚，輸入性通膨壓力大增，2021 年台灣 CPI 年增率為 1.97%。
2. 2022 年全球供應鏈瓶頸問題持續，加以 2 月爆發俄烏戰爭，原油、穀物等國際商品價格攀高，推升國內進口原物料成本，帶動國內物價漲幅走高，2022 年 CPI 年增率為 2.95%。相較美、歐、英等主要經濟體之 2022 年通膨率均逾 8%，台灣由於平穩能源等大宗物資價格機制之供給面因應措施奏效，加以本行採緊縮性貨幣政策，且主要經濟

體緊縮性貨幣政策亦帶來外溢效應，台灣通膨仍相對溫和。

(四)M2 係本行重要參考指標，與產出、物價具長期穩定關係且可提供監控信用風險的訊息，本行仍定期檢視 M2 成長變化，外界認為本行放任不管並非事實

1. 多年來，台灣的 M2 年增率約等於實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率。除 1992 至 1999 年間外³，長期而言，因物價平穩，M2 成長速度與經濟成長率加上 CPI 年增率大致相當，**反映 M2 成長足以支應經濟活動所需資金，並可維繫物價穩定與金融穩定**(圖 2 與表 1)。

圖 2 M2 成長與經濟活動



資料來源：主計總處、中央銀行

表 1 M2 年增率與 GDP、CPI 年增率

期間	實質 GDP	CPI	實質 GDP 年增	M2
	年增率	年增率	率+CPI 年增率	年增率
	(a)	(b)	=(a)+(b)	
1992~1999 年	6.54	2.63	9.17	12.35
2000~2009 年	3.88	0.97	4.85	5.39
2010~2019 年	3.61	0.99	4.60	4.66
2020~2023 年	3.48	1.80	5.28	7.07

單位:%

資料來源：主計總處、中央銀行

³ 1992 年至 1994 年期間，歷經新銀行成立，放款明顯成長，資金需求殷切，加以景氣好轉，帶動股市交易活絡，M2 年增率高，惟自 1992 年本行公布 M2 成長目標區後，M2 年增率大抵呈下滑趨勢。

2.全球金融危機後，雖 M2 與物價間的相關性減弱；惟 M2、產出與物價間長期關係穩定，且 M2 對產出與物價仍具有影響力。

(1)貨幣總計數蘊含目前經濟狀況、衝擊性質以及未來通膨率等有用資訊，M2 成長趨勢可作為預測中長期通膨之參考指標⁴。

(2)M2 與產出、物價之間呈現共整合特性，顯示三者間具長期穩定的關係。

(3)Granger 因果關係檢定顯示，M2 年增率可 Granger Cause 經濟成長率及 CPI 年增率，代表 M2 仍然對產出與物價具有影響力。

3.M2 能提供監控信用風險與金融穩定的重要訊息，貨幣分析具重要參考價值。

(1)貨幣與信用由存款與放款組成，向為金融機構重要的資金來源與資金用途，兩者實為一體兩面。控制 M2 年增率於適當水準，亦可控制銀行放款成長不致過熱⁵，進而協助金融穩定。

(2)觀察貨幣數量的變化可協助掌握整體金融體系資金之變化。

4.實務上，伴隨環境的改變，改採 M2 成長參考區間的作法，可賦予操作面較大的彈性，且貨幣分析仍具重要參考價值，本行持續關注影響 M2 成長之可能因素(如資金進出)。

(1)台灣係小型開放經濟體，採 M2 成長參考區間，容許 M2 在適度的成長區間內變動，以因應總體經濟金融變數的

⁴ 本行參考 Filardo et al.(2016)的實證方法，針對台灣的資料進行實證分析。詳 Filardo, Andrew, Hans Genberg, and Boris Hofmann (2016), "Monetary Analysis and the Global Financial Cycle: An Asian Central Bank Perspective," *Journal of Asian Economics*, 46, 1-16。

⁵ M2 年增率與銀行放款與投資年增率間 Granger 因果檢定顯示，兩者存在相互影響的關係。

不確定性，可賦予操作面較大的彈性，避免短期利率波動過大，且有助於本行維持匯率動態穩定。

(2)即便 M2 成長從目標區調整為參考區間，本行內部**每月**仍會分析其變動原因，並預測其未來變化；本行經研處與業務局**每月**亦持續討論訂定準備貨幣預估值，及其配合之公開市場操作規模；**每年底**本行亦會檢討當年 M2 成長變化以及檢視參考區間的合宜性。

5.小型開放經濟體，如**瑞士央行(SNB)**與**南韓央行(BoK)**亦**重視貨幣總計數(M3 尤顯重要)的資訊**；**ECB**採雙支柱架構，**貨幣分析為其重要貨幣政策決策資訊**。

(1)SNB 主要職責為確保物價穩定，同時適當考量經濟發展，貨幣政策策略包含三大要素—物價穩定定義、中期通膨預測，以及 SNB 政策利率⁶；惟**因貨幣總計數有助於評估長期經濟發展，SNB 持續關注該指標變動**。

(2)BoK 原採貨幣目標化機制，惟自亞洲金融風暴後，1998 年 4 月起改採通膨目標機制，惟**M3 成長率仍為其重要參考指標**。

(3)ECB 自 2003 年以來採**經濟分析與貨幣分析**之雙支柱架構，其中貨幣分析以中至長期角度檢視貨幣數量、信用與物價間的長期關係；近年 ECB 將雙支柱中的**貨幣分析擴展為貨幣及金融情勢分析**，主要考量金融穩定係達成物價穩定的先決條件，**貨幣成長則為其中一項分析主題**。

⁶ SNB 貨幣政策說明詳見 <https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy>。

(五)結論

全球金融危機後，台灣的 M2 與物價間的相關性減弱，惟 M2、產出與物價間的長期關係穩定，且 M2 對產出與物價具有影響力，故貨幣分析仍具重要參考價值，可作為擬訂貨幣政策之參考。台灣係小型開放經濟體，本行採 M2 成長參考區間，容許 M2 在適度的成長區間內變動，以因應總體經濟金融變數的不確定性，可賦予操作面較大的彈性，有助本行達成貨幣政策最終目標。

國際資金移動頻繁、民眾資產配置多元化、金融科技快速發展等不確定性因素，皆可能影響 M2 成長，致其偏離參考區間。然而，本行對 M2 成長偏離參考區間非採機械式的回應，而是分析影響 M2 變動或使其偏離的干擾因素，2021、2022 年的偏離顯示僅為暫時性，且上年 9 月以來 M2 年增率已回落至參考區間。而 2021、2022 年台灣通膨率上升主要係受供給面因素影響，與此段期間 M2 年增率較高無關。

M2 係本行中長期的參考指標，本行並非逐年設定 M2 成長參考區間；即便如此，本行依據 M2 需求函數模型評估未來 M2 成長走勢之變化，並於每年進行 M2 成長率之檢討與 M2 需求展望說明。考量經濟情勢與本行貨幣需求函數模型推估結果，本年 M2 需求成長率落在 2.5%~6.5% 參考區間內，因此，M2 成長參考區間仍維持 2.5%~6.5%，應屬允當。

議題二：本行貨幣政策操作工具已有效引導市場利率之說明

有關外界指稱金融業隔夜拆款利率(下稱隔拆利率)等市場利率自 2002 年以來低於本行政策利率重貼現率，顯示本行未積極沖銷市場資金，以致政策利率與市場利率脫節。此種說法係對本行政策利率管理架構、本行公開市場操作實務及其與銀行體系資金變動之關係有所誤解，有必要加以澄清說明。

(一)隔拆利率之變動及其角色

1. **2002 年以前，國內資金環境緊俏，隔拆利率多高於本行重貼現率；2002 年以後，國內資金環境轉趨充裕，使隔拆利率跌幅大於重貼現率，並貼近本行 28 天期存單發行利率¹。2008 年 9 月為因應全球金融危機，本行 7 度調降重貼現率並採取寬鬆貨幣政策，隔拆利率進一步走低，並低於本行 28 天期存單利率(圖 1)。**
2. **美國以直接金融為主，美國聯邦資金利率交易量大，發展出不同天期之利率期貨與利率交換等衍生性金融商品，市場並以其做為金融商品訂價之參考利率指標；我國拆款市場則僅作為銀行間調節準備金之用，每日拆款交易量不大，因此我國隔拆利率在金融市場之角色，與美國聯邦資金利率明顯不同。**

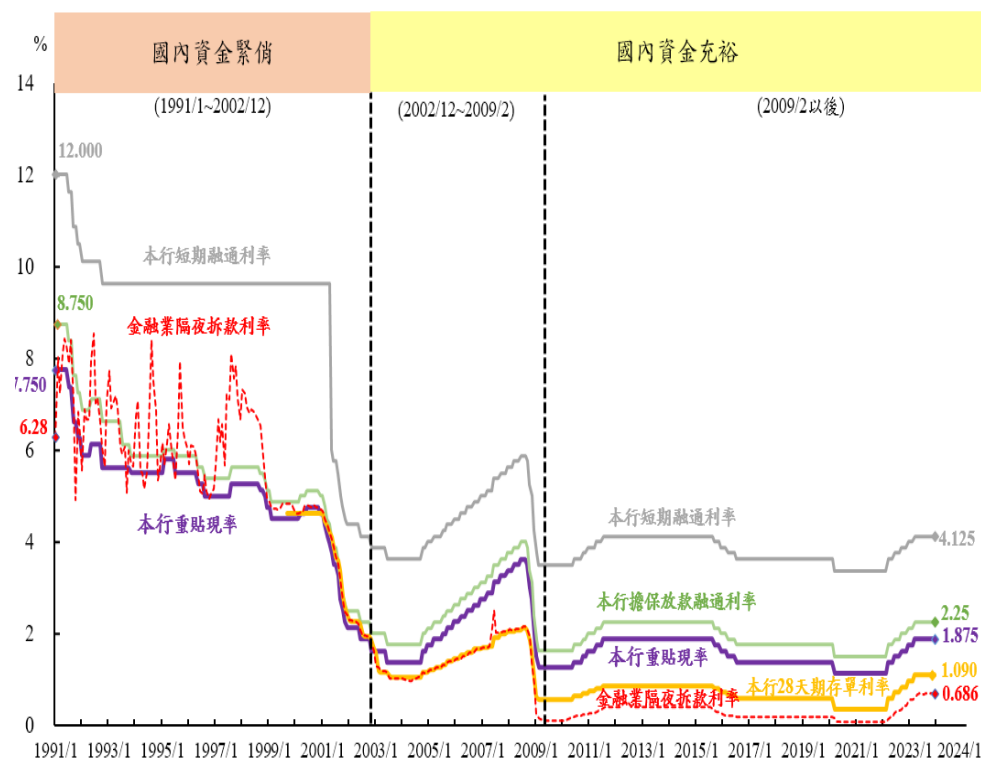
(二)本行政策利率管理架構與公開市場操作機制

1. 本行政策利率為**重貼現率**，係**本行對銀行之放款融通利率**(性質同銀行對民眾之**放款利率**)，**存單發行利率**為本行操作利率，係**本行對銀行購買本行存單所支付之利率**(性質同銀行對民眾之**存款利率**)；相對而言，本行重貼現率會高於存單發行利率(與銀行放款利率會高於存款利率情形相同)(圖 2)。

¹ 2002 年第 4 季本行理監事會議決議，為增進公開市場操作彈性，隔夜拆款利率將維持在重貼現率上下波動，而不以重貼現率為底限。

2. 由於我國經常帳長期順差，反映國內存在龐大超額儲蓄，國內銀行體系存在過剩流動性，銀行平常並無向本行融通資金之需求；因此，長期以來本行須透過公開市場操作發行存單，沖銷銀行體系過剩資金。亦即，**實務上本行存單發行利率係配合政策利率調整後，再藉由存單利率引導市場利率走向**，兩者一直維持相當之互動關係，此係本行因應我國經濟金融情勢採取之貨幣政策工具操作結果，並非顯示重貼現率與市場利率有脫節情形(圖 3)。

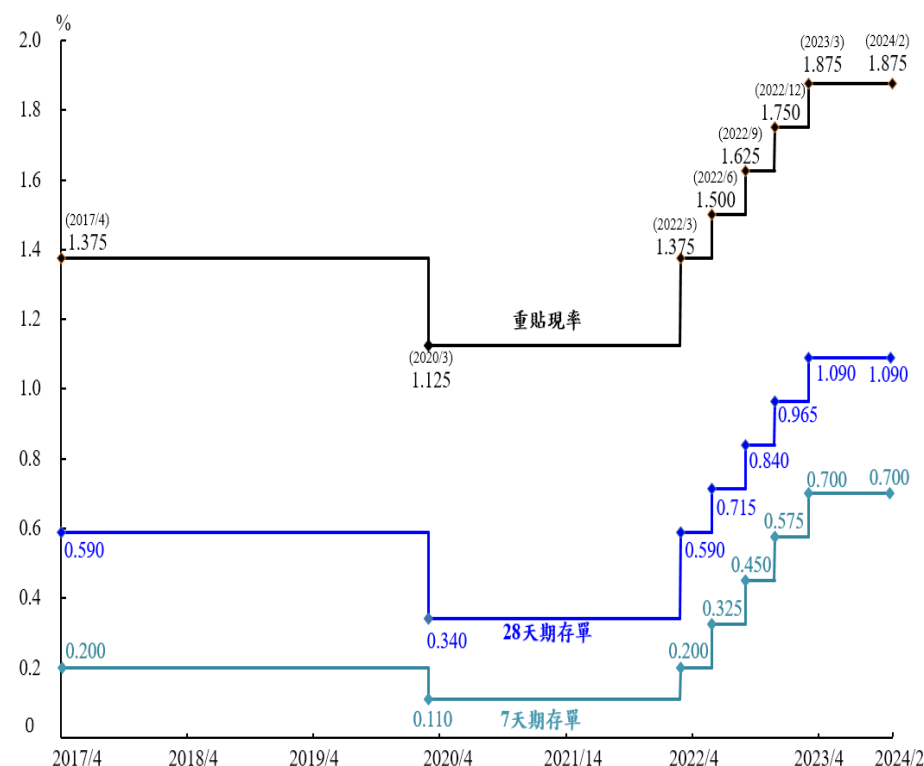
圖 1 本行政策利率、28 天期存單發行利率及金融業隔夜拆款利率



註：本行自 1999 年 9 月開始發行 30 天期存單 (2013 年 2 月 27 日起本行改發 28 天期存單，停止發行 30 天期存單)。

資料來源：中央銀行

圖 2 本行政策利率管理架構- 本行重貼現率與本行存單發行利率

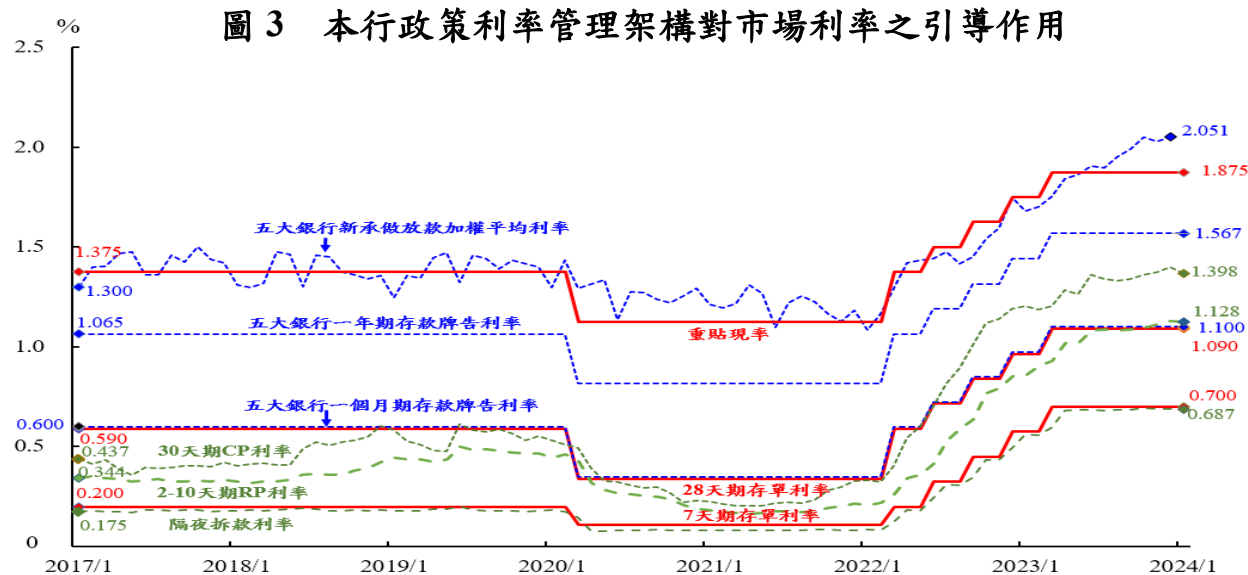


註：本行存單申購發行天期除 7 天期、28 天期外，尚有 91 天期、182 天期，另本行每月標售 364 天期、2 年期存單。

資料來源：中央銀行

(三)本行存單利率對市場利率具有引導作用

1. 本行各天期存單發行利率隨重貼現率調整(2022年3月以來均等幅調整)，目前存單發行期限以28天期為主，其利率為貨幣市場利率、銀行1個月期存款利率之主要訂價參考指標。此外，國內銀行放款利率係依據其存款利率(資金成本)及借款者信用條件加碼訂定，因此，本行存單發行利率亦對銀行放款利率具一定程度之引導作用(圖3)。
2. 自2022年3月本行啟動升息以來，總計調升重貼現率0.75個百分點，帶動2-10天期附買回(RP)利率、30天期商業本票(CP)利率分別上升0.94個百分點、1.035個百分點；五大銀行1年期存款利率、新承作放款利率分別上升0.752個百分點、0.782個百分點。
3. 因應金融市場情勢變動，本行定期檢討調整本行存單發行機制，強化利率管理架構之功能。例如，本行自2020年4月起每日發行7天期存單，以因應銀行短天期資金大幅變動情形，有助維持市場利率之穩定。



註：五大銀行係指臺灣銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行、華南商業銀行及臺灣土地銀行。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、台灣集保結算所、證券櫃檯買賣中心

(四)結論

本行透過**政策利率管理架構**，向市場**明確傳達貨幣政策立場**，自 2022 年 3 月本行啟動升息以來，總計調升重貼現率 0.75 個百分點，有效**引導銀行存、放款利率及貨幣市場利率一定幅度之走升**。截至本**(2024)年 1 月底**，**銀行新承作放款利率高於重貼現率，30 天期 CP 利率高於本行 28 天期存單利率**，且升幅多超過 0.75 個百分點，顯示本行**政策利率有效引導市場利率走向，兩者並無脫節情形**。

未來本行將持續檢討政策利率管理架構，**適時調整貨幣政策操作工具之運用與利率操作策略**，**維持貨幣政策傳導機制之順暢運作**。

議題三：本行妥善管理銀行體系流動性，國內銀行體系並無爛頭寸情形之說明

為強化**銀行流動性風險規範**，並**保障民眾存款資金之安全性與流動性**，銀行存款資金之運用，**依法有其限制性**，**不可能全部用於放款**。惟外界常以銀行存、放款資金有差額或銀行持有超額準備，即認為本行未積極沖銷致銀行持有爛頭寸。本文說明本行透過貨幣政策操作工具持續積極沖銷銀行體系過剩流動性(surplus liquidity)，以及銀行資產配置運作實務，以利外界瞭解國內銀行體系並無爛頭寸之情形。

(一)本行運用各項操作工具，妥善管理銀行體系流動性，維持銀行體系資金於妥適水準

1. 我國由於經常帳長期順差，本行未沖銷前，銀行體系存在過剩流動性；長年以來，本行主要透過公開市場操作(**發行本行存單**)沖銷銀行體系過剩流動性；截至本(2024)年2月底，本行存單餘額為 7.83 兆元¹。
2. 除公開市場操作外，本行主要貨幣政策操作工具尚包括**準備金制度與銀行業轉存款**²；截至本年2月底，本行各項操作工具**沖銷餘額總計 12.60 兆元**³。

(二)銀行資產配置運作實務：存款資金不可能全數用於放款，且常需持有超額準備

1. 銀行存款資金之運用，必須先符合主管機關規範，如存款準備金制度與流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)。

(1)存款準備金制度係本行規定銀行應就其存款負債以現金及存放央行形式，提存一定比率之準備金(即應提準備金)，

¹ 2022 年下半年以來，本行存單餘額減少，主要係銀行主動減少申購本行存單，以因應 2022 年起 Fed 加速緊縮貨幣政策致全球金融循環緊縮，以及外資賣起台股並匯出等資金緊縮情勢，而非本行未積極沖銷銀行體系過剩流動性。

² 銀行業轉存款主要係配合政策性業務需要，其餘額變動不大。

³ 包括本行於 2022 年 7 月 1 日及 10 月 1 日兩度調升新台幣存款準備率各 0.25 個百分點，總計增加吸收銀行資金約 2,000 億元。

以因應相關**流動性需求**，並**保護存款人之資金**。此外，本行透過調整法定存款準備率，可**直接影響銀行體系可用資金數量**。

(2)**LCR** 係 2008 年全球金融危機後，巴塞爾銀行監理委員會發布之全球一致性流動性量化指標，規定銀行**應持有足夠之高品質流動資產**(High Quality Liquid Assets, HQLA)，以因應 30 天內之突發性資金流出。我國 LCR 規範係 2015 年金管會與本行共同發布及實施⁴。

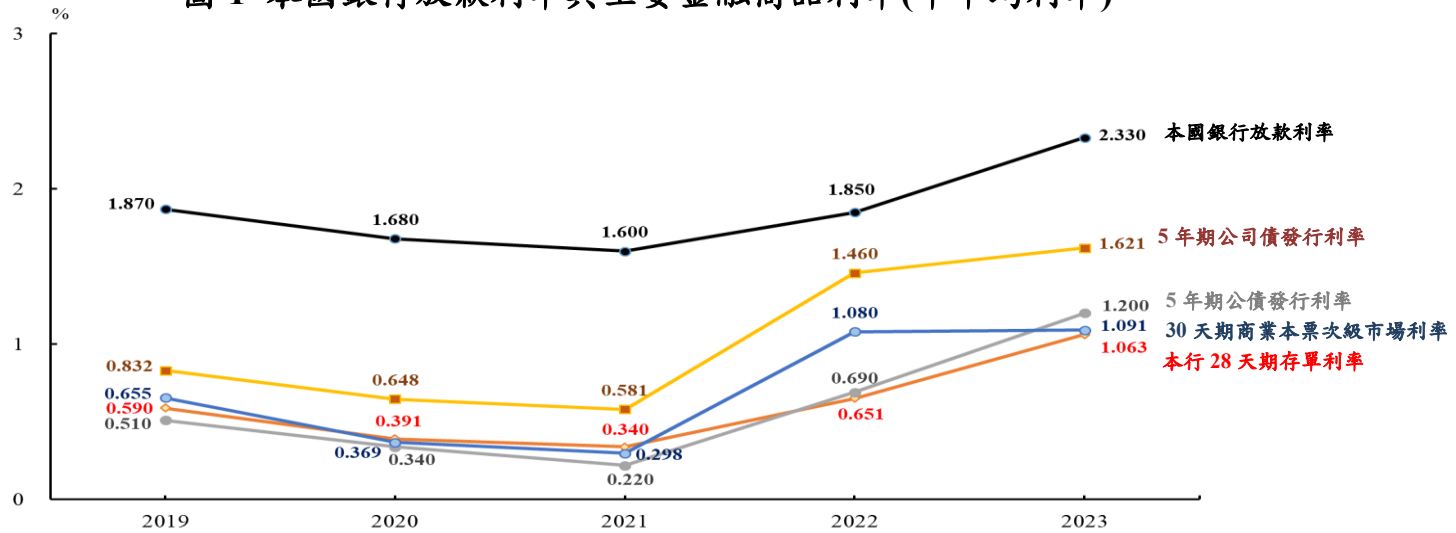
2. 銀行扣除上述法定用途後之存款資金，才可以自由運用於其他用途，其可自由運用資金之配置原則，主要係綜合考量各項資產之**收益性、流動性及資本適足率之風險係數**；由於各銀行之營運目標與策略不同，資產配置選擇因而有所不同。

(1)一般而言，**放款業務收益較高**(圖 1)，銀行會優先承做放款業務；其次，再依上述考量因素，將資金配置於商業本票、公債、公司債及本行存單等金融商品。

(2)另依據本國銀行 LCR 實際資料顯示，本國銀行會**自發性增持高於法定金額之 HQLA**，以**因應市場不確定性因素**，並**確保符合法定最低比率**。本行存單具一定**收益率**，並可**滿足銀行對 HQLA 之需求**，為**銀行資產配置之主要項目**。上(2023)年 12 月底，本國銀行實際持有 HQLA 總計 13.67 兆元(法定應有 HQLA10.27 兆元+額外增持 HQLA3.40 兆元)，其中本行存單占 HQLA 比重達 44%。

⁴ 我國 LCR 適用於本國銀行，LCR 法定最低比率由 2015 年 60%，逐步提升至 2019 年 100%。LCR=高品質流動資產(HQLA)/未來 30 天內淨現金流出總額；HQLA 主要包括：1.第一層 HQLA：公債、本行定期存單等風險權數為 0%之資產(適用係數 100%)；2.第二層 HQLA：信評等級 twBBB-以上之公司債及商業本票等(適用係數 50%~85%)。

圖 1 本國銀行放款利率與主要金融商品利率(年平均利率)



資料來源：中央銀行金融統計月報、中央銀行業務局

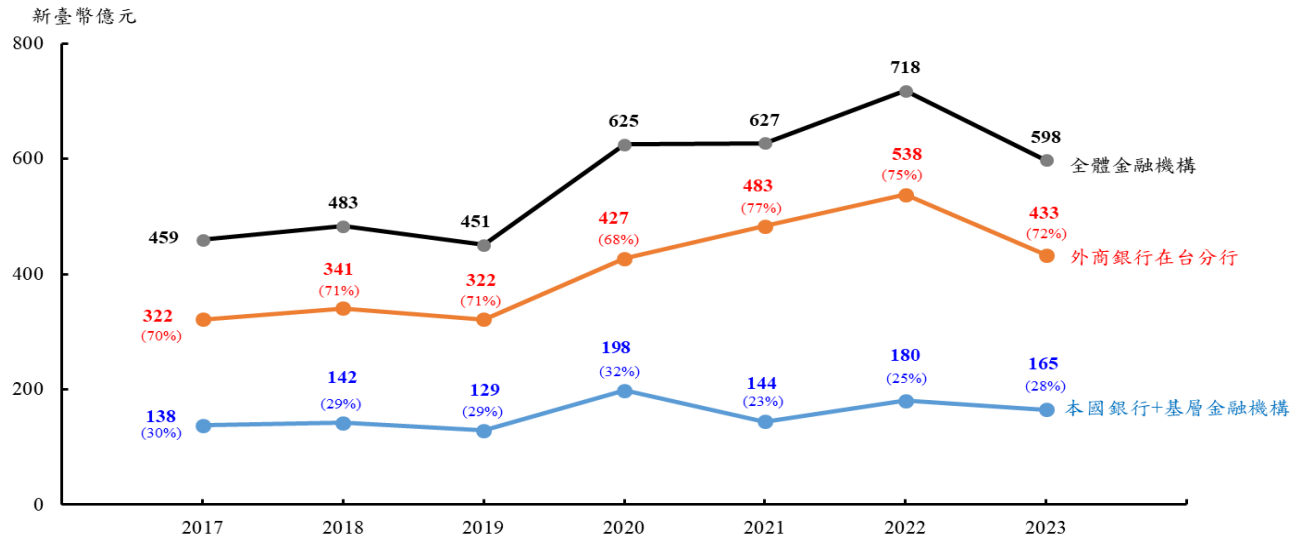
3. 銀行為因應臨時性資金需求之不確定因素，常需持有不具收益性之超額準備

超額準備係銀行實際持有準備金超過應提準備金之部分，其雖不具收益性，惟具百分之百流動性。銀行為因應資金調度之不確定性，如客戶臨時需動用貸款額度或提取大額存款等，常需持有超額準備。

(1)本行之存款準備金制度係按月計提，提存期較計算期僅落後3日，二者期間高度重疊，為避免準備金提存不足，銀行實際持有之準備金會高於應提準備金。

(2)我國銀行體系超額準備近70%係由外商銀行在台分行持有，且集中少數幾家外商銀行在台分行，主要係為因應外資客戶短期、大量移動之不確定性(如因應外資賣股匯出)，或受限於母國總行對交易對手信用風險及金融商品風險之資金運用規範，而需持有較高的超額準備(圖2)。

圖 2 我國金融機構超額準備(年平均)



註：本國銀行含全國農業金庫及中華郵政公司；基層金融機構係指信用合作社、農漁會信用部。
資料來源：中央銀行金融統計月報、中央銀行業務局

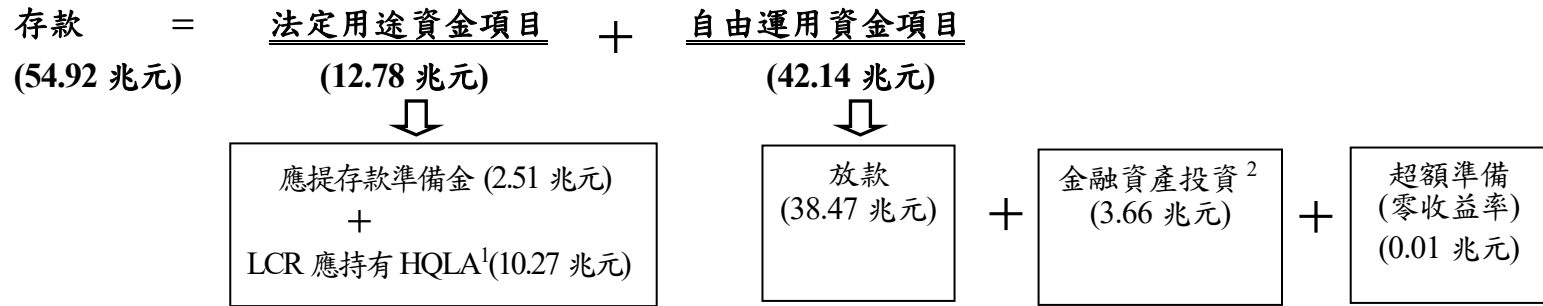
4. 以上年 12 月底本國銀行資料為例，銀行資金均妥善運用，並無爛頭寸情形(圖 3)

(1) 上年 12 月底，銀行存款資金 54.92 兆元，扣除法定用途資金 12.78 兆元後，銀行可自由運用資金為 42.14 兆元；

其中，用於放款 38.47 兆元、金融資產投資 3.66 兆元，**超額準備僅 0.01 兆元**。

(2) 銀行為**兼顧遵法性、收益率及流動性**，其存款資金全數用於法定用途、放款、金融資產投資及超額準備，**無爛頭寸情形**。

圖 3 本國銀行資金運用情形(2023 年 12 月底)



註：1.LCR 應持有 HQLA 主要為公債、本行存單。

2.金融資產投資主要為商業本票、公債、公司債及本行存單；銀行之金融資產投資，部分係屬高收益率資產，部分係為兼顧流動性而採行之必要財務操作。

資料來源：金融監督管理委員會「本國銀行資產品質評估分析統計表」、中央銀行業務局

(三)結論

本行持續運用各項貨幣操作工具，**妥善管理銀行體系流動性**，維持銀行體系資金於妥適水準。銀行存款資金之運用，依法有其限制性，**不可能全部用於放款**，另需持有具流動性金融資產及超額準備，以**兼顧遵法性、收益率及流動性**，並**保障民眾存款資金之安全性**。銀行為追求獲利成長、穩健經營目標，會依據其財務操作策略進行最適資產配置，而**無爛頭寸情形**。

四、日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動貨幣政策正常化

相較於許多主要央行為因應物價高漲自 2022 年起緊縮貨幣政策，**日本央行(BoJ)貨幣政策仍維持相對寬鬆**；BoJ 在**推動負利率政策(Negative Interest Rate Policy, NIRP)退場**、結束殖利率曲線調控(Yield Curve Control, YCC)等政策時**仍相當謹慎**。上(2023)年下半年起，在新冠肺炎(COVID-19)疫情、地緣政治風險及主要國家貨幣政策等外部因素牽動，以及國內政策影響下，日本經濟似乎正逐步走出「失落三十年」(lost thirty years)，**日經股價指數**不但突破 1989 年創下之高點 38,957 點，並**站上 4 萬點**之里程碑；**核心 CPI 年增率更連續 22 個月高於 BoJ 之 2%通膨目標**。

本(2024)年 3 月 19 日 BoJ 在判斷薪資與物價之良性循環已強化，**達成 2%通膨目標已見跡象**，除解除 2016 年 2 月以來實施的負利率政策外，亦廢除用來抑制長期利率(10 年債殖利率)揚升之 YCC 政策，且停止購買指數股票型基金(ETF)、不動產投資信託基金(REIT)等風險性資產；並將**貨幣政策架構重回以引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間 0%~0.1%左右**，係 17 年來首次升息，**跨出貨幣政策正常化之第一步**。BoJ 對結束貨幣寬鬆仍非常審慎，可能與 1990 年代以來力抗通縮與疲弱經濟成長之「日本化」經驗，以及過去重大的政策失誤相關。

BoJ 於 2013 年在「**安倍經濟學**」(Abenomics)三箭計畫下**啟動量質兼備寬鬆(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)激進貨幣政策**，惟經過 **10 年仍未實現 2%通膨率目標**。野村證券首席經濟學家辜朝明(Richard Koo)指出，**若無財政政策，日本經濟情況恐將更差**。BoJ 前總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)則主張，**真正的問題其實並非通縮，而是快速進展的少子高齡化問題**。再者，惡化的貿易條件，以及終生僱用制造成企業及 IT 產業競爭力下滑等因素，亦導致潛在經濟成長長期疲弱不振；日本經濟**最大挑戰是如何維持可持續性的成長**，關鍵則是**如何提高生產力，以帶動實質薪資持續成長**¹。

本文擬先分析日本經濟金融之現況；再回顧「日本化」慘痛經驗；接著探究日本迄今仍未完全脫離經濟困境的問題所在；進而探討 BoJ 結束負利率政策後，貨幣政策正常化過程中仍需面對之中長期結構性問題；最後則為結論。

¹ Shirakawa, Masaaki (2021), "Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis," Yale Program on Financial Stability Series, Yale University Press.

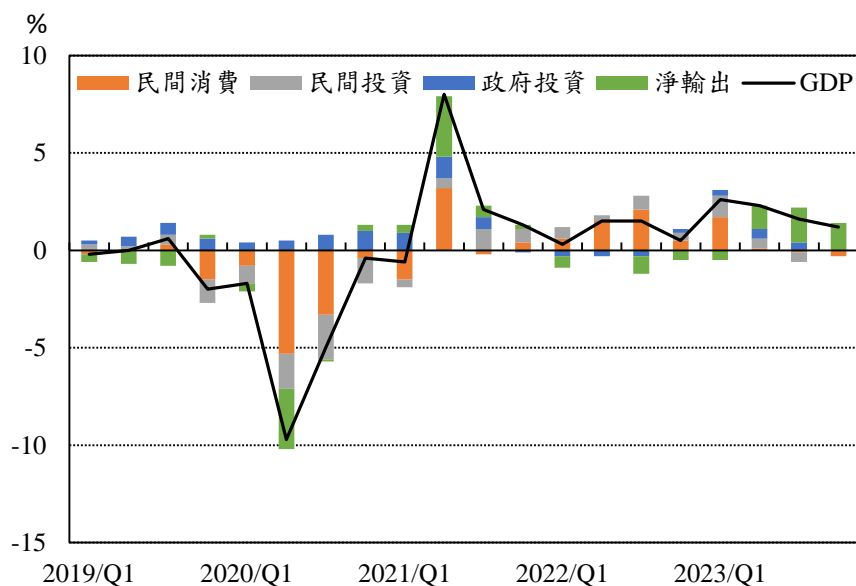
(一)日本經濟金融之現況

1. 近年日本經濟穩步走升，惟薪資升幅不及物價漲幅，經濟成長自上年第 2 季起呈現放緩

(1) 日本實質 GDP 年增率自 **2021 年第 2 季起恢復正成長**(圖 1)，之後在疫後生活正常化帶動**民間消費回溫**，加上供應鏈斷鏈危機解除、半導體短缺緩解帶動汽車出口大幅增加，促使**商品輸出加速成長**，**國際旅客強勁的消費亦帶動服務輸出增加**之下，呈現溫和復甦態勢，**上年經濟成長率為 1.9%**，連續三年呈現成長。

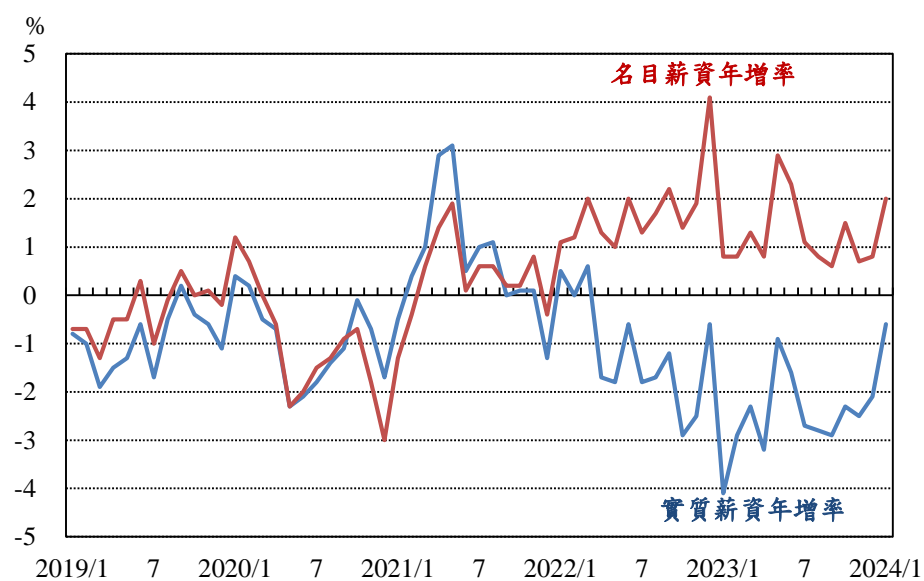
(2) 2021 年初伴隨疫情緩和，需求逐漸恢復，全球能源及食品價格反彈回升，之後爆發俄烏戰爭促使能源及食品價格進一步上揚。日本由於薪資上升幅度趕不上物價上漲速度，**實質薪資成長率**自 2022 年 4 月至本年 1 月**連續 22 個月呈現負值**(圖 2)，**嚴重打擊民間消費信心**，上年第 2 季起**民間消費成長力道明顯轉弱**；企業對節能減碳及數位化、自動化設備之投資意願旺盛，惟受到營建資材價格高漲及人手不足造成設廠延遲等供給面制約，**民間投資動能仍緩**(圖 1)。

圖 1 日本實質 GDP 年增率及主要項目之貢獻度



資料來源：日本內閣府

圖 2 日本名目薪資及實質薪資成長率

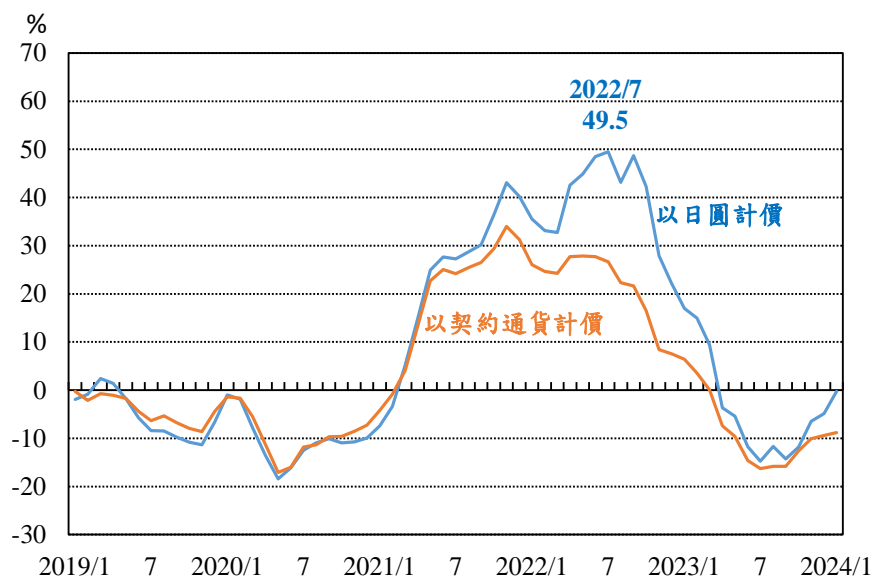


資料來源：日本厚生勞動省

2. 服務價格逐漸取代能源及食品價格成為支撐日本通膨之主力

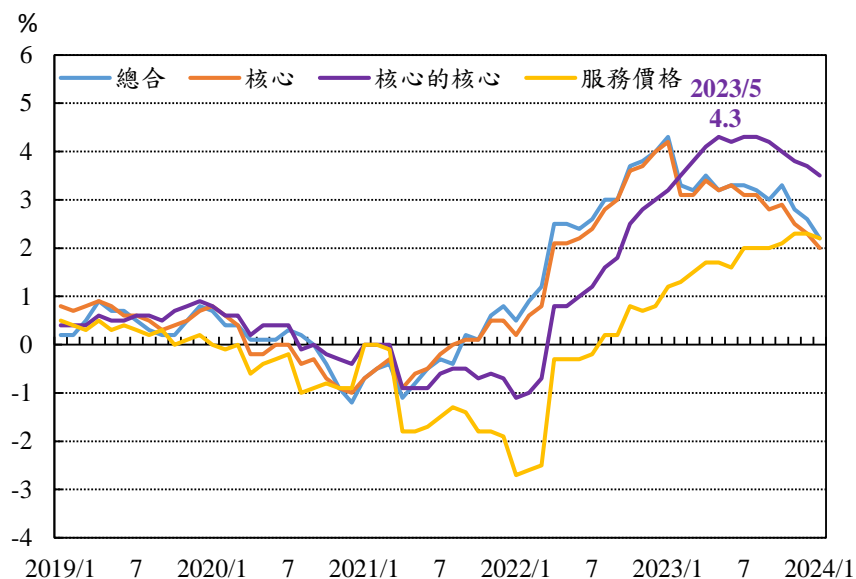
- (1) 為抑制物價漲勢，Fed 及 ECB 自 2022 年起加速升息腳步，惟 BoJ 仍為實現 2% 通膨目標而維持寬鬆貨幣政策，致美日利差擴大促使日圓加速貶值。影響所及，進口物價年增率自 2021 年 3 月起由負轉正之後加速攀升，以日圓計價之進口物價年增率於 2022 年 7 月一度升至 49.5% 之高點(圖 3)。上年 4 月起伴隨能源及原物料價格回落，進口物價年增率跌至負值。
- (2) 日本對能源及食品之進口依賴度分別高達 89% 及 21%；消費者物價指數(CPI) 結構中，食品權重高達 26%，能源權重亦達 7%。食品及日常用品價格大幅上揚，且漲價之品項擴大，核心(剔除生鮮食品)CPI 年增率自 2022 年 4 月起連續 22 個月高過 2%(圖 4)；核心的核心(核心 CPI 再剔除能源)CPI 年增率亦於上年 5 月升至 4.3%，創 1981 年 6 月以來最大漲幅。能源及原物料價格大幅回落，惟本年 1 月核心的核心 CPI 年增率仍維持於 3.5% 之高水準，顯示服務價格正逐漸取代能源及食品價格成為支撐日本通膨之主力。

圖 3 日本進口物價成長率



資料來源：BoJ

圖 4 日本 CPI 年增率



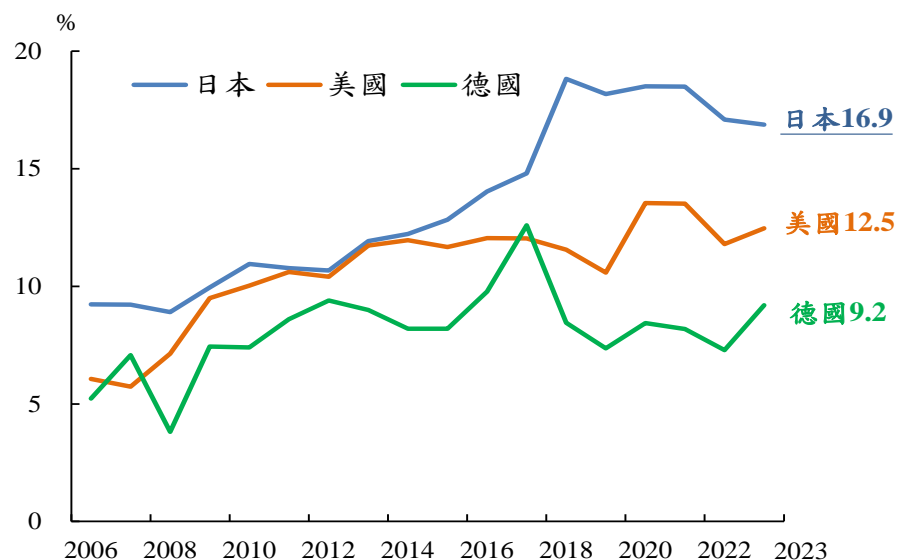
資料來源：日本總務省統計局

3. 日本政府推動公司治理改革，股價突破 1989 年歷史高點，有助提振企業投資信心

(1) 日本政府要求股價淨值比低於 1 的企業提出股價改善等公司治理改革，提升獲利能力及評價

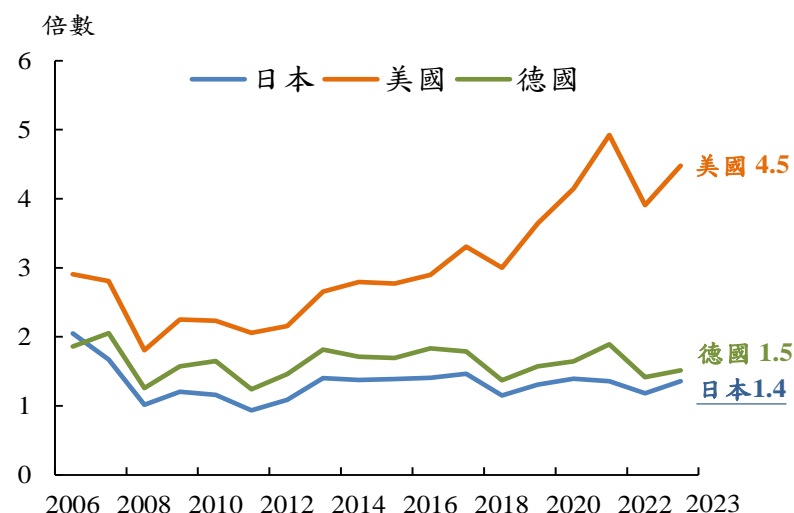
- 日本企業相較其他先進國家企業更傾向持有現金部位(圖5)，而非進行投資或支付更高薪資，主要係受根深蒂固的通縮預期、對破產的厭惡及缺乏重組程序、企業大量交叉持股致輕忽普通股東權益等日本特有因素影響。
- 日本上市公司的股價淨值比(Price-to-Book Ratio, PBR)長期低於其他主要先進國家(圖6)，且上市公司中近半數 PBR 低於1，顯示企業管理階層未能有效運用股東資本，投資人對日本企業之評價偏低。上年3月東京證交所宣布，要求上市公司提出改善企業獲利能力及市場評價之改進計畫，指示企業管理階層應盡責促使資本報酬率高過資本成本，長期增加公司價值，尤其應特別關注 PBR，若上市公司 PBR 持續低於1，企業將因此面臨股票下市處置。
- 企業開始積極進行結構性改革，上年上市企業買回庫藏股總額高達9.6兆日圓，連續三年成長，致使股東權益報酬率(ROE)、PBR 不斷提升，使得日股仍有價值重估(Re-Rating)的空間。

圖 5 日本、美國及德國企業持有現金相對總資產比例



資料來源：Bloomberg

圖 6 日本、美國及德國上市公司股價淨值比 (PBR)

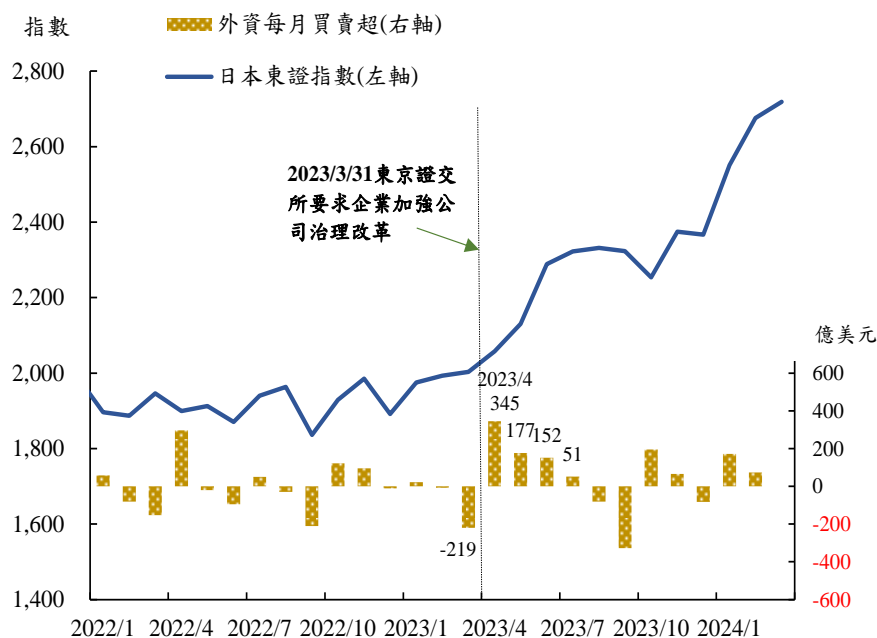


資料來源：Bloomberg

(2) 海外投資人對日本股市關注度升高

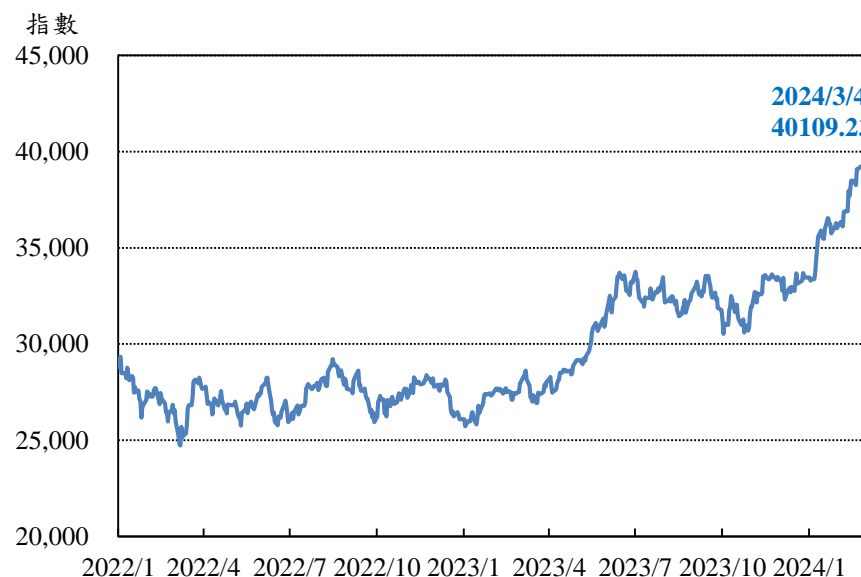
- 上述改革措施推出後，上年4月以來**海外投資人大幅增加日本股票投資**(圖7)。著名投資人巴菲特(Warren Buffett)增加日本五大商社持股，並表示**日本的低利率環境有利籌借資金進行投資**，將持續在日本市場中尋找適合的投資標的。投資人樂觀預期日本投資環境改善，東證指數(TOPIX)自上年7月突破1990年3月泡沫經濟高點後迭創新高。
- **上年東證指數漲幅高達28%**，為**全球主要股市中表現最佳**。本年以來在全球資金集中投向**半導體相關股票**之情況下，進一步**推升日經225指數**，繼3月1日刷新歷史新高後，3月4日收盤再突破**4萬點之里程碑**²(圖8)。

圖 7 日本東證指數外資買賣超情形



資料來源：日本金融廳，Bloomberg

圖 8 日經 225 指數走勢



資料來源：LSEG Datastream

² 日本東證指數與日經 225 指數都是投資日本市場時的重要指數，差別在於日經 225 指數是股價加權，東證指數則是主流的市值加權，且涵蓋的股票更多，因此評估日本市場時，東證指數雖然知名度低於日經 225 指數，但更具有參考價值。

(3) 以免稅措施引導家庭持有之現金存款投入股市

- 日本個人金融資產高達2,000兆日圓，**一半以上以存款及現金持有**。相較於歐美國家，過去20年美國家庭金融資產成長3倍，英國成長2.3倍，而日本僅成長1.4倍。2014年日本政府為鼓勵更多民眾進行投資，推動**個人小額投資免稅制度**(Nippon Individual Savings Account, NISA)，進行**長期、分期及多元化的小額投資**。
- 為引導家庭持有之現金投入股市，除積極推動公司治理改革，日本首相岸田另提出「**資產所得倍增計劃**(Asset-Income Doubling Plan)」。作為「**資產所得倍增計畫**」的一部分，日本金融廳於本年1月推出新的NISA，**提高原本NISA中的免稅投資額度**(包括資本利得、股利)，且**取消原免稅期間限制**(表1)，**鼓勵民眾將家庭儲蓄轉為投資**。惟相較外國投資人對日股的熱情，或許因過去日本泡沫經濟之陰影，截至目前日本散戶尚未積極進場，其資金多流向全球股市基金³。

表 1 日本個人小額投資免稅制度(NISA)

帳戶分類	舊 NISA			2024 年新 NISA	
	標準 NISA	每月定期定額 NISA	未成年 NISA	每月定期定額 NISA	成長型投資 NISA
	須擇一			可併用	
申請截止期	2023 年	2023 年	2023 年	不限	不限
免稅期間	5 年	20 年	5 年	不限	不限
年度免稅投資額度(日圓)	120 萬	40 萬	80 萬	120 萬	240 萬
總免稅投資額度(日圓)	600 萬	800 萬	400 萬	1,800 萬	1,200 萬
適用投資標的	上市股票、ETF、基金、REITs 等	指數型基金	上市股票、ETF、基金、REITs 等	指數型基金	上市股票、ETF、基金、REITs 等
適用民眾	成年民眾	成年民眾	18 歲以下民眾	成年民眾	成年民眾

資料來源：日本金融廳

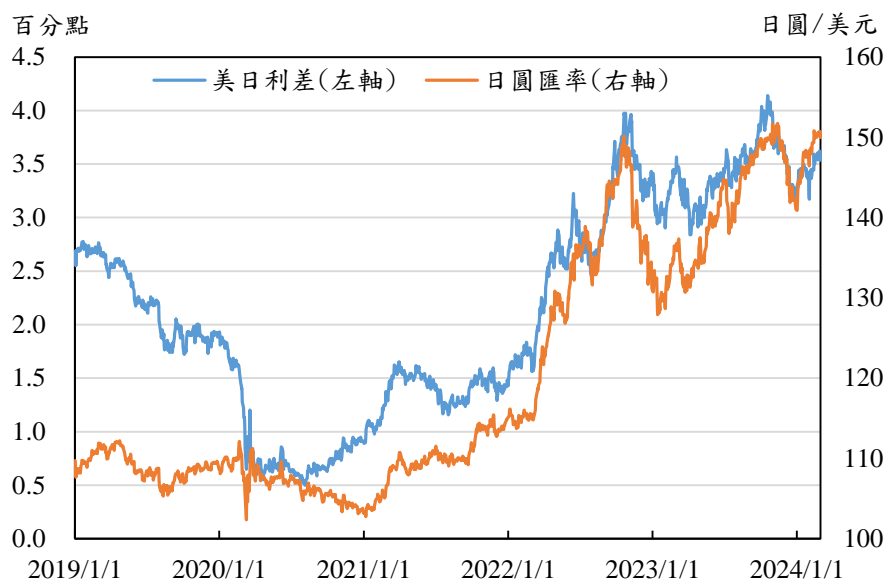
³ 參考 The Economist (2024), “As the Nikkei 225 Hits Record Highs, Japan’s Young Start Investing,” *The Economist*, Feb. 22; Lewis, Leo (2024), “Will Retail Investors Back Japan’s Stock Market Breakthrough?” *Financial Times*, Feb. 24。截至本年 1 月底，日本 5 大網路證券公司的新增開戶數多達 90 萬人。日本政府預估 2027 年時，NISA 的總開戶數將從 2022 年 6 月的 1,700 萬人增加至 3,400 萬人；投資總額則從 28 兆日圓增加至 56 兆日圓。根據日本投資信託協會調查，20~29 歲的日本年輕人中，上年投資基金的比重為 23%，高於 2016 年的 6%；30~39 歲的日本民眾中，此一比重亦從 10% 上升至 29%，成長大於其他年齡層。但問題是，比起日本國內市場，許多日本年輕人更喜歡海外市場。

4. BoJ 仍維持寬鬆貨幣政策恐加重日圓貶勢，日圓匯價低落損及購買力，不利內需復甦

(1) 為抑制日圓貶勢，日本財務省自 2022 年起數度執行外匯干預，BoJ 亦擴大 YCC 操作區間，惟未能有效阻止日圓貶勢。本年以來美國各項經濟數據仍強勁，Fed 表示可能延遲降息腳步，市場預期短期內美日利差擴大現象仍難改善而加重日圓貶勢(圖 9)。本年 2 月中旬日圓再度貶破 1 美元兌 150 日圓之心理關卡，財務省再提出警告將適時干預，試圖消弭市場強烈的投機氣焰。

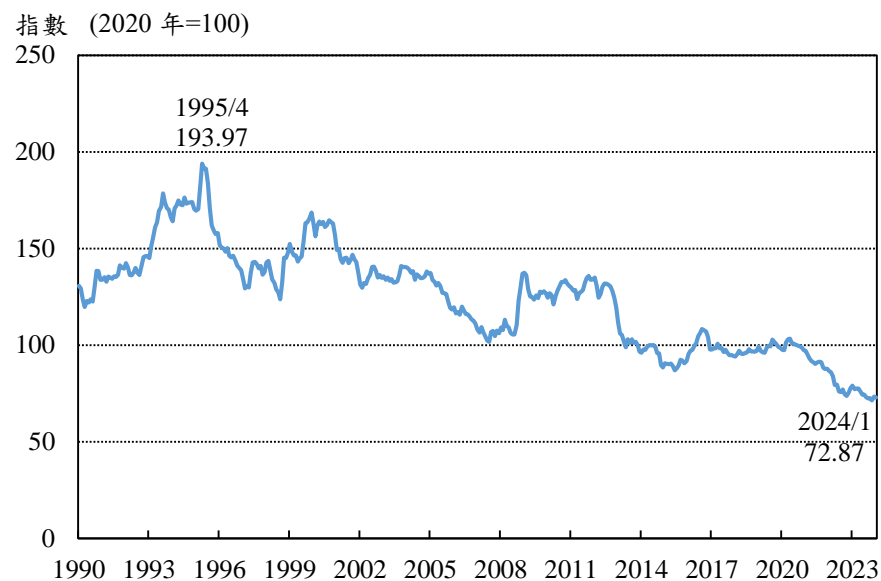
(2) 根據 BoJ 公布之本年 1 月實質有效匯率指數為 72.87(圖 10)，已低於 1970 年 8 月之低點 73.45，且接近過去 1 美元兌 360 日圓之固定匯率時代；相較於 1995 年 4 月之高點，大幅下降約 6 成，日圓匯價低落對進口成本之影響最為明顯。根據智庫估算，2022 年每個家庭之日常生活必需品費用大幅增加約 10 萬日圓⁴。

圖 9 美日 10 年期公債殖利率利差及日圓匯率



資料來源：LSEG Datastream

圖 10 日圓實質有效匯率指數



資料來源：BoJ

⁴ 酒井才介、風間春香、中信達彦、南陸斗 (2022)，「止まらない物価上昇と家計負担増」，Mizuho RT EXPRESS，みずほリサーチ&テクノ，11 月 22 日。

(二)日本迄今仍未完全脫離「日本化」之困境⁵

1. 1990 年代以來，日本在國內外環境劇變等因素影響下，長期陷入低利率、低通膨、低成長之經濟困境

「日本化」(Japanification 或 Japanisation) 乙詞，最早出現於 1990 年代後期，主要係描述日本產業、文化的擴散。2010 年前後，經濟學家開始以「日本化」乙詞，來描繪日本自 1990 年代以來，力抗因國內外環境劇變所形成的通縮與疲弱經濟成長之情況。特別是全球化快速發展、中國大陸崛起，日本所面臨的外部挑戰與日俱增。

(1) 日本陷入低利率、低通膨、低成長困境之背景

1985 年「廣場協定」 (Plaza Accord) 日圓大幅升值

- G5(美國、日本、德國(統一前的西德)、英國、法國)為改變當時日本鉅額貿易順差的情況，於**1985 年 9 月 22 日**簽訂「**廣場協定**」，致**日圓兌美元**在短短 3 年內**升值逾 50%**，**日本企業**大量外移。

因應日圓升值，BoJ 採寬鬆貨幣政策

- 為協助出口產業，1986~1987 年，BoJ 將重貼現率從 5.0% 大幅調降至 2.5%。
- 日本銀行業貸款浮濫，房地產、股票價格飆漲，造成嚴重的**資產泡沫**(asset bubble)。

在資產泡沫下，BoJ 轉採強烈緊縮貨幣 政策

- **1989 年 5 月起** BoJ 轉而採取**強烈的緊縮性措施**，**BoJ 的重貼現率**在短短 **1 年多**的時間內，大幅調升 **3.5 個百分點**(從 **2.5% 升至 6.0%**)。
- 資產泡沫破滅 → 「**資產負債表型衰退**」(balance sheet recession)、自我增強的「**通縮惡性循環**」(deflation vicious cycle)。

因應資產負債表型衰退， BoJ 採零利率及 QE 政策

- 1991 年中起 BoJ 大幅降息，1999 年 2 月更進一步採零利率政策。
- 2001 年 BoJ 史無前例地採行**量化寬鬆(QE)**政策。

重大的政策失誤+ 兩次金融危機

- **1997 年日本首相橋本誤判**經濟好轉，**提高消費稅**，肇致**日本經濟連續幾季衰退**。
- 1997 年爆發**亞洲金融危機**。
- **2000 年 BoJ 誤判**景氣已復甦，**貿然升息**，導致**日本經濟**又開始**惡化**(連同 1997 年的這兩次錯誤政策，一般咸信對日本經濟造成嚴重後果)。
- 2006 年 BoJ 總裁福井俊彥(Toshihiko Fukui)過早結束 QE。
- 2008 年爆發**全球金融危機**。
- 2009~2011 年日本再陷入**通縮危機**，至今仍難完全脫離困境。

失落三十年

⁵ 主要取材自中央銀行(2019)，「『日本化』的經驗與啟示—貨幣寬鬆、財政激勵與結構性改革搭配的效益」，央行理監事會後記者會參考資料，12月19日。

(2) 1990年代以來，全球化快速發展、中國大陸崛起，日本面臨的外部挑戰日增

- 1990年代以來，伴隨全球經濟加速整合，尤其**中國大陸於2001年加入世界貿易組織**(World Trade Organization, WTO)後，在全球**輸出大量廉價商品**，對全球經濟帶來重大影響。
- 伴隨中國大陸出口大量價格低廉的商品，日本等許多先進國家的工廠倒閉、製造業工作機會流失；全球化高度發展、中國大陸崛起等外部挑戰，使**日本面臨通縮、製造業空洞化等問題**。

(3) 日本政府兩次重大政策錯誤的慘痛經驗⁶

- 1997年4月，日本**首相橋本誤判日本經濟已進入復甦軌道**，將**消費稅稅率從3%提高至5%**，並一度**縮減政府支出**、降低財政赤字，導致日本**面臨連續數季的經濟衰退**，甚至險使經濟崩潰⁷。此一錯誤還好被即時發現，並轉而採行與先前完全反向的財政政策，日本經濟始起死回生。
- BoJ 從1991年7月起持續降息，至1999年2月更進一步採行零利率政策；2000年8月11日，**BoJ 誤判景氣已復甦**，**貿然調升無擔保隔夜拆款利率**，結果導致**景氣復甦中斷**，最終不得不再次降息矯正錯誤。經此事件後，或有論者指出，儘管當時日本的通縮情況已趨緩，但通膨率仍為負值，且正值美國發生科技泡沫事件，經濟前景應屬疲弱，故質疑 BoJ 過早退出寬鬆貨幣政策措施；事實證明，之後日本經濟開始惡化，致 BoJ 不得不在2001年推出 QE；**這對 BoJ 的聲譽與可信度，帶來嚴重的傷害**。

2. 日本政府雖陸續採因應對策以提振經濟，惟仍無法完全擺脫「日本化」困境

(1) 1990年代初期，日本經濟低迷，為提振景氣，日本當局不斷採取寬鬆性貨幣政策、擴張性財政政策⁸。

- BoJ 持續**降息至接近零**，並採**量化寬鬆 (QE)**政策，提供市場充裕的流動性。
 - 1991年7月起，BoJ 不斷降息，重貼現率由6%降至1995年9月的0.5%；1999年2月，進而採**零利率政策**。
 - 2001年3月，鑑於**零利率政策仍無法奏效**，BoJ 總裁速水優(Masaru Hayami)遂採行史無前例的**QE**。

⁶ 主要取材自中央銀行(2014)，「美、日兩國央行量化寬鬆政策之內涵及其可能影響—附錄『國際間重蹈政策失誤的例子』」，央行理監事會後記者會參考資料，12月18日。

⁷ Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession," *Business Economics*, Vol. 36, Iss. 2, Apr. 2; 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第32卷第2期，6月。

⁸ 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第32卷第2期，6月；鈴木智也(2019)，「裁量的な財政政策の効果？—平成を振り返り、次の景気後退に備える」，日本生命保險基礎研究所，3月8日。

—日本政府積極動用擴張性財政政策，以填補民間部門有效需求的不足。

- 在嚴重的資產負債表型衰退下，因民間需求明顯不足，亟需日本政府扮演激勵經濟的角色。

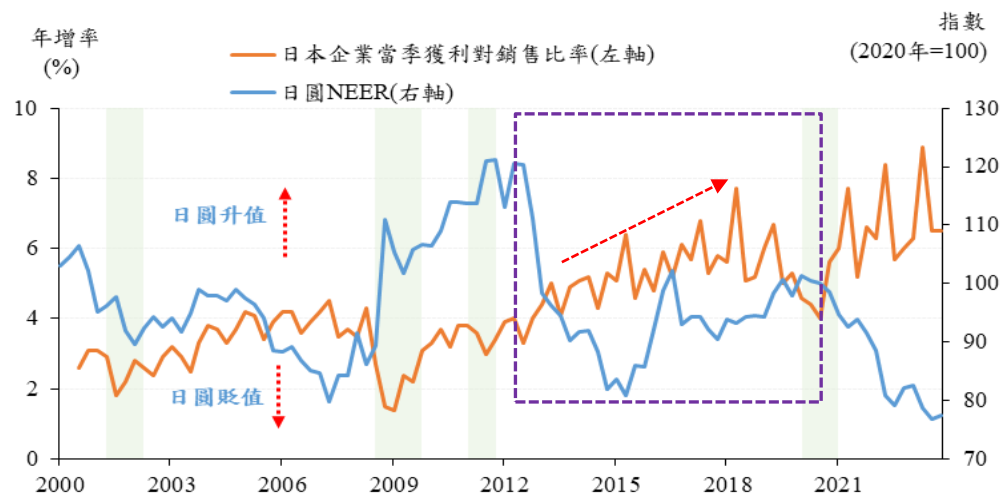
- 1992~2012年，日本政府共推出 22 次、總規模達 375.7 兆日圓的經濟激勵措施，其中包括約 127 兆日圓的財政支出。

(2) 2012年日本開始採行「安倍經濟學」，有助於日本金融市場，惟仍無法完全脫離「日本化」困境。

—2012年12月26日安倍晉三(Shinzo Abe)就任日本首相後，提出「安倍經濟學」的三箭計畫，即寬鬆貨幣政策、擴大財政支出，及成長策略(經濟結構改革)，分別為短期(為期1~2年)、中期與長期的計畫。

—時任 BoJ 總裁黑田東彥(Haruhiko Kuroda)亦配合啟動 QQE⁹，試圖藉由激進的寬鬆貨幣提高通膨預期促使實質利率下降，藉以刺激企業與家庭的投資與消費活動，一舉扭轉長期以來民眾根深蒂固的通縮心態。QQE 實施之後，日圓因扮演避險天堂角色而過度升值之情況大幅修正，企業獲利明顯獲得改善(圖 11)。

圖 11 日本企業當季獲利對銷售比率及日圓 NEER



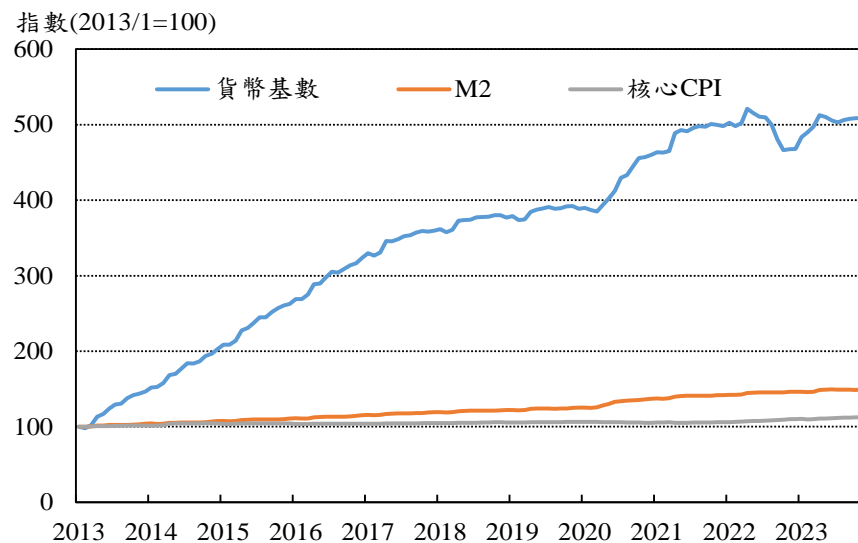
**綠色陰影面積分別為 2001 年下半年網路泡沫、2008 年底全球金融危機、2011 年 3 月日本 311 大地震及 2020 年中 Covid19 疫情爆發期間。

資料來源: Bloomberg

⁹ 黑田認為 BoJ 的貨幣寬鬆力道過小，宜加大量化寬鬆；白川則認為 BoJ 量化寬鬆規模已大，問題並非貨幣數量不足，而是被貨幣流通速度下跌所抵銷，唯有進行結構改革，提高民眾信心、成長預期才是正途。黑田與白川不同調的主張，外界將之稱為「黑白論戰」。

—QQE 促使日圓大幅回貶、股價上漲，有助扭轉長期以來日本投資持續下滑之窘境，協助產出缺口一度由負轉正。惟 2014 年原油價格大幅下跌所形成不利拉抬通膨的負面衝擊，影響日本通膨預期重新制約(re-anchor)的過程，加上通膨預期的滯後效應比預期更強。最終 QQE 未能有效進一步激勵企業投資信心帶動 M2 同步擴增，企業及家計部門大量的閒置資金仍留滯於金融體系中，致使最初宣稱能在 2 年之短期內達成 2%通膨目標並未實現(圖 12)。

圖 12 日本貨幣基數、M2 及核心 CPI 之變化



資料來源：BoJ 及日本總務省統計局

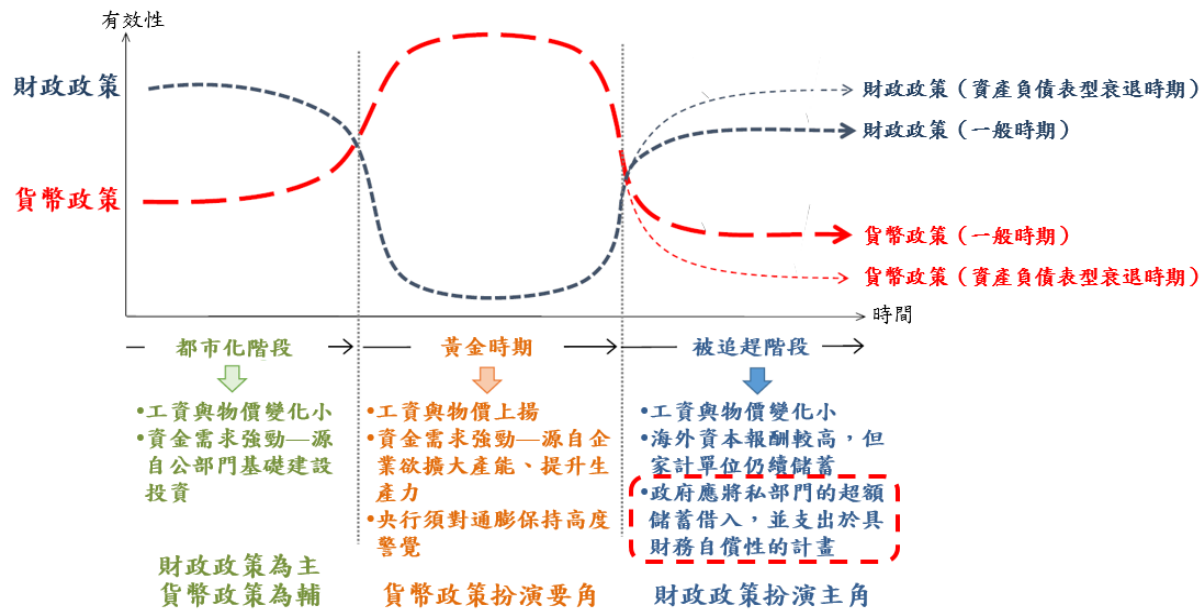
3. 為解決「日本化」問題，妥適的政策搭配至關重要

(1) 隨經濟發展階段演進，因經濟面臨的問題不同，適合的政策亦不同；當經濟發展至一定程度，財政政策的角色更重要。

—野村證券首席經濟學家辜朝明指出，當經濟體的薪資水準高到一定程度、國內具吸引力的投資機會罕見，企業會開始向外尋求機會；此時私部門資金需求低迷，故無須擔心排擠效果(crowding-out effect)，應由財政政策扮演主

角；尤其是，在資產負債表型衰退時期，財政政策的有效性更強¹⁰(圖13)。

圖13 經濟發展的3個階段與貨幣政策、財政政策之有效性



資料來源：Koo (2018)

— Fed 前主席 Bernanke 於 2003 年演講時表示，日本同時使用貨幣激勵及財政激勵以因應經濟衰退(例如對家計單位及企業減稅，再輔以 BoJ 增加購買政府債務)，比單獨使用任何一項工具更有效¹¹。

— 若干研究質疑日本所採的財政激勵效果不大，惟辜朝明指出，若無財政激勵措施，日本經濟可能早就已衰退 20% 或 30%¹²。

¹⁰ Koo, Richard (2018), “The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization,” *Nomura*, Mar.; Koo, Richard (2016), “The Other Half of Macroeconomics and the Three Stages of Economic Development,” *Real-World Economics Review*, Issue No. 75.

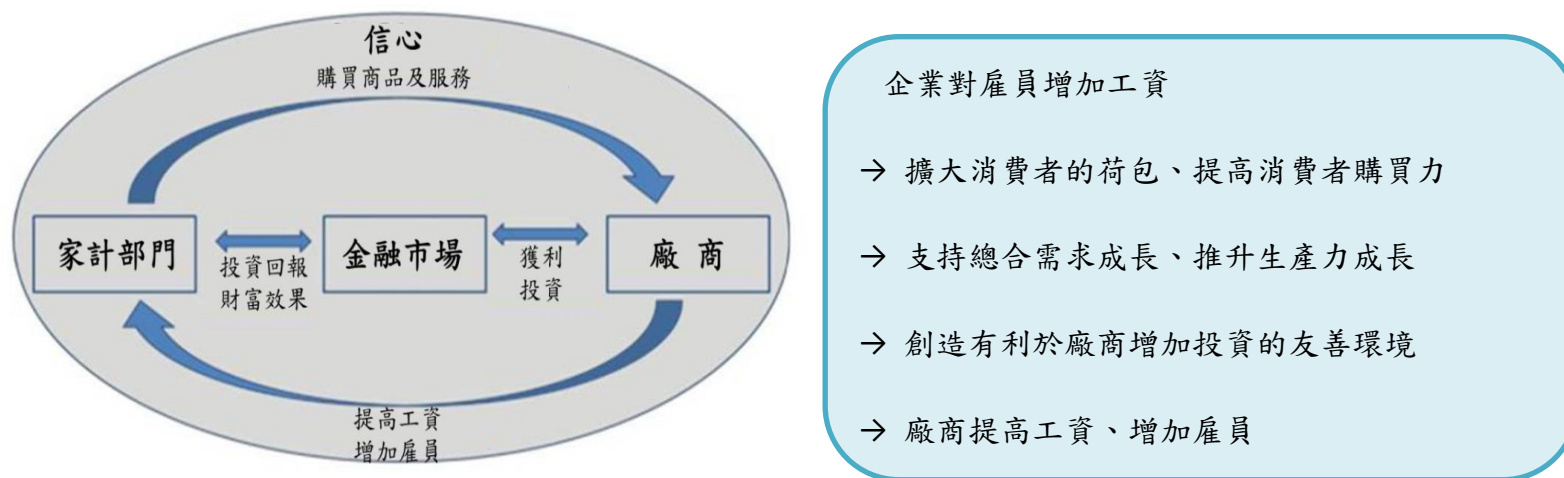
¹¹ Bernanke, Ben S. (2003), “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan,” Remarks at the Japan Society of Monetary Economics, May 31; Seidman, Laurence (2006), “Learning about Bernanke,” *Challenge*, Sep.-Oct.

¹² Koo, Richard C. (2001), “The Japanese Economy in Balance Sheet Recession,” *Business Economics*, Apr., pp.15-23; Koo, Richard (2018), “The Other Half of Macroeconomics and the Fate of Globalization,” *Nomura*, Mar.

(2)結構性問題未能妥善解決，或為日本難以突破經濟困境的重要因素。

- 在人口結構變遷(如生育率下降、高齡化等)等結構性壓力下，**結構性改革**的**進展**似嫌**不夠積極**¹³，或為其難完全脫離「日本化」困境的原因。
- 時任安倍首相及黑田總裁均致力**敦促企業為員工加薪**，希望能帶動物價緩升、創造經濟成長的良性循環，亦即訴諸所謂的「**薪資帶動型成長策略**」(Wage-led Growth Strategy)(圖14)。惟長期受制於「日本化」之困境，**薪資與物價不會輕易上漲的假設與心態**已在日本社會根深蒂固，並**未能成功推動薪資與物價朝向良性循環進展**。

圖 14 透過提高名目薪資，創造經濟成長的良性循環



資料來源：Botman, Dennis and Zoltan Jakab (2014), “Abenomics—Time for a Push from Higher Wages,” *IMFdirect*, Mar. 20

¹³ Nohara, Yoshiaki (2019), “Abenomics Virtuous Cycle Lacks Traction as Milestone Looms,” *Bloomberg*, Nov. 18.

(三)日本經濟困境的真正問題：快速進展的少子高齡化現象等結構性因素¹⁴

BoJ 前總裁白川方明主張，唯有改善快速進展的少子高齡化問題、惡化的貿易條件，以及終生僱用制造成企業及 IT 產業競爭力下滑等因素，才能有效解決日本經濟的結構性問題。

1. 人口結構變化嚴重影響經濟成長

- (1) 日本總人口自 2008 年約 1 億 2,800 萬人之高峰，下滑至 2023 年的 1 億 2,443 萬人(圖 15)，約減少 3%。另一方面，15~64 歲之工作年齡人口，於 1995 年即達高峰之 8,726 萬人，2023 年降至 7,397 萬人，29 年間約減少 15%。
- (2) 工作年齡人口減少速度剛開始時仍緩慢，之後逐漸加速，至 2012 年戰後第一波嬰兒潮「團塊世代」開始大量退休¹⁵，每年約減少約 100 萬人。影響所及，工作年齡人口占總人口比重加速惡化(圖 16)。
- (3) 65 歲以上高齡者相對工作年齡人口之比率，1970 年代為 10.2%，推估至 2048 年將達 71.8%，如此快速進展的高齡化現象在世界經濟史上未見先例。

圖 15 日本高齡化現象加速惡化

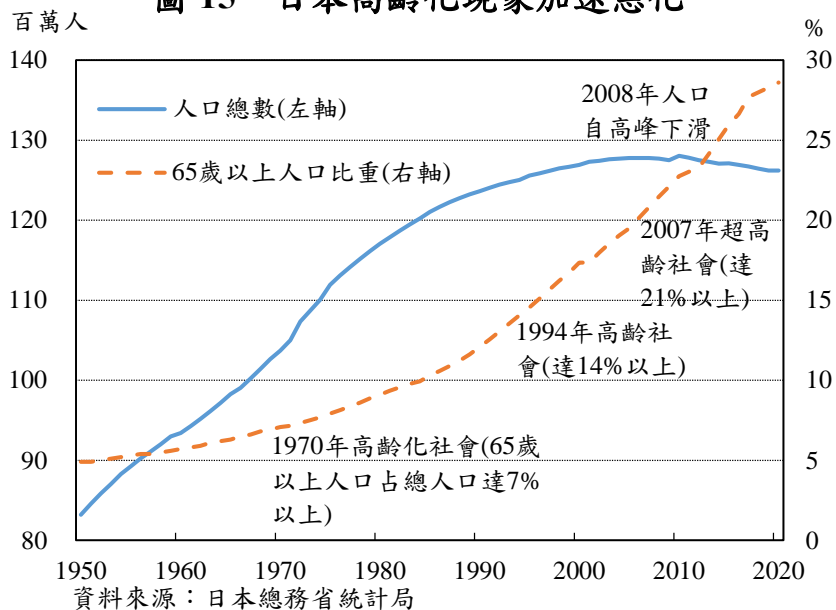
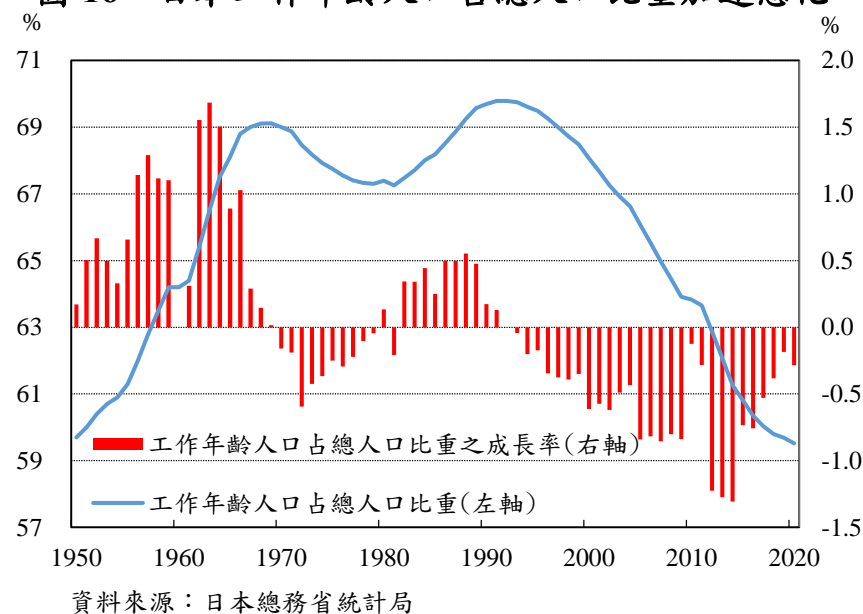


圖 16 日本工作年齡人口占總人口比重加速惡化

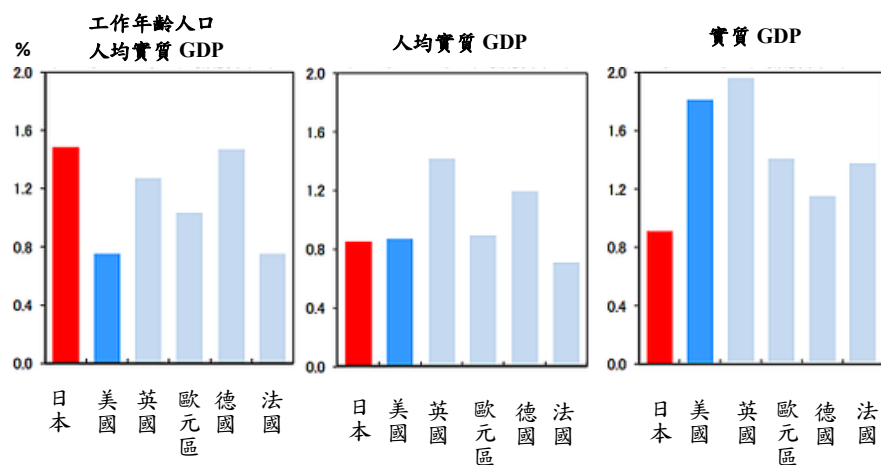


¹⁴ 參考 Shirakawa, Masaaki (2021), "Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis," Yale Program on Financial Stability Series, Aug.。

¹⁵ 「團塊世代」係指二次戰後日本於 1947~1949 年出生之第一波嬰兒潮，每年有新生兒 270 萬(2022 年新生兒僅 77 萬)，總計約 810 萬人，約占總人口之 2.7%，2007 年至 2009 年達到 60 歲，2012 年至 2014 年達到 65 歲。

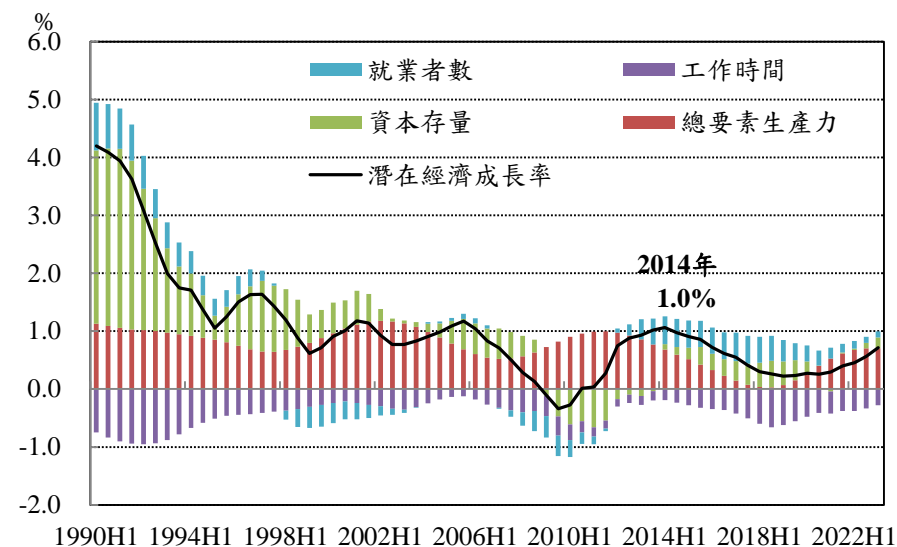
- (4) 為了解工作年齡人口減少對日本經濟之影響，Sirakawa (2021)比較 2000~2010 年 G7 各國之實質 GDP 成長率與工作年齡人口人均實質 GDP 成長率。日本之實質 GDP 成長率於 G7 各國中屬較低水準者；惟工作年齡人口人均實質 GDP 成長率則與德國並列，屬較高水準者，因此日本若欲進一步提高勞動生產力需要相當努力；再觀察人均實質 GDP 成長率，日本則大致維持與各國平均的水準(圖 17)。
- (5) 改變勞動人口與生產力等兩個因素，有可能提升潛在經濟成長率，惟欲於短期內快速提升勞動人口與生產力相當不容易。安倍首相於 2013 年修改「高齡者僱用安定法」，將勞工退休年齡由 60 歲延長至 65 歲，並新增對 65 歲至 70 歲高齡者之就業確保措施；為激勵企業僱用高齡者，積極提供助成金與租稅優惠措施，確實發揮了提升高齡者勞參率之效果，成功增加就業者數，緩和潛在經濟成長率下滑的速度。
- (6) 日本之潛在經濟成長率由 2014 年之 1.0%持續下滑，近年則在企業推動數位化改革提升總要素生產力之努力下已略見回升¹⁶(圖 18)。

圖 17 主要先進國家之經濟成長率 (2000~2010 年)



資料來源：Sirakawa (2021)

圖 18 日本之潛在經濟成長率



資料來源：BoJ

¹⁶ 海津政信 (2022),「デジタル化による経済の好循環を期待」, 財界観測, 野村證券金融經濟研究所, 8月26日。

2. 觀察 2000 年以後日本、美國及德國貿易條件之趨勢，可發現日本惡化之情況最為嚴重

- (1) **日本貿易條件**(Terms of Trade, ToT)惡化的原因之一，雖來自**原油價格上漲**(2001~2008 年布蘭特原油價格由每桶約 24 美元上升至約 98 美元)，惟**與同為資源進口國之德國比較**，日本惡化之情況特別突出(圖 19)。**日本 ToT 持續惡化之另一項主因**，係**出口價格持續低迷不振**所致。由於 2000 年至 2008 年全球危機之前，日圓兌主要通貨匯價並未明顯走強(圖 10)。據此，可推論日本出口商品之競爭力下滑，為確保出口及生產量不得不採取調降價格之策略。
- (2) 日本主要出口商品中，最典型的例子就是**家電及電子產業**(圖 20)，**日本被南韓及中國大陸的企業追上**之後，不得不**忍痛調降價格**。反觀**德國**企業，以**高級汽車及資本財**為主力出口產品，**成功調升價格**。**瑞士**企業即使在瑞士法郎較日圓明顯升值之情況下，仍以**精密機械及醫藥品**為主力出口產品，成功調升價格。
- (3) 日本企業在產品製造之生產力提升方面並不遜色，未來唯有從**提升具高附加價值及魅力的財(耐久財或消費財)與服務方面努力**，才可能改善競爭力持續下滑的問題¹⁷。

圖 19 日本、美國及德國之貿易條件

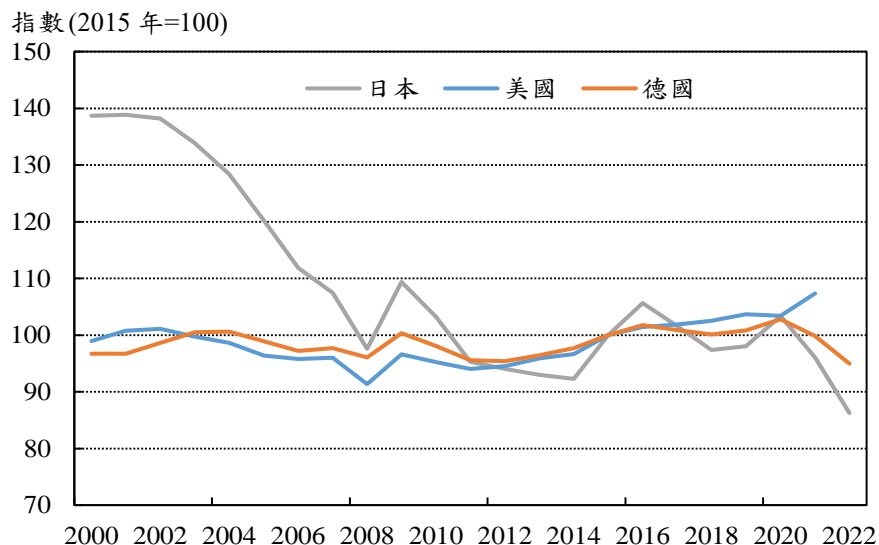
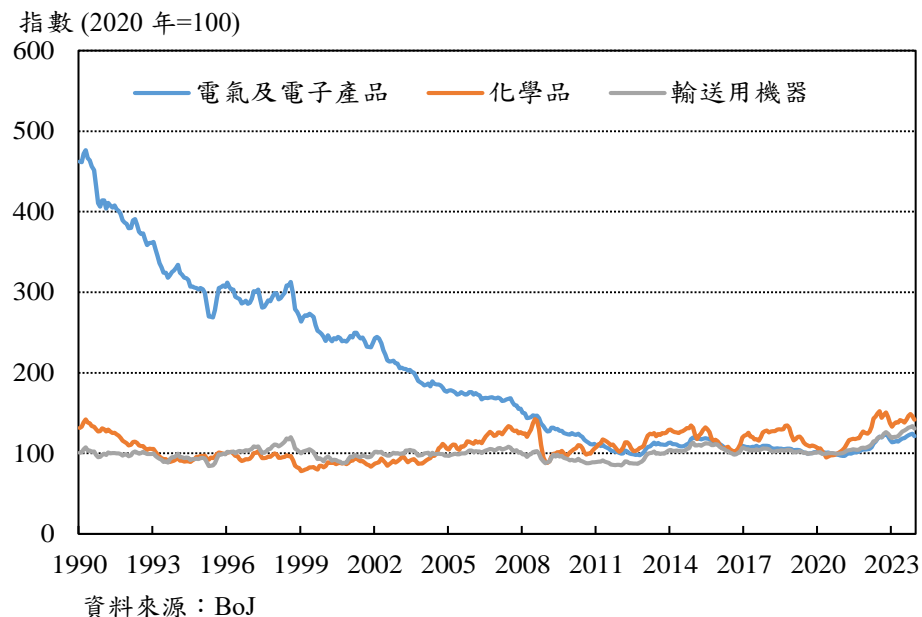


圖 20 日本主要出口商品之出口價格指數

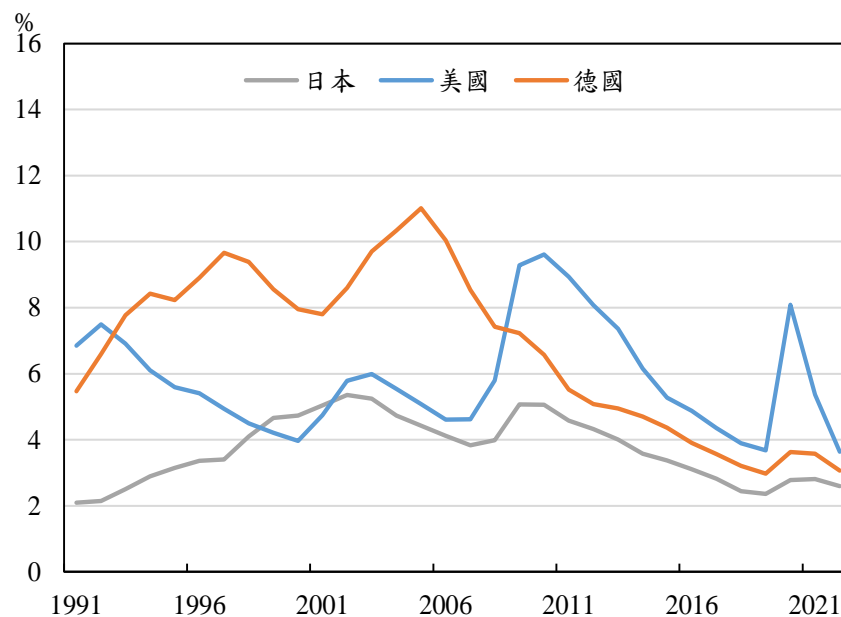


¹⁷ Shirakawa, Masaaki (2021), "Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis," Yale Program on Financial Stability Series, Aug.

3. 日本企業長期執行終生僱用制，造成許多不具經營效益之部門，ICT 產業競爭力下滑

- (1) 當面臨外部危機時，日本企業習慣維持勞工僱用，非必要不執行裁員，失業率長期以來較其他先進國家如美國及德國低(圖 21)。因此，**企業內持續存在許多不具經營效益的冗員部門**，導致**成長預期持續下滑**。不具經營效益的冗員部門，因不具價格競爭力，導致**商品售價及勞工薪資下降**，**長期的通膨預期因而持續低迷不振**。
- (2) 過去日本企業對半導體及液晶顯示器等高科技產品之製造及研發，基本上於同一家企業集團內完成。因此，相對自我封閉的日本式企業經營型態尚可因應。惟近年來，跨企業及跨國境之開放式創新成為主流，**日本企業之終生僱用制度反而導致勞動市場缺乏充分的流動性**，**ICT 產業之競爭力因而持續下滑**。
- (3) 近年岸田首相推動「新資本主義」特別重視勞動市場改革，提出 5 年 1 兆日圓之預算，致力**建立企業間及產業間勞動力順利移轉之機制**，並**擴大企業對勞工技能再培訓之支援計畫**等，藉以改善終生僱用制之弊病。

圖 21 日本、美國及德國之失業率



資料來源：IMF

4. 日本輕忽潛在經濟成長率反轉下滑之警訊

觀察泡沫經濟破滅後最初 10 年之日本經濟，主要係對經濟泡沫之形成與破滅之巨大衝擊進行調整，該等調整為左右經濟活動之主要因素。若泡沫經濟之後遺症真的是經濟變動之主要因素，那麼只要靜待企業之過度僱用、過度機器設備投資，以及過度舉債等 3 個問題，伴隨時間之推移而被消化之後，日本經濟就可回到成長的軌道。惟 Sirakawa (2021)認為此一想法犯下兩點錯誤：

- (1) 泡沫經濟破滅之初期，**潛在經濟成長率反轉下滑**(圖 18)，惟企業家、投資人或社會大眾**誤認仍能維持於高水準。為追求高利潤，仍積極投資及借貸**，結果**留下大量閒置的機器設備**，以及**巨額的債務**。再者，人口動態對潛在經濟成長率及不動產價格亦造成影響。不巧的是，**日本之工作年齡人口相對總人口比率**(圖 15)**與不動產價格**，**幾乎於同一時間由高峰反轉下滑**，加重了對潛在經濟成長率之不利影響。
- (2) **過去成功的商業模式及終生僱用制與全球資通訊技術革命出現嚴重適應不良的現象**，以及**工作年齡人口快速減少**等兩個新增因素，與泡沫經濟破滅並無直接關連，惟進一步壓低潛在經濟成長率。BoJ 於 1990 年代已注意到它們的影響，惟其**影響力遠超過原先之預期**。

5. 「日本教訓」之重思與政策意涵

Sirakawa(2021)指出，藉由重新審視日本經濟自泡沫破滅至今仍欲振乏力之主因，可獲得以下之重要啟示：

- (1) **經濟體長期間於「不可能持續的軌道」前進，最終必定會發生巨大的調整，導致長期低成長之惡果**。以日本為例，所謂「不可能持續的軌道」係指泡沫經濟。調整之成本，不僅僅是經濟的成本，並對政治及社會之穩定造成嚴重的衝擊。經由此一教訓後可知，於事後處理泡沫經濟將事倍功半，必須於事前即運用金融規制、金融監理，以及貨幣政策等進行預防性的因應。**貨幣政策不僅須因應物價或景氣等較短期的經濟問題，對於威脅經濟可持續性的金融不均衡，亦應被加以考慮而善加運用**。
- (2) 決定 10 年或 20 年的長期性成長軌道，並不是物價及貨幣等名目變數，而是生產力、創新及工作年齡人口等實質

變數。貨幣政策對於影響潛在成長軌道周邊之變動，利用調整支出面達到調平(leveling)之效果，而無法對成長軌道本身造成影響。在經濟低成長長期持續之情況下，必須對導致經濟低成長之實質面因素正面處理才能奏效。

(3)過去 BoJ 對工作年齡人口減少之影響，並未有充分的經驗及知識。真正的問題並非來自人口減少，而是來自高齡者相對工作年齡人口之比率發生急劇的變化，隨之而來包括社會保障制度等許多制度尚未被調整與修正。高齡者占大多數的社會，欲調整與修正這些制度已變得非常不容易。因此，由日本經驗可知，應當及早調整與修正這些制度，才能預先因應將來人口動態之變化，避免陷入措手不及之窘境。

(四)BoJ 逐步自非傳統的大規模寬鬆貨幣政策退場

1. YCC 操作面對市場之挑戰愈來愈大，BoJ 解除 2016 年 2 月實施的負利率政策

(1)BoJ 於 2016 年 9 月開始運用 YCC 操作引導 10 年期公債殖利率趨近於 0%以壓低長期利率，其後多次放寬波動區間；YCC 激勵經濟之正面效應雖可期待，惟同時伴隨若干負面效應(表 2)。因此，如何適時擴大長期利率於一定區間內自由波動，並善用政策工具避免長期利率遽升之風險，據以恢復債券市場功能，係上年 4 月 BoJ 總裁植田上任後之首要任務。

(2)以 2022 年 12 月將 10 年期公債殖利率波動區間由±0.25%放寬至±0.5%之前後期間為例，若貨幣政策採取被動態度，市場將因投機者預期未來政策變化而事先大規模賣出債券而陷入混亂。因此，植田總裁認為於債券市場相對穩定的時期，須事先採取因應措施，而於上年數度調整 YCC 操作架構(表 3)。

(3)本年 3 月 19 日 BoJ 在判斷薪資與物價之良性循環已強化，達成 2%通膨目標已見跡象，除解除負利率政策¹⁸外，亦廢除用來抑制長期利率(10 年債殖利率)揚升的 YCC 政策，且停止購買 ETF、REIT 等風險性資產；並將貨幣政策架構重回以引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間 0%~0.1%左右，係 17 年來首次升息，跨出貨

¹⁸ BoJ 自 2016 年 2 月 16 日起，對銀行新增之超額準備實施-0.1%之利率（亦即收取 0.1%之保管費），試圖藉由負利率政策進一步壓低長期公債殖利率，以激勵實質經濟。

幣政策正常化之第一步。

—BoJ 結束於 2016 年 9 月導入之 YCC 政策，廢除目前所設定的「1%」長期利率參考目標上限，將容忍利率因應市場實際情況進行波動。惟為穩定長期利率，每月仍將維持購買約 6 兆日圓之長期公債。另外，若長期利率出現急速上升之情況，將機動增加長期公債購買額度，或實施指定利率之無限量購債操作、適用全體合格擔保品之資金供給操作，以迅速壓制長期利率。

表 2 BoJ 長期壓低長期利率之副作用

1.導致債券市場之市場機能低落，嚴重影響企業發行公司債等籌資行為。
2.利差縮小導致金融機構之收益惡化。
3.對保險業及年金基金之長期資產運用產生嚴重影響。
4.引起外匯市場過度波動，造成日圓加速貶值。
5.無法藉由分析長期利率了解目前經濟及金融之實況。
6.發行公債成本降低，導致政府忽視財政紀律。
7.放款利率維持低檔，導致無效率且低收益之殭屍企業續存。

資料來源：本行自行整理

表 3 BoJ 於 2023 年數度調整 YCC

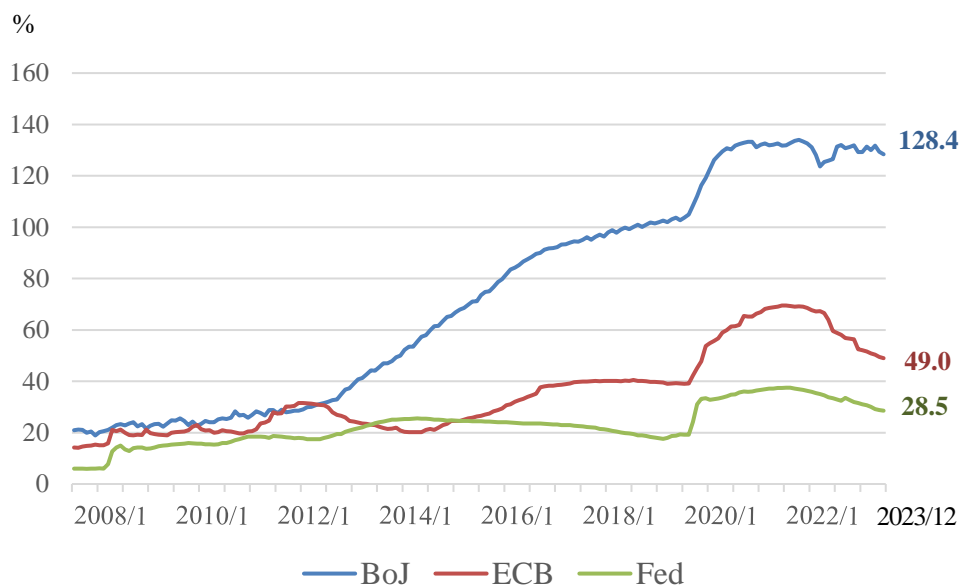
	7 月 28 日之前	7 月 28 日貨幣政策會議	10 月 31 日貨幣政策會議
1.10 年期公債殖利率波動區間	±0.50%左右	±0.5%左右(參考目標)；1%(上限)	上限 1.0%左右(參考目標)
2.干預債市指定利率操作(10 年期公債)	一旦 10 年期公債殖利率超出 0.5%，則實施指定利率 0.5%之無限量購債操作。	參考目標上下限僅作參考，將依據市場實際情況實施指定利率 1%之無限量購債操作。	參考目標上限上調至 1%，並容許可以一定程度超過。
3.負利率政策維持不變：短期政策利率維持於-0.1%。			
4.長期公債以外之資產購買額維持不變：ETF、REIT、CP 及公司債。			

資料來源：本行自行整理

2. BoJ 之資產規模龐大，未來在縮減資產負債表規模的過程中恐面臨挑戰

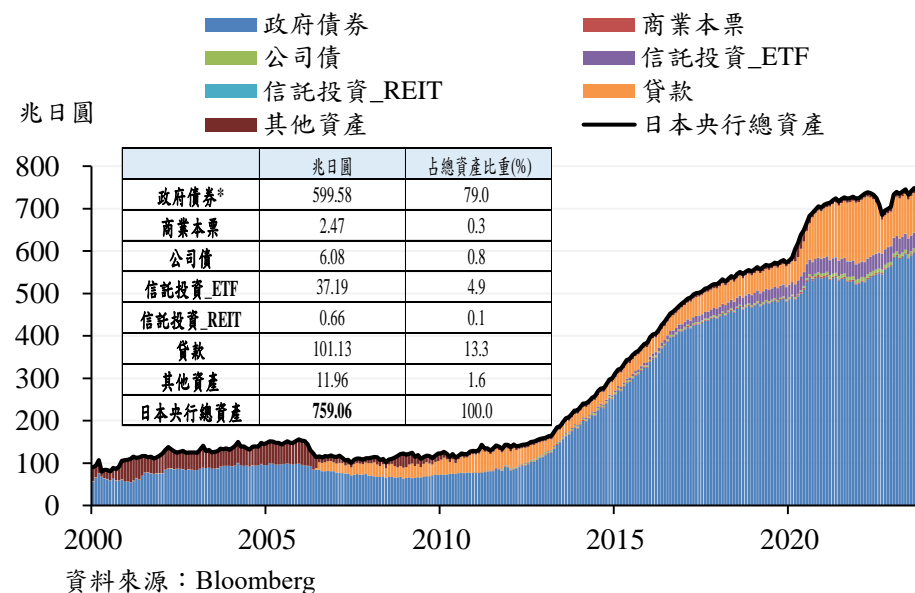
- (1) **BoJ 資產規模對 GDP 比率高達 128.4%**，遠高於 Fed 之 28.5%、ECB 之 49%(圖 22)；在如此龐大的資產規模下，如何有序推動非傳統貨幣政策順利退場，將為一大挑戰。
- (2) BoJ 持有資產種類繁多且部位龐大，如日本公債、日本公司債、ETF 及 REIT 等(圖 23)，累計購買量前兩大資產為日本公債及 ETF¹⁹，BoJ 持有部位占其總流通在外比率分別為 53.9%及 43.0%，將增添該行未來縮減資產負債表規模之難度。因此，**建立一個透明且具公信力的機制，並強化與市場對話溝通**，避免對債市及股市造成巨大衝擊相當重要。再者，伴隨 BoJ 提高政策利率，利息支出若超過債息收入將導致淨利息收入由正轉負，進而影響 BoJ 財務之健全性，恐不利其貨幣政策之運作²⁰。

圖 22 主要央行資產規模對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 23 日本央行資產組成



資料來源：Bloomberg

¹⁹ 根據 BoJ 表示，截至上年 9 月底，其持有的 ETF 帳面價值約為 37 兆日圓，由於股市上漲，潛在收益已膨脹至目前約 30 兆日圓規模。

²⁰ 日本銀行企画局 (2023)，「中央銀行の財務と金融政策運営」，多角的レビューシリーズ，日本銀行，12 月。

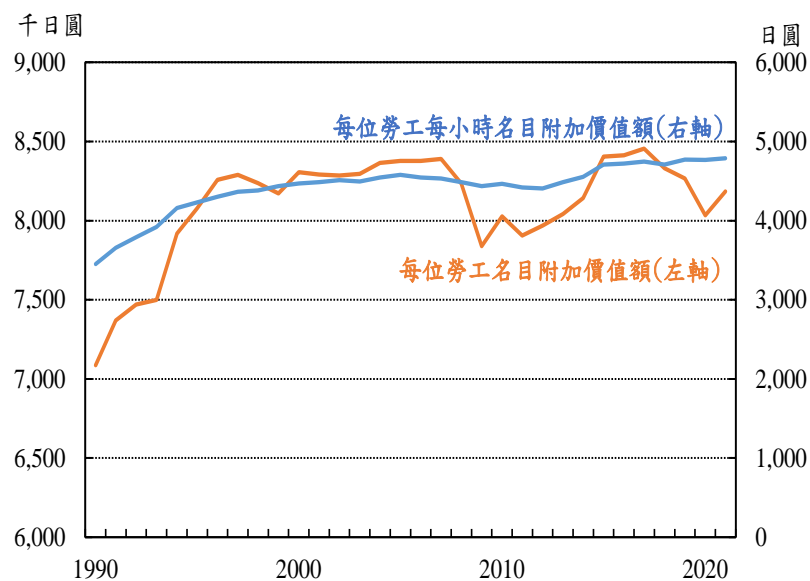
3. 貨幣政策正常化過程，仍需面對中長期結構性問題挑戰

(1) 寬鬆貨幣政策帶動潛在經濟成長率及勞動生產力之效果有限

— 日本之短期利率從10年前之0.1%下降至目前之-0.1%，僅下降0.2%；10年期公債殖利率從0.8%下降至目前之0.7%，下降幅度亦有限。因此，刺激需求之效果實際上相當有限。而且，觀察**潛在經濟成長率並未見明顯回升**，上年僅0.5%左右(圖18)，可見**BoJ 非傳統的大規模寬鬆貨幣政策並未能有效改變其下滑之趨勢**。

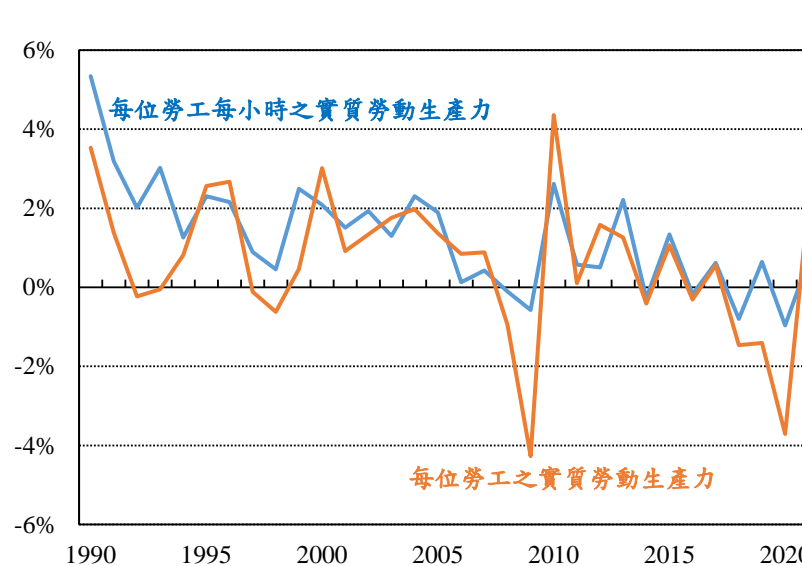
— 日本名目勞動生產力水準值及實質勞動生產力成長率陷入長期低迷不振之困境(圖24、圖25)。回顧1990年代初期日本經濟之發展情況，**欲穩定實現2%通膨目標，勞動生產力成長率可能需要超過3%**²¹(圖25)。惟近年**勞動生產力成長率仍相當疲弱**，2015~2019年每位勞工之實質勞動生產力平均成長率僅-0.3%，2021年升至2.1%。未來只有在**勞動生產力提升之情況下，實質薪資成長率才有可能持續提高**，進而帶動薪資與物價呈現良性循環。

圖 24 日本之名目勞動生產力水準值



資料來源：日本生產性本部

圖 25 日本之實質勞動生產力成長率



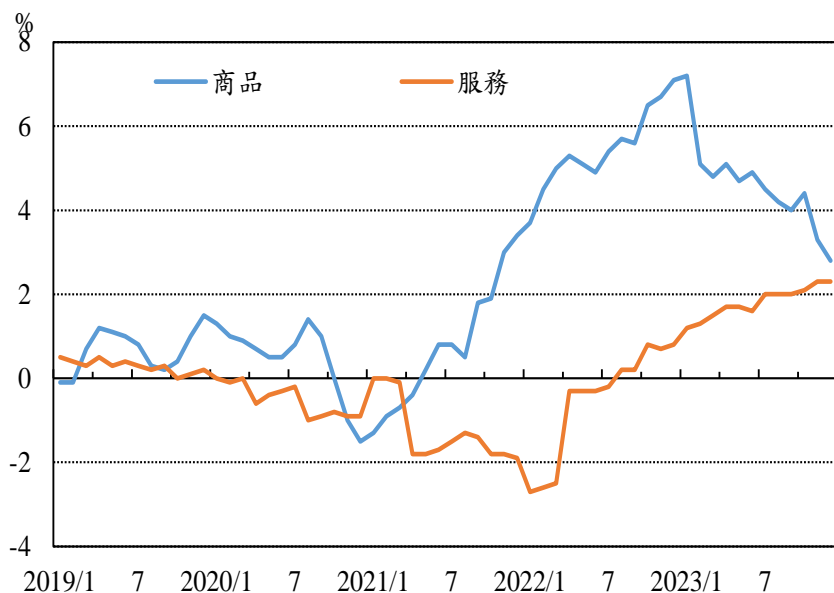
資料來源：日本生產性本部

²¹ 木內登英 (2023), 「物価と賃金的好循環は起こるか」, *Global Economy & Policy Insight*, 野村総合研究所, 2月10日。

(2) 中小企業若無法跟進加薪，薪資與物價之良性循環恐曇花一現

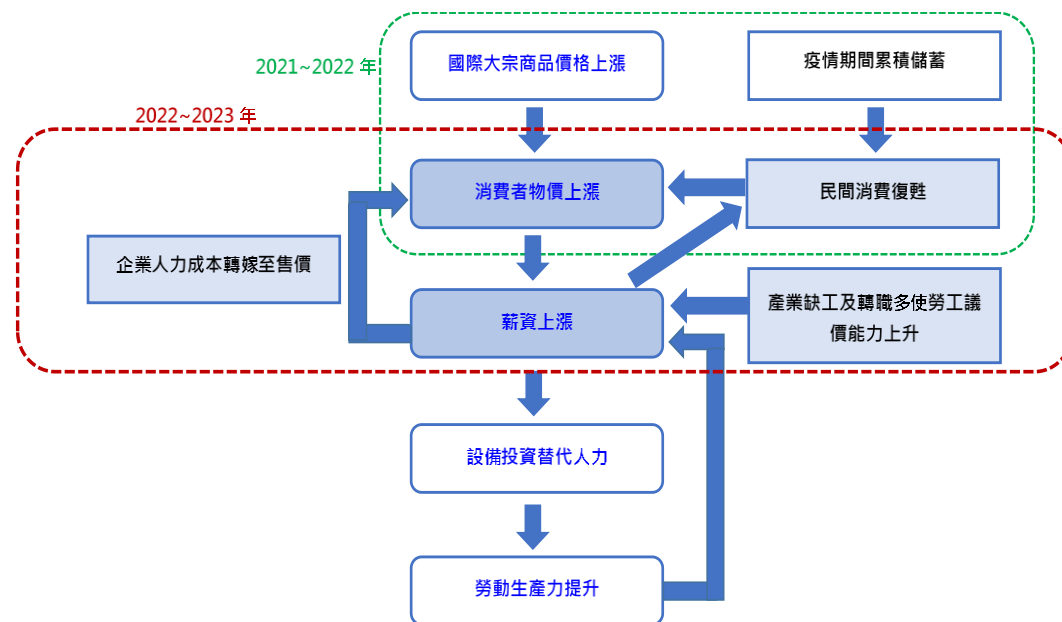
- 上年春季勞資談判**大型企業加薪約3.6%**，**本年**日圓貶值帶動業績持續改善，加薪幅度33年來首度超過5%達到**5.3%**。惟大部分勞工就業之**中小企業**因原物料大漲經營艱困，**加薪幅度小且不易持續**，占就業人口約4成之非正職勞工更不易調薪。
- 勞務費在成本中所占比例高的**服務價格**，在**人手不足及企業調薪態度漸趨積極**帶動下漲幅呈**擴大趨勢**(圖26)，係帶動薪資與物價良性循環好的開始，惟中小企業轉嫁勞動成本增加至銷售價格並不容易(圖27)。據此，**日本政府制定有關適當轉嫁勞務費用的價格談判指南協助中小企業**，對價格設定之靈活度將有好的影響而值得期待²²。

圖 26 日本商品價格及服務價格指數年增率



資料來源：日本總務省統計局

圖 27 近年日本物價與薪資之關係



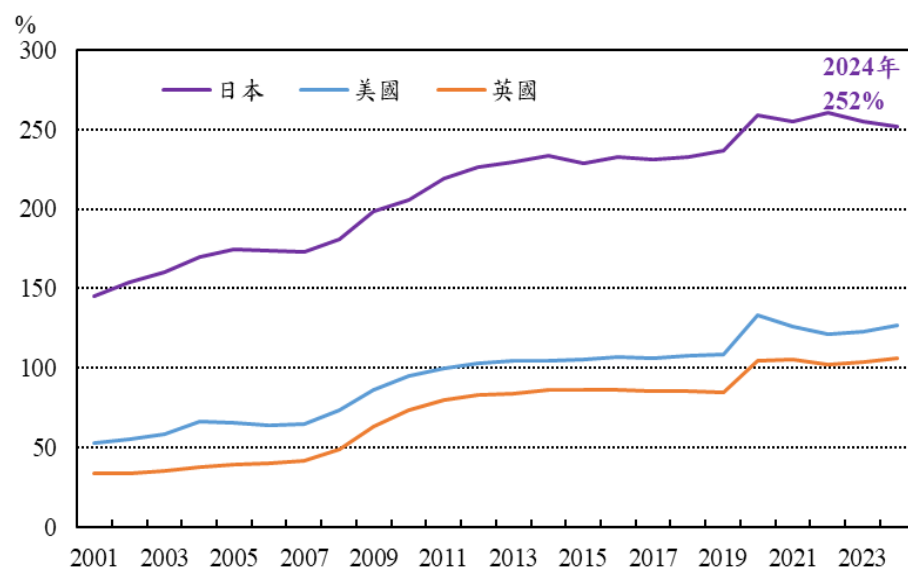
資料來源：高田 (2024)

²²參考 Ueda, Kazuo (2023), “Japan's Economy and Monetary Policy,” Speech at a Meeting with Business Leaders in Nagoya, Bank of Japan, Nov. 6 ; Ueda, Kazuo (2023), “Wages and Prices: Past, Present, and Future,” Speech at the Meeting of Councillors of Keidanren (Japan Business Federation) in Tokyo, Bank of Japan, Dec. 25 ; 高田創 (2024), 「わが国の経済・物価情勢と金融政策」, 日本銀行, 2月29日。

(3) 貨幣政策正常化過程若造成長期利率遽升，恐導致財政狀況更加惡化

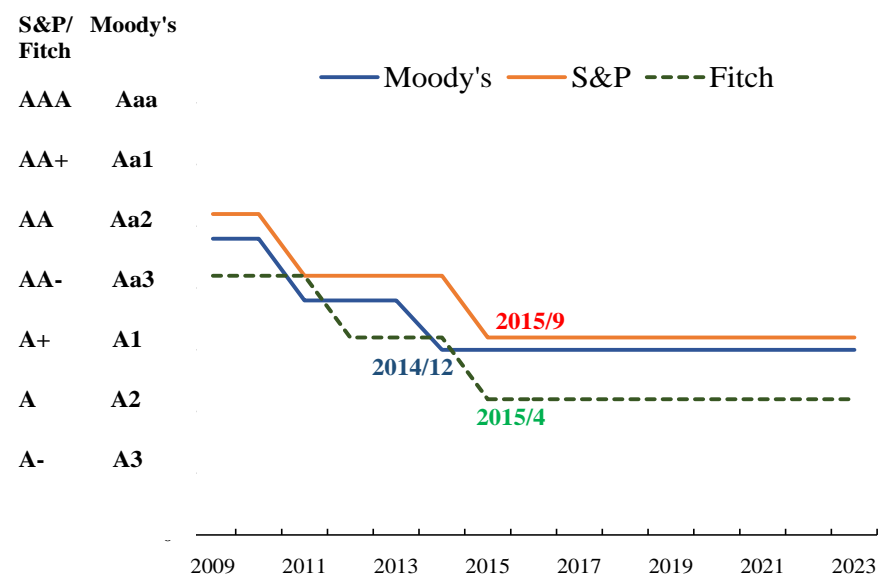
- 各級政府債務餘額對 GDP 比率為衡量財政健全度的指標之一，IMF 預估本年日本該比率為**252%**(圖28)，遠高於美國之127%及英國之106%。近10年來，日本各級政府債務餘額約增加280兆日圓，惟長期利率並未明顯上升，原因之一係 BoJ 透過大規模增持公債進行吸收。
- 背負鉅額債務之日本財政面對利率上升顯得相當脆弱，根據日本財務省之估算，若利率上升1個百點，明(2025)年度之本息償還負擔將較預期大幅增加約**3.7兆日圓**，勢必將嚴重衝擊財政之健全性。
- 伴隨 BoJ 貨幣政策之正常化過程，長期利率將上升，政府之利息負擔勢必增加，導致財政狀況更加惡化，恐陷入長期利率進一步上升之惡性循環。屆時2015年以來維持不變之日本國家主權信用評等恐再度面臨被調降之危機(圖29)，金融機構及企業之海外籌資成本若大幅增加將不利經濟復甦。

圖 28 日本各級政府債務餘額對 GDP 比率



資料來源：IMF

圖 29 日本國家主權信用評等



資料來源：Bloomberg

(五)結論

1985 年廣場協定迫使日圓大幅升值，及隨後 1990 年代資產價格泡沫破滅，日本經濟受到嚴重衝擊，尤其 2000 年以來，**全球化**快速發展、中國大陸於 2001 年底加入 WTO，且南韓於 2007 年與美國簽訂自由貿易協定，亞洲國家漸加深與日本間之競爭，更加深日本廠商所受衝擊。加以同期間日本經濟開始面臨**資產泡沫後所引發之國內需求萎縮及少子高齡化等內部結構性問題**，使其經濟長期陷入低利率、低通膨、低成長之經濟困境。為因應**民間部門資產負債表衰退及通縮問題**，日本政府及 BoJ 分別採行財政政策、零利率及 QE 政策；惟後續因誤判經濟情勢而採行提高消費稅、升息及提前退出 QE 政策，致日本經濟仍未見起色。

長期而言，日本經濟的最大挑戰在於，**如何維持經濟可持續成長及解決通縮問題**；如 BoJ 前總裁白川指出，「**日本化**」之癥結在於**結構性問題**，而非**BoJ 未積極採貨幣寬鬆**；日本經濟真正的問題並非通縮，而是少子高齡化問題惡化及終身僱用制等結構性問題。然在 2012 年日本前首相安倍晉三推出「安倍三箭」，除擴大財政支出及成長策略（經濟結構改革）等兩箭外，亦包含透過寬鬆貨幣政策來改善日本經濟展望的關鍵一箭；BoJ 前總裁黑田東彥隨即實施 QQE 政策，並指出其理由在於**扭轉長期以來民眾根深蒂固的通貨緊縮心態，營造未來物價將穩定上揚的預期心理**。

日本經濟情勢在實施 QQE 後初期，的確出現**負產出缺口縮小、通膨上揚，企業加薪幅度提高，以及使日圓升值趨勢反轉，日本企業獲利因而改善等初步成效**。惟 QQE 政策解決通縮問題之成效亦有其侷限，除受制於國內經濟長期結構性因素之改革常無法立竿見影外，如民眾預期價格不易上漲的觀念根深蒂固和科技創新抑制了單位勞動力成本的影響，復受到**中國大陸紅色供應鏈興起及亞洲鄰國崛起，外部競爭加劇等負面衝擊**；如 2015 至 2016 年間日圓 NEER 因人民幣匯改及中國大陸經濟進行結構轉型致人民幣貶值而升值，以及 2018 年**美中貿易衝突增溫的地緣政治事件**，全球經濟面臨逆風之影響，均使前述 QQE 效果逐漸鈍化。此外，2020 年爆發 COVID-19 疫情拖累全球經濟陷入衰退，美國 Fed 實施擴大 QE，日圓對美元升值，日本再度陷入通縮。

後疫情時代以來，由於**全球需求回溫、美中貿易衝突及中國大陸經營情勢惡化**（如**勞動成本上升**及疫情時嚴格的

「淨零政策」措施等影響企業經營)等，使全球供應鏈重組與移轉(如台積電赴日本熊本設晶圓廠帶動當地投資、及日商回流投資)²³，以及主要央行大幅緊縮貨幣政策使日圓對主要貨幣貶值，均有利日本國內投資及出口表現；此外，內部方面，BoJ 之企業訪談報告指出，在經歷許久未見的價格上漲經驗之後，企業未來將更容易對價格調整進行協商。本次春鬥勞工平均薪資漲幅創 33 年新高等因素，亦顯示日本薪資與物價同步上漲之良性循環似已逐漸形成；另一方面，日本基本薪資成長率與 CPI 房租通膨長期存在高度相關性；近期日本 CPI 房租通膨率仍遠低於基本薪資成長率，未來若薪資成長率持續上揚，可望帶動房租通膨率上揚，有助達成通膨目標²⁴。

當前情勢似有助於日本經濟逐步走出「失落三十年」，而 BoJ 已於本年 3 月跨出貨幣政策正常化之關鍵第一步，如結束負利率政策及 YCC 操作，而購買 ETF 及 REIT 等機制亦同步退場，但仍保留購買日本公債之量化寬鬆政策；BoJ 並強調日本通膨距離政策目標 2% 仍有一段差距，未來仍將維持寬鬆金融情勢，未來觀察重點在於通膨預期及薪資是否能維持穩定成長。

鑑於當前日本經濟仍持續面臨內部結構性問題，且 BoJ 持有近 54% 之日本政府公債，未來 BoJ 如要逐步調高政策利率、縮減購債、進而實施量化緊縮(Quantitative Tightening, QT)以回歸傳統貨幣政策，屆時國內、外金融市場及日本政府財政情勢均將面臨挑戰。因此，亟需企業與政府配合，致力結構性改革提高勞動生產力，以維持薪資及經濟能夠持續成長之環境；如在企業方面，需持續提高資本效率及獲利能力；在勞工方面，則需擴大技能再培訓來提升技能，提高勞動生產力。至於日本政府，則宜加速勞動市場改革促進勞動力流動(labor mobility)、充分利用外國勞動力以因應少子化問題、擴大旅行服務輸出，以及減少城鄉差距，矯正人口過度集中大都市等成長策略，以提高潛在經濟成長率，並有助於日本財政健全發展。

²³ 近年來中國大陸勞動成本大幅上揚，以及中國大陸在 COVID-19 疫情期間執行「淨零政策」，導致近年來外國廠商(包含日本廠商)自中國大陸撤出。此外，台積電赴日本熊本設晶圓廠，亦帶動當地半導體業投資。

²⁴ 參考 Ota, Tomohiro, Yuriko Tanaka and Andrew Tilton (2024), "Rent: The Last Part of the Equation for Sustainable Inflation," *Goldman Sachs Research*, Feb. 21。

五、俄烏戰爭兩周年：俄烏戰爭相關制裁對俄羅斯經濟金融及全球化發展與支付之影響

2022年2月24日俄羅斯入侵烏克蘭，為遏止並嚴懲俄羅斯侵略行為，主要國家對俄羅斯祭出嚴厲制裁，冀圖透過制裁瓦解俄羅斯經濟，但俄烏戰爭持續至今已逾二年，俄羅斯經濟並未如預期因制裁而快速崩解，反因採行多項因應措施，及受惠於戰時鉅額國防支出，展現經濟韌性。本文係繼2022年及上(2023)年本行理監事會後記者會參考資料提供分析報告¹後，持續追蹤俄烏戰爭相關制裁及其對俄羅斯經濟金融及全球化發展與支付之影響。

(一)主要國家與俄羅斯間相互制裁持續擴大

1. 主要國家對俄羅斯之制裁措施

依據全球制裁追蹤機構 Castellum.ai²統計，俄烏開戰以來，**主要國家針對之俄羅斯制裁目標已逾 16,500 個**，制裁項目包括凍結俄羅斯外匯存底、禁止多家俄羅斯銀行使用環球銀行金融電信協會(SWIFT)系統、干擾俄羅斯能源出口、設定俄羅斯原油與柴油價格上限、禁止俄羅斯黃金、鋼鐵及工業金屬出口、阻止俄羅斯取得關鍵資源、取消俄羅斯貿易最惠國待遇等。

本(2024)年初，主要國家宣布新一輪對俄羅斯制裁措施，包括：**(1)擴大制裁名單**，以阻止俄羅斯透過未受制裁或第三國企業取得先進技術及軍用物資，估計目前制裁名單涵蓋之機構與個人已分別超過 4,000 家及 2,000 人；**(2)強化俄羅斯原油價格上限制裁措施**，以迫使俄羅斯以低於上限之價格出售原油，或對非主要國家之進口商提供更多折扣³，

¹ 請參見中央銀行(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」，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。

² Castellum.ai 係一國際公益公司，致力於整理全球有關制裁及出口管制之資料。

³ U.S. Department of the Treasury (2023), "OFAC Guidance on Implementation of the Price Cap Policy for Crude Oil and Petroleum Products of Russian Federation Origin," Dec. 20.

以減少俄羅斯能源收入；以及**(3)計劃將凍結之俄羅斯資產用於援助烏克蘭**等。截至本年 2 月底，國際間對俄羅斯金融與經濟制裁措施彙整如附表。

2. 俄羅斯反制主要國家制裁之措施

面對國際制裁，俄羅斯採行多項反制措施，包括：**(1)運用其能源出口優勢，2022 年 4 月要求不友善國家⁴向其購買天然氣，須以盧布支付款項，否則斷供天然氣；(2)上年 7 月退出黑海穀物協議(Black Sea Grain Initiative)⁵，並表示若要重啟該協議，須將俄羅斯農業銀行從 SWIFT 制裁名單中移除，以及取消俄羅斯進口農業機械及零件之限制；(3)本年 2 月俄羅斯則揚言將對凍結其資產用於援助烏克蘭之國家施以報復。雙方持續相互制裁，牽動地緣政治風險(geopolitical risks)持續攀升。**

(二)國際制裁下，俄羅斯經濟金融之現況

受國際制裁影響，俄烏戰爭初期俄羅斯經貿與金融均遭受嚴重衝擊，經採行多項措施以為因應，**經濟金融逐步趨穩，上年俄羅斯銀行業獲利因貸款補貼政策而創新高，更因國防支出鉅額增加，使經濟逆勢成長。但戰時國防支出帶動之經濟榮景恐於戰後反轉向下，長遠而言，俄羅斯經濟成長仍將面臨諸多變數與挑戰。**

1. 俄羅斯藉由多項措施緩解制裁初期之衝擊，金融漸趨穩定

⁴ 俄羅斯於 2021 年 5 月 13 日將美國及捷克列為不友善國家，嗣於 2022 年 3 月 5 日再將歐盟國家、英國、加拿大、瑞士、挪威、冰島、烏克蘭、澳洲、紐西蘭、日本、韓國、新加坡、臺灣...等 46 國納入不友善國家，總計目前不友善國家共 48 國。

⁵ 為降低俄烏戰爭對全球糧食安全之影響，聯合國、俄羅斯、土耳其及烏克蘭於 2022 年 7 月共同簽署黑海穀物協議(Black Sea Grain Initiative)，解決烏克蘭農產品出口問題。依據聯合國資料，該協議實施一年期間，已有超過 3,200 萬噸糧食從烏克蘭出口至 45 個國家，其中包括阿富汗及非洲等糧食嚴重缺乏國家。上年 7 月聯合國糧食及農業組織(FAO)食品價格指數及穀物價格指數分別較 2022 年同期下降 11.6%及 14.0%，顯示該協議有效抑制了全球糧食價格之飆漲。

受國際制裁影響，俄羅斯金融於戰爭初期遭受嚴重衝擊，包括俄羅斯盧布大幅貶值、股市重挫、銀行出現擠兌、公債殖利率飆升、向外融資困難、外幣主權債務自 1918 年以來首次出現違約等。面對該等衝擊，俄羅斯採行多項因應及反制措施，包括：調升政策利率、實施多項資本管制、要求不友善國家須以盧布支付天然氣款項、暫停股/債市交易、強化與中國大陸人民幣跨境支付系統(CIPS)合作，及以人民幣替代美元或歐元進行跨境支付等，已相當程度緩解金融衝擊，逐步恢復金融穩定。

(1) 俄羅斯盧布匯率趨穩

- 戰爭初期，盧布兌美元匯率自 81.67 遽貶至 138.93，經採行資本管制、調升政策利率等措施後，盧布止貶回升至 51.94。2022 年底起，盧布因俄羅斯經常帳順差減少再度走貶，俄羅斯央行雖於上年第 3 季多次調升政策利率，仍無法扭轉其貶勢，**上年 10 月 6 日盧布兌美元匯率貶至 100.90**。
- 上年第 4 季，俄羅斯**再度要求主要出口商在國內市場將出口取得之外匯兌換成盧布，並持續調升政策利率**⁶，盧布終得以止貶，本年 3 月 18 日盧布兌美元匯率回升至 91.72，較戰前貶值約 12% (圖 1)。
- 此外，**隨著俄羅斯經濟對中國大陸之依賴升高，俄羅斯對人民幣之需求成長，盧布兌人民幣匯率趨於貶值**，本年 3 月 18 日盧布兌人民幣匯率為 12.74，接近戰前水準(圖 2)。

圖 1 俄羅斯盧布兌美元匯率走勢



資料來源：Bloomberg

圖 2 俄羅斯盧布兌人民幣匯率走勢



資料來源：Bloomberg

⁶ 俄羅斯政策利率於上年 7 月 24 日、8 月 15 日、9 月 18 日、10 月 30 日、12 月 18 日分別調升至 8.5%、12%、13%、15%、16%。

(2) 俄羅斯股票指數較戰前上漲約 7%

- 俄羅斯 MOEX 與 RTS 股票指數⁷於開戰當日分別暴跌 33%及 38%，後雖因政策奏效而一度止跌，惟受戰爭持續及制裁擴大之影響再度下跌。
- 上年受國防工業產值躍增、國內投資及消費需求強勁影響，俄羅斯經濟恢復成長，企業獲利增加，俄羅斯股票指數因而止跌回升。至本年 3 月 18 日，**MOEX 指數較戰前上漲約 7%，RTS 指數則因受盧布貶值影響，較戰前下跌 6%** (圖 3)。

(3) 俄羅斯債券殖利率上升

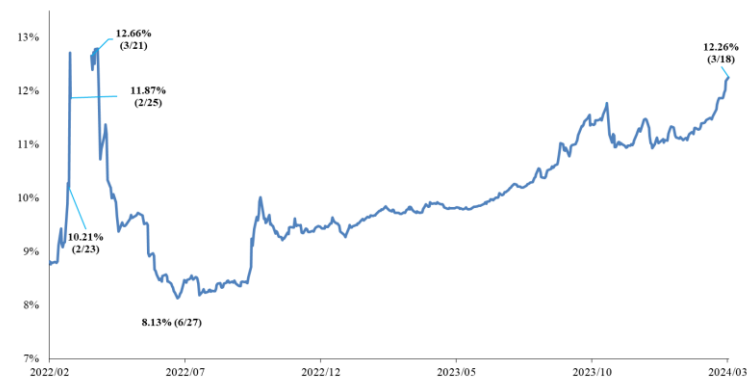
- 2022 年 3 月 21 日俄羅斯債市恢復交易當日，俄羅斯 10 年期一公債殖利率較戰前上升 245bps，後因俄羅斯央行進場購買公債，10 年期公債殖利率一度下滑至低於戰前之水準。
- 嗣因俄羅斯財政部發行新債、通膨上升及俄羅斯央行調高政策利率，俄羅斯 10 年期公債殖利率上揚，本年 3 月 18 日為 12.26%，**較戰前之 10.21% 上升 205bps** (圖 4)。

圖 3 俄羅斯股票指數走勢



資料來源：Bloomberg(2022/2/26~3/23 暫停交易)

圖 4 俄羅斯 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg(2022/2/26~3/20 暫停交易)

⁷ MOEX 與 RTS 指數均係追蹤莫斯科交易所前 50 大公司股價表現，但 MOEX 指數以盧布計價，RTS 指數以美元計價。

2. 受惠於政府貸款補貼政策，上年俄羅斯銀行業獲利創新高

- (1)俄羅斯央行報告⁸指出，由於政府對民眾提供抵押貸款補貼，致上年底銀行抵押貸款餘額較2022年大幅增加34.5%。此外，多家西方企業在俄烏戰爭爆發後撤出俄羅斯，俄羅斯企業為購買撤離西方企業之資產，向銀行融資以取得資金，銀行之企業信貸總額增幅達20%，其中購置撤離俄羅斯外企資產相關之新增貸款達5,000億盧布。
- (2)俄羅斯銀行業上年獲利達**3.3兆盧布(約110億美元)**，較2022年成長約**16倍**，優於俄羅斯央行預估之1兆盧布。

3. 戰時鉅額國防支出推動俄羅斯經濟逆勢成長

- (1)戰爭爆發後，俄羅斯國內投資及消費需求受主要國家制裁之影響而下降，導致2022年GDP較2021年減少1.2%⁹。世界銀行原預估在制裁效果日益擴大及深化之情形下，俄羅斯經濟將進一步衰退¹⁰；**惟國防支出因戰爭而鉅額增加，使俄羅斯經濟恢復成長。**
- (2)上年俄羅斯國防預算為**9.6兆盧布**，本年更增加至**14.3兆盧布**，為戰前2021年之**3倍**¹¹，占其本年總預算**36.6兆盧布之39%**及**預估GDP之6%**，預算用途包括提高武器及軍用設備生產、支付在烏克蘭作戰人員與其家人之社會福利款項及占領新領土相關支出等，除使其國防工業產值大幅增加外，亦藉此提高國內投資及消費需求。
- (3)俄羅斯2022年實質GDP成長率雖為-1.2%，但上年已恢復成長，IMF於本年1月30日將**上年俄羅斯經濟成長率預測值由1.5%上調至3.0%**，**本年預測值則由1.1%上調至2.6%**¹²(圖5)，**連續二年優於G7國家。**

⁸ Central Bank of the Russia Federation (2024), "Russia's Internal Struggle over Classified Financial Data," Jan. 20.

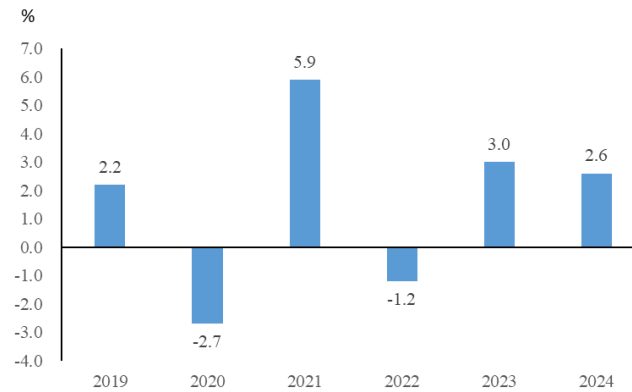
⁹ IMF (2024), *World Economic Outlook, January 2024*, Jan.

¹⁰ Reuters (2023), "World Bank Says Ukraine, Russia Boost Eastern Europe, Central Asia Growth Outlook," Apr. 6.

¹¹ Financial Times (2024), "The Surprising Resilience of the Russian Economy," Feb. 3.

¹² IMF (2024), *World Economic Outlook, January 2024*, Jan.

圖 5 俄羅斯經濟成長率



註：2023 年及 2024 年經濟成長率為 IMF 預測值；俄羅斯官方公布之 2023 年經濟成長率初值為 3.6%。
資料來源：Bloomberg、IMF

4. 制裁雖未達預期效果，但戰時國防支出帶動之經濟榮景恐於戰後反轉向下，長期經濟發展仍面臨挑戰

- (1) 儘管各項數據顯示，俄羅斯經濟在國際制裁下似乎愈挫愈勇，惟依美國財政部預估，如未受制裁，俄羅斯 2022 至本年經濟成長率將可平均上調約 5 個百分點，顯示制裁確對俄羅斯經濟造成負面影響。
- (2) 2022 年俄羅斯能源出口收入為 1,290 億美元，較 2021 年增加 28%¹³，加上盧布升值致進口成本下降，及進口因制裁而銳減等因素，致該年經常帳順差高達 2,274 億美元，較 2021 年劇增 86%。惟上年能源價格回落，全年出口收入反轉下滑至 994 億美元，較 2022 年減少 24%¹⁴，低於戰前 2021 年之水準，經常帳順差亦隨之降為 504 億美元，較 2022 年減少 78.7%¹⁵(圖 6)。此外，上年 12 月開始實施之原油價格上限強化制裁措施已逐漸收效，原油折

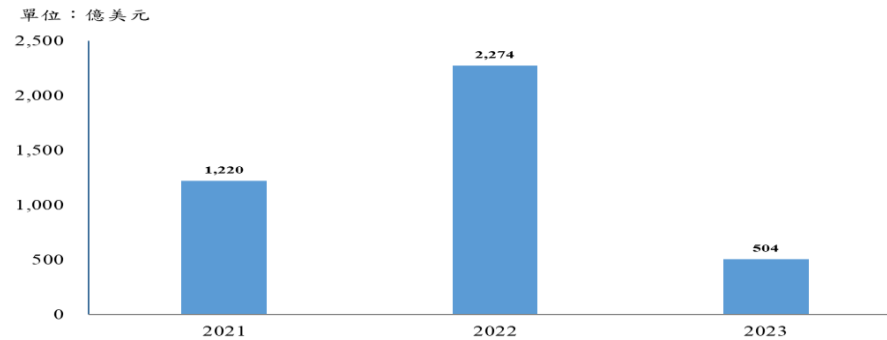
¹³ TASS (2024), "Russia Reduces Oil and Gas Revenues by 23.8% to \$98.91 bln in 2023," Jan. 12.

¹⁴ Reuters (2024), "Russia's Oil and Gas Budget Revenue Down 24% in 2023," Jan. 11.

¹⁵ Interfax (2024), "Russian Current Account Surplus Shrank 78.7% to \$50.2 bln in 2023," Jan. 19.

價金額由每桶 12~13 美元，提高至本年 1 月底之 20 美元，2 月底約折價 19 美元。美國財政部指出¹⁶，俄羅斯海運原油收入自上年 10 月起即呈下滑走勢，其經常帳能否維持成長恐將面臨挑戰。

圖 6 俄羅斯經常帳順差



資料來源：Reuters

(3) 因戰爭而鉅額增加之國防支出雖推動俄羅斯經濟成長，惟過度依賴國防支出，軍工產業吸引大量民間勞動力，導致民間薪資上漲，並增加通膨壓力，進而侵蝕儲蓄及薪資成長，使家計部門財富無實質增長。一旦戰爭結束，過度國防支出之負面影響恐將成為經濟反轉向下之變數。

(三) 國際制裁下，俄羅斯經濟金融之轉變

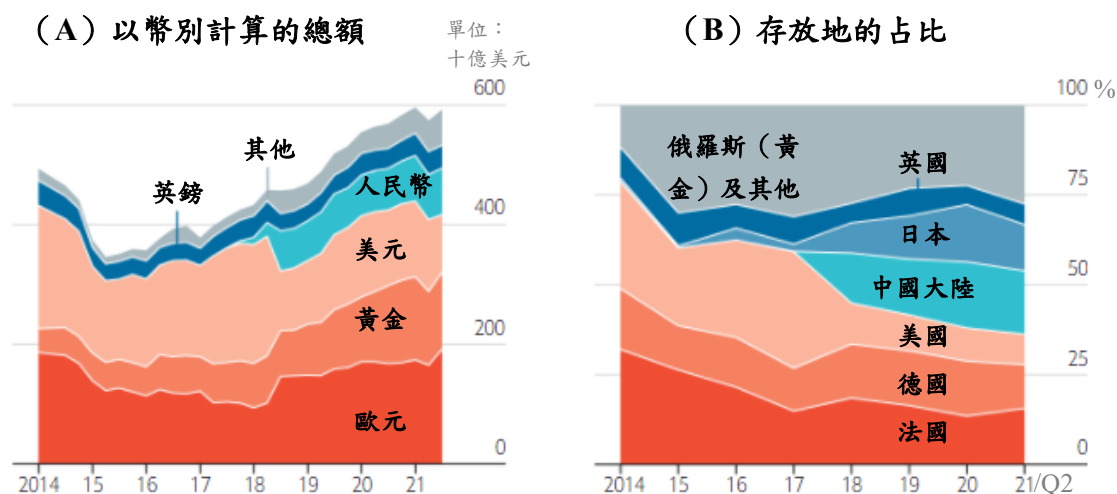
由於中國大陸並未加入制裁俄羅斯行列，已成為國際制裁的主要破口，俄羅斯為抵制國際制裁，持續擴大與中國大陸之經貿與金融合作，包括增持人民幣資產、提高外匯存底存放於中國大陸、增加中俄跨境貿易以人民幣計價及支付清算之比重，強化金融訊息傳輸系統(SPFS)與中國 CIPS 合作、增加向中國大陸出口能源、進口重要關鍵零件，以及擴大工業生產原料與設備之跨境貿易等，國際制裁下，中國大陸對俄羅斯經濟金融之轉變具關鍵性之影響。

¹⁶ U.S. Department of the Treasury (2024), “Phase Two of the Price Cap on Russian Oil: Two Years after Putin’s Invasion,” Feb. 23.

1. 俄羅斯央行重新配置外匯存底，增持黃金及人民幣

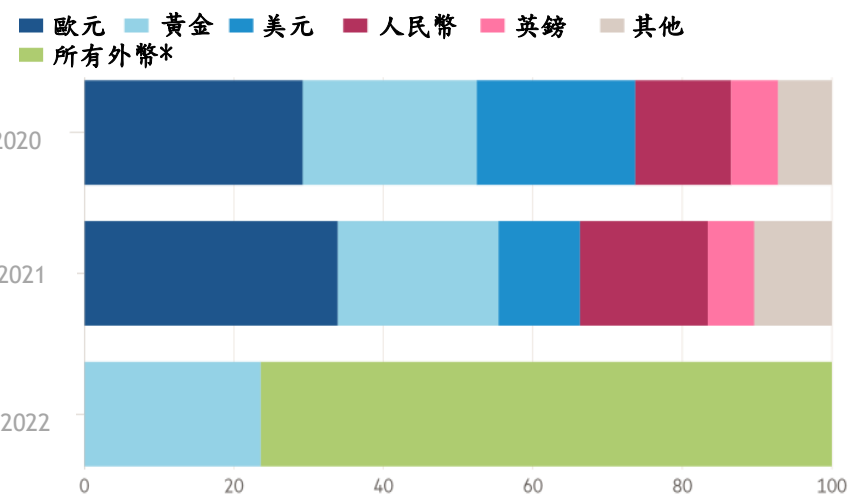
- (1) 俄羅斯早自 2014 年歐美國家對其發動克里米亞戰爭實施制裁後，即著手降低對美元的依賴，減持外匯存底美元資產，增持人民幣資產並存放於中國大陸，以及增加黃金持有並全數存放於俄羅斯境內(圖 7)。
- (2) 戰前 2021 年底俄羅斯央行持有黃金占其外匯儲備比重為 21.2%，上年底提高至 26.1%¹⁷，較 2014 年底之 12% 呈倍數增長；人民幣占其外匯儲備比重則從 2021 年之 13% 增加至 2022 年的 17%¹⁸(圖 8)。
- (3) 俄烏戰爭後，俄羅斯政府認為隱匿大量經濟及金融數據是對抗國際制裁之必要措施，不再定期公布包括外匯存底配置、貿易及投資等重要經濟數據。

圖 7 俄羅斯央行的外匯存底與黃金



資料來源：The Economist (2022)

圖 8 俄羅斯央行外匯存底資產配置變化



*2022 年起俄羅斯未揭露外匯存底各幣別配置情形

資料來源：Stognei, Anastasia (2023)

¹⁷ Data from World Gold Council; the Central Bank of the Russian Federation.

¹⁸ Stognei, Anastasia (2023), "Russia Embraces China's Renminbi in Face of Western Sanctions," *Financial Times*, Mar. 26.

2. 俄羅斯跨境支付改採人民幣

俄羅斯半數外匯存底遭主要國家凍結，主要銀行又被禁止使用 SWIFT 系統，為避免受到美元箝制，其與中國大陸及其他國家間之貿易往來改採人民幣結算，並強化與中國大陸之 CIPS 合作，與中國大陸之經貿與金融往來關係更形密切。

(1) 跨境支付改採人民幣結清算

- 歐洲復興開發銀行 (EBRD) 報告¹⁹顯示，俄烏戰爭前，俄羅斯進口款項有 80% 以美元或歐元計價，惟自戰爭爆發至 2022 年底，該比率已降至 67%，以人民幣計價之占比則由戰前之 3% 上升至 20%。其中，受歐盟制裁之商品如耐久財及工業用品等，更傾向以人民幣計價。俄羅斯向蒙古、菲律賓、馬來西亞、阿拉伯聯合大公國、泰國、日本、塔吉克及新加坡等國家進口商品時得以人民幣結算，並接受哥斯大黎加、薩爾瓦多、尼加拉瓜、哥倫比亞、象牙海岸、喀麥隆、泰國及阿拉伯聯合大公國等國以人民幣向俄羅斯購買能源或商品。俄羅斯經濟發展部長表示²⁰，上半年俄羅斯與中國大陸以外之國家貿易往來已有 25% 以人民幣結算。
- 2021 年底，俄羅斯向中國大陸進口款項有 23% 以人民幣結算，2022 年底該比重上升至 63%。據俄羅斯經濟發展部長上年 10 月表示²¹，中俄雙邊貿易已有超過 95% 以俄羅斯盧布或人民幣結算。

(2) 強化與中國大陸之 CIPS 合作

俄羅斯於 2014 年即建立 SPFS 系統，作為 SWIFT 系統之替代方案，以預防因遭受制裁而導致俄羅斯境內金融系統癱瘓。本次斷絕俄羅斯部分銀行使用 SWIFT 金融制裁措施，提升俄羅斯 SPFS 與中國大陸 CIPS 合作，透過經貿往來改採人民幣結算，繞開 SWIFT，由 SPFS 及 CIPS 系統進行支付清算。

¹⁹ Maxim Chupilkin, Beata Javorcik, Aleksandra Peeva and Alexander Plekhanov (2023), “Exorbitant Privilege and Economic Sanctions,” *Working Paper No. 281*, European Bank for Reconstruction and Development, Sep.

²⁰ Business Insider (2023), “Russia Is Using China's Yuan to Settle 25% of Its Trade with the Rest of the World,” Sep. 28.

²¹ Russia Briefing (2023), “95% of Russia-China Bilateral Trade Now in Rubles & RMB,” Oct. 22.

(3)俄羅斯人民幣外匯交易及跨境支付金額大幅成長

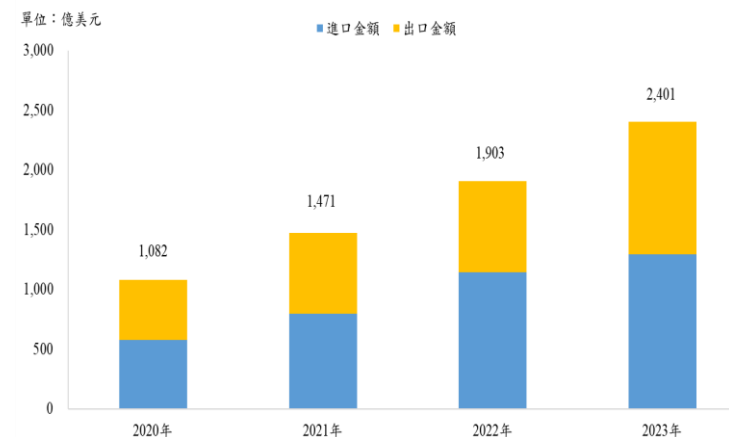
- 上年莫斯科人民幣外匯交易量已超越美元，全年人民幣外匯交易量占所有幣別之比重為 42%，較 2022 年之 13% 大幅增加 29 個百分點；美元則由 2022 年之 63% 銳減至上年之 39.5%，人民幣成為莫斯科外匯交易最主要貨幣。
- 根據 SWIFT 統計，上年全年俄羅斯使用人民幣支付金額為 3.7 兆美元，較戰前 2021 年全年之 0.4 兆美元成長 825%；其占所有人民幣離岸市場支付總金額之比重由戰爭前 2021 年全年之 0.2% 上升為 1.8%；俄羅斯於人民幣離岸市場支付業務量排名，則由 2021 年第 17 名，躍升為第 6 名。

3. 俄羅斯貿易結構改變

(1) 俄羅斯與中國大陸經貿往來更形密切

- 據統計，2022 年中俄雙邊進出口貿易總額為 1,903 億美元，較 2021 年之 1,471 億美元成長 29%。上年中俄雙邊貿易往來持續成長，上年中俄雙邊進出口貿易總額為 2,401 億美元，較 2022 年同期成長 26.3%²²，創歷史新高(圖 9)。
- 上年中國大陸對俄羅斯出口較 2022 年成長 46.9% 至 1,110 億美元，主要出口品項包含車輛、家電及 3C 產品；中國大陸自俄羅斯進口成長 11.8% 至 1,291 億美元，主要進口品項為原油、天然氣及煤炭²³。2022 年及上年，中國大陸自俄羅斯進口原油 8,624 萬公噸及 10,702 萬公噸，分別較戰前 2021 年 7,964 公噸增加 8% 及 34%²⁴。

圖 9 中國大陸與俄羅斯雙邊貿易量



資料來源：中國大陸海關總署

²² Reuters (2024), "China-Russia 2023 Trade Value Hits Record High of \$240 bln," Jan. 12.

²³ CNN (2023), "Trade between Russia and China Is Booming So Much that Shipping Containers Are 'Piling Up'," Sep. 29.

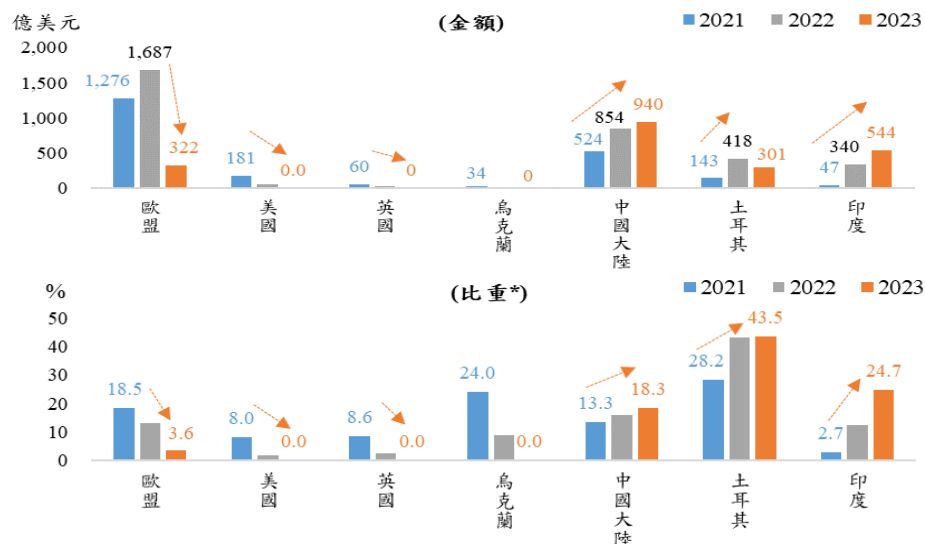
²⁴ TASS (2023), "China's Oil Imports from Russia up 8.2% in 2022 to 86.24 mln Tons," Jan. 20; CNN (2024), "China's Largest Oil Supplier in 2023 was Russia," Jan. 22.

(2) 受國際制裁影響，俄羅斯礦物燃料轉向出口中國大陸、印度及土耳其等國，以維持貿易收入

— 2022年起歐美制裁俄羅斯，減少自俄羅斯進口礦物燃料，俄羅斯轉向出口中國大陸、印度及土耳其等國(圖 10)，透過第三國貿易突破歐美禁令。上年歐盟及美國自俄羅斯進口礦物燃料占其礦物燃料進口之比重分別降至 3.6% 及 0.0%；中國大陸、土耳其及印度自俄羅斯進口礦物燃料的比重則分別升至 18.3%、43.5% 及 24.7%。

— 俄烏戰爭前，2021年俄羅斯原油出口至歐盟的平均出口量為 3.3 百萬桶/日，對中國大陸的平均出口量為 1.6 百萬桶/日(圖 11)。受制裁影響，上年俄羅斯對歐盟原油出口銳減至 0.6 百萬桶/日，惟其以較低價格將原油轉銷售至中國大陸、土耳其及印度等國家，部分抵銷對歐盟出口量減少之衝擊。

圖 10 主要國家自俄羅斯進口礦物燃料金額及比重

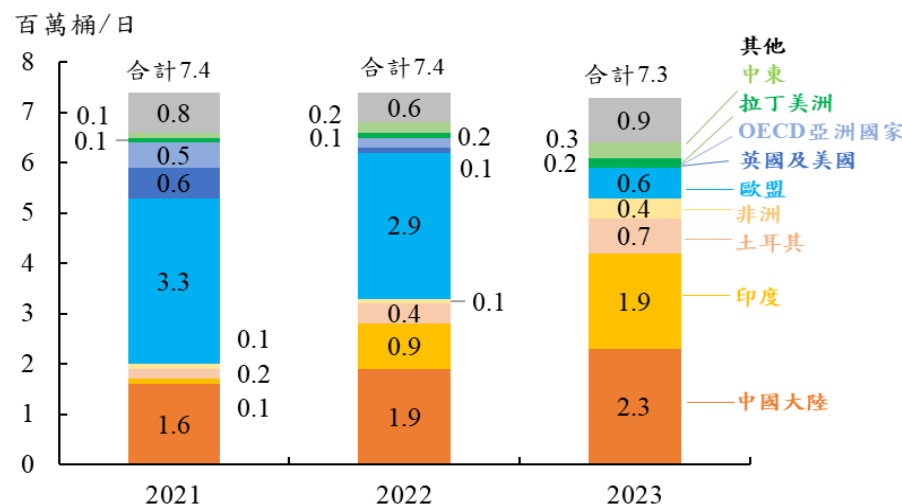


註：1. 歐盟、印度 2023 年金額為該年 1~11 月資料年化。

2.*係各國自俄羅斯進口礦物燃料除以該國礦物燃料進口總額之比重。

資料來源：ITC Trade Map

圖 11 2021 至 2023 年俄羅斯平均原油出口量 (按地區劃分)



資料來源：IEA

(3) 中國大陸及中亞國家成為關鍵資源輸俄之替代管道

上年中國大陸對俄羅斯出口較 2022 年成長 46.9%至 1,110 億美元，且國外研究機構指出²⁵，俄羅斯軍事裝備中，75%關鍵零件是透過中國大陸取得；另上年 1~10 月德國對俄羅斯之出口雖下降 39.1%，惟對中亞地區之哈薩克、吉爾吉斯及亞美尼亞之出口卻分別成長 32.0%、180.1%及 19.3%，推測該等出口之最終目的地均可能為俄羅斯²⁶，此皆顯示關鍵資源輸俄管道未能完全切斷，中國大陸及中亞國家已成為貿易制裁之破口。

(四) 俄烏戰爭相關制裁對全球化發展及支付之影響

國際以美元為武器對俄羅斯支付系統及外匯存底的金融制裁措施(如：凍結俄羅斯外匯存底、禁止俄羅斯部分銀行使用 SWIFT 系統)，已影響國際貨幣制度運作，並引發「去美元化」(de-dollarization)發展，恐使全球化放緩，全球支付體系走向區域化(regionalization)及零碎化(fragmentation)。

1. 多國央行外匯存底配置趨於多元化，外匯儲備增持黃金

(1) 近年來多國央行均增持黃金作為外匯儲備(表 1)，其中俄羅斯、中國大陸、吉爾吉斯及白俄羅斯等國係為避免歐美國家金融制裁，降低對美元之曝險；印度、巴基斯坦、約旦等國是考量地緣政治因素；至於土耳其及埃及則因本國面臨高通膨環境，貨幣驟貶而增持黃金。

(2) 受俄烏戰爭影響，全球央行黃金儲備大幅成長，2022 年全球央行買入 1,082 噸黃金，居歷年之冠，較 2021 年之 450 噸成長 140%；上年再買入 1,037 噸，連續兩年超過 1 千噸。2022 年以土耳其央行買入黃金數量為最多，達 148 噸；上年則為中國人民銀行，達 225 噸²⁷。

²⁵ City Journal (2023), "Can Sanctions Bring Moscow to Its Knees?" Aug. 8.

²⁶ Anadolu Agency (2024), "OPINION - Unclear if Anti-Russia Sanctions Really Work," Jan. 16.

²⁷ CNBC (2024), "Gold Demand Hit Record Highs in 2023 amid Geopolitical Risks, China Weakness," Feb. 1.

表 1 黃金儲備占央行外匯儲備比重

國家	2021年底	2023年底	變動幅度 (百分點)
	(%)	(%)	
吉爾吉斯	19.9	44.4	24.5
巴基斯坦	16.5	31.4	14.9
埃及	11.8	23.0	11.2
約旦	15.0	24.9	9.9
土耳其	24.4	34.2	9.8
白俄羅斯	36.9	44.3	7.4
俄羅斯	21.2	26.1	4.9
印度	6.9	8.5	1.6
中國大陸	3.3	4.3	1.0

資料來源：World Gold Council; the Central Bank of the Republic of Türkiye

2. 跨境支付朝非美元通貨發展，人民幣國際支付占比上升

(1) 跨境支付朝向非美元通貨(主要為人民幣)發展

以美元為制裁手段促使許多國家致力於「去美元化」，特別是俄羅斯、中國大陸、印度、伊朗及中東等國，均積極尋求替代美元的貨幣。由於歐元、英鎊等主要貨幣與美元之連動性高，政經關係密切，「去美元化」效果有限，而中國大陸與該等國家經貿往來頻繁，提供人民幣替代美元之有利條件，促使多國之貿易往來改以人民幣進行支付結算。

一除前述俄羅斯跨境支付大幅改採人民幣結清算外，多個新興國家亦已達成協議得以人民幣進行跨境支付，包括：印度及巴基斯坦向俄羅斯購買原油及煤炭、伊拉克及玻利維亞與中國大陸間之貿易，波灣國家之原油出口，以及阿根廷使用人民幣及 IMF 特別提款權(SDR)償付 IMF 外債 27 億美元；此外，已開發國家亦有企業已同意以人民幣結算進出口貨款，例如：澳洲必和必拓集團(BHP)自 2022 年 7 月起對中國大陸企業之鐵礦砂出口，及法

國道達爾能源集團(Total Energies)自上年3月起對中國大陸企業之液化天然氣出口等。

—經濟學人指出²⁸，擴大制裁第三國企業之作法，將對印度、印尼、阿拉伯聯合大公國等國之金融與貿易體系造成影響，並促使**不願配合美國制裁俄羅斯之國家，改採非美元貨幣進行國際支付。**

(2) 人民幣逐漸發展為歐亞大陸北部²⁹的區域性貨幣

如前所述，受制裁影響，俄羅斯與中國大陸及其他國家之經貿往來大量改採人民幣結算，**俄羅斯人民幣外匯交易及跨境支付金額躍增**；此外，**中亞五國(哈薩克、烏茲別克、塔吉克、吉爾吉斯及土庫曼)與中國大陸雙邊貿易總額由2022年之702億美元，增加至上一年之894億美元，成長27%，亦有助於提升人民幣於雙邊貿易之使用。**上年12月12日中國工商銀行(阿拉木圖)成為**哈薩克人民幣清算行**，是目前中亞五國唯一的人民幣清算行，**人民幣逐漸發展為歐亞大陸北部的區域性貨幣。**

(3) 人民幣國際支付占比上升

—SWIFT 報告顯示³⁰，人民幣在國際支付占比由2021年12月之2.70%，**上升至本年1月之4.51%**(圖12)，**居國際支付貨幣之第4位**，僅次於美元、歐元及英鎊；同期間，其在**全球貿易融資之占比則由2.0%上升至5.25%**，**在全球貿易融資貨幣中排名第3**，僅次於美元及歐元。

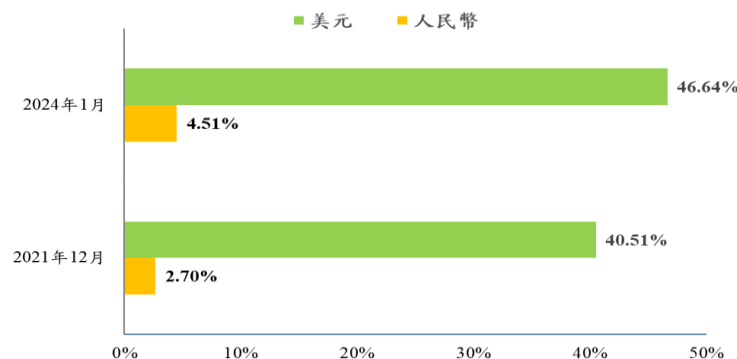
—相對於人民幣在國際支付及貿易融資占比之上升，美元於全球貿易融資之比重則由2021年12月之86.60%，下降至本年1月之84.24%(圖13)；惟同期間美元在國際支付之比重仍由40.51%上升至46.64%，短期內霸權地位仍難以撼動。

²⁸ The Economist (2024), "Sanctions Are Not the Way to Fight Vladimir Putin," Feb. 21.

²⁹ 泛指俄羅斯、中國大陸以及前蘇聯之中亞五國(哈薩克、烏茲別克、塔吉克、吉爾吉斯及土庫曼)。

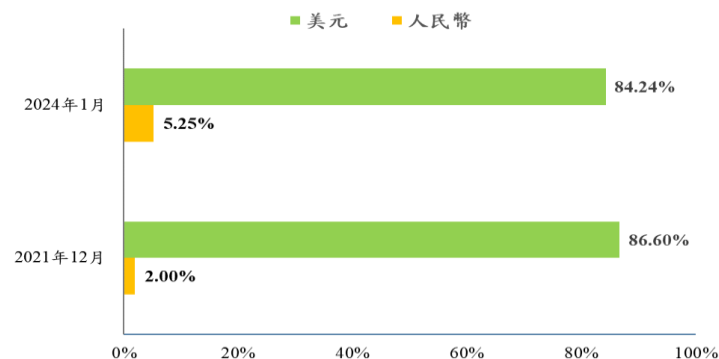
³⁰ SWIFT (2024), *RMB Tracker February 2024*, Feb. 22.

圖 12 國際支付使用貨幣占比



資料來源：SWIFT

圖 13 貿易融通使用貨幣占比



資料來源：SWIFT

3. 美元仍穩居全球貨幣主導地位，在全球支付體系的重要性仍難以撼動³¹

(1) 當前全球支付體系似有區域化及零碎化之情形

- 俄烏戰爭前，已有多國以非美元貨幣進行跨境支付，以降低對美元之依賴，如：**金磚五國(BRICS)擴大使用本幣清算(Local Currency Settlement, LCS)的跨境貿易範圍**³²；**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³³等。
- **俄烏戰爭爆發後，金融制裁措施影響國際貨幣制度運作**，已使**全球化放緩**；「去美元化」升溫，尤其**美元武器化**的擔憂，恐使**美元霸權地位面臨挑戰**³⁴，外匯存底配置多元化、跨境支付朝向非美元通貨發展，恐帶動**全球支**

³¹ 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17日

³² Financial Express (2023)，“BRICS Nations Embrace Local Currencies and Enhanced Payment Systems to Strengthen Trade,” Aug. 25.

³³ Central Banking (2019)，“Philippines Joins Local Currency Settlement Network,” Apr. 5.

³⁴ 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。

付體系區域化及零碎化之發展趨勢³⁵。

— IMF 研究人員指出³⁶，俄烏戰爭揭示了潛在的地緣政治板塊構造遽變，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。

— 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 SWIFT 系統，這些制裁措施形同將美元武器化；對美元武器化的擔憂，促使許多國家的外匯存底朝多元化通貨方向重新配置，跨境支付亦朝非美元通貨(主要為人民幣)發展；伴隨國際間「去美元化」的聲浪日增，長遠而言，可能導致美元的霸權地位受挑戰。

(2) 美元具有關鍵優勢，包括市場流動性與深度、法治及避險地位，仍是全球央行外匯存底配置的最主要選擇

— 過去幾十年來，國際間央行持續朝多元通貨(multi-currency)外匯存底配置逐步邁進；再者，俄烏戰爭爆發後，美國對俄羅斯的制裁行動，令各國擔憂美元可能成為長期政治工具，形成美元武器化(weaponize the dollar)，部分大型經濟體開始尋找遠離美元的方法，亞洲國家等小型經濟體亦試圖「去美元化」。

— IMF 數據顯示，美元在全球外匯存底的占比下滑(圖 14)，從 1999 年的約 71%，下滑至上年第 3 季的 59.17%；另以歐元計價的外匯存底比重則從 17.90%略升至 19.58%，變化不大；至於其他通貨占比則從 11.09%升至 21.25%。

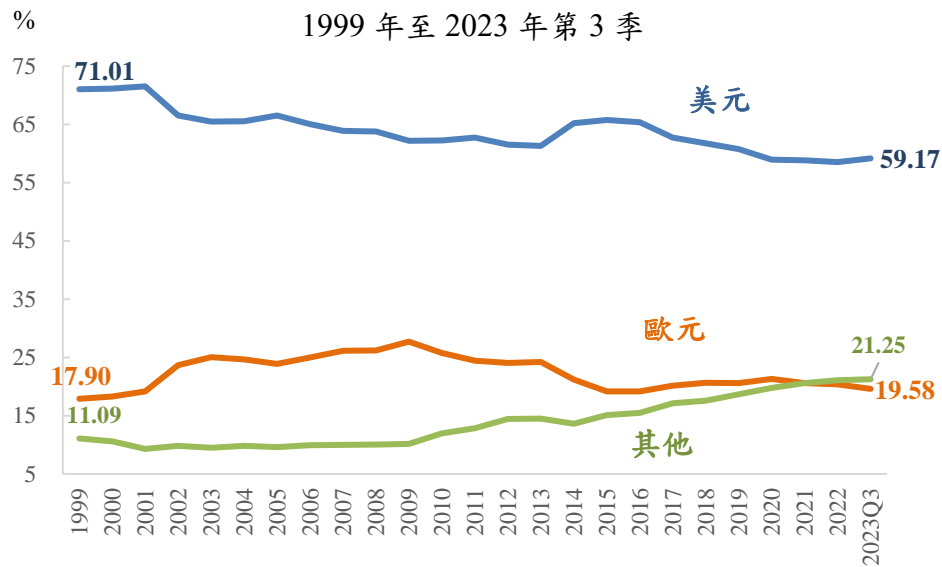
— 不過，諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 表示，短時間內美元的主導地位不會被取代；他指出，美元其實擁有難以匹敵的 3 大優勢，包括在位優勢、開放的市場及法治。

— 論者分析，美國債券市場的流動性與深度、法治體系的穩固，以及美國公債的避險地位，讓美元成為各國央行的最佳選擇，美國公債被認為是最常見的外匯存底；全球央行以美元計價的外匯存底比重仍高達 6 成(圖 15)。

³⁵ 有關全球經濟金融區域化及零碎化之發展，請參閱中央銀行(2023)，「全球化的演進及其面臨的問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日。

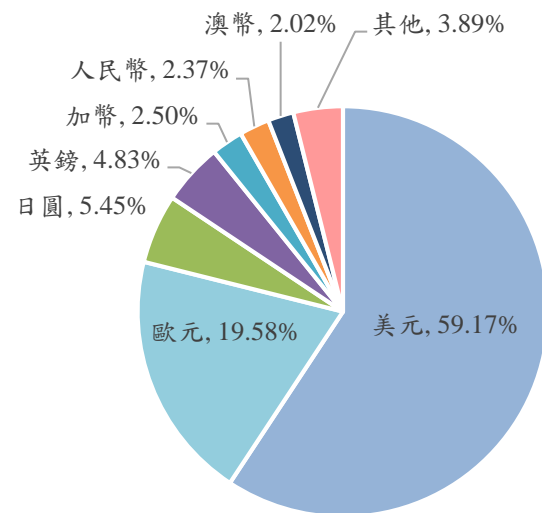
³⁶ Gourinchas, Pierre-Olivier (2022), "Shifting Geopolitical Tectonic Plates," *IMF Finance & Development*, Jun.; Aiyar, Shekhar et al. (2023), "Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism," *IMF Staff Discussion Note*, Jan. 15.

圖 14 美元及歐元等在全球央行外匯存底比重變化



資料來源：IMF(截至 2023 年第 3 季)

圖 15 全球央行外匯存底各幣別最新占比



資料來源：IMF(截至 2023 年第 3 季)

(3) 「去美元化」並非易事，美元仍是各國匯率最重要的報價基礎，現階段難以取代其地位與功能

- 「去美元化」升溫，多國外匯存底趨於多元化，跨境支付朝向非美元通貨發展，但美元在國際貨幣體系中占據主導地位已有數十年，背後是美國強大的經濟、金融和軍事實力，要撼動美元的地位，需要其他貨幣具備足夠的吸引力，能夠取代美元在國際貨幣體系中的核心功能，目前尚無任何貨幣具備挑戰美元地位的實力。
- 自俄烏戰爭後，全球主要金融市場已停止俄羅斯盧布兌美元之相關報價；而歐元兌盧布則因俄羅斯要求歐洲國家以盧布支付天然氣費用，而得以持續在金融市場中報價。目前中國境內雖有提供盧布兌人民幣之報價，惟受限於中國境內交易量與流動性，其匯率實質上是透過歐元兌盧布，再由歐元兌人民幣之交叉匯率間接換算所得，其中歐元匯價與人民幣匯價係指其相對美元之報價，美元仍是全球各國匯率最重要的報價基礎，現階段人民幣難

以取代其地位與功能。

—上年4月10日，俄羅斯央行發布報告³⁷示警，由於人民幣在國際上不能自由兌換，且缺乏對沖工具(人民幣之衍生性金融商品市場不若歐美發達)，因此以人民幣結算存在相當的風險，為規避風險，俄羅斯央行持續拋售人民幣，買進美元及歐元³⁸，顯示「去美元化」並非易事，美元仍是全球各國匯率最重要的報價基礎。

(五)結語

1. 對俄羅斯制裁收效不如預期，顯示制裁未必是遏止戰爭最有效手段

主要國家為遏止俄羅斯侵略行為，對其施加經貿金融等全面性制裁，《經濟學人》於制裁初期曾預期，一系列史無前例之嚴厲制裁可能導致俄羅斯金融失序、經濟嚴重衰退，甚至引發軍事政變；惟制裁持續至今已逾兩年，非但**未能達到預期效果**，反因俄羅斯採行多項因應措施，善用各國追逐低價能源及企業爭取出口收益等有利條件，並借助中國大陸等未參與制裁國家突破管制，有效緩解其國內經濟金融所承受之衝擊，又因**鉅額國防支出**，使**經濟逆勢成長**，充分展現經濟韌性，顯見制裁未必能有效遏止戰爭。

2. 為因應國際制裁，俄羅斯經濟金融及貿易結構均有所轉變

受國際制裁影響，俄羅斯重新配置其外匯存底，**增持黃金及人民幣**，**跨境支付改採人民幣結清算**，並**擴大與中國大陸之經貿與金融合作**，**雙邊貿易量持續創高**。為維持貿易收入，俄羅斯之礦物燃料出口轉向中國大陸、印度及土耳其等國，透過第三國貿易突破歐美禁令，**對歐盟及美國之出口比重則銳減**。

3. 「去美元化」並非易事，美元在全球支付體系重要性難以撼動

對俄羅斯的制裁行動，促使**多國致力於「去美元化」**，**以避免受美元箝制**，但因美元最具市場流動性與深度、法治

³⁷ Bank of Russia (2023), "Review of the Russian Financial Sector and Financial Instruments for 2022," Bank of Russia News, Apr. 11.

³⁸ 上年4月10日單日，俄羅斯央行即出售折合38億盧布之人民幣；俄羅斯財政部亦計劃，上年4月7日至5月5日之間拋售價值746億盧布的人民幣，折合每天拋售價值37億盧布的人民幣。

及避險地位等關鍵優勢，仍是國際支付結算系統的核心貨幣、全球央行外匯存底配置的最主要選擇，以及各國匯率最重要的報價基礎，因此「去美元化」並非易事，美元仍穩居全球通貨主導地位，在全球支付體系重要性難以撼動。

4. 制裁為雙面刃，牽動地緣政治風險持續攀升，全球化進程受阻、經濟零碎化程度加劇，影響全球經貿及金融發展。國際制裁雖未達預期效果，但俄羅斯經濟仍然受創，且戰時國防支出帶動之經濟榮景恐於戰後反轉向下。此外，俄烏戰爭及相關制裁引發地緣政治緊張情勢，阻礙全球化發展，加深經濟零碎化之風險，未來如持續循此趨勢發展，恐將加劇國際貿易限制與市場區隔，干擾能源與大宗物資全球供應鏈之穩定性及安全，使企業成本增加，增添通膨情勢之不確定性，並導致全球經濟成長下滑。

附表、主要國家對俄羅斯之金融與經濟制裁

推出時間	金融制裁內容	經濟制裁內容
2022 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯央行境外帳戶、限制與俄羅斯央行進行交易、限制俄羅斯央行調度國際準備等 ● 將特定之俄羅斯銀行、公司及特定個人列入制裁名單，並凍結其境外資產³⁹ ● 禁止俄羅斯政府、特定機構或銀行在境內發行債券或新股籌措資金 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止俄羅斯籍航空器進入領空 ● 中止北溪 2 號天然氣輸送管線執照審查 ● 對俄羅斯實施國防、航太、半導體、電腦設備等出口管制
2022 年 3 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止 7 家俄羅斯銀行⁴⁰使用 SWIFT 系統 ● 沒收俄羅斯富豪之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 取消俄羅斯貿易最惠國待遇 ● 美國禁止進口俄羅斯原油、天然氣及煤炭等能源
2022 年 4 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯「聯邦儲蓄銀行」(Sberbank)之境外資產，並禁止與該銀行進行交易。俄羅斯前 10 大銀行共 9 家銀行⁴¹境外資產遭凍結 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止俄羅斯船舶停泊港口 ● 歐盟國家自 2022 年 8 月起禁止進口俄羅斯煤炭
2022 年 5 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯提供會計、信託、公司設立及管理顧問服務 ● 禁止俄羅斯透過外國銀行體系償還主權債務 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯國營與控制媒體投放廣告及提供技術 ● 禁止進口俄羅斯貴金屬(如鉑、鈀)
2022 年 6 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 增加禁止 3 家俄羅斯銀行⁴²使用 SWIFT 系統，加計先前 7 家，目前共 10 家俄羅斯銀行遭禁用 SWIFT 系統，約占俄羅斯銀行業總資產 70% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 歐盟國家於 2022 年底前停止進口 90%俄羅斯原油 ● 禁止歐盟保險公司承保俄羅斯原油船運保險 ● 禁止向俄羅斯進口黃金
2022 年 9 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯提供 IT 顧問、建築及工程服務

³⁹ 制裁特定之俄羅斯銀行、公司及特定個人之境外資產，各國所匡列之名單不完全相同，主要是俄羅斯之重要銀行、出口商、富豪及政治人物。

⁴⁰ 7 家銀行包括：Bank Otkritie、Novikombank、Promsvyazbank、Bank Rossiya、Sovcombank、Vnesheconombank(VEB)、VTB Bank。

⁴¹ 9 家銀行包括：Sberbank、VTB Bank、Gazprombank、Alfa Bank、Promsvyazbank、Russian Agricultural Bank、Credit Bank of Moscow、Bank Otkritie、Sovcombank。

⁴² 增加 3 家銀行包括：Sberbank、Russian Agricultural Bank 及 Credit Bank of Moscow。

2022 年 12 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止與俄羅斯地區開發銀行(Russian Regional Development Bank)進行交易 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯海運出口原油設定價格上限每桶 60 美元 ● 禁止英國保險公司承保俄羅斯原油船運保險 ● 禁止向俄羅斯出口無人機引擎
2023 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯聯邦國家財富基金(National Wealth Fund of the Russian Federation)、俄羅斯國家再保險公司(Russian National Reinsurance Company)、Tinkoff Bank 之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯海運出口柴油及燃料油設定價格上限每桶 100 及 45 美元
2023 年 3 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯進口鋼鐵及鋁
2023 年 7 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結 Locko Bank、Petersburg Social Commercial Bank、Commercial Bank Solidarnost、Unistream Commercial Bank 等 4 家銀行之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯能源產業設備及化學品製造商境外資產
2023 年 11 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結 Absolut Bank、Blanc Bank、Home Credit & Finance Bank、Post Bank、Russki Regionalny Bank、Russian Regional Development Bank、Russian Standard Bank 等 7 家銀行之境外資產 	
2023 年 12 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結數家總部位於阿拉伯聯合大公國及香港之船隊營運商或原油交易商之資產 	
2024 年 1 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止進口在俄羅斯開採、加工或生產的非工業鑽石
2024 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯信用卡機構及 Avangard Bank、Bank RostFinance、Chelindbank、Maritime Bank、Bystrobank 等 5 家銀行之境外資產 ● 持有俄羅斯央行資產超過 100 萬歐元之證券保管機構，應單獨計算並凍結受歐盟制裁之資產價值及其相應之收入 	
2024 年 3 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止進口在第三國加工的俄羅斯鑽石

六、台灣、南韓、日本及美國經濟成長、每工時實質薪資成長之比較

近期美國財政部研究人員探討 COVID-19 疫情前後，美國與其他先進經濟體勞工實質購買力(以每工時實質薪資衡量)變化¹，發現 2019 年第 3 季至上(2023)年第 3 季，美國每工時實質薪資累積成長率為 2.8%，高於加拿大(0.2%)、法國(-0.5%)等其他先進經濟體，此亦顯示美國強勁的勞動市場，使其勞工實質購買力較疫情前提升。因此，本文進一步分別比較 2015 年及 2019 年以來，台灣與主要國家包括，南韓、日本及美國之經濟成長率與每工時實質薪資成長率。發現近年台灣累積經濟成長率高於南韓、美國、日本；而每工時實質薪資累積成長率，雖低於南韓，惟仍高於美國、日本。其中，台灣累積經濟成長率高於南韓，惟每工時實質薪資累積成長率低於南韓，主要係反映台灣勞動份額(為受僱人員報酬占 GDP 比重)下降²，但南韓勞動份額上升；此外，台灣勞動份額下降亦是民眾較感受不到經濟成長果實的原因。

本文延續本行(2023)³報告，比較台灣與南韓在各產業勞動份額之變化，發現台灣服務業(尤其運輸及倉儲業、住宿餐飲業等傳統服務業)及占製造業產值比重最大之電子資訊業的營業盈餘占比均上升，致其勞動份額相對下滑，進而抑低我國整體產業平均勞動份額；而南韓產值占比較高的專業科學及技術支援(屬現代服務業)，以及藝術娛樂與出版影音製作等之勞動份額均上升，帶動南韓服務業及整體產業之平均勞動份額上升。究其可能原因為，台灣服務業多屬中小型，致服務業薪酬制度不如以大企業為主之南韓完善，加以台灣企業較重視股東權益；此外，自 2015 年以來，台灣基本工資時薪累積調幅為 59.1%，低於南韓之 89.3%。

因此，考量適時調整基本工資，有助帶動企業調薪，我國政府宜持續合理提高基本工資；政府亦刻正推動中小企業「加薪、增僱」租稅優惠措施延長十年之修法，進而提升勞動份額；並宜持續推動促進傳產製造業與傳統服務業創新及科技轉型，以及推動現代服務業之政策措施，提升企業加薪的能力。

¹ 詳 Van Nostrand, E. L. et al. (2023), “The Purchasing Power of American Households,” United States Department of the Treasury, Dec. 14；Van Nostrand, E. L. et al. (2024), “The Purchasing Power of American Households,” United States Department of the Treasury, Jan. 25。

² 另一個可能影響為貿易條件(出口物價相對進口物價)的變化。

³ 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。

(一)經濟成長比較：2015 至上年期間，台灣經濟表現優於南韓、美國及日本

1. 2015 至上年間，台灣經濟表現穩健，平均經濟成長率為 3.0%，優於南韓與美國之 2.4%與 2.3%，日本表現則相對平疲，平均僅 0.6%。

(1)2015 至 2022 年歷經美中貿易爭端、科技戰與 COVID-19 疫情，不僅替台灣經濟注入新的成長動能，亦強化經濟韌性，其中 2019 至 2021 年台灣連續 3 年經濟成長逾 3%(圖 1)。

— 美中貿易爭端後，政府優化國內投資環境，積極推動「投資臺灣三大方案」下，吸引台商回台投資、國際科技大廠在台擴產，投資動能佳。

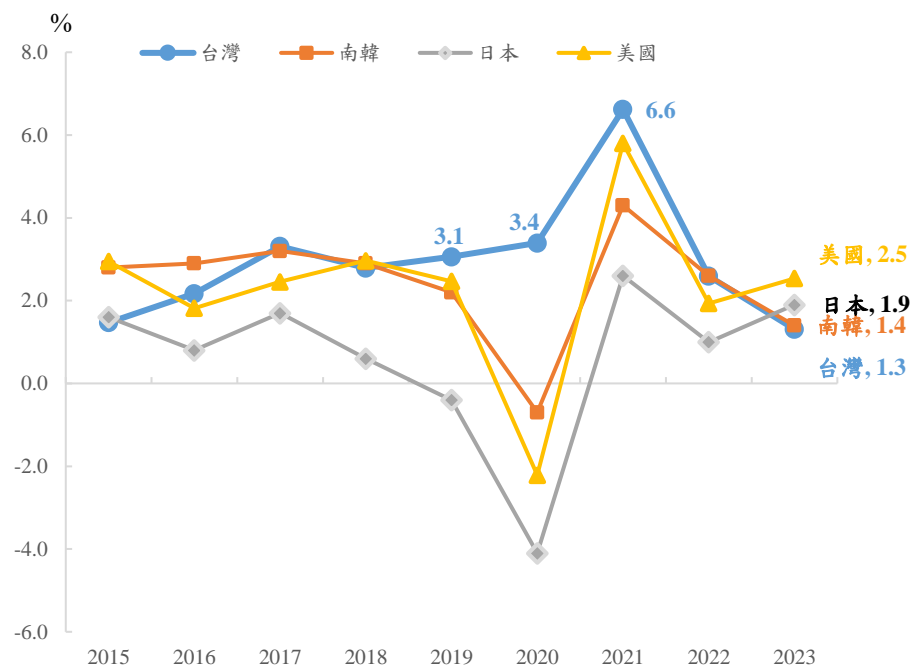
— COVID-19 疫情期間，台灣防疫得宜，且產業發展符合國際需求，以及具有半導體產業競爭優勢等，出口表現暢旺。

(2)COVID-19 疫情重創韓、美與日的經濟表現，2020 年 3 國經濟成長皆衰退；2021 年受比較基期影響，3 國經濟成長率均反彈走升。

(3)2022 年主要經濟體因通膨高漲，採取大幅緊縮貨幣政策，致

全球終端需求下滑，台、韓、美、日經濟成長均走緩。上年台、韓經濟續受限於全球終端需求不振，製造業庫存去化不如預期等影響，台灣經濟成長率降至 1.31%，為此期間最低，南韓亦降至 1.4%；美國則因民間消費需求不墜，日本受惠跨境旅行活絡，輸出成長較佳，兩國經濟成長動能優於 2022 年，分別為 2.5%與 1.9%。

圖 1 2015~2023 年台、韓、美、日之實質經濟成長率



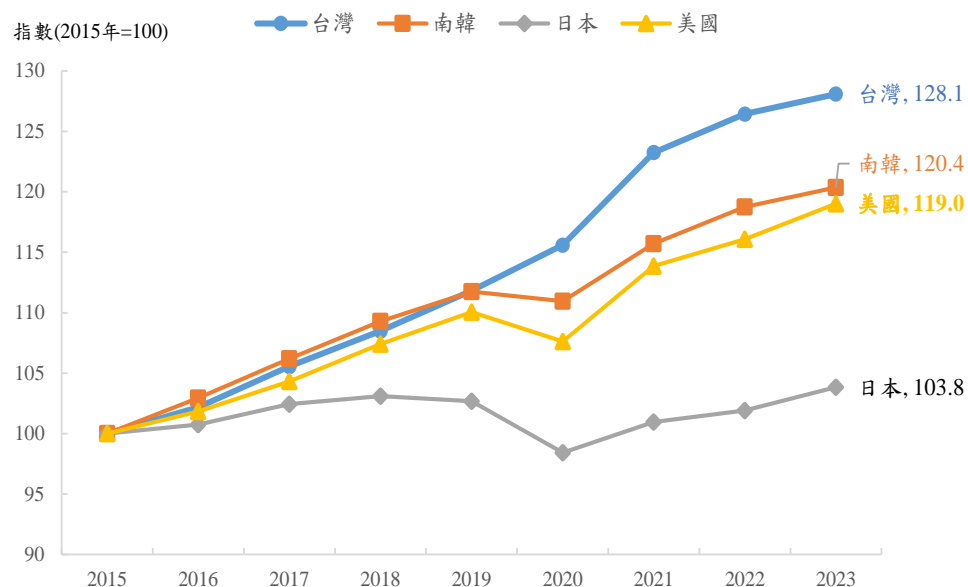
資料來源：各國官方網站

2. 上年台灣經濟成長雖然降至 1.31%，且低於 2015 年之 1.47%，惟觀察經濟成長指數，2015 年(或 2019 年)至上年期間，台灣累積經濟成長率明顯優於其他國家，表現仍屬穩健。

(1)若以 2015 年為基期(2015 年=100)，上年台灣實質 GDP 指數為 128.1(圖 2)，亦即上年台灣實質 GDP 相較 2015 年增加 28.1%，優於南韓(20.4%)、美國(19.0%)與日本(3.8%)。

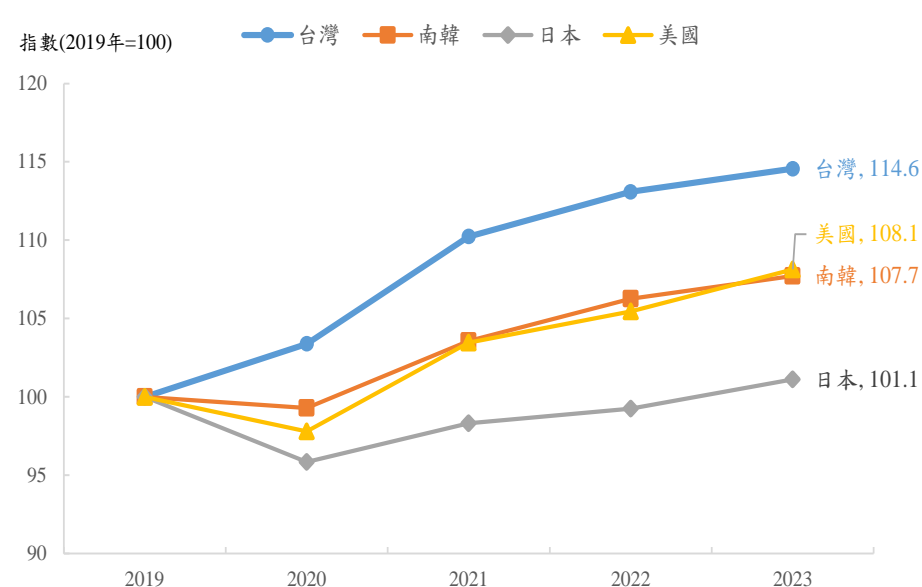
(2)若改以疫情爆發前之 2019 年為基期(2019 年=100)，上年台灣實質 GDP 指數為相較 2019 年增加 14.6%(圖 3)，優於美國(8.1%)、南韓(7.7%)與日本(1.1%)。

圖 2 經濟成長指數(2015 年=100)



資料來源：各國官方網站

圖 3 經濟成長指數(2019 年=100)



資料來源：各國官方網站

(二)每工時實質薪資成長比較：2015 至上年期間，台灣勞工實質購買力優於美國、日本，惟低於南韓

2015 年以來，台灣經濟成長雖優於南韓，惟反映勞工實質購買力的每工時實質薪資成長率，低於南韓，而仍高於美國及日本。

1. 若以 2015 年為基期，上年台灣每工時實質薪資指數為 111.1(圖 4)，亦即上年台灣每工時實質薪資相較 2015 年增加 11.1%，遠低於南韓(35.1%)，而高於美國(7.0%)、日本(2.9%)。
2. 若以 2019 年為基期，上年台灣每工時實質薪資指數相較 2019 年增加 4.3%(圖 5)，仍低於南韓(10.0%)，但高於美國(3.3%)，日本則呈倒退(-0.9%)。

圖 4 每工時實質薪資成長*指數(2015 年=100)

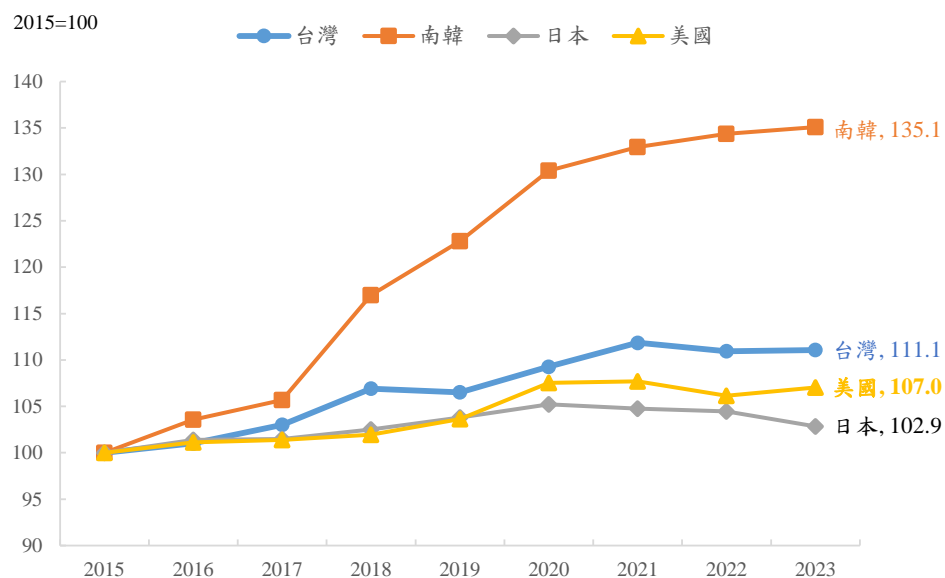
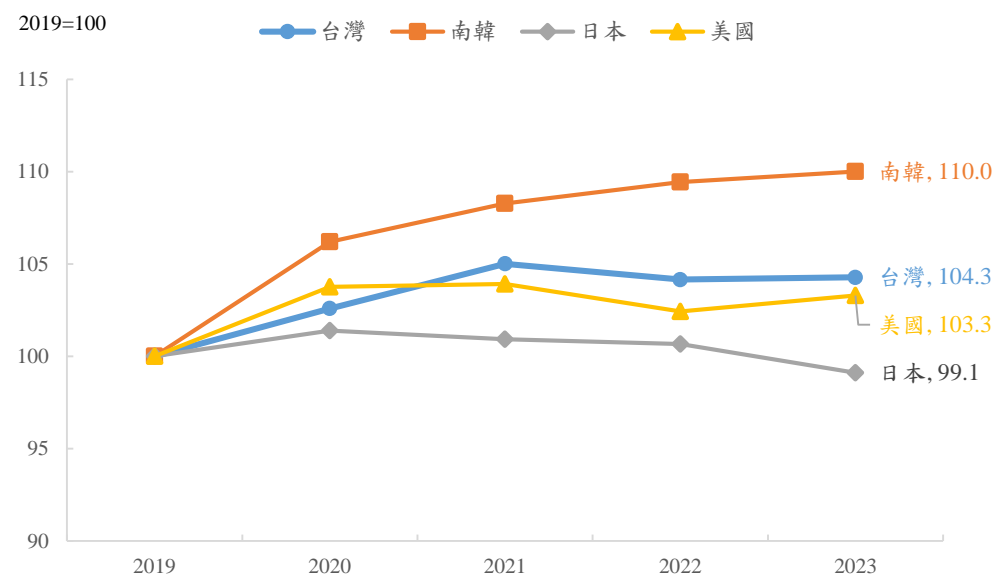


圖 5 每工時實質薪資成長*指數(2019 年=100)



註：*各國每工時實質薪資=各國每工時名目總薪資/各國 CPI 指數；台、美、日各年每工時實質薪資數值為各年 1 至 12 月之平均值，南韓因受限於資料，係以年資料計算。
資料來源：台灣-主計總處；南韓-勞動部(MOEL)及央行；美國-勞動統計局(BLS)；日本-統計局

註：*同圖 4
資料來源：同圖 4

(三)GDP 分配面變動比較：近年台灣勞動份額下降，惟南韓卻上升

1. 2022 年台、美兩國受僱人員報酬占 GDP 比重(即勞動份額)均較 2015 年略微下降，韓、日則皆較 2015 年明顯上升(表 1)；各國營業盈餘占 GDP 比重多較 2015 年下降；惟若僅以疫後觀察(即 2022 年相對 2019 年)，台、美營業盈餘占比分別明顯上升 2.1、1.0 個百分點，為兩國勞動份額明顯下滑 2.1、1.2 個百分點之主因(各國 2015 年、2019 年及 2022 年 GDP 分配面詳見附圖)。
2. 各國固定資本消耗占 GDP 比重均提升；台、美生產及進口稅淨額占比略微下降，韓、日則略微提升。
3. 不論與 2015 年或 2019 年相比，近年台灣累積經濟成長均優於南韓，惟此期間台灣每工時實質薪資成長低於南韓，主要係反映台灣勞動份額下滑，而南韓勞動份額上升。

表 1 GDP 分配面變動

單位：百分點

	2022 年相對 2015 年			
	受僱人員報酬	營業盈餘	固定資本消耗	生產及進口稅淨額
台灣	-0.3	-0.9	+1.4	-0.2
南韓	+2.8	-7.0	+3.8	+0.4
美國	-0.6	+0.0	+0.8	-0.1
日本	+4.1	-6.9	+2.1	+0.6
	2022 年相對 2019 年			
台灣	-2.1	+2.1	+0.5	-0.5
南韓	+0.3	-3.2	+2.5	+0.4
美國	-1.2	+1.0	+0.5	-0.3
日本	+1.1	-3.5	+1.8	+0.5

註：台灣、南韓整體 GDP 分配面資料最新至 2022 年。

資料來源：主計總處、南韓央行、日本內閣府、美國 BEA

(四)台、韓各產業產值占 GDP 比重及勞動份額之變動比較

本文進一步由台灣及南韓製造業及服務業之業別分析(包括各業產值占比及 GDP 分配面)，以深入探討台灣整體產業勞動份額下滑，而南韓勞動份額上升之原因。

1. 2022 年台灣製造業產值對 GDP 占比明顯上升且高度集中於電子資通訊產業，服務業產值對 GDP 占比則下滑。

(1)受惠全球對 5G、物聯網、電動車對晶片的需求提升，台灣電子資通訊業(包括電子零組件，以及電腦、電子產品及光學製品製造業)營收與獲利大幅成長，2022 年其對 GDP 產值占比增至 19.3%，帶動整體製造業占比增至 34.3%，而服務業占比則略降至 61.0%(表 2)。

— 服務業中，台灣服務業產值主要集中於批發零售與住宿餐飲業(18.3%)、不動產業(7.6%)等傳統服務業，而專業服務業中，金融保險業之占比為 6.4%，惟專業科學及技術支援產值占比僅 3.9%而偏低(圖 6)。

(2)2022 年南韓電子資訊業產值占南韓 GDP 略升至 7.2%，整體製造業占比為 28%，則略低於過去，而服務業占比略升至 63.5%。

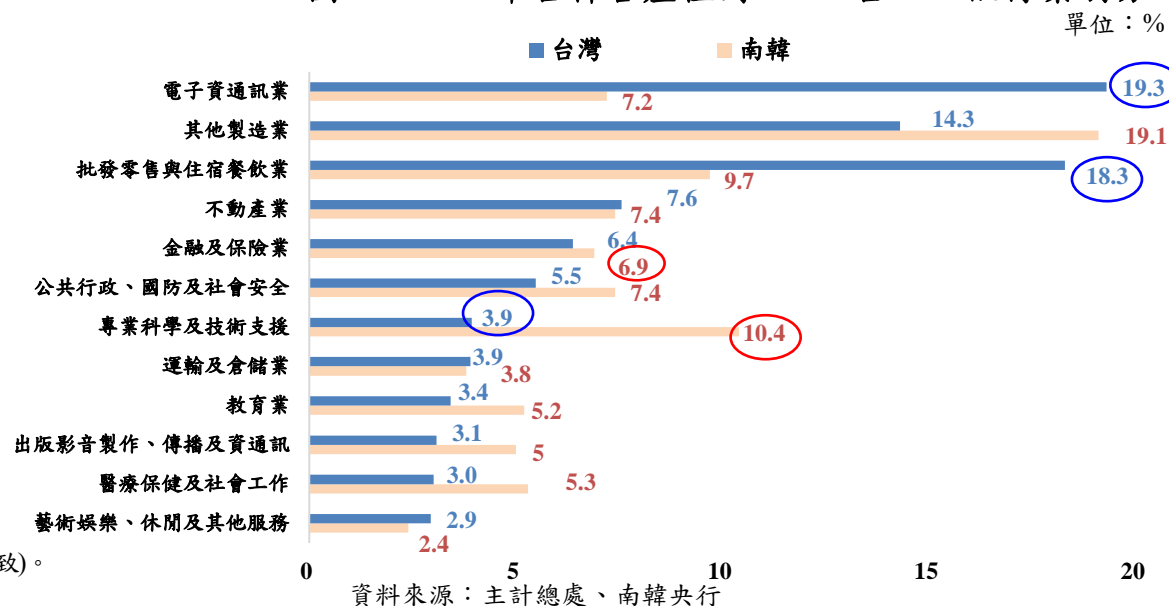
— 服務業中，南韓產值比重較高為專業科學及技術支援(10.4%)、批發零售與住宿餐飲業(9.7%)、不動產業(7.4%)與金融保險業(6.9%)。

表 2 台韓各產業產值對 GDP 占比

		單位：%		
		2015 年	2019 年	2022 年
台灣	服務業	62.0	62.9	61.0
	製造業	31.4	31.0	34.3
	電子資通訊業	14.7	13.8	19.3
南韓*	服務業	60.6	62.5	63.5
	製造業	29.0	27.5	28.0
	電子資通訊業	6.7	7.0	7.2

註：*南韓產業產值占比係各業產值占其附加價值毛額(以與 GDP 分配面算法一致)。
資料來源：主計總處、南韓央行

圖 6 2022 年台韓各產業產值對 GDP 占比—依行業別分



2. 台、韓製造業勞動份額均下降，惟南韓服務業勞動份額提升，並帶動其整體勞動份額成長

(1) 近年我國服務業、製造業獲利雖有所成長，惟分配予勞工的報酬未等幅上升，以致勞動份額下滑。

— 2022 年台灣服務業、製造業之勞動份額均較 2019 年、2015 年下跌，而各業營業盈餘占比則均上升，顯示**近年我國服務業、製造業獲利雖有所成長，惟分配予勞工的報酬未等幅上升**⁴(表 3)。

(2) 南韓服務業勞動份額自 2015 年後顯著改善，而製造業勞動份額則與台灣同呈下降趨勢。

— 南韓 2021 年服務業營業盈餘占比均較 2019 年、2015 年減少，而服務業勞動份額則上升，主要反映**南韓服務業企業分配予勞工的報酬成長速度快於其獲利**⁵。此可能與南韓政府近年**吸引國際科技專業人力**，同時**改善勞動條件並調高最低工資**，以降低勞資分配的不均度等措施有關。

表 3 台、韓近年 GDP 分配面變動-製造業與服務業

單位：％、百分點

		受僱人員報酬			營業盈餘		
		全體	服務業	製造業	全體	服務業	製造業
台灣	2022(1)	43.9	46.2	38.4	34.4	35.0	34.5
	2019(2)	46.0	48.4	42.1	32.3	33.1	28.6
	2015(3)	44.2	47.2	38.9	35.3	34.8	34.3
	差距(1)-(2)	-2.1	-2.2	-3.7	2.1	1.9	5.9
	差距(1)-(3)	-0.3	-1.0	-0.5	-0.9	0.2	0.2
南韓	2021(1)*	51.9	55.7	39.7	23.7	22.6	27.5
	2019(2)	51.8	55.0	41.4	25.2	24.7	27.8
	2015(3)	49.3	53.1	40.7	29	27.2	32.1
	差距(1)-(2)	0.1	0.7	-1.7	-1.5	-2.1	-0.3
	差距(1)-(3)	2.6	2.6	-1.0	-5.3	-4.6	-4.6

註：*南韓 2022 年業別 GDP 分配面資料尚未公布。

資料來源：主計總處、南韓央行

⁴ 2022 年我國服務業營業盈餘分別較 2019、2015 年成長 22.9%、31.7%，而勞動報酬分別較 2019、2015 年成長 10.9%、28.0%；製造業營業盈餘分別較 2019、2015 年成長 60.0%、45.8%，而勞動報酬分別較 2019、2015 年成長 21.2%、43.4%。

⁵ 2022 年南韓服務業營業盈餘分別較 2019、2015 年成長 -2.1%、6.6%，而勞動報酬分別較 2019、2015 年成長 8.8%、34.7%

(3) 觀察台、韓各行業近年產出分配面變動(以 2019 年為基準)，南韓服務類行業別之勞動份額改善較台灣為多

— 製造業：近年台、韓電子資通訊業勞動份額分別下降 5.2、2.2 個百分點(圖 7)，營業盈餘占比分別上升 12.8、1.4 個百分點(圖 8)。惟因台灣電子資通訊業占比明顯高於南韓(表 2)，致使台灣製造業，甚至整體產業之平均勞動份額不易上升。

— 服務業：

南韓：2021 年南韓的藝術娛樂、休閒及其他服務與出版影音製作、傳播及資通訊勞動份額分別較 2019 年增加 3 個百分點與 4.5 個百分點，主因其政府長期推廣流行娛樂性質包裝的文化創意產業，並進行文創補助；而產值占比較高的專業科學及技術支援、批發零售與住宿餐飲業勞動份額亦分別增 1.2、1.3 個百分點，進而帶動其整體服務業平均勞動份額上揚。

台灣：2022 年台灣運輸及倉儲業勞動份額較 2019 年減少 11.9 個百分點，減幅為各行業中最多，主要反映其營業盈餘占比大幅提升 18.2 個百分點，顯示近年疫情導致貨櫃運價大漲，使運輸及倉儲業獲利明顯提升，惟並未等幅分配予勞工。

圖 7 勞動份額變化：

台灣(2022 年相對 2019 年) vs. 南韓(2021 年相對 2019 年)

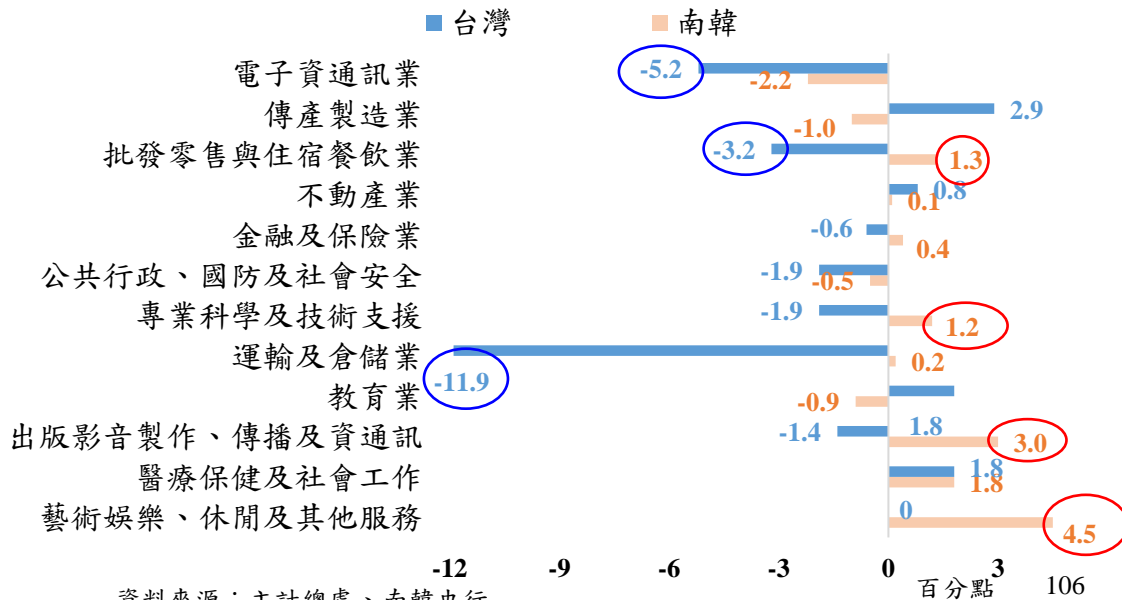
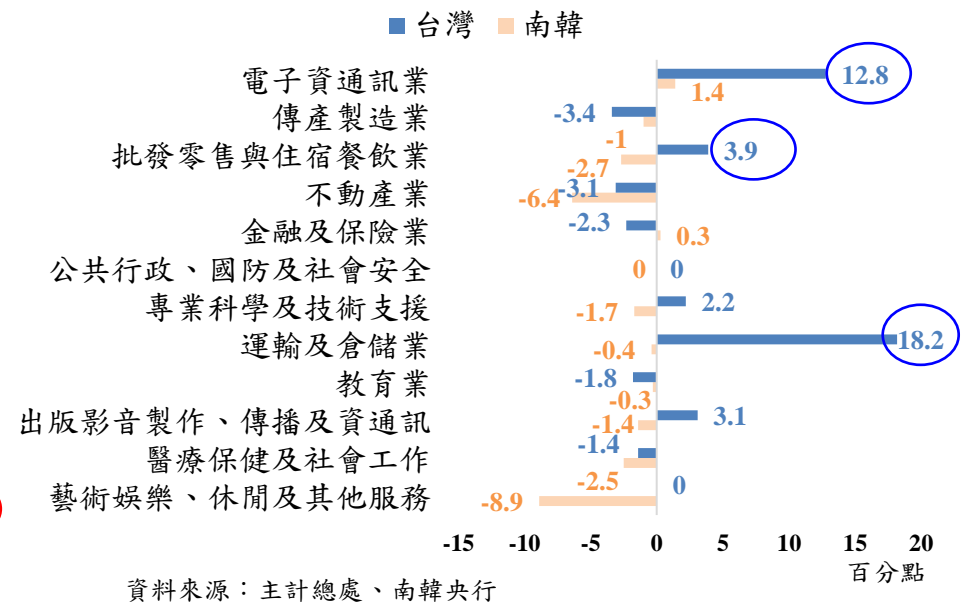


圖 8 營業盈餘占比變化：

台灣(2022 年相對 2019 年) vs. 南韓(2021 年相對 2019 年)



3. 上年台、韓薪資成長比較：我國每工時實質薪資年增率低於南韓，主要係因**製造業**(如基本金屬、電子資通訊業、汽車及零件)、**批發及零售業**、**住宿及餐飲業**等業之**每工時實質薪資成長遠低於南韓**。

(1)工業及服務業：上年台灣名目總薪資年增率為 0.65%，**低於南韓**之 2.49%；而台灣**實質薪資年增率**為-1.79%，亦**低於南韓**之-1.06%，顯示**兩國薪資成長均不及通膨率**。考量兩國勞動工時變化後，台灣**每工時實質薪資年增率**為-2.49%，**低於南韓**之 0.52%，且**差異擴大**至 3.01 個百分點，主要係**反映南韓工時減少**⁶，惟**我國工時增加**(表 4)。

(2)製造業：受上年出口明顯下滑影響，台灣製造業名目**總薪資年增率**為-1.31%，**低於南韓**之 3.32%，**實質總薪資年增率**及**每工時實質薪資年增率**分別係-3.71%及-3.60%，亦均**低於南韓**之-0.26%及 0.09%。

— 傳產製造業：以基本金屬製造業而言，台灣總薪資衰退 6.16%，南韓則成長 6.61%，考量物價及工時變化之**每工時實質薪資年增率**為**-8.03%**，亦**遠低於南韓**之 **4.27%**。另以汽車及其零件製造業而言，台灣總薪資僅**成長** 1.38%，**明顯低於南韓**之 7.99%，且每工時實質薪資年增率亦較南韓少 4.92 個百分點，主要係因上年**南韓汽車出口額創新高**，帶動廠商加薪。

— 電子資通訊業⁷：受**供應鏈持續調整庫存**，致電子零組件出口衰退影響，台灣總薪資年增率為-2.75%，低於南韓之 2.82%，**每工時實質薪資年增率**為**-5.15%**，**低於南韓**之**-1.13%**，差異高於整體製造業。

(3)服務業：上年台灣薪資年增率為 1.93%，低於南韓之 2.46%，惟**實質薪資年增率**為-0.54%，則**高於南韓**之-1.10%；**每工時實質薪資年增率**為-1.75%，則**低於南韓**之 0.24%，主要係**南韓工時縮短**，惟**我國增加**所致。

— 批發及零售業：台灣總薪資**成長** 3.55%，**低於南韓**之 3.92%，主要係**因批發業受終端需求疲弱影響**，**營業額衰退**，加以批發及零售業薪資漲幅易受基本工資影響，惟**台灣基本工資漲幅低於南韓**⁸。**實質總薪資年增率**為 1.04%，**高於南韓**之 0.32%，**每工時實質薪資年增率**係-0.63%，則**低於南韓**之 2.27%。

⁶ 近年南韓政府為降低工時，於 2018 年將每週工時上限由 68 工時降低至 52 工時，並於上年修法將加班規定將變得較為彈性，改成以月為單位，勞工可以在一週內工作 69 工時，但是同一個月內的其他週的工時就要減少，以符合平均每週工時 52 工時的上限，期縮短工時，滿足育兒及家庭照顧之需求。

⁷ 由於台灣資通訊製造業包括電子零組件製造業及電腦、電子產品及光學製品製造業，南韓則係電子零組件、電腦及電子產品製造業與光學製品製造業，為方便比較，合併為電子零組件、電腦、電子產品及光學製品製造業，並以簡單平均計算年增率。

⁸ 上年南韓基本工資時薪及月薪漲幅均為 5.02%，均高於台灣之 4.76%及 4.55%。

— 住宿及餐飲業：受疫後內需回溫，帶動業績及用人需求增加影響，台灣總薪資成長4.30%，惟仍略低於南韓之4.68%，考量南韓工時減少、我國工時增加之影響後，台灣每工時實質薪資年增率為-0.51%，遠低於南韓之6.65%。

表4 2023年台灣及南韓薪資年增率比較

單位：%、百分點

行業別	名目總薪資年增率			實質總薪資年增率			每工時實質薪資年增率			工時年增率 (每工時實質薪資之減項)		
	台灣(1)	南韓(2)	差異=(1)-(2)	台灣(1)	南韓(2)	差異=(1)-(2)	台灣(1)	南韓(2)	差異=(1)-(2)	台灣(1)	南韓(2)	差異 =(2)-(1)
工業及服務業	0.65	2.49	-1.84	-1.79	-1.06	-0.73	-2.49	0.52	-3.01	0.72	-1.58	-2.29
工業	-0.94	3.03	-3.96	-3.34	-0.55	-2.79	-3.17	1.46	-4.64	-0.17	-1.95	-1.78
製造業	-1.31	3.32	-4.63	-3.71	-0.26	-3.45	-3.60	0.09	-3.69	-0.11	-0.35	-0.24
基本金屬	-6.16	6.61	-12.78	-8.44	2.91	-11.36	-8.03	4.27	-12.30	-0.44	-1.30	-0.86
電子資通訊業	-2.75	2.82	-5.57	-5.11	-0.75	-4.36	-5.15	-1.13	-4.02	0.04	0.39	0.35
汽車及其零件	1.38	7.99	-6.61	-1.08	4.25	-5.33	-1.99	2.93	-4.92	0.93	1.28	0.35
營建工程業	1.92	4.02	-2.10	-0.55	0.41	-0.96	-0.49	4.78	-5.27	-0.06	-4.17	-4.11
服務業	1.93	2.46	-0.53	-0.54	-1.10	0.56	-1.75	0.24	-1.99	1.23	-1.31	-2.53
批發及零售業	3.55	3.92	-0.37	1.04	0.32	0.72	-0.63	2.27	-2.90	1.68	-1.91	-3.59
運輸及倉儲業	0.04	3.57	-3.53	-2.39	-0.02	-2.37	-2.79	-0.02	-2.77	0.41	0.00	-0.41
住宿及餐飲業	4.30	4.68	-0.38	1.77	1.05	0.72	-0.51	6.65	-7.16	2.29	-5.26	-7.54
出版、影音製作、資通訊 傳播	2.33	2.43	-0.10	-0.15	-1.12	0.97	0.03	-0.82	0.85	-0.18	-0.31	-0.12
金融及保險業	-2.29	0.19	-2.48	-4.66	-3.28	-1.38	-4.31	-2.98	-1.34	-0.36	-0.31	0.05
支援服務業	3.33	4.00	-0.67	0.82	0.39	0.43	0.82	1.41	-0.59	0.00	-1.00	-1.00

註：1. 2023年台灣及南韓CPI年增率分別係2.49%及3.63%。

2. 名目總薪資年增率、實質總薪資年增率、每工時實質薪資年增率等差異數係台灣減去南韓；工時年增率差異數則係南韓減去台灣。

3. 南韓工業、服務業部門年增率數值係將該部門行業年增率簡單平均計算而得。

資料來源：主計總處、南韓央行

(五)結語

1. 不論 2015 年或 2019 年以來台灣累積經濟成長率均高於南韓(且亦高於美國、日本)，惟每工時實質薪資累積成長率低於南韓(而仍高於美國、日本)，主要係因台灣勞動份額下降，而南韓勞動份額上升所致。
2. 相較於 2015 年或 2019 年，2022 年台灣勞動份額均下滑，主要係反映營業盈餘占 GDP 比重上升；南韓勞動份額均上升，則係反映營業盈餘占 GDP 比重下降。可能原因為：
 - (1)以兩國產值占比較高之服務業而言，台灣服務業多屬中小型，2022 年台灣中小型服務業銷售額占全體服務業銷售額比重逾 50%(為 64.4%)，且遠高於南韓的 13.6%⁹(表 5)，致台灣服務業薪酬制度不如以大企業為主之南韓完善。
 - (2)自 2015 年以來，台灣基本工資(時薪)調幅大多低於南韓，尤以 2018 至 2019 年南韓調幅均逾 10%¹⁰，致台灣累積調幅與南韓差距擴大；而 2021 年以來台灣每年調幅雖與南韓相近，惟自 2015 年以來累積調幅為 59.1%，尚低於南韓之 89.3%(圖 9)。

表 5 2022 年台灣及南韓中小企業及大型企業行業別銷售額比重

單位：%

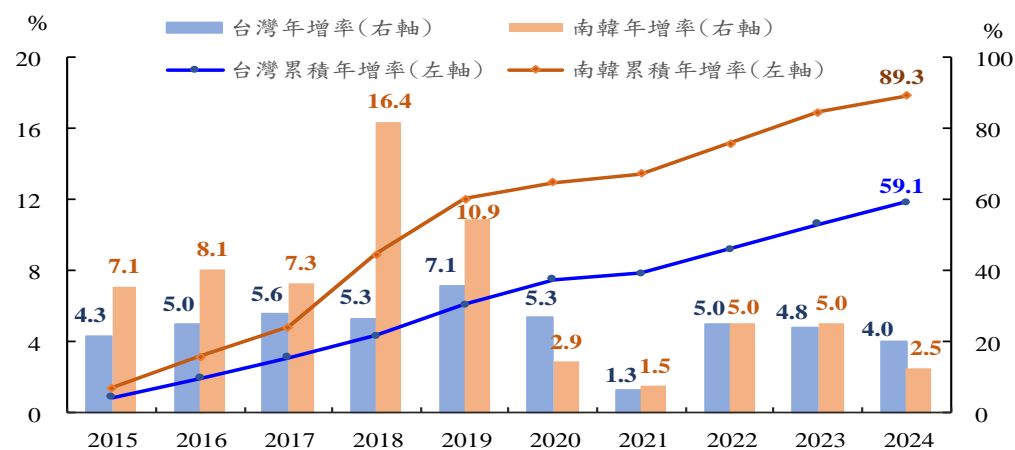
行業別	中小企業		大型企業	
	台灣	南韓	台灣	南韓
服務業	64.4	13.6	35.6	86.4
批發及零售業	68.6	13.6	31.4	86.4
運輸及倉儲業	60.4	21.2	39.6	78.8
住宿及餐飲業	86.0	16.8	14.0	83.2
出版、影音製作、資通訊傳播	51.1	21.0	48.9	79.0
金融及保險業	45.2	1.5	54.8	98.5
支援服務業	59.0	55.8	41.0	44.2

資料來源：台灣經濟部、南韓統計局

⁹ 由於 2020 年起台灣中小企業定義為實收資本額在新台幣 1 億元以下，或經常僱用員工數未滿 200 人之事業，因此本文以南韓資本額在 50 億韓元(約新台幣 1.19 億)以下之企業為中小企業，並進行比較。此外，2022 年台灣中小型製造業銷售額占全體製造業銷售額比重為 27.7%，仍高於南韓的 13.7%，顯示兩國製造業銷售額主要集中於大型企業(資本額在新台幣 1 億元或 50 億韓元以上)。

¹⁰ 南韓大幅調升基本工資亦有負面效應，南韓 2018 年及 2019 年失業率均為 3.8%，係 2002 年以來次高。

圖 9 2015 年以來台、韓基本工資(時薪)調幅比較



資料來源：勞動部、南韓-勞動部(MOEL)

(3)金融活動日益頻繁，公司治理追求**股東價值極大化**¹¹，企業提高利潤的壓力增加，迫使部分**企業採取壓低成本**的經營策略，影響企業對於薪資調整的決策。

3. 以近年台、韓製造業及服務業別之勞動份額及每工時實質薪資變動而言：

(1)以製造業而言，台、韓電子資通訊業勞動份額均下降，惟因台灣電子資通訊業產值占 GDP 比重(19.3%)明顯高於南韓(7.2%)，使製造業平均勞動份額下降，且進而使台灣整體產業平均勞動份額不易上升。

(2)以服務業而言，南韓產值占比較高的專業科學及技術支援等勞動份額均提升，且藝術娛樂、休閒及其他服務與出版影音製作、傳播及資通訊亦明顯上升，進而帶動其服務業平均勞動份額上升。而台灣則因運輸倉儲等業勞動份額下降，致服務業平均勞動份額下降。

(3)上年台灣每工時實質薪資年增率低於南韓，主要係因傳產製造業(如基本金屬、汽車及零件)、批發及零售業與住宿及餐飲業等業之**工時增幅多高於南韓**，加以名目**總薪資增幅多低於南韓**，致每工時實質薪資成長遠低於南韓。

4. 政策建議：

(1)為**提升我國勞動份額**，仍宜**適時合理提高基本工資**；並**透過租稅優惠**，鼓勵中小企業加薪。

一依 2022 年台灣廠商調薪調查資料，近 4 成將「基本工資調升」列為首要考慮因素(表 6)，足見適度提高基本工資，可**促進企業調薪**。

表 6 2022 年**廠商調升經常性薪資考慮之重要因素 單位：%

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

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

**主計總處於每年 5 月公布前一年度之統計。

資料來源：主計總處

¹¹ 如 2022 年底台股現金殖利率為 4.88%，係全球最高；上年底受台股上漲影響，現金殖利率降為 3.37%，惟仍高美國、日本及南韓等主要國家，反映台灣企業重視股東權益的程度。而穩定的現金收益亦使外資在台股比重高於南韓，如上年 12 月底台股之外資持股比重達 40.8%，高於南韓之 27.4%。

—經濟部推動中小企業發展條例修法，持續透過租稅優惠，鼓勵中小企業為員工加薪，以及增僱員工。

(2)為加速提升服務業與傳產製造業之薪資成長，宜持續推動促進產業**創新及科技轉型**之政策措施，以提升企業之加薪能力。

—我國企業**研發支出**占各業名目生產毛額**比率**以**電子資通訊業**較高，**傳產製造業**及**服務業**研發支出比率則均偏低(表 7)，不利**生產力**與**國際競爭力**的提升。

—台灣**製造業**居全球供應鏈的中上游，擅長中間財製造與生產管理，惟**中間財**多屬**標準規格**，易為價格接受者，而服務業之國際競爭力有限以致**定價能力**薄弱。

—台灣**服務業**多屬**勞力密集之傳統服務業**(如批發零售與住宿餐飲業)，而**專業科學及技術支援**等現代服務業比重明顯低於南韓。相關政策部門宜持續推動**創新及轉型之計畫**，以推動**傳統服務業與科技應用**結合，藉由創新提升生產力，改善低薪現象；另宜**加強推動現代服務業**，鼓勵研發創新及促進服務輸出，並**帶動實質薪資**成長。

表 7 2022 年企業研發支出占各業名目生產毛額比率

單位：%

製造業	電子資通訊		傳產製造業	服務業	出版、影音製作、資通訊傳播	專業服務	金融及保險	批發及零售	運輸及倉儲	住宿及餐飲
	電子零組件	電腦、電子產品等								
9.1	12.2	19.2	2.9	0.4	3.1	2.3	0.4	0.2	0.0	0.0

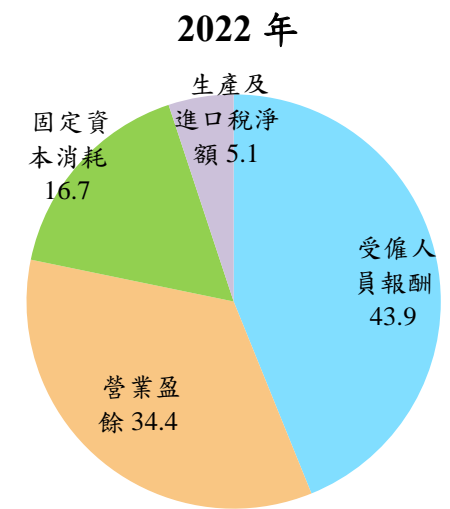
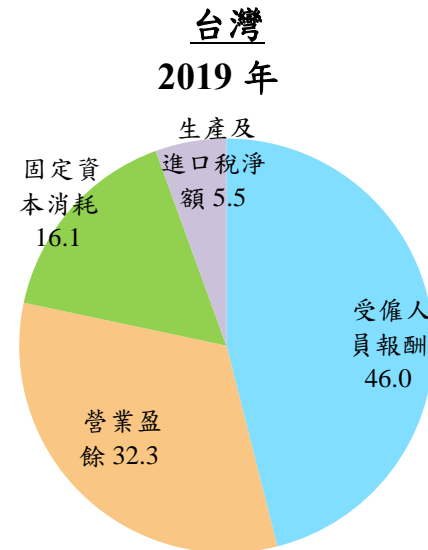
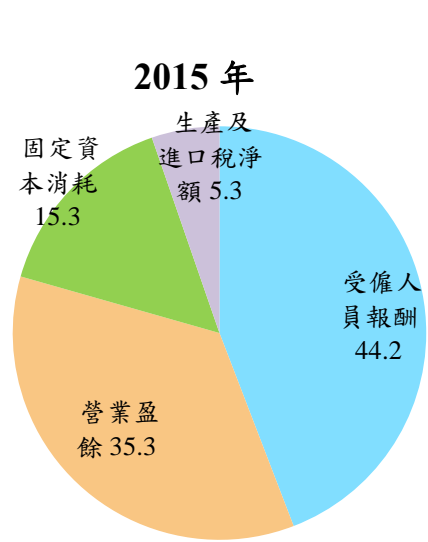
資料來源：國家科學及技術委員會—全國動態科技調查資料庫、主計總處

—近年**經濟部**、**交通部**及**文化部**等部門持續**推動**製造業¹²及服務業¹³**創新及轉型之計畫**，未來宜**擴大資源投入**，以**加速提升產業勞動生產力與產出價格之成效**。

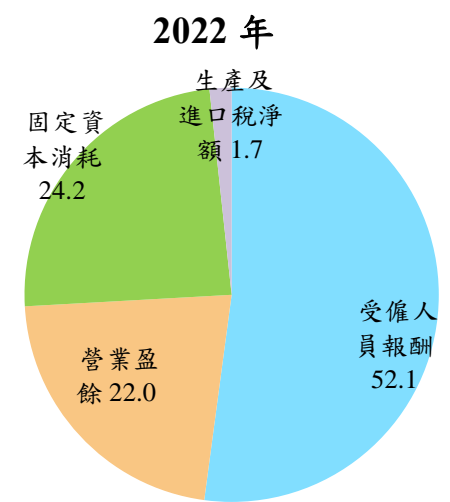
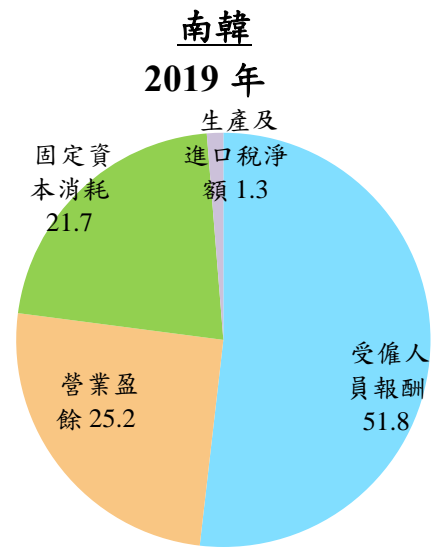
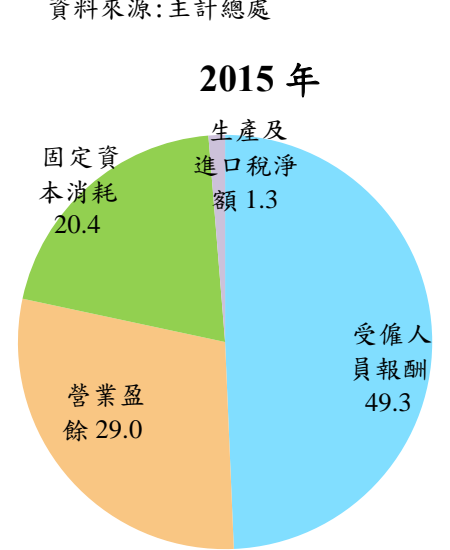
¹² 如經濟部推出「**中小製造業接班傳承數位轉型**」，提供資源協助中小型**製造業**接班人**加速數位轉型**以提升產業附加價值及拓展海外市場，帶動員工加薪。

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

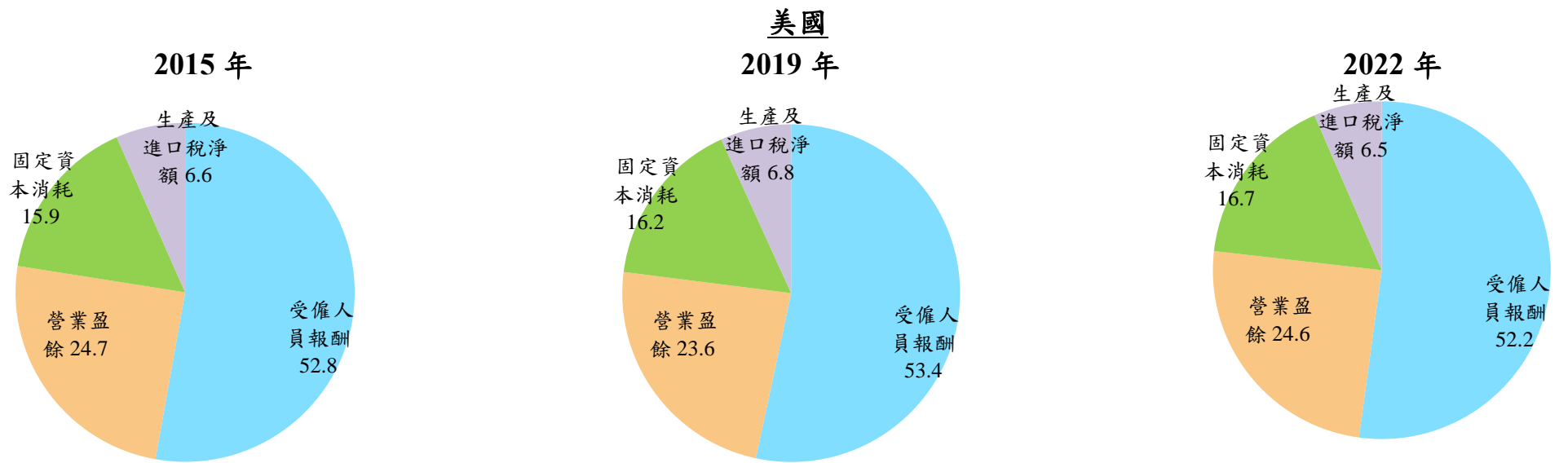
附圖 台、韓、日、美 GDP 分配面(%)



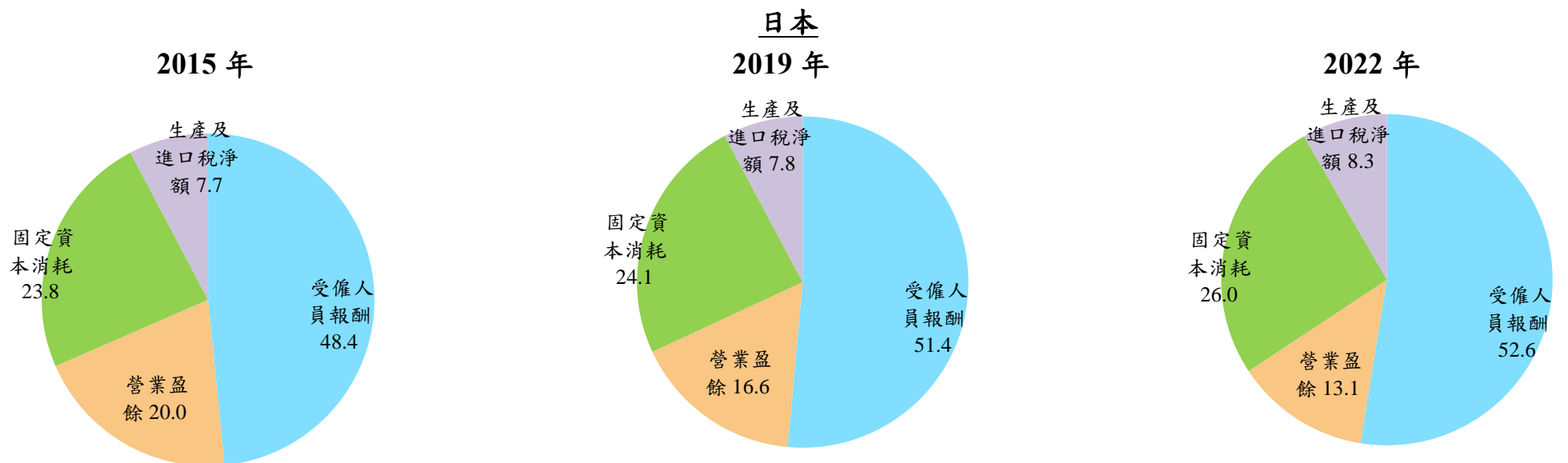
資料來源:主計總處



資料來源:南韓央行



資料來源：US Bureau of Economic Analysis



資料來源：日本內閣府

七、比特幣的過去及現貨 ETF 推出後的最新發展

本(2024)年初由於美國證券交易委員會(SEC)正式批准比特幣現貨ETF上市，以及市場預計本年4月比特幣的挖礦獎勵將會「減半¹」等因素，推升比特幣價格至歷史新高，並帶動整體虛擬資產市值的增加。

雖然近期比特幣重回大眾目光焦點，惟其根本缺陷及風險並未因此減少，且由於缺乏內含價值(intrinsic value)，使其終究成為風險性資產，惟其底層技術如區塊鏈或分散式帳本技術(Distributed Ledger Technology, DLT)仍具潛力；例如應用其技術的可程式化及代幣化功能，將現實世界資產(Real World Assets, RWA)代幣化以連結實體經濟與虛擬市場，可能成為未來發展趨勢。本文將從比特幣過去的發展歷程談起；再說明近期比特幣現貨ETF上市情形；最後分析虛擬資產相關生態系之未來可能走向。

(一) 比特幣過去的發展歷程

1. 比特幣推出時原擬作為支付用途

(1)2008 年全球金融危機後，人們對於原依賴大型金融業者的金融中介體制產生質疑，一名自稱「中本聰」(Satoshi Nakamoto)者，提出一種基於區塊鏈的電子支付系統，可匿名、不受任何中心化機構控制且無須透過中介機構即可實現點對點的交易²，試圖跳脫傳統金融中介的框架，並創造類似貨幣(money-like)特徵的虛擬資產。

(2)比特幣的主要使用者原局限於具技術背景的特定族群，隨比特幣知名度持續上升及交易平台陸續成立，投機炒作時有所聞，其價格持續上漲，由 2011 年價格首次突破 1 美元迄今已突破 70,000 美元(圖 1)。

(3)比特幣價格波動劇烈，易受金融市場資金面及消息面的影響，使其無法具備貨幣應有之交易媒介、計價單位及價

¹ 依比特幣的電腦程式設計，每增加 21 萬個交易區塊(約需 4 年時間)，由系統發給之挖礦獎勵將自動減半；2009 年比特幣問世之時，成功產生出一個區塊可獲得 50 單位，而後於 2012 年 11 月、2016 年 7 月及 2020 年 5 月三度減半，預計本年 4 月將再度減半，礦工每產生出一個比特幣區塊可獲得的比特幣將降至 3.125 單位；比特幣總產量計 2,100 萬單位。

² Nakamoto, S. (2008), "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System," Oct 31.

值儲藏三大功能³，其表現反而更像是具投機或投資性質的商品：

- 2020年，全球經濟受到 COVID-19 疫情影響，主要國家都採取寬鬆貨幣政策與擴張財政政策，市場資金充沛，部分資金流入比特幣交易，其價格由 2020 年 3 月約 5,200 美元，推升至 2021 年 4 月之 63,000 美元。
- 2021 年 11 月起**，美國等主要國家開始**實施緊縮性貨幣政策**，金融市場資金減少，投機炒作盛行的虛擬資產市場亦受衝擊，比特幣價格由 2021 年 11 月之 67,000 美元，走跌至 2022 年 3 月之 38,000 美元。
- 2022 年 5 月起，接連**爆發美元穩定幣 UST 崩盤⁴、虛擬資產交易所 FTX 破產⁵**等重大風險事件，投資人對虛擬市場信心受挫，**比特幣價格持續下滑**，至當年 11 月約為 16,000 美元。
- 自 2023 年 10 月起，受到美國 SEC 即將批准比特幣現貨 ETF 之**議題持續發酵**，以及比特幣挖礦獎勵即將於本年 4 月減半之**稀缺性預期**，比特幣價格於本年 3 月曾攀升至 73,000 美元，達歷史新高；之後又滑落至約 68,000 美元⁶。



資料來源：CoinMarketCap

³ Yermack, D. (2013), "Is Bitcoin a Real Currency? An Economic Appraisal," NBER Working Paper No.19747.

⁴ 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。

⁵ 參見中央銀行(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。

⁶ 係 2024 年 3 月 17 日的收盤價格。另據 CoinGlass 網站顯示,當日價格曾跌至 6.4 萬美元,虛擬資產市場有近 17 萬人遭到強制平倉。

2. 比特幣已從原欲作為支付用途轉向金融商品發展

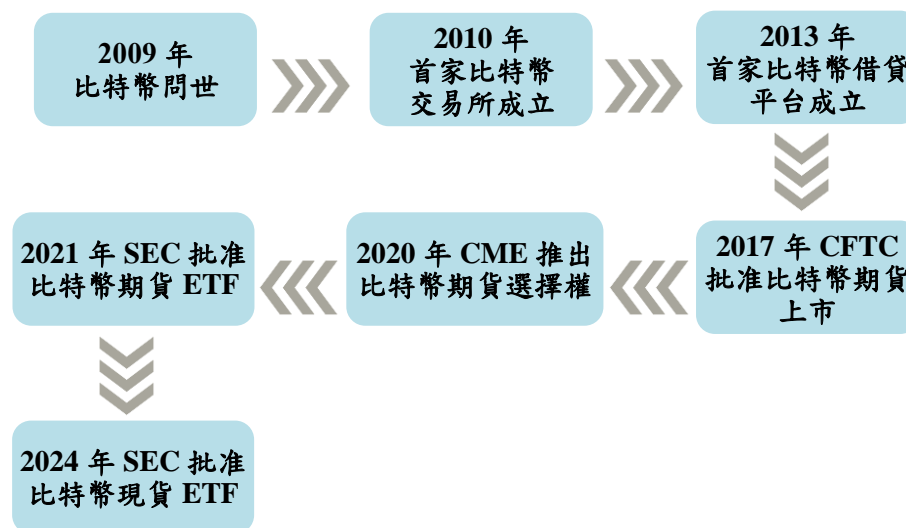
(1) 比特幣獲得市場及媒體的關注後，許多不同虛擬資產相繼興起，並引發「首次代幣發行(Initial Coin Offering, ICO)」熱潮⁷；目前市場上已有 2.2 萬種以上的虛擬資產，惟總市值仍以比特幣居首，占比約 52.7%。

(2) 由於比特幣炒作風氣盛行，與支付用途漸行漸遠，其開始轉向金融商品發展，比特幣相關的金融商品及服務(圖 2)相繼出現，以滿足市場對比特幣投機或投資的需求。

— 美國商品期貨交易委員會(CFTC)於 2017 年 12 月批准芝加哥商品交易所(CME)及芝加哥期權交易所(CBOE)開辦**比特幣期貨交易**；其中，CBOE 於 2019 年 6 月因業務萎縮而退出比特幣期貨市場⁸。

— CME 於 2020 年 1 月依美國商品交易法(Commodity Exchange Act)及 CFTC 之相關規定，**推出以比特幣期貨為標的之選擇權合約**；然而，**未受監管的虛擬資產業者**(例如幣安等業者)，**可不受限制地向客戶提供更多樣的交易選擇**，致 CME 的成交金額遠不及未受監管之業者，例如本年 2 月 CME 比特幣期貨及選擇權之成交金額，僅分別為虛擬資產業者的 7% 及 5%(圖 3、4)。

圖 2 比特幣轉往金融商品發展



資料來源：本文整理

⁷ 參見中央銀行(2018)，「虛擬通貨與首次代幣發行(ICO)之發展近況、風險及監管重點」，央行理監事會後記者會參考資料，6月21日。

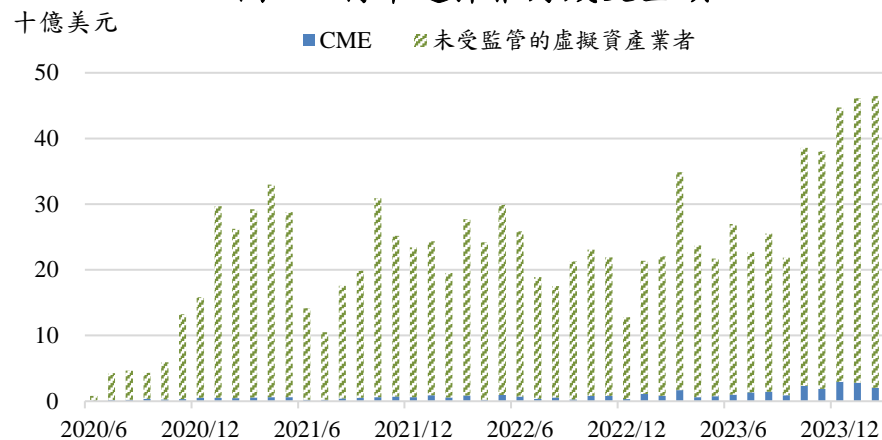
⁸ CBOE 隨後於 2021 年收購虛擬資產交易所 ErisX(現更名為 CBOE Digital)，再度進入比特幣期貨市場。

圖3 比特幣期貨月成交金額



資料來源：The Block

圖4 比特幣選擇權月成交金額



資料來源：The Block

- 2021 年 10 月，SEC 批准美國**首檔比特幣期貨 ETF** 於紐約證券交易所(NYSE)掛牌上市；根據 CoinMarketCap 網站統計，目前美國有 5 檔比特幣期貨 ETF⁹。
- 近年 SEC 曾以**虛擬資產市場仍存在許多詐欺、價格操縱**等違規行為為由，陸續否決多起比特幣現貨 ETF 申請案；直到**本年 1 月 10 日 SEC 始批准比特幣現貨 ETF 上市**。

(二) 比特幣現在發展現貨 ETF

1. 比特幣現貨 ETF 在美國之發展過程

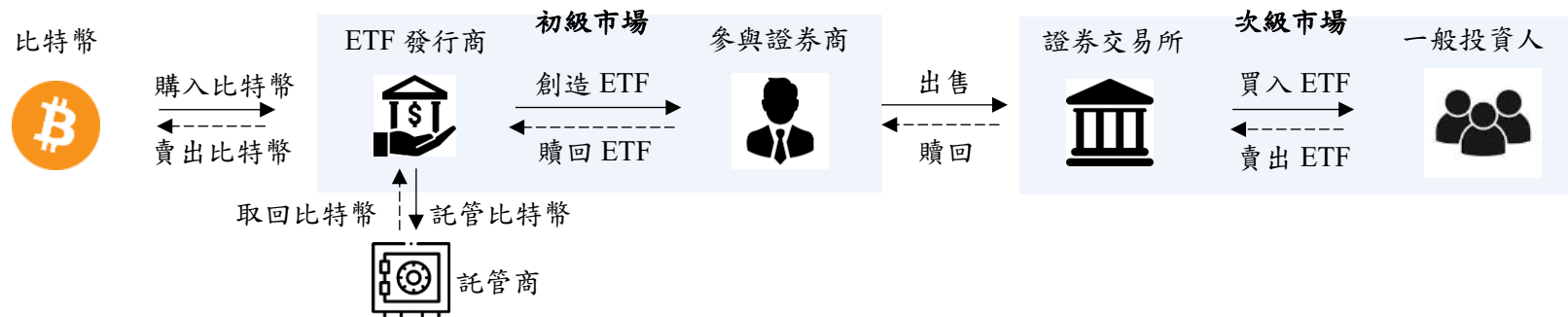
- (1) **比特幣現貨 ETF 旨在追蹤比特幣現貨的價格走勢**，可於**傳統金融市場**，提供投資人參與**比特幣價格績效表現的管道**。
- (2) 由於**虛擬資產市場易受人為操控且詐欺案件頻傳**，美國 SEC 一向對**比特幣現貨 ETF 持否決態度**；直到**虛擬資產**

⁹ 實際上，CoinMarketCap 網站共統計 6 檔美國比特幣期貨 ETF，包括 ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO)、Valkyrie Bitcoin and Ether Strategy ETF (BTF)、VanEck Bitcoin Strategy ETF (XBTF)、Hashdex Bitcoin Futures ETF (DEFI)、Bitwise Bitcoin Strategy Optimum Roll ETF (BITC)與 2x Bitcoin Strategy ETF (BITX)；然而，XBTF 已於 1 月底下市，DEFI 則已獲 SEC 核准轉換為現貨 ETF，但尚未轉換完成。

基金管理公司灰度(Grayscale)的訴訟案，方促使 SEC 轉變立場。

- 2022 年 6 月，SEC 拒絕灰度將其比特幣信託基金(Grayscale Bitcoin Trust, GBTC)轉換為比特幣現貨 ETF 的申請案¹⁰，但灰度認為 SEC 拒絕比特幣現貨 ETF 的理由並不充分，提起訴訟。
 - 上年 8 月，華盛頓哥倫比亞特區上訴法院裁定，SEC 應重審灰度之申請案；且自宣判起至同年 10 月之上訴期間內，SEC 未再上訴，似顯示 SEC 否決比特幣現貨 ETF 的立場有所轉變。
 - 本年 1 月 10 日，SEC 正式批准 11 檔比特幣現貨 ETF 上市¹¹；值得一提的是，SEC 主席 Gary Gensler 重申其並未認可比特幣，主因比特幣屬投機性及波動性資產，且經常被用於非法活動¹²。
- (3) 比特幣現貨 ETF 須由發行商在虛擬資產市場購入比特幣現貨並交付託管，藉此創造新的 ETF 單位，供參與證券商(authorized participant, AP)於次級市場將 ETF 售予投資人¹³(圖 5)。

圖 5 比特幣現貨 ETF 發行、贖回及交易流程示意



資料來源：本文整理，比特幣現貨 ETF 的發行流程詳見 Bloomberg (2023), “Bitcoin ETF Redemptions Pose a Taxing Challenge to Issuers,” Dec. 14

¹⁰ 自 2020 年 10 月起，灰度即計畫申請將比特幣信託基金(GBTC)轉換為現貨 ETF，但 SEC 已於 2021 年 11 月、2022 年 3 月兩度拒絕灰度之申請。

¹¹ 包括 Grayscale(灰度)之 Grayscale Bitcoin Trust ETF (GBTC)、Blackrock(貝萊德)之 iShares Bitcoin Trust (IBIT)、Fidelity(富達)之 Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund (FBTC)、21 Shares & ARK(方舟)之 Ark 21Shares Bitcoin ETF (ARKB)、BitWise 之 Bitwise Bitcoin ETF (BITB)、Invesco(景順) & Galaxy Digital 之 Invesco Galaxy Bitcoin ETF (BTCO)、VanEck 之 VanEck Bitcoin Trust (HODL)、Valkyrie 之 Valkyrie Bitcoin Fund (BRRR)、Franklin Templeton(富蘭克林坦伯頓)之 Franklin Bitcoin ETF (EZBC)、WisdomTree(智慧樹)之 WisdomTree Bitcoin Fund (BTCW)及 Hashdex 之 Hashdex Bitcoin Futures ETF (DEFI)等 11 檔 ETF；其中，灰度係將其比特幣信託基金轉換為比特幣現貨 ETF，而 DEFI 係 Hashdex 將其比特幣期貨 ETF 轉換為比特幣現貨 ETF，惟尚未轉換完成。

¹² Gensler, G. (2024), “Statement on the Approval of Spot Bitcoin Exchange-Traded Products,” U.S. Securities and Exchange Commission, Jan. 10.

¹³ SEC 要求比特幣現貨 ETF 須以現金贖回模式(cash redemption model)發行，參與證券商僅能以現金向發行商購入 ETF。詳 CNBC (2024), “ETFs Have a Key Difference from Their Stock Fund Counterparts,” Jan. 12 與 Bloomberg (2023), “Bitcoin ETF Redemptions Pose a Taxing Challenge to Issuers,” Dec. 15。

(4) **比特幣現貨 ETF** 不僅可降低比特幣的投資門檻，亦可使比特幣成為金融市場的投資選項；因此，**可望吸引部分傳統金融市場資金投入虛擬資產**，並可能提高虛擬資產流動性。

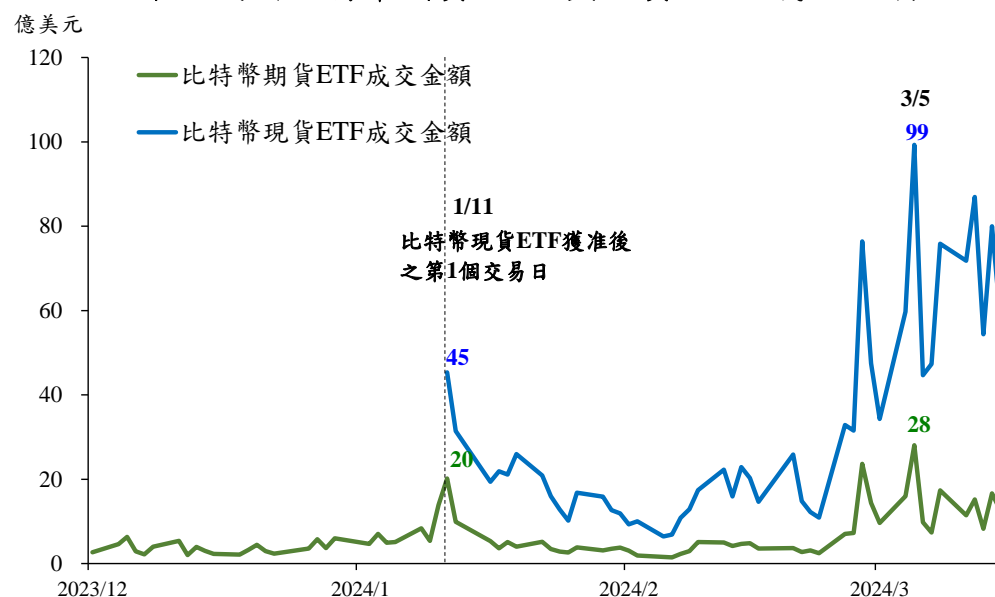
— 除散戶可自行購買外，金融機構的財富管理部門亦可推薦客戶購買；而**受監管的 ETF**，亦可能吸引持有龐大資金的**投資機構參與投資**¹⁴。

(5) 雖然比特幣之前已有期貨 ETF 產品，惟**現貨 ETF 與比特幣的關聯性較為直接**。

— **比特幣現貨 ETF 係追蹤比特幣價格，且發行商須持有比特幣方得以創造 ETF**，因此**現貨 ETF 與現貨市場具有直接關聯**；而期貨 ETF 則追蹤期貨合約價格，無須持有現貨，故與現貨市場的關聯性較低。

— 期貨僅屬比特幣的衍生性商品，而**現貨 ETF 的投資標的即為比特幣本身**，因此對比特幣的價格追蹤性、與市場的關聯性，皆高於期貨 ETF。自本年 1 月 11 日以來，**比特幣現貨 ETF 成交金額約為期貨 ETF 之 3 至 5 倍**(圖 6)。

圖 6 美國比特幣期貨 ETF 與現貨 ETF 成交金額



資料來源：Yahoo Finance

2. 比特幣仍未脫離炒作本質，投資人須留意相關風險

(1) 由於比特幣價格易受市場資金面與消息面影響而大幅波動，**現貨 ETF 仍可能為比特幣價格的短期炒作題材**(圖 7)。

¹⁴ 例如，投資管理公司貝萊德擬將比特幣現貨 ETF 相關產品納入其旗下基金 Global Allocation Fund；美國亞利桑那州參議院提出法案，鼓勵該州之退休基金將比特幣 ETF 納入投資組合，該決議已獲州參議院通過，現正送州眾議院審議。詳 CoinGape (2024), “BlackRock Targets Bitcoin ETF Expansion for Allocation Fund,” Mar, 7 與 Cointelegraph (2024), “Arizona’s Senate Mulls Proposal to Add Bitcoin ETFs to Retirement Portfolios,” Mar, 7。

—上年10月中旬起至本年1月10日，市場預期美國 SEC 即將批准比特幣現貨 ETF，**比特幣價格預先反映上漲**，但**交易量卻未明顯提升**。

—本年1月11日現貨 ETF 獲准後，**部分投資資金獲利了結**¹⁵，**比特幣價格回跌**，**交易量亦略為下滑**。

—**嗣隨部分傳統金融市場資金流入 ETF**，加以**比特幣之挖礦獎勵即將於本年4月減半**，在未來比特幣產出量逐漸遞減的情況下，市場看漲比特幣價格，致近期**比特幣價格大幅攀升**，**交易量則略增**。

(2)如前所述，在比特幣現貨 ETF 獲核准後，**美國 SEC 主席 Gary Gensler 曾重申其並未認可比特幣**，主因比特幣屬投機性資產¹⁶，**投資人追漲價格的同時，應注意須承擔的風險**。

(3)歐洲央行(ECB)官員亦指出¹⁷，美國 SEC 批准比特幣現貨 ETF 並未改變**比特幣不適合用於支付或投資的事實**，比特幣的價值沒有經濟基本面的支撐，當前比特幣價格再創新高，可能僅為曇花一現，並造成**環境問題**等附帶損害。

—**比特幣交易緩慢且昂貴，難以普遍作為支付用途**，且其公允價值(fair value)為零¹⁸，亦**不適合作為投資工具**。

圖 7 比特幣價格及交易量走勢



¹⁵ The Block (2024), “Bitcoin Downside Pressure Limited as GBTC Profit-Taking Mostly Concluded: JPMorgan,” Jan. 25.

¹⁶ Gensler, G. (2024), “Statement on the Approval of Spot Bitcoin Exchange-Traded Products,” U.S. Securities and Exchange Commission, Jan. 10.

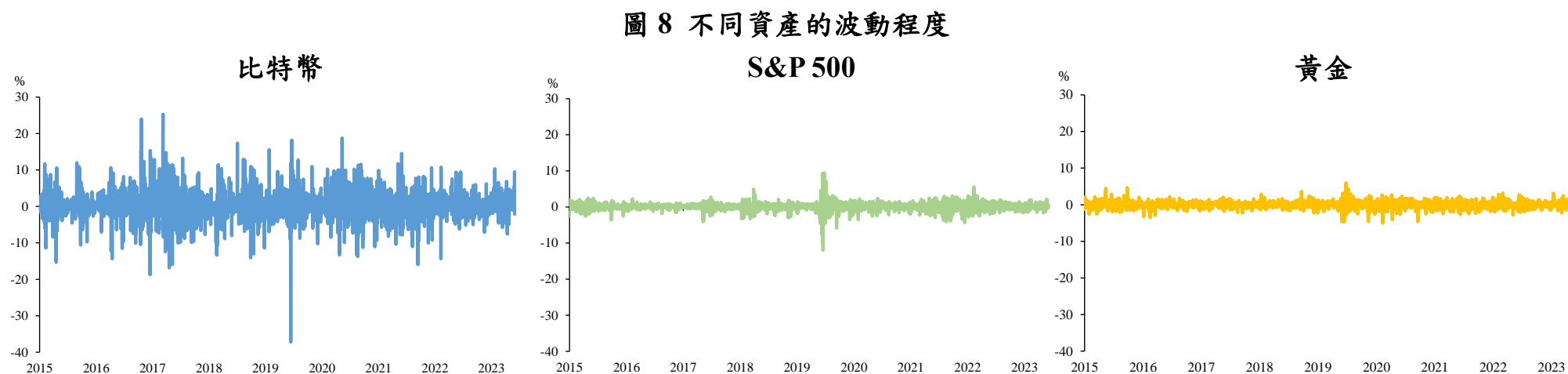
¹⁷ Bindseil, U. and J. Schaaf (2024), “ETF Approval for Bitcoin – the Naked Emperor’s New Clothes,” *ECB blog*, Feb. 22.

¹⁸ 比特幣不會產生如不動產的租金收入或股票股利；不能如大宗商品用於生產；無法如黃金珠寶提供社會效益；亦無如藝術作品基於傑出能力所產生的主觀鑑賞價值。

一比特幣使用的挖礦機制須耗費大量電力；隨比特幣價格愈高，礦工可承擔的成本亦愈高，所消耗的能源規模亦將隨之上升，因此將**持續造成國家規模的環境汙染**。

(三)未來虛擬資產之發展，RWA 代幣化可能較比特幣更具發展性

1. 比特幣缺乏實質的內含價值，無如股票現金股利等的未來現金流入，且不具備如黃金¹⁹等的實質價值，致**比特幣價格波動程度遠大於股票、黃金等實質資產(圖 8)**，目前已走向風險性資產。



說明：價格波動程度係以相對前一日之價格變動率(%)計算。

資料來源：Yahoo Finance

2. 比特幣價格更易受人為操控，且常被用於進行非法活動

(1)目前比特幣市場上籌碼仍**多掌握在少數人手中**，約**82%的比特幣係由 0.3%的錢包持有**²⁰；由於比特幣交易市場

¹⁹ 黃金除製成首飾及應用於科學及工業等領域外，由於其價值受全球政府認同，故各國央行多持有黃金作為準備資產。參見中央銀行(2023)，「比特幣 vs. 黃金：在全球貨幣金融體系扮演的角色」，央行理監事會後記者會參考資料，12月14日。

²⁰ 係本年3月 BitInfoCharts 網站之資料。

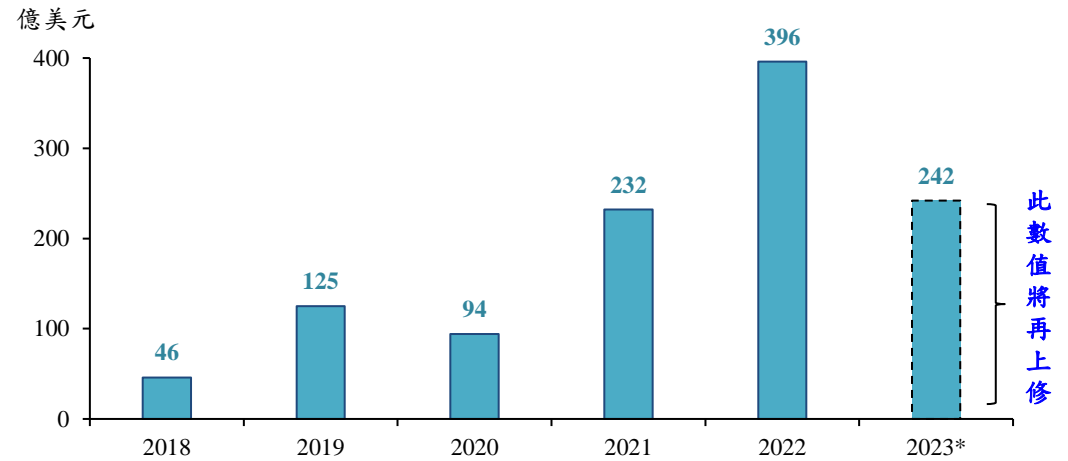
淺碟²¹，監管機制亦不如傳統金融體系健全，使其價格更易受人為操控。

一例如部分未受監管的虛擬資產交易所會透過虛假交易(wash trading)，由同一人重複買賣比特幣，製造交易頻繁的假象影響投資者，進而操縱價格。近期有研究指出²²，虛假交易占未受監管的虛擬資產交易所總交易量的 77.5%；此外，另一項針對 157 家虛擬資產交易所之分析發現²³，其公布之每日比特幣交易量中有 51% 的真實性有待商榷。

(2) 比特幣因可匿名且快速地進行跨境移轉，故常被用於非法活動，根據 Chainalysis 統計²⁴，2022 年及上年比特幣等虛擬資產被用於詐欺、資恐及勒索軟體等非法活動之金額，均較 2021 年增加(圖 9)。

(3) 近期全球相關監管當局已對內部管理較不嚴謹的虛擬資產業者增加罰款(圖 10)²⁵，歐盟亦同意強化虛擬資產的反洗錢規則²⁶，顯示國際間已認知到，需對虛擬資產業者進行更嚴格的監管。

圖9 比特幣等虛擬資產涉及非法活動之交易金額



*2023年數值較低，係因僅統計截至報告發布時確定的非法活動地址，隨未來識別的非法活動地址增加，數值將再上修；例如，2023年初，Chainalysis統計2022年虛擬資產非法活動金額約206億美元，本次報告則大幅上修至396億美元。

資料來源：Chainalysis (2024/1/18)

²¹ 比特幣上年日均交易額約 182 億美元，低於黃金及美國國庫券等傳統金融市場。

²² Cong, L. W., X. Li, K. Tang and Y. Yang (2023), "Crypto Wash Trading," *Management Science*, 69(11), 6427-6454.

²³ Forbes (2022), "More than Half of All Bitcoin Trades Are Fake," Aug. 26.

²⁴ Chainalysis (2024), "2024 Crypto Crime Trends: Illicit Activity Down as Scamming and Stolen Funds Fall, But Ransomware and Darknet Markets See Growth," Jan. 18.

²⁵ Financial Times (2024), "Crypto and Fintech Groups Fined \$5.8bn in Global Crackdown on Illicit Money," Jan. 9.

²⁶ 例如，虛擬資產業者須檢查進行 1,000 歐元以上交易的客戶，並陳報可疑活動；跨境虛擬資產業者必須進行額外檢查等。詳 Reuters (2024), "Tougher EU Money Laundering Rules Target Cryptoassets and Dealers in Luxury Cars," Jan. 18。

3. 比特幣雖存在諸多問題，但其底層運用的區塊鏈或 DLT 技術，可應用於更具發展性的 RWA 代幣化

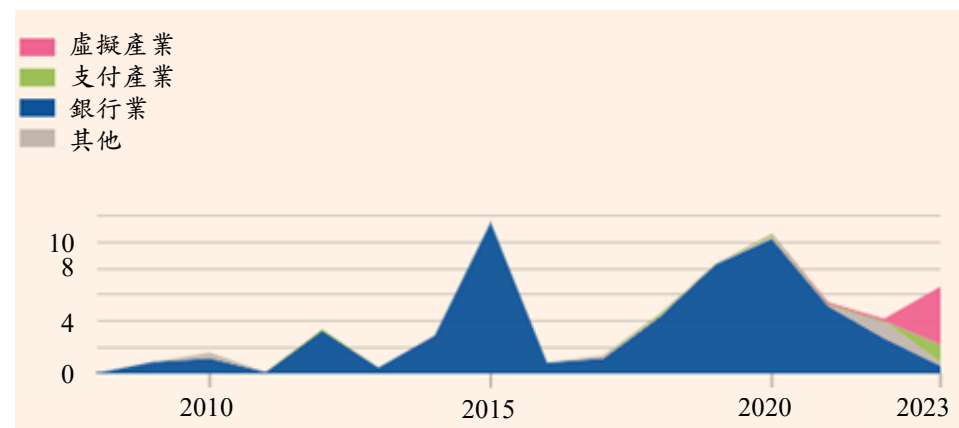
(1)自比特幣問世以來，已有許多應用區塊鏈或 DLT 的平台相繼出現²⁷，並促成許多創新的發展，例如智能合約 (smart contract)、去中心化金融 (decentralized finance, DeFi)²⁸、自動造市商 (automated market maker) 等；而這些平台亦相繼衍生出許多虛擬資產，並逐漸發展出不同的特徵與用途，例如穩定幣 (Stablecoin)²⁹ 及非同質化代幣 (Non-Fungible Token, NFT)。

— 其中，NFT 係指試圖表彰數位藝術品或實體收藏品等之所有權的虛擬資產，惟市場小眾且流動性低³⁰，目前市值已大幅衰退，約 95% 的 NFT 收藏品已毫無價值³¹。然而，NFT 將實體收藏品代幣化的做法，帶來 RWA 代幣化的發想。

(2)RWA 代幣化係將現實資產所衍生的經濟價值及權利連結至區塊鏈上之代幣，並於鏈上進行交易³²，藉此串連實體

圖 10 全球相關監管當局對涉及洗錢或其他金融犯罪業者的罰款

十億美元



資料來源：Financial Times、Fenergo

²⁷ 例如以太坊(Ethereum)，即為加拿大工程師 Vitalik Buterin 受比特幣啟發後提案募資，並於 2015 年啟用的去中心化且開源的公共區塊鏈平台。

²⁸ 利用區塊鏈上自動執行的智能合約，在沒有中心化的中介機構下，提供虛擬資產相關的金融服務(如借貸、投資等)。由於 DeFi 試圖模仿傳統金融行為，卻未受到與傳統金融業相同程度的監管，不僅具有風險，亦可能引發監管套利問題。

²⁹ 參見中央銀行(2023)，「國際間支付型穩定幣之最新發展與監管概況」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日；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。

³⁰ 參見中央銀行(2022)，「DeFi 及 NFT 之發展與風險議題」，央行理監事會後記者會參考資料，6月16日。

³¹ Guardian (2023), "The Vast Majority of NFTs Are Now Worthless, New Report Shows," Sep, 22.

³² 有關 RWA 代幣化之介紹，參見中央銀行(2023)，「資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS 的觀點」，央行理監事會後記者會參考資料，12月14日；朱美麗(2023)，「貨幣支付的演進及未來」，出席財金公司 112 年度金融資訊系統年會專題演講，12月7日，網址 <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-164924-0423d-1.html>。

經濟與虛擬市場；由於現實世界中可代幣化的資產包羅萬象³³，可能具有未來發展性；其中，涉及金流方面，**以存款代幣作為代幣化資產的交易媒介，並以央行數位貨幣(Central Bank Digital Currency, CBDC)提供最終清算的角色**³⁴，均有助於提升代幣化世界中金融支付的安全與效率。

- **RWA 代幣雖有其面臨的挑戰**³⁵，但具有可提供全天候、跨境及跨時區交易服務，降低投資門檻、提高流動性與透明度等潛在優勢。
- 近來，國外大型銀行正在發展**存款代幣**³⁶，由於銀行係受高度監理之金融機構³⁷，存款代幣**價值較為穩定**，可作為**RWA 代幣交易的款項支付工具**。
- 目前有些國家**央行或金融機構正試驗以存款代幣**進行相關應用的可行性，**並以受信任的 CBDC 進行最終清算**。
 - 南韓央行(BoK)：上年 10 月，BoK 與金融監督委員會(FSC)和金融監督局(FSS)共同啟動 CBDC 測試計畫，主要是依據國際清算銀行(BIS)聯合帳本(unified ledger)概念³⁸，建置 CBDC 測試平台，供金融機構於平台上發行存款代幣，並進行存款代幣與代幣化資產間的款券同步交割(DvP)。
 - 新加坡管理局(MAS)：上年 11 月 MAS 發布未來數位貨幣基礎設施之藍圖³⁹，指出未來數位貨幣可能涵蓋 CBDC、存款代幣⁴⁰及受 MAS 監管的穩定幣；MAS 亦與銀行合作，探索以存款代幣進行跨行零售支付的可行性⁴¹。

³³ 目前許多現實資產皆已有代幣化之案例，包括股票、債券等金融資產，貴金屬、房地產等實體資產，以及碳信用等無形資產。

³⁴ 有關存款代幣及利用 CBDC 進行最終清算之說明，參見中央銀行(2023)，「資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS 的觀點」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 14 日。

³⁵ RWA 代幣化可能有互通性不足、各國監管架構不一及法律影響不確定等問題。詳 Bowley, T. and V. Cook (2023), “Beyond Crypto: Tokenization,” Bank of America Institute, Jul. 20。

³⁶ 例如，花旗集團(Citigroup)與摩根大通銀行(JPMorgan Chase)。

³⁷ 例如，銀行應遵循最低資本、流動性、準備金及風險管理等規範。

³⁸ 聯合帳本係將 CBDC 及代幣化資產(包括存款代幣)整合至可程式化平台，並以 CBDC 擔任跨體系、跨帳本或跨平台之最終清算資產的角色，使支付系統可支援任何代幣化資產的清算服務。參見中央銀行(2023)，「資產代幣化趨勢與未來貨幣體系發展願景：BIS 的觀點」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 14 日。

³⁹ MAS (2023), “Orchid Blueprint,” Nov, 16.

⁴⁰ MAS 將存款代幣稱為「代幣化銀行負債」(tokenised bank liabilities, TBLs)。

⁴¹ MAS (2023), “MAS Lays Foundation for Safe and Innovative Use of Digital Money in Singapore,” Nov, 16.

- 美國金融機構：上年 7 月，美國金融機構發表概念驗證報告，並與聯邦準備銀行紐約分行創新中心(NYIC)合作，探討在「受監管的負債網路」(regulated liability networks, RLN)上移轉存款代幣及 CBDC 的可行性及能帶來的效益，應用案例包括美元國內跨行支付與跨境支付等。

(3) BIS 亦認為⁴²，**未來的中央銀行貨幣體系應可支援代幣化資產**(包括存款代幣)，並由央行發行 CBDC 提供最終的支付清算服務，**以因應新型數位支付的發展與需要**。因此，就虛擬市場的發展而言，**相較於比特幣僅具風險性資產的性質，RWA 代幣化似更具發展潛力**。

(四)結語

1. 比特幣設計初衷係欲建構一種新型態的電子現金，惟其現已演變為風險性資產

(1) **比特幣的價格波動劇烈**，缺乏貨幣應有之功能，**無法作為支付工具**，**已朝向風險性資產演變**。此外，業者開始將注意力轉向金融領域，企圖模仿傳統金融市場行為，**跨足期貨、ETF 等比特幣相關產品及服務**，**以滿足市場對比特幣投機或投資的需求**。

(2) **比特幣缺乏內含價值**，無如股票現金股利等的**未來現金流入**，以及**不具備如黃金等的實質價值**，致**比特幣價格波動程度遠大於股票、黃金等實質資產**。

(3) **本年美國 SEC 正式核准比特幣現貨 ETF 上市**，惟觀察市場走勢，**比特幣似仍難脫離炒作本質**，且 SEC 主席 Gary Gensler 亦重申其並未認可比特幣，投資人應對其風險保持謹慎；另 ECB 官員亦表示，美國 SEC 批准比特幣現貨 ETF 並未改變**比特幣不適合用於支付或投資的事實**。

2. 未來運用區塊鏈或 DLT 技術所發展的 RWA 代幣化，較比特幣等虛擬資產更具發展性

(1) **相較於比特幣僅具風險性資產的性質，RWA 代幣化係將現實資產所衍生的經濟價值及權利連結至區塊鏈上之代幣**，並於鏈上進行交易，藉此**串連實體經濟與虛擬市場**，且現實世界中可代幣化的資產包羅萬象，爰未來 RWA

⁴² BIS (2023), “Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New,” *BIS Annual Economic Report*, pp.85-118, Jun. 20.

代幣化更具發展性。

(2)未來 RWA 代幣化的交易，可以存款代幣作為交易媒介，進行款券同步交割(DvP)，並以 CBDC 提供最終清算服務，此有助於提升代幣化世界中金融支付的安全與效率。有些國家央行或金融機構已在進行相關代幣化的研究，如南韓、新加坡及美國等。

(3)本行近期依據 BIS 所提未來央行貨幣應可支援代幣化資產之概念，已邀集參與銀行就存款代幣及 CBDC 的應用場景進行研究與探索，以因應未來 RWA 代幣化的發展趨勢。

3. 我國金管會係採循序漸進方式納管比特幣等虛擬資產，目前已發布指導原則推動業者自律；該會並已開始研究 RWA 代幣化的可行性，擬先聚焦基金代幣化

(1)金管會為我國具金融投資或支付性質之虛擬資產平台的主管機關，該會採循序漸進方式納管比特幣等虛擬資產；先將「虛擬通貨平台及交易業務事業(VASP)」納入洗錢防制範圍、後發布 VASP 指導原則，並推動公會依據指導原則訂定自律規範，下一階段才是研議監管法制化。

(2)我國尚未開放比特幣等虛擬資產之 ETF 等相關金融商品，依我國「投信基金管理辦法」規定，ETF 追蹤指數的成分股須為股票、債券等經核准的有價證券，因此目前國內尚無法發行或販售比特幣現貨 ETF⁴³；該會已請券商公會研議可否讓投資人透過複委託投資，預計券商公會將於 4 月底提建議方案⁴⁴。

(3)該會並已開始研究 RWA 代幣化的可行性，擬先聚焦於基金之代幣化，包括發行、銷售、申贖等發行流程，以及如何實際在區塊鏈上運作、甚至 ETF 之掛牌等⁴⁵。

4. 比特幣等虛擬資產無論未來監管法制化與否，針對其風險性資產的本質，投資人在市場追漲價格，想要獲利的同時，亦應注意其可能承擔的風險。

⁴³ 聯合報(2024)，「比特幣現貨 ETF 美核准上市 金管會：國內無法發行」，1 月 12 日。

⁴⁴ 經濟日報(2024)，「國人透過複委託投資比特幣 ETF？最快四月底有答案」，3 月 4 日。

⁴⁵ 聯合報(2024)，「虛擬貨幣風險高 台灣想先推基金代幣化」，3 月 10 日。