

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

113.6.13

前 言

本(2024)年 3 月本行理監事會議以來，主要經濟體經濟表現與通膨放緩情形不同，貨幣政策調整步伐不一，國際機構預測本年全球經濟溫和成長，通膨緩降。台灣本年以來出口擴增，民間投資可望重返正成長，加以民間消費動能持續，本行上調台灣本年經濟成長率預測值至 3.77%，CPI 年增率則略下調至 2.12%。

鑑於近期外界關心 2%通膨率是否為本行通膨警戒線，特撰文說明先進及開發中經濟體央行之通膨率目標高低不同，小型開放經濟體之通膨率目標不僅與先進經濟體同為中期目標，且應具彈性。另有論者對本行調升存款準備率有所質疑，爰專文比較分析調升存款準備率與發行本行定存單之異同供參。

當前主要央行貨幣政策調整步伐不一。美國因就業市場具韌性，短期內 Fed 似不急於降息；歐元區通膨率朝目標續降，歐洲央行已於本年 6 月降息；而日本央行啟動貨幣政策正常化；中國大陸則因通縮風險仍存，貨幣政策持續寬鬆。爰為文分析造成主要央行貨幣政策分歧之可能原因，並探討其未來面臨之挑戰。

當美國公布最新之經濟數據，市場參與者之預期及投資操作隨之快速反應，Fed 官員亦據而調整其未來經濟估測；而隨著 Fed 公布最新之經濟估測及官員發言，市場參與者再調整其預期及操作，並造成包括股市等金融市場之波動。針對此現象，特撰文分析美國經濟數據、Fed 經濟估測及市場預期如何交互影響之情況供參。

美國股市受 Fed 貨幣政策影響甚鉅，主要國家股市因與美股連動益加緊密而隨之波動。2022 年底以來，市場預期 Fed 政策將轉趨寬鬆，並在美國科技股上漲激勵下，全球股市觸底走高。另台股因股票型 ETF 熱賣，內資撐盤，漲幅更是傲視全球。爰專文探討，並提醒投資人宜注意基本面與股價之變化。

本行 CBDC (即數位新台幣)已完成二階段研究試驗，於本年 4 月完成委外問卷調查，特為文說明調查結果重點及後續相關計畫。本行將根據本次調查結果，檢討修正 CBDC 初步架構與設計，未來將與利害關係人進行更具體、廣泛深入之交流與溝通；並加強宣導，提升大眾對 CBDC 之認知度。

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、國內經濟及通膨展望	13
三、本行貨幣政策相關議題之說明	32
議題一：2%通膨率是國際間主要央行的通膨警戒線？	32
議題二：調升存款準備率與公開市場操作發行本行 NCD 之異同	41
四、當前主要央行貨幣政策分歧之分析	48
五、美國經濟數據、Fed 經濟估測及市場預期交互影響之探討	73
六、近期全球股市變動分析—兼論 ETF 熱潮對台股之影響	88
七、本行數位貨幣(CBDC)議題委外問卷調查結果之說明	102

一、國際經濟金融情勢及展望

本(2024)年3月本行理監事會議以來，製造業及服務業展望續呈擴張，有助延續經濟成長動能。2022年以來主要央行維持高利率政策抑制通膨，各國因經濟及金融結構差異致經濟與通膨表現分歧；近期美國高利率之累積效果發酵，經濟活動出現降溫現象，歐元區經濟則逐步回穩，全球整體經濟表現仍具韌性。S&P Global Market Intelligence(以下簡稱 S&P Global)預測本年全球經濟成長率為 2.7%，持平於上(2023)年，明(2025)年亦持平於 2.7%。

物價方面，全球通膨率已自高點下降，惟先進經濟體勞動市場仍緊俏，服務類價格僵固性高，核心通膨率降幅較緩，致通膨降溫進展仍遲滯。S&P Global 上調本年先進經濟體通膨率預測值，由本年3月預測之 2.7%上調至 2.9%；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 3.3%。

貨幣政策方面，主要經濟體經濟與通膨表現不一，貨幣政策調整步伐分歧。美國生產力與就業強勁成長，預期 Fed 貨幣政策維持審慎立場，明年有較大寬鬆貨幣政策空間；歐元區經濟表現平疲，通膨率自高點逐步朝 2%通膨率目標下降，ECB 於 6 月降息，惟後續降息路徑仍具不確定性；BoJ 預期貨幣政策將持續正常化，惟通膨與薪資成長良性循環關係脆弱，貨幣政策調整步步為營；中國大陸房地產市場拖累經濟表現，消費、投資信心不足，通縮風險仍存，中國人民銀行(以下簡稱人行)，貨幣政策有持續寬鬆空間。

金融市場方面，本年4月以來，市場預期 Fed 降息時程延後，美國 10 年期公債殖利率走揚，德、日 10 年期公債殖利率亦走升；中國大陸持續寬鬆貨幣政策，10 年期公債殖利率續降。美元指數震盪走升，主要國家貨幣對美元多走貶；人工智慧(AI)應用議題持續帶動科技股上漲，多國股市紛創新高，陸、港股市自低點回漲，日本股市則自 3 月下旬創歷史高點後回落。

全球經濟及通膨前景仍面臨諸多不確定因素，包括貨幣政策動向及債務積壓增添金融市場脆弱性、中國大陸經濟復甦緩慢不利全球經濟、地緣政治風險及氣候變遷增添全球通膨壓力與全球經濟零碎化及供應鏈重組影響經貿發展等，其發展與影響宜多加留意。

(一)全球經濟表現具韌性，預測本年全球經濟率持平於上年

1. 全球經濟成長動能持續；主要經濟體經濟及通膨數據表現分歧，全球經濟仍具韌性

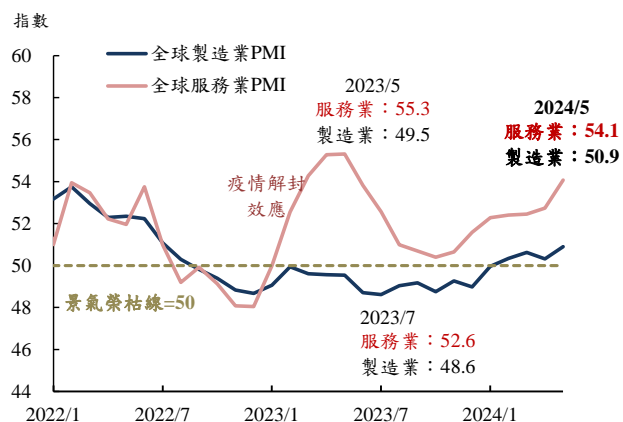
(1)本年以來，**全球製造業及服務業採購經理人指數(PMI)**均持續高於 50 景氣榮枯線，**企業展望續樂觀**有助**延續經濟成長動能**(圖 1)。

(2)全球主要央行同步緊縮貨幣抑制通膨，經濟及金融結構差異致**各經濟體經濟與通膨表現分歧**。

— **上年美國經濟成長強勁**，表現**優於預期**，支撐全球景氣，而**歐元區經濟表現則疲弱**；**近期**，美國大幅**升息之累積效果持續發酵**，越來越多的**數據劣於預期**，顯示**美國經濟活動逐漸降溫**；而**歐元區通膨壓力趨緩下**，**經濟指標多優於預期**，顯示**歐元區經濟逐步回穩**(圖 2)。經濟體間表現分歧，惟**全球整體經濟表現仍具韌性**。

— **美國物價僵固性高**，本年以來**通膨數據多高於預期**，高利率恐須維持更長時間；**歐元區在能源價格回穩下**，**通膨率較預期下降幅度較大**(圖 3)。抗通膨最後一哩路(the last mile)待完成，**全球通膨率朝緩降路徑發展**。

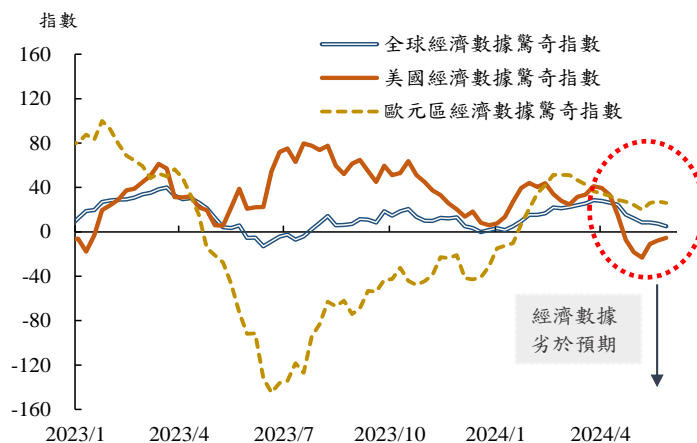
圖 1 全球製造業及服務業 PMI



註：PMI指數高於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

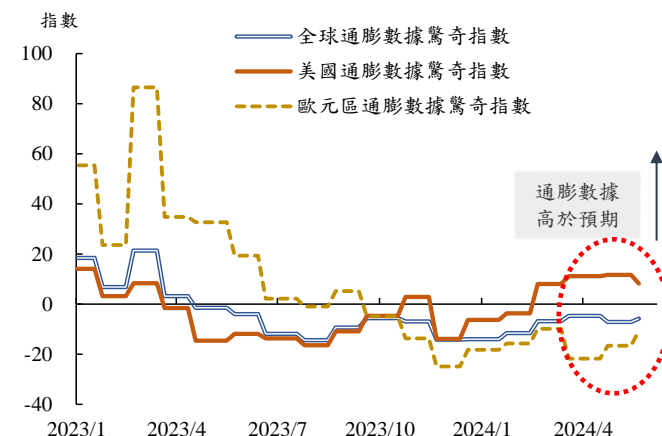
圖 2 花旗經濟活動數據驚奇指數



註：花旗銀行編製經濟活動驚奇指數(Citigroup Economic Surprise Index)，係統計 GDP 相關數據之實際值與主要機構預測值差距，指數大(小)於 0 之幅度，代表整體經濟活動數據優(劣)於預期之程度。

資料來源：Bloomberg

圖 3 花旗通膨數據驚奇指數



註：花旗銀行編製通膨數據驚奇指數(Citigroup Inflation Surprise Index)，係統計 CPI 相關數據之實際值與主要機構預測值差距，指數大(小)於 0 之幅度，代表整體物價漲幅高(低)於預期之程度。

資料來源：Bloomberg

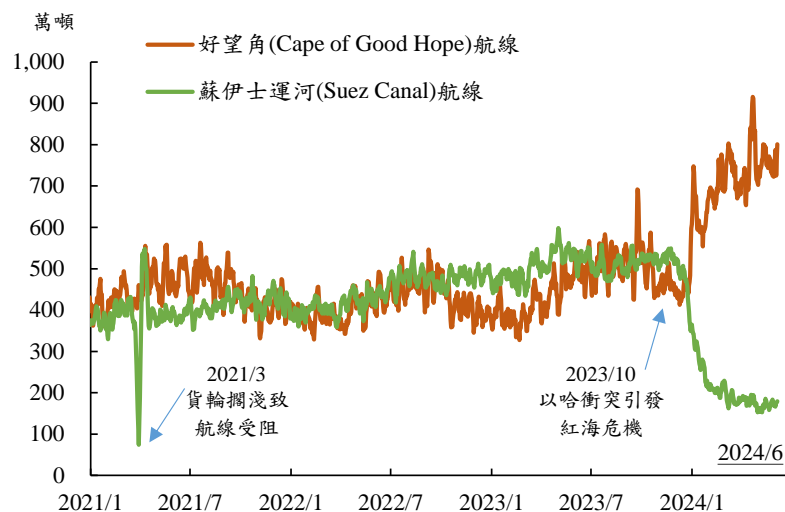
2. 近期紅海危機阻礙主要海運貿易運輸管道，惟全球供應鏈壓力未現

(1) 上年 10 月以哈衝突爆發後，武裝份子持續襲擊經由紅海地區通過蘇伊士運河航線貨輪，由於不確定性升高，海運業改道較遠之南非好望角航線因應(圖 4)。

(2) 2021 年 3 月蘇伊士運河因貨輪擱淺致航線受阻，導致全球供應鏈壓力驟增，主要港口貨櫃積壓及海運運價飆漲推升全球通膨壓力；惟上年 10 月底紅海危機迄今，運價升幅有限，全球供應鏈壓力仍低於歷史平均(圖 5)。

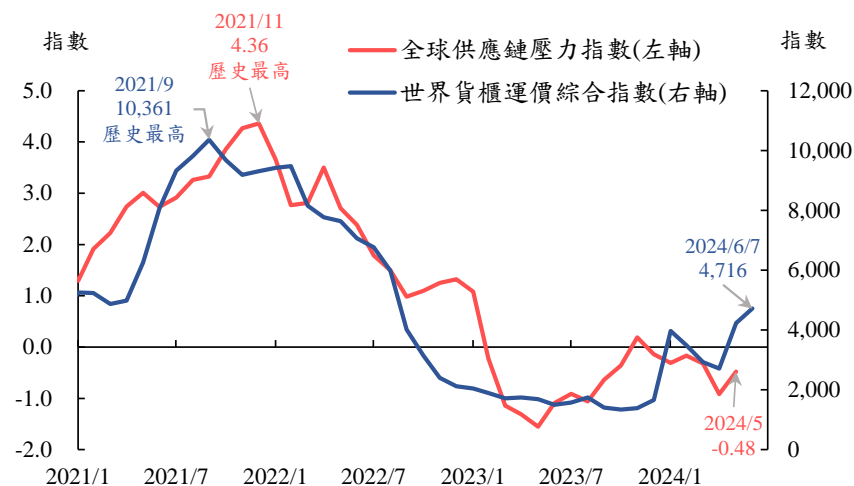
— 海運改道較遠航程將增加貨運交貨時程，且航程不確定性升高，宜持續關注後續發展。

圖 4 主要海運航道貨櫃貿易運輸量



資料來源：IMF Port Watch 網站

圖 5 全球供應鏈壓力及世界貨櫃運價指數



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

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

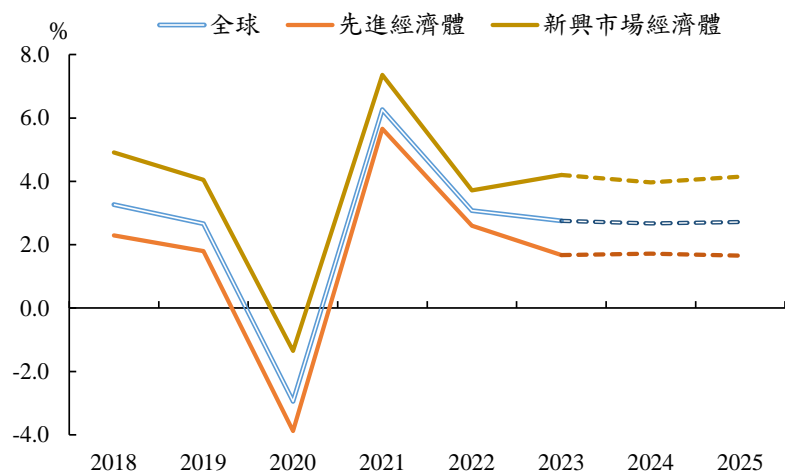
資料來源：Bloomberg、New York Fed

3. 全球經濟平穩成長，本年全球經濟成長率預測值為 2.7%，持平於上年，明年預測值亦持平於 2.7%

主要經濟體央行自 2022 年大幅升息以來，**全球經濟仍具韌性**，S&P Global 預測本年全球經濟成長率 2.7%，持平於上年，明(2025)年亦持平於 2.7%；貨幣緊縮效果持續影響消費動能，**先進經濟體**今、明兩年成長仍緩，部分**新興市場經濟體**表現良好助益全球經濟平穩成長(圖 6)。

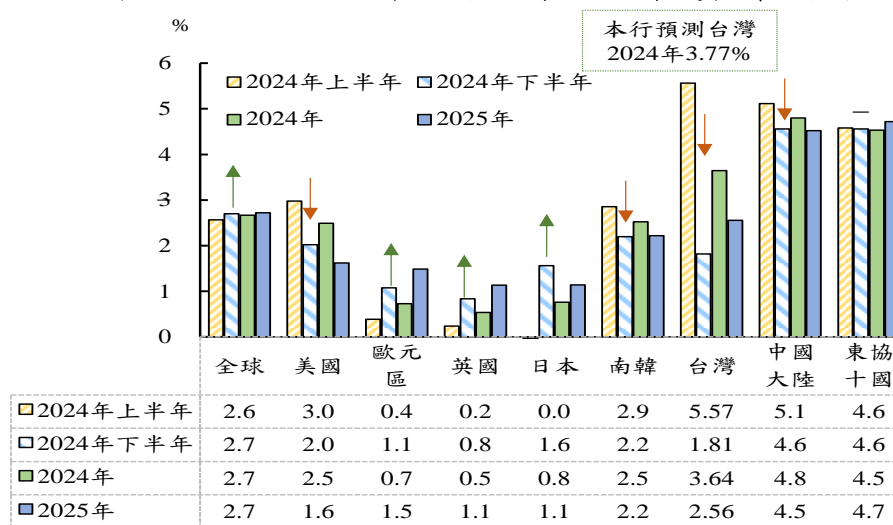
- **美國**：疫情期間累積之儲蓄逐漸用罄，企業疫情期間發行之債務面臨再融資挑戰，**貨幣緊縮累積效果持續發酵**，預測本年下半年經濟成長率為 2.0%，**低於上半年** 3.0%，**全年為 2.5%**，持平於上年，**明年降至 1.6%**(圖 7)。
- **歐元區與英國**：高利率政策影響信貸需求，消費及投資成長疲弱，惟**上年低基期效應**，及**降息預期升溫提振經濟信心**，預測下半年成長率分別為 1.1%及 0.8%，**高於上半年** 0.4%及 0.2%，**全年為 0.7%及 0.5%**，高於上年 0.5%及 0.1%，**明年續升至 1.5%及 1.1%**。
- **日本**：日圓大幅貶值推升進口價格，消費及投資需求仍低，預期**薪資上漲及汽車生產線恢復正常運作**，成長動能回升，**預測下半年**成長率為 1.6%，**高於上半年** 0%，**全年 0.8%**，低於上年 1.9%，**明年升至 1.1%**。
- **中國大陸**：官方陸續推出房地產激勵措施，惟**政策效果仍待觀察**，**預測下半年**成長率為 4.6%，**低於上半年** 5.1%，**全年 4.8%**，低於上年 5.2%，**明年續降至 4.5%**。

圖 6 S&P Global 對全球經濟成長率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

圖 7 S&P Global 對主要經濟體經濟成長率預測值



註：↓、↑及—分別表示 2024 年下半年較上半年下降、上升及持平。

資料來源：S&P Global (2024/5/15)

(二)全球核心通膨率仍高，預測本年全球通膨率由上年 5.7% 緩降至 4.8%，明年續降

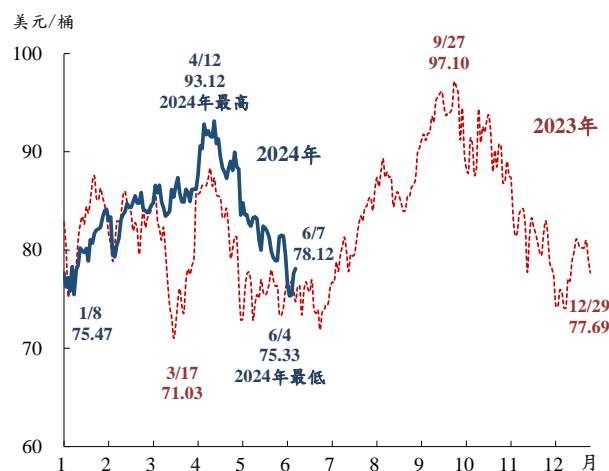
1. 本年 4 月以來，國際油價先升後降，穀價自低點略升，國際大宗商品價格震盪

(1) 本年 4 月以色列及伊朗爆發衝突，油價一度升破每桶 90 美元，創本年新高，嗣因中東衝突未擴大，加以擔憂美國維持高利率更長時間影響油需，本年 6 月石油輸出國組織及盟國(OPEC+)雖決議延長自願減產期限至 9 月底，惟亦宣布自第 4 季起逐步取消自願減產，油價自高點反轉下跌；本年油價於上年以來之價格區間震盪(圖 8)。

(2) 主要產區巴西及俄羅斯分別因大雨及霜凍氣候因素致作物受損，穀價指數自本年底檔區略升，惟隨天候因素逐漸緩和而回落；本年穀價平均值低於上年(圖 9)。

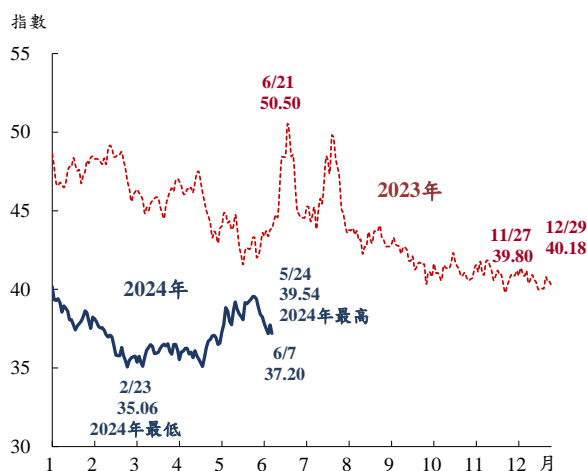
(3) 全球製造業活動復甦，中國大陸推出房市援助政策刺激經濟，工業用基本金屬價格上漲，抵銷油價大幅下跌影響，6 月 7 日代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格約略持平於 3 月底；本年 R/J CRB 期貨價格平均值仍高於上年(圖 10)。

圖 8 布蘭特原油現貨價格



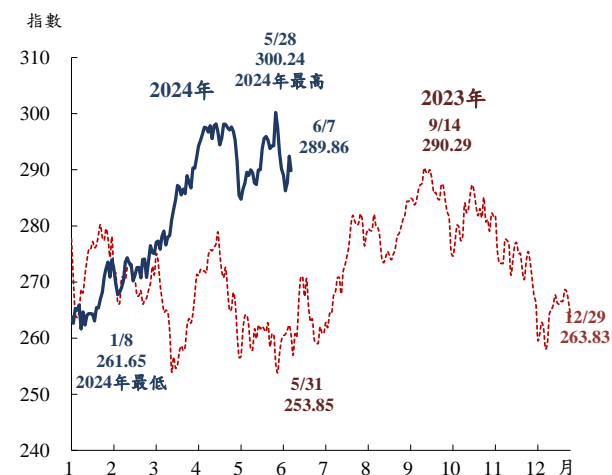
資料來源：LSEG Datastream

圖 9 穀物 3 個月期貨價格指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 10 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

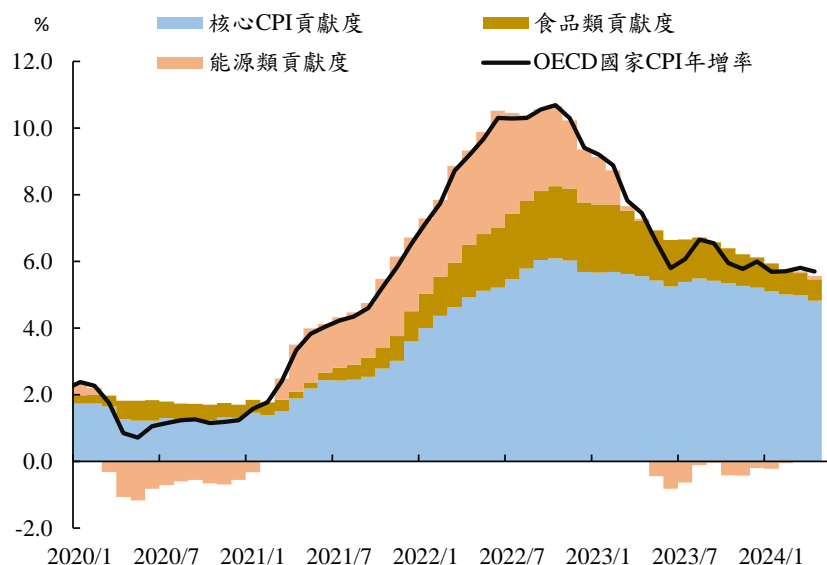
2. 全球核心通膨率緩降，主因服務類價格僵固性高

(1) 全球通膨率已自高點下降；惟**核心通膨率降幅較緩**，致**主要經濟體通膨降溫進展仍遲滯**(圖 11)。

(2) **核心通膨率受服務類價格影響程度大**，而目前利率上升對服務類價格之影響程度未如預期，另主要經濟體勞動市場緊俏且薪資持續成長，支撐**服務類通膨率居高**(圖 12)。

- 能源及食品等生活用品價格高漲將減損勞工實質所得，在勞動市場緊俏下，勞工將要求提高工資以弭補購買力損失，進而傳遞影響企業投入成本，致**美、歐等先進經濟體服務類通膨率仍居高**。**亞洲**國家通膨率較低，薪資增幅亦有限，**服務類通膨率低於美、歐**。

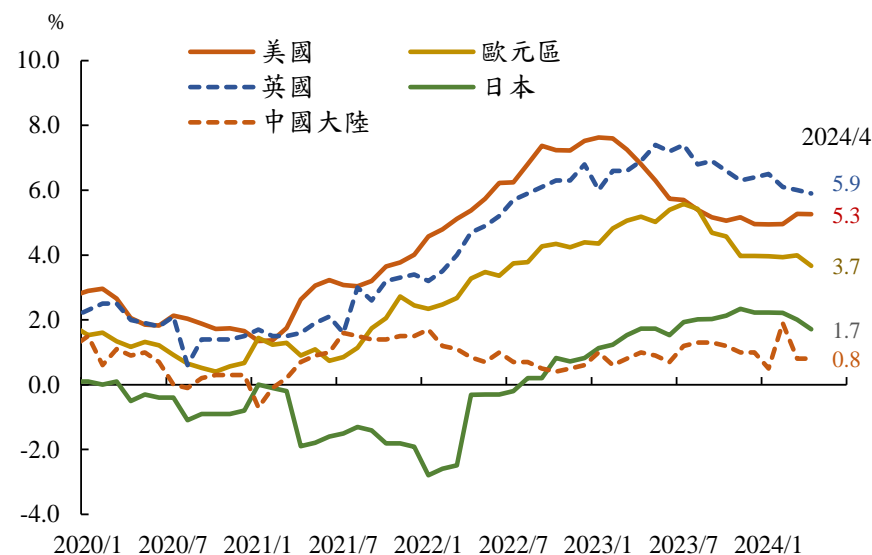
圖 11 OECD 國家通膨率組成貢獻度



註：OECD 以 38 個會員國之消費支出為權數，編製 OECD 國家整體通膨率及其組成項之通膨率。

資料來源：OECD，作者計算

圖 12 主要經濟體服務類通膨率



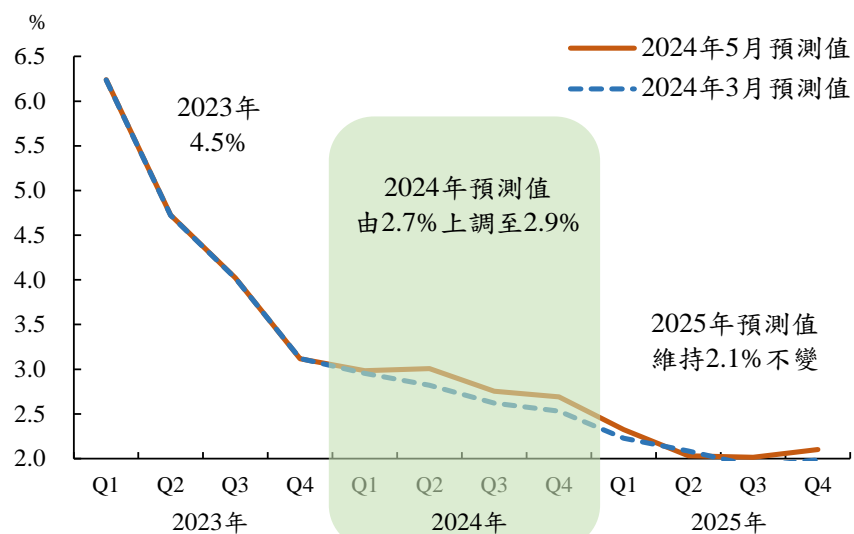
資料來源：LSEG Datastream

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 3.3%

服務類價格僵固程度高於預期，**S&P Global 上修先進經濟體 CPI 年增率預測路徑**，通膨率降至央行 2% 目標路徑仍顛簸(圖 13)。惟貨幣政策已具限制性，國際油價下降對物價有遞延影響效果，**全球通膨率預期將持續走低**；預測本年下半年全球 CPI 年增率低於上半年，全年預測值為 4.8%，低於上年 5.7%，明年續降至 3.3% (圖 14)。

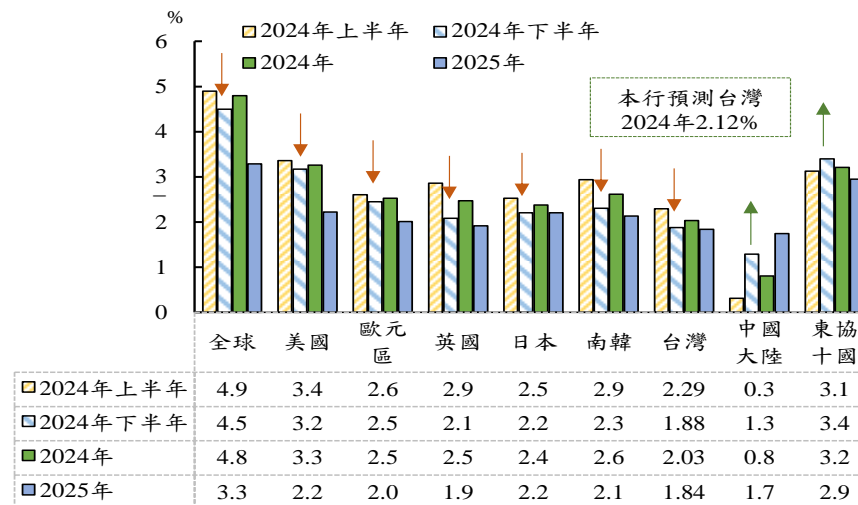
- **美國**：房租等服務類價格年增率仍居高，**通膨率緩降**，預測本年下半年 CPI 年增率 3.2%，低於上半年 3.4%，全年為 3.3%，低於上年 4.1%，明年降至 2.2%，仍高於央行目標。
- **歐元區與英國**：能源價格下降助益通膨降溫，惟服務類價格僵固性仍高，**預測本年下半年** 歐元區及英國 CPI 年增率分別為 2.5% 及 2.1%，**低於上半年** 2.6% 及 2.9%，**全年均為 2.5%**，低於上年 5.4% 及 7.3%，**明年降至 2.0% 及 1.9%**，接近央行目標。
- **日本**：本年 5 月起政府將陸續終止對電費及瓦斯費之補助措施，並提高再生能源附加費，惟食品價格漲幅放緩，**預測本年下半年** CPI 年增率 2.2%，**低於上半年** 2.5%，**全年 2.4%**，低於上年 3.3%，**明年降至 2.2%**，高於央行目標。
- **中國大陸**：政策措施提振消費需求，避免陷入通縮困境，**預測本年下半年** CPI 年增率 1.3%，低於上半年 0.3%，**全年 0.8%**，高於上年 0.2%，**明年升至 1.7%**，低於政府政策目標之 3%。

圖 13 S&P Global 上調先進經濟體 CPI 年增率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

圖 14 S&P Global 對主要經濟體 CPI 年增率預測值



註：↓及↑分別表示 2024 年下半年較上半年下降及上升。

資料來源：S&P Global (2024/5/15)

(三)主要經濟體經濟與通膨表現不一，貨幣政策調整步伐分歧¹

1. 美國生產力與就業強勁成長，本年經濟成長率高於估計之趨勢成長率，差距為正 0.5 個百分點，通膨率預測值高於 Fed 政策目標 0.5 個百分點，預期 Fed 貨幣政策維持審慎立場；惟明年經濟成長率將低於趨勢值，且通膨率接近政策目標(表 1)，Fed 將有較大寬鬆貨幣政策空間。
2. 歐元區受能源價格及緊縮貨幣政策影響大，經濟前景較美國保守，本年經濟成長率低於估計之趨勢成長率，差距為負 0.5 個百分點，通膨率預測值高於 ECB 政策目標 0.3 個百分點，降息空間較美國大；明年經濟成長率高於趨勢值，惟通膨率仍高於政策目標(表 1)，ECB 降息路徑存在不確定性。
3. 日本經濟成長與通膨走勢溫和，本年經濟成長率略高於估計之趨勢成長率，通膨率預測值略高於 BoJ 政策目標，貨幣政策將持續正常化，惟通膨與薪資成長良性循環關係仍弱，明年通膨率接近政策目標(表 1)，BoJ 貨幣政策調整步步為營。
4. 中國大陸本年經濟成長率雖高於估計之趨勢成長率，惟明年差距轉為負值，消費及投資信心不足，通膨率恐持續低於目標(表 1)，通縮風險仍存，貨幣政策有持續寬鬆空間。

表 1 OECD 對 2024 年與 2025 年主要經濟體經濟成長率、趨勢成長率及通膨率預測

單位：%

2024年	經濟成長率預測值(a)	估計之趨勢成長率(b)	差距(a-b)
美國	2.6	2.1	0.5
歐元區	0.7	1.2	-0.5
日本	0.5	0.3	0.1
中國大陸	4.9	4.6	0.4

2025年	經濟成長率預測值(a)	估計之趨勢成長率(b)	差距(a-b)
美國	1.8	2.1	-0.2
歐元區	1.5	1.1	0.3
日本	1.1	0.4	0.7
中國大陸	4.5	4.5	-0.02

2024年	通膨率預測值(a)	政策目標(b)	差距(a-b)
美國	2.5	2.0	0.5
歐元區	2.3	2.0	0.3
日本	2.1	2.0	0.1
中國大陸	1.15	3.0	-1.8

2025年	通膨率預測值(a)	政策目標(b)	差距(a-b)
美國	2.0	2.0	0.05
歐元區	2.2	2.0	0.2
日本	2.0	2.0	-0.05
中國大陸	1.17	3.0	-1.8

資料來源：OECD，作者計算

¹ 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「四、當前主要央行貨幣政策分歧之分析」。

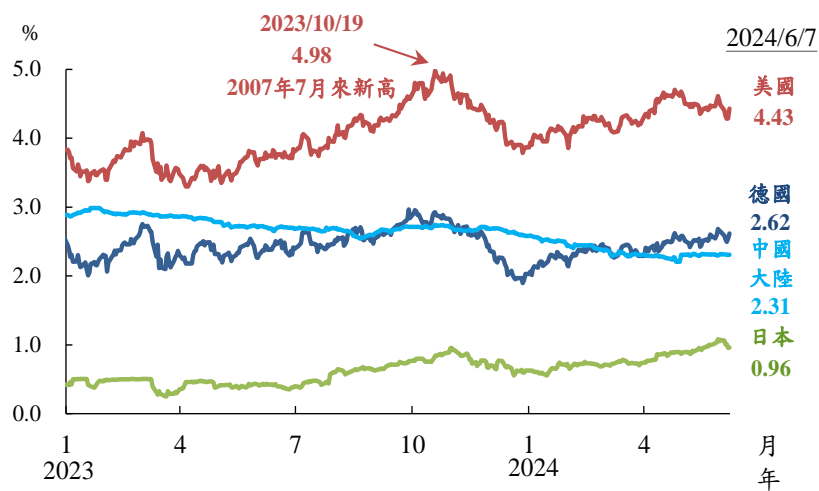
(四)主要經濟體公債殖利率走升，全球主要股市多上漲，美元先升後降

1. 美、德、日 10 年期公債殖利率走升，中國大陸低檔盤整

(1)本年 4 月以來，美國勞動市場續強勁，加以通膨率下降遲緩，市場一度預期 Fed 可能升息，美國 10 年期公債殖利率走揚，惟 5 月 Fed 表示再升息可能性低，但降息時程可能延後，且新發行公債需求低迷，10 年期公債殖利率於高點震盪；近期歐元區經濟數據表現優於預期，6 月 ECB 降息惟亦上修本年通膨預測值，德國 10 年期公債殖利率震盪走升；日本因日圓重貶恐推升物價，加以 5 月 BoJ 開始縮減購債規模，日本 10 年期公債殖利率一度升逾 1.0%；中國大陸持續寬鬆貨幣政策，10 年期公債殖利率於本年底檔區盤整(圖 15)。

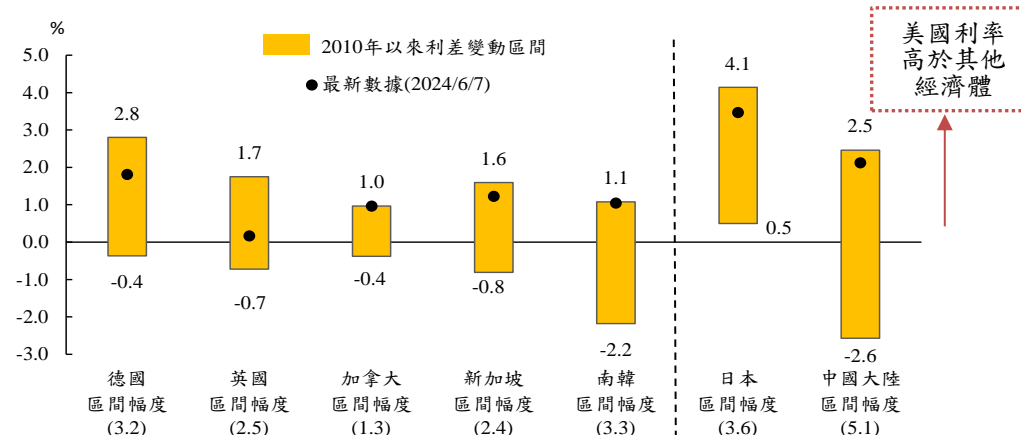
(2)全球經貿及金融體系連結程度漸深，大國政策具外溢效應(spillover effect)將影響其他國家經濟、物價與金融情勢發展。觀察 2010 年以來全球多次景氣循環，各國經濟情勢不一而出現升降息時程分歧之短期現象，惟反映經濟趨勢之長天期利率具共同變動(co-movement)特性，致各國間長天期利差仍維持在區間變動(圖 16)。如近期各界預期美國降息時程將晚於歐元區，惟美、德利差仍處歷史變動區間內，顯示市場預期美、歐貨幣政策不致出現大幅分歧現象，貨幣政策同步性仍高(圖 16)。

圖 15 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 16 美國與其他經濟體 10 年期公債之利差變動



註：1. 利差係以美國 10 年期公債殖利率減其他經濟體 10 年期公債殖利率。
2. 日本過去實施殖利率曲線控制措施，中國大陸與國際金融市場連結度較低，為兩國與美國間利差變動區間較大之原因。

資料來源：LSEG Datastream

2. 全球主要股市多上漲

本年4月以來，以伊爆發衝突，復以投資人擔憂 Fed 若再度升息恐衝擊全球經濟，主要股市自高點下滑，惟 Fed 停止升息基調，市場推測美國經濟「軟著陸」可能性提升，加上市場預期主要央行貨幣政策方向轉趨寬鬆，**美國科技股再度走揚，多國股市紛創新高²**；惟**陸、港股市**與其他主要股市表現**差異大**，**近期**在投資人預期政府政策措施有望改善經濟前景後自低點**回漲**(圖 17)。本年6月7日與3月底相較，**全球主要股市多上漲**(圖 18)。

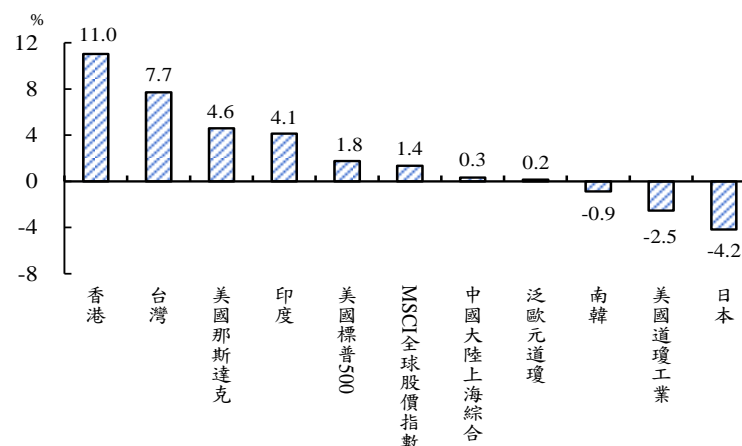
- **美股**：輝達(Nvidia)第1季財報亮眼，**AI 熱潮持續發酵**，**那斯達克指數及標普 500 指數創歷史新高**，傳統大型股之**道瓊工業指數則在創下歷史新高後轉跌**。
- **日股**：日本薪資上漲及日圓大幅波動增添企業營運不確定性，**日股自歷史高點回落，下跌 4.2%**，跌幅較大。
- **陸股**：中國大陸房地產激勵措施有望提振房市，政府另推出改善公司治理政策，**陸股略漲 0.3%**。
- **港股**：在港上市之中國大陸房地產類股走揚，另預期中國大陸當局將調降內地投資人經「**港股通**」投資港股之股息稅率，**港股上漲 11.0%**，漲幅較大。

圖 17 全球主要股市變動比較



圖 18 主要經濟體股價指數漲跌幅

(本年6月7日與3月底比較)



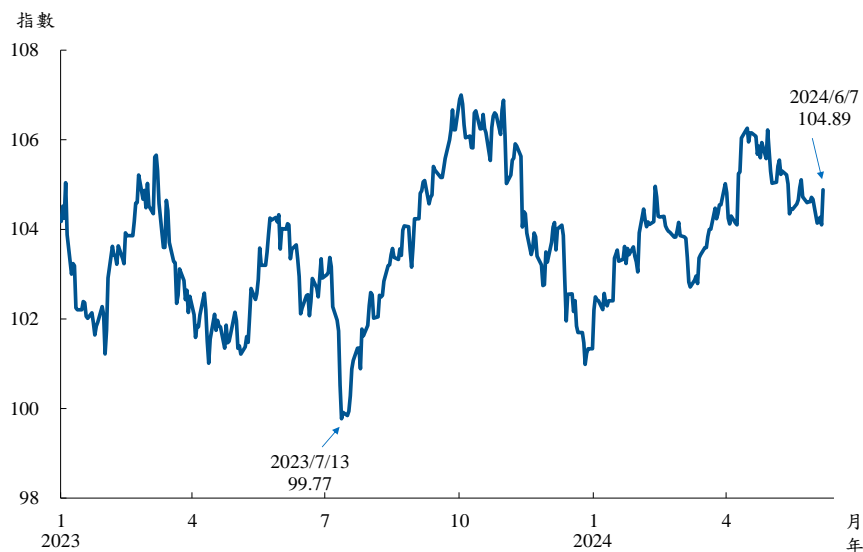
² 詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、近期全球股市變動分析—兼論ETF熱潮對台股之影響」。

3. 美元指數先升後降，主要國家貨幣對美元多走貶

本年4月，Fed貨幣政策轉趨寬鬆之預期減弱，美國與其他經濟體利差可能擴大，而中東地區衝突加劇則推升避險情緒，帶動美元指數迅速走升；5月以來，Fed宣布放緩縮表速度，復以美國經濟數據走弱，美元指數回落(圖19)。本年6月7日與3月底比較，主要國家貨幣對美元多走貶(圖20)。

- 歐元：歐元區經濟前景改善，ECB降息惟調升本年通膨預測值，歐元對美元升值0.1%。
- 英鎊：英國第1季經濟成長好轉，加以其4月通膨緩降，市場對BoE降息之預期減弱，英鎊對美元升值0.8%。
- 日圓：因BoJ貨幣政策仍寬鬆，以及日本第1季經濟陷萎縮，日圓對美元貶值3.4%。
- 人民幣：人行續採寬鬆政策，惟穩匯措施持續，加以推出支撐房市等經濟激勵政策，人民幣對美元略貶0.2%。

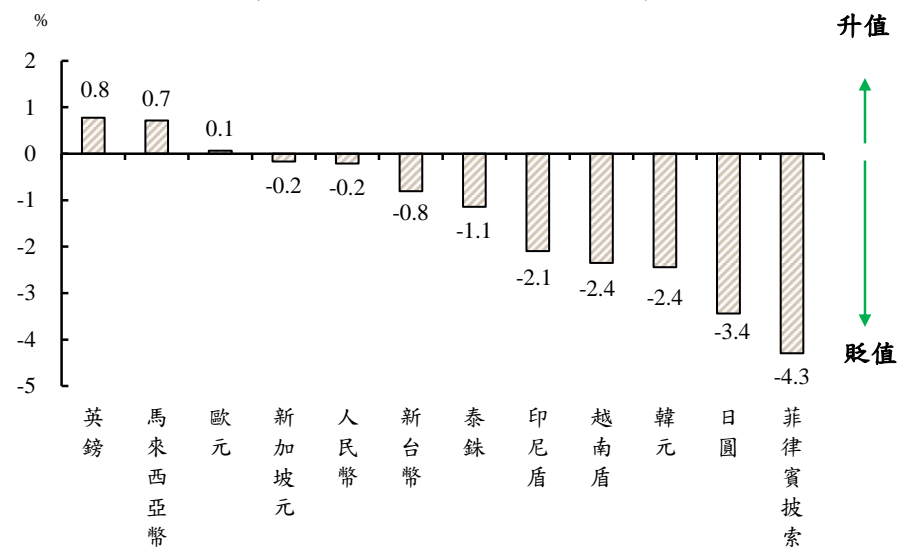
圖 19 DXY 美元指數



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 20 主要經濟體貨幣對美元升貶幅

(本年6月7日與3月底比較)



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

全球貿易活動漸次復甦，經濟平穩成長，惟經濟前景面臨諸多不確定因素³(圖 21)，仍需持續關注後續發展及影響。

圖 21 全球經濟前景面臨之不確定因素

貨幣政策動向及債務積壓增添金融市場脆弱性

- 美國通膨僵固，貨幣政策持審慎立場，高利率維持更長時間，歐元區於 6 月降息，惟未來政策仍具不確定性，日本依薪資與物價是否出現持續性之良性循環進行決策；各國依經濟情勢調整貨幣政策，若主要央行政策走向持續分歧將影響國際資金流向，致匯率大幅波動，影響全球經濟及金融穩定。
- 地緣政治、天然災害及人口結構因素增添政府財政支出壓力，復以利率走高增加債務淨利息支出，使政府債務持續積累；另企業亦將面臨較高利率及較緊縮的融資條件，亦增添金融市場脆弱性。

地緣政治及氣候變遷風險增添全球通膨壓力

- 若俄烏戰爭及中東衝突升級，恐推升全球航運成本，並影響原油等大宗商品價格，增添全球通膨發展的不確定性。
- 氣候變遷影響農作物生產，亦使能源供應不確定性升高，而全球淨零減碳措施，恐增加成本上升壓力，進一步可能推升產品價格，均影響未來全球通膨發展。

中國大陸經濟復甦緩慢不利全球經濟

- 中國大陸房市景氣低迷，若政府未能有效管理陷入困境之房地產開發商，恐使房地產投資嚴重萎縮，房價下跌再次制約消費信心，內需放緩將加劇通縮壓力，亦不利經濟復甦。
- 中國大陸經濟負面效應，亦將透過貿易管道衝擊與其貿易關係密切之經濟體。若政府部門持續以擴大生產及外銷來達成經濟成長目標，恐導致部分產業產能過剩，進而引發國際間貿易摩擦加劇，不利全球經濟發展。

全球經濟零碎化及供應鏈重組影響經貿發展

- 美中角力及地緣政治風險升溫，恐將對跨境貿易、資本及勞工技術等流動產生更多限制，加劇全球經濟零碎化發展。
- 另本年多國舉行大選，而年底美國總統大選結果將對全球政經發展帶來關鍵性影響。若經貿政策轉變，加徵關稅將致成本提升，衝擊相關產業之營運，而貿易摩擦增加亦加速全球供應鏈重組腳步，進而影響全球經貿發展。

³ 主要參考 OECD (2024), “An Unfolding Recovery,” *OECD Economic Outlook*, May 5 ; IMF (2024), “Fiscal Policy in the Great Election Year,” *Fiscal Monitor*, Apr. 17 ; IMF (2024), “Steady But Slow: Resilience Amid Divergence,” *World Economic Outlook*, Apr. 16 ; ADB (2024), *Asian Development Outlook*, Apr. 11 。

二、國內經濟及通膨展望

本(2024)年第 1 季台灣經濟成長率達 6.56%，優於預期，並考量輸出成長動能可望受惠人工智慧(Artificial Intelligence, AI)熱潮，相關產品出口暢旺，加以民間投資成長回升，民間消費成長持穩，本行**預測本年台灣經濟成長率從 3 月的 3.22%上修至 3.77%**。展望下半年，AI、雲端運算(Cloud Computing)與高效能運算(High Performance Computing, HPC)等**新興科技應用需求熱絡**，與來台旅客可望持續成長，均有助強化輸出成長動能；加以製造業業者對於未來景氣看法續樂觀，且為肆應新興科技產品需求與維持製程領先，**部分科技業廠商上修本年資本支出**，民間投資可望擺脫低迷，以及**國內景氣穩步復甦**，**民間消費動能延續**，均挹注下半年經濟成長表現，本行預測本年下半年台灣經濟成長率為 2.00%。

物價方面，國際機構預測本年平均油價高於上(2023)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，**漲幅可望縮小**。此外，因 4 月國內電價調整方案與本行 3 月 21 日理事會會議時之假設方案略有不同，本行略調整本年通膨率預測，CPI 年增率預測值由 2.16%降為 2.12%，維持緩步回降趨勢。

以下就本年國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一)本行預期本年內外需回溫，將經濟成長率上調至 3.77%

1. 本年民間消費動能不墜，加以民間投資重返正成長，內需續扮演推動經濟成長之主力。

(1)本行預測本年經濟成長率為 3.77%，較 3 月預測值上修 0.55 個百分點，主要係**國外淨需求、內需對經濟成長貢獻優於原預估所致**(圖 1)。

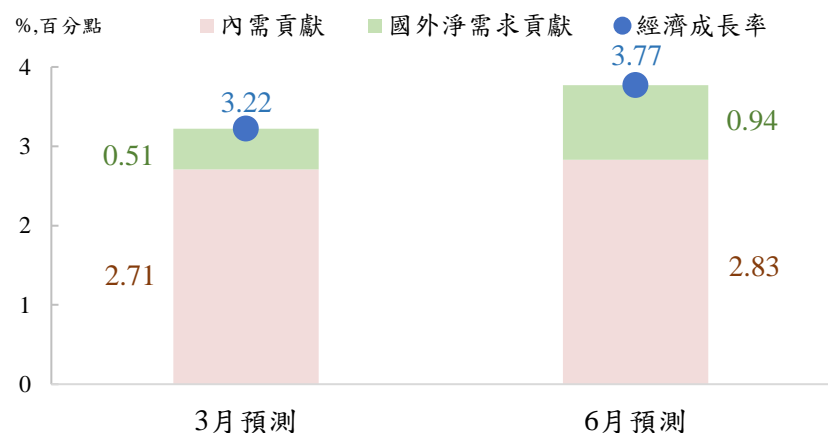
□ **國外淨需求對經濟成長貢獻增加主因**：全球終端需求逐漸回升，近期國內外重要景氣指標表現呈現復甦態勢(如

5月 J. P. Morgan 全球製造業 PMI 續處擴張階段、OECD 之 G20 國家領先指標與商業信心連續走升等)，加以人工智慧、高效能運算與雲端資料服務等需求持續暢旺。

□ 內需對經濟成長貢獻增加主因：廠商對未來景氣看法樂觀，有助增進投資意願，且國內景氣溫和擴張，消費者信心仍處於相對高檔，支撐民間消費成長。

(2)全年內需為支撐經濟成長的重要來源，且下半年內需對經濟成長貢獻高於上半年(表 1)。

圖 1 本年本行本次與前次經濟成長率預測數與其主要組成項目貢獻之比較



資料來源：中央銀行

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻之預測值

單位:%；百分點

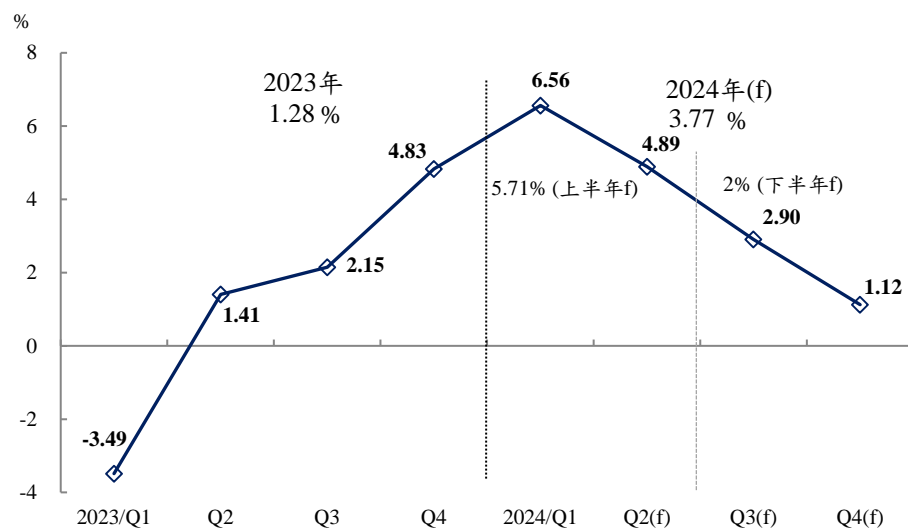
	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	公共支出 (c)		存貨變動 (d)	國外淨需求 (e)		輸出	(-) 輸入
					消費	投資*					
上半年	5.71	1.78	1.71	-0.91	0.57	0.16	0.41	0.41	3.93	6.31	2.39
下半年	2.00	3.79	1.04	1.37	0.82	0.49	0.34	0.56	-1.79	4.31	6.10
全年	3.77	2.83	1.36	0.28	0.70	0.33	0.37	0.49	0.94	5.27	4.33

*：包含公營事業與政府投資。

資料來源：中央銀行

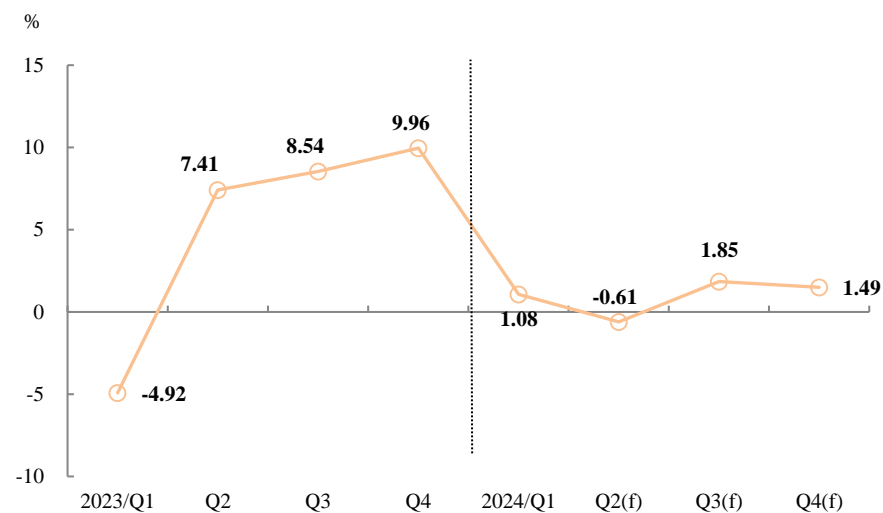
2. 本年經濟穩健成長，惟受比較基期影響，**經濟成長率(yoy)**逐季下降(圖 2)。
3. 經季調後折成年率之**經濟成長率(saar)**介於**-0.61%~1.85%**之間，顯示**景氣擴張動能仍屬溫和**(圖 3)。

圖 2 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 3 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)下半年輸出成長穩健，民間投資表現好轉；且國內景氣復甦向上，民間消費持穩

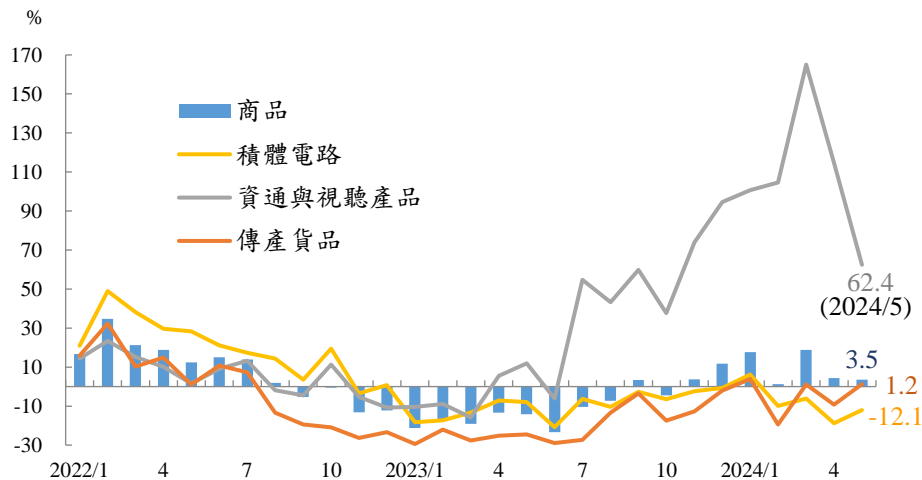
1. 出口受惠全球終端需求回升及新興科技應用產品需求揚升，維繫輸出成長動能

(1)本年以來，個別產業的復甦力道不一，積體電路與傳產貨品出口動能略顯疲弱，惟受 AI 等新興科技應用需求殷切，推升伺服器、顯示卡等外銷金額，資通與視聽產品出口表現不俗，並帶動出口持續成長(圖 4)。

(2)隨全球終端需求改善，AI、HPC 與雲端資料服務等新興科技應用推展，以及國內半導體與伺服器等供應鏈具競爭優勢等有利因素，可望推升台灣相關產品需求與出口成長，增添下半年輸出成長動能。

□ 本年商品貿易正緩步恢復，並有望從上年成長低谷中回溫；WTO 預測全球商品貿易量年增率將從上年的-1.2% 回升至本年的 2.6% (圖 5)。

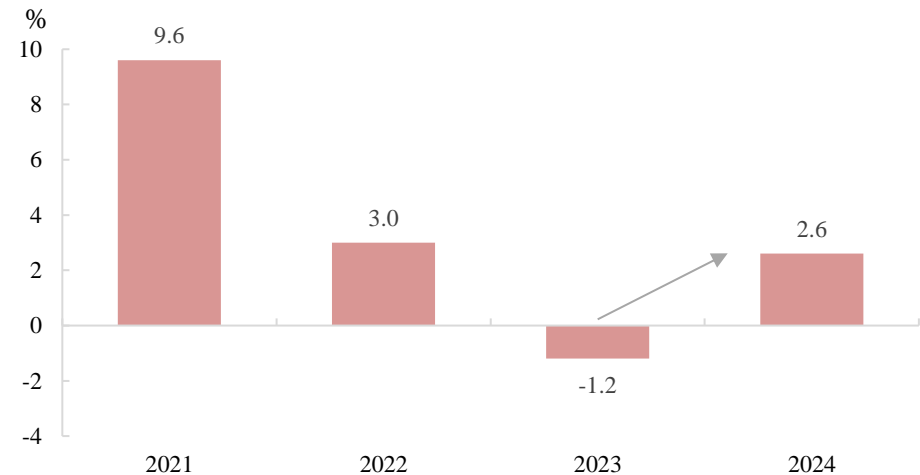
圖 4 商品、電子產品及傳產貨品出口年增率



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 5 全球商品貿易量年增率



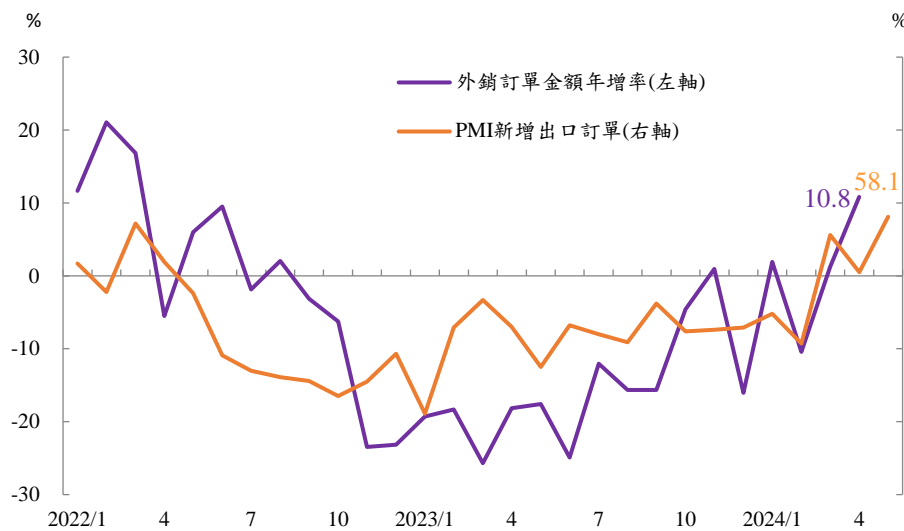
資料來源：WTO (2024/4)

□ 5月製造業PMI調查之**新增出口訂單**續處擴張階段，且業者對未來外銷訂單看法亦樂觀(圖6)，維繫台灣輸出成長表現。

□ 政府積極**行銷台灣特色**，吸引**國際旅客來台旅行**¹，旅行收入可望持續成長，挹注服務輸出成長力道。

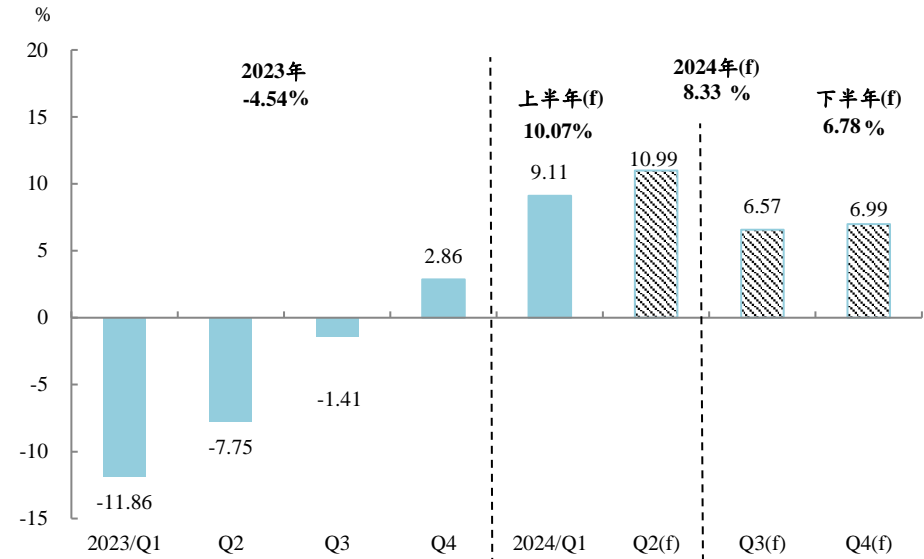
(3)另考量**上年上半年的比較基期較低**，預測本年上半年實質輸出成長率為10.07%，高於下半年之6.78%，全年為8.33%(圖7)。

圖6 外銷訂單與PMI新增出口訂單



註：外銷訂單以美元計價。
資料來源：經濟部、國發會

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。

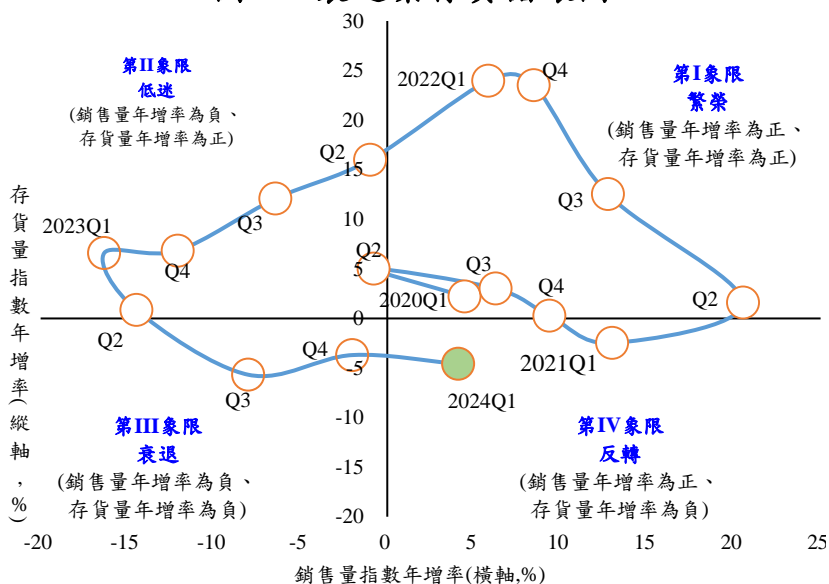
¹ 觀光署於5月6日正式啟動台灣觀光品牌3.0版「TAIWAN- Waves of Wonder」，爭取更多國際觀光旅客造訪台灣。

2. 受惠上年比較基期較低、出口回溫以及新興科技應用出貨需求帶動，民間投資成長動能漸增

(1) **製造業銷售量復甦**，且業者對未來展望續樂觀，有助誘發下半年廠商投資意願。

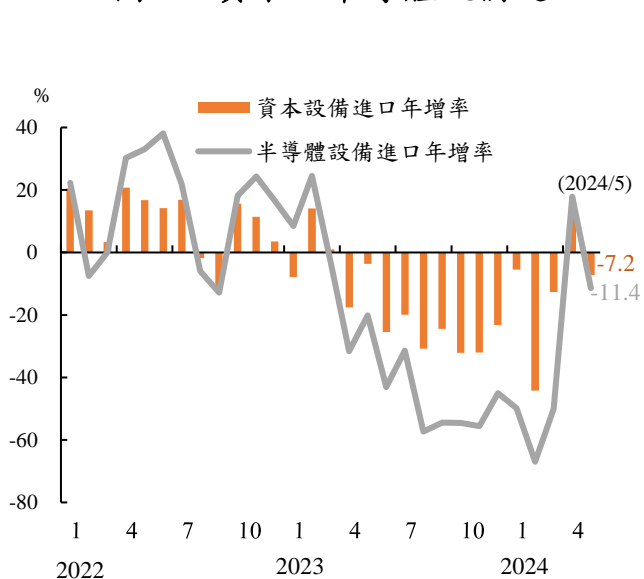
- 觀察存貨循環圖(圖 8)，本年第 1 季**製造業**走出景氣衰退象限，**進入反轉階段**，部分行業去化庫存接近尾聲，整體製造業銷售量成長轉正，釋放景氣復甦訊號。
- 半導體及資本設備進口減幅收斂，5 月分別年減 11.4%與 7.2% (圖 9)；第 1 季民間營建工程投資跌幅明顯縮小 (圖 10)，隨國內景氣持續復甦，增添企業擴廠意願，可望挹注機器與設備以及營建工程投資成長動能。

圖 8 製造業存貨循環圖



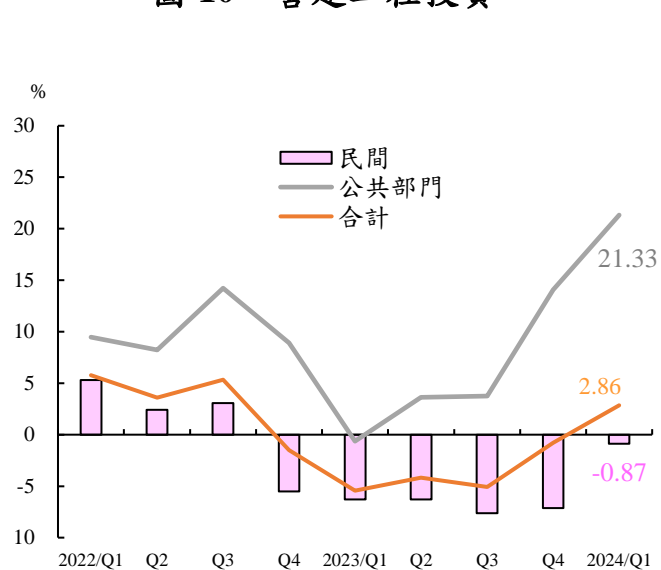
註：存貨循環圖係以製造業銷售量指數年增率(橫軸)及存貨量指數年增率(縱軸)之變化，觀察產業庫存調整與景氣循環之關係。
資料來源：經濟部

圖 9 資本及半導體設備進口



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖 10 營建工程投資

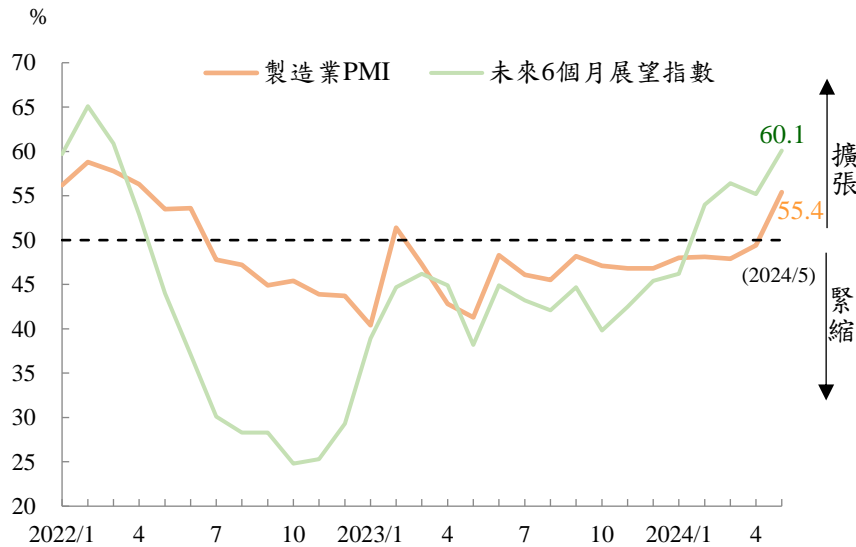


資料來源：主計總處

□ 5月製造業PMI結束連續緊縮，強力彈升至榮枯線之上，且未來6個月展望指數連續4個月呈現擴張，廠商對未來經濟前景維持樂觀(圖11)，有助帶動投資意願。

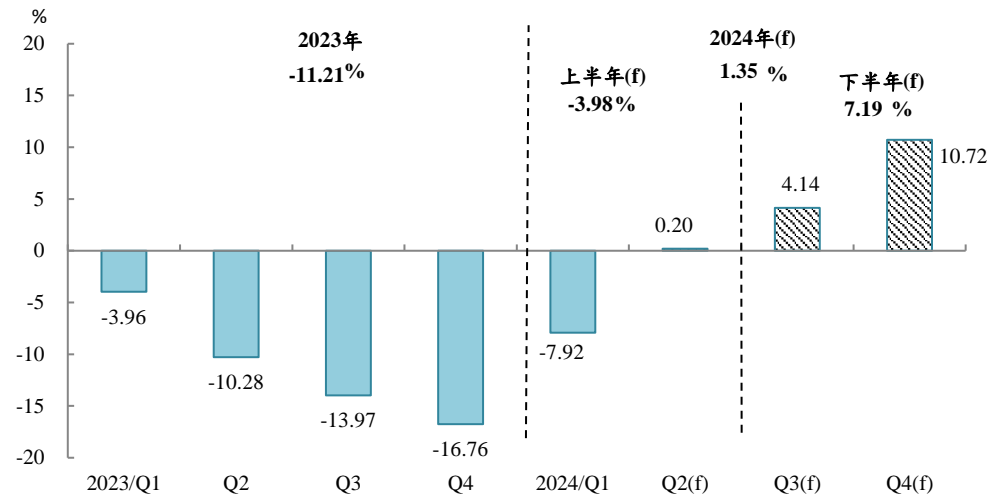
(2)考量上年下半年比較基期較低之外，為肆應新興科技應用出口需求，維持製程領先優勢，部份半導體供應鏈業者上修本年資本支出目標，增添民間投資成長動能，以及綠能與節能減碳設備等投資態勢延續，加以因應跨境旅遊商機，航空業者增購運具，均挹注民間投資動能，下半年民間投資為正成長。本行預測本年上、下半年實質民間投資成長率分別為-3.98%以及7.19%，全年為1.35% (圖12)。

圖 11 製造業 PMI 與未來 6 個月展望指數



資料來源：國發會

圖 12 實質民間投資成長率



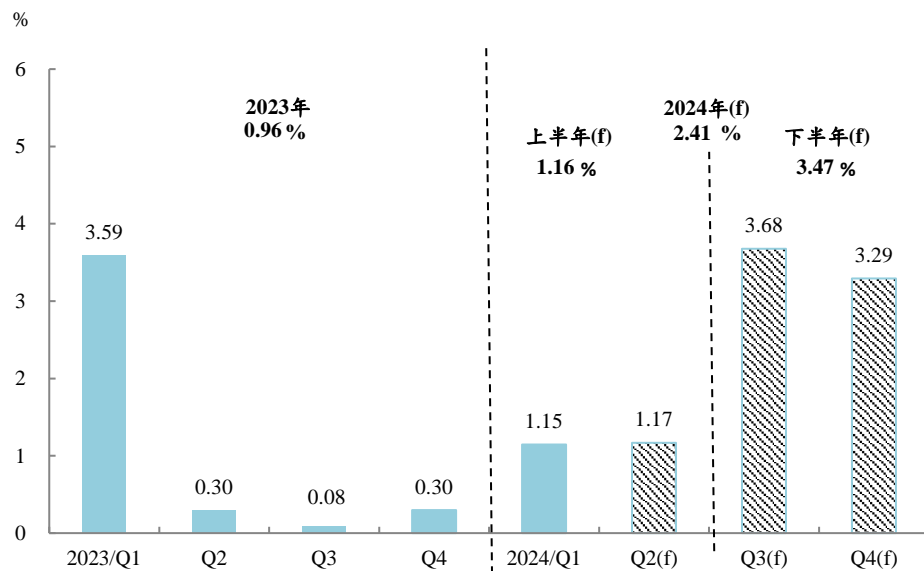
註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

3. 預期政府消費與公共投資穩定成長

(1)因國防經費擴編等挹注政府消費成長動能，本年實質政府消費可望成長 2.41% (圖 13)。

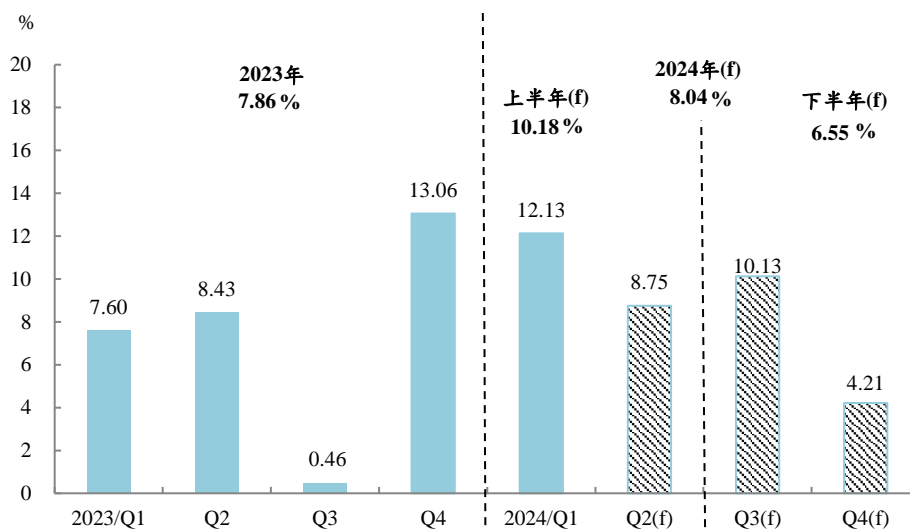
(2)受惠政府賡續改善交通網絡與運輸品質，以及台電加速設備更換，強化電網運轉韌性，與離岸風電與更新電廠燃氣設備等能源轉型持續，加以花蓮強震後，交通設施復原重建²，本年實質公共投資(包含政府與公營事業投資)可望穩健成長 8.04% (圖 14)。

圖 13 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 14 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。

² 交通部積極推動「0403 震災復原重建方案」，將投入近 40 億元整建鐵路系統。

4. 國內景氣穩定回溫，民間消費成長動能平穩

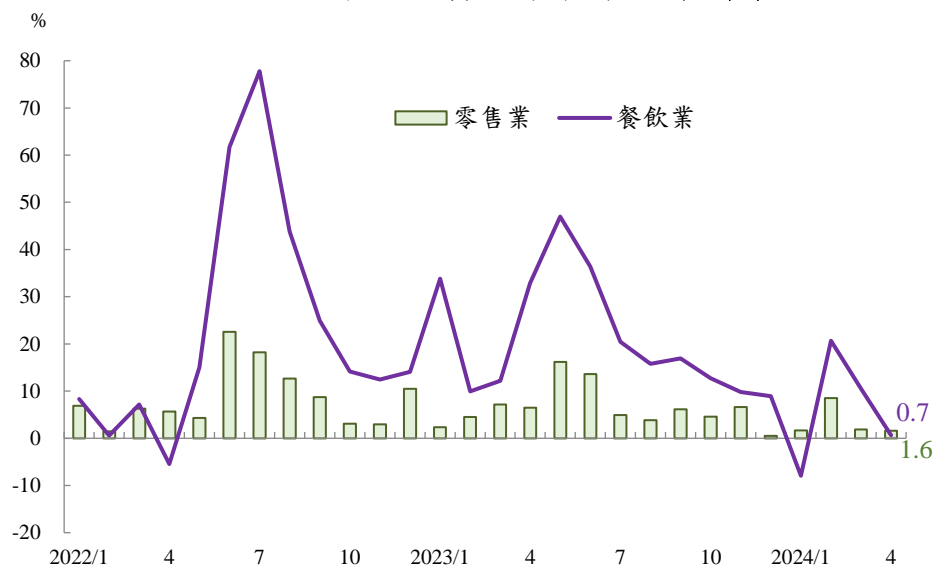
(1) 民眾外出旅遊意願持續，**餐飲、旅宿與休閒娛樂消費活絡**，維繫民間消費成長動能。

□ 4月餐飲、零售業營業額維持正成長(圖 15)，有助提升民間消費成長動能。

(2) 國內**景氣持續回溫**，且**股市交易活絡**，**消費信心仍處近月相對高檔**，整體就業情勢尚屬穩定，預期下半年民間消費動能可望延續。

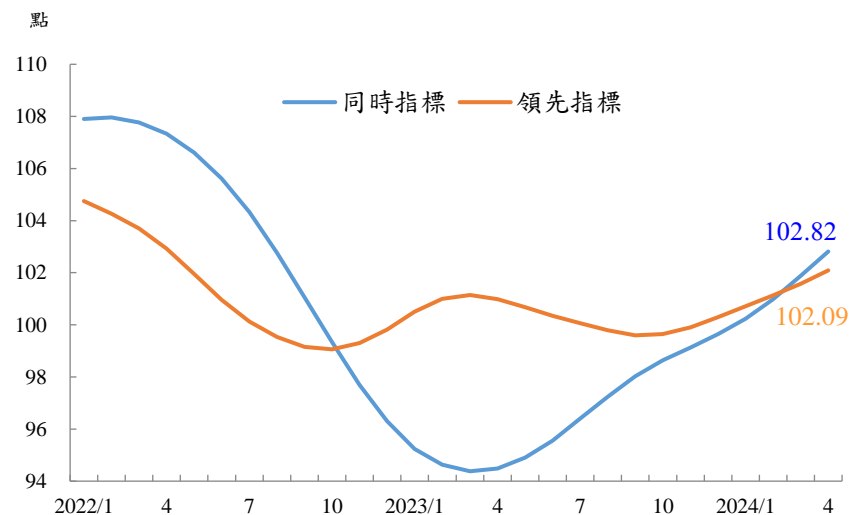
□ 4月之同時指標與領先指標齊揚(圖 16)；景氣對策信號綜合判斷分數為 35 分，係 2 年多以來的新高，景氣燈號由綠燈轉為黃紅燈，顯示**國內景氣穩定處於復甦趨勢**。

圖 15 零售、餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部統計處

圖 16 同時與領先指標



註：領先指標係由外銷訂單動向指數、實質 MIB、股價、受僱員工淨進入率、建築物開工樓地板面積、實質半導體設備進口值，及製造業營業氣候測驗點等組成；同時指標由工業生產指數、總用電量、製造業銷售量指數、批發、零售及餐飲業營業額、工業及服務業加班工時、實質海關出口值、實質機械及電機設備進口值等組成。

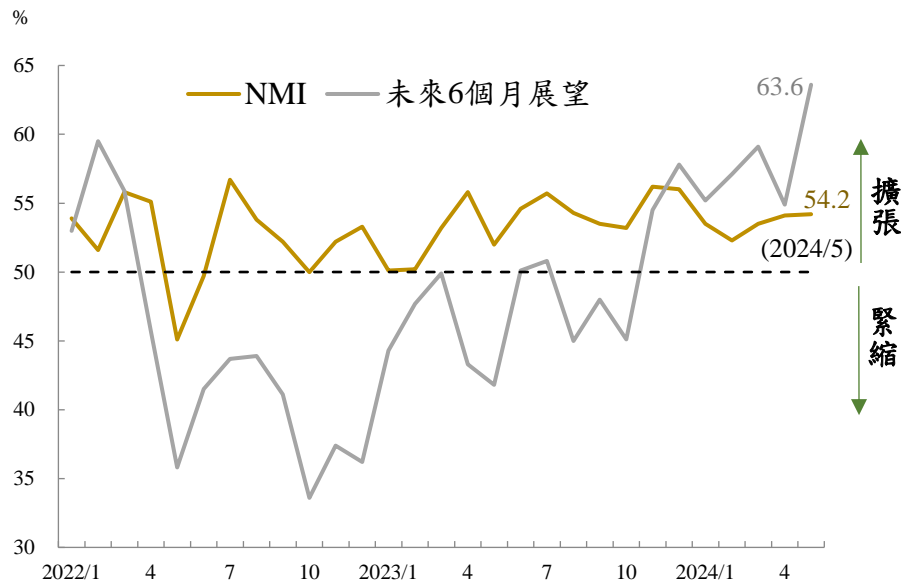
資料來源：國發會

□ 5月非製造業經理人指數(NMI)以及業者對未來6個月展望續呈樂觀(圖17)，反映服務類消費支出成長動能可望延續，有助支撐下半年民間消費成長動能。

(3) 國人出國旅遊與商務旅行需求續旺，增添民間消費動能³。

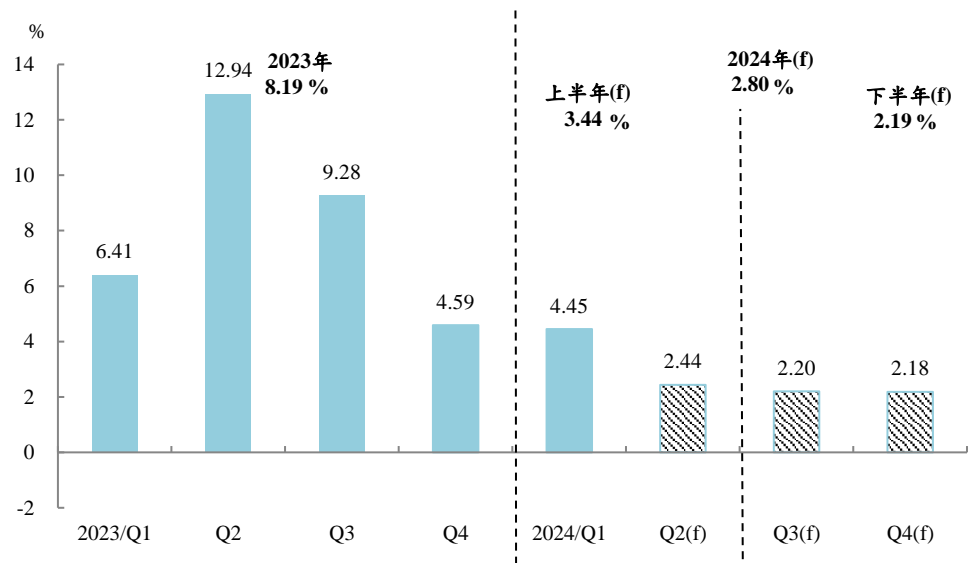
(4) 預測本年上、下半年實質民間消費成長率分別為3.44%及2.19%，全年為2.80% (圖18)。

圖 17 NMI 與對未來 6 個月展望指數



資料來源：國發會

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。

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

5. 本年台灣經濟面對之不確定性仍多，惟主要機構對本年台灣經濟成長率預測平均值逾 3.5%

(1) 不確定性因素

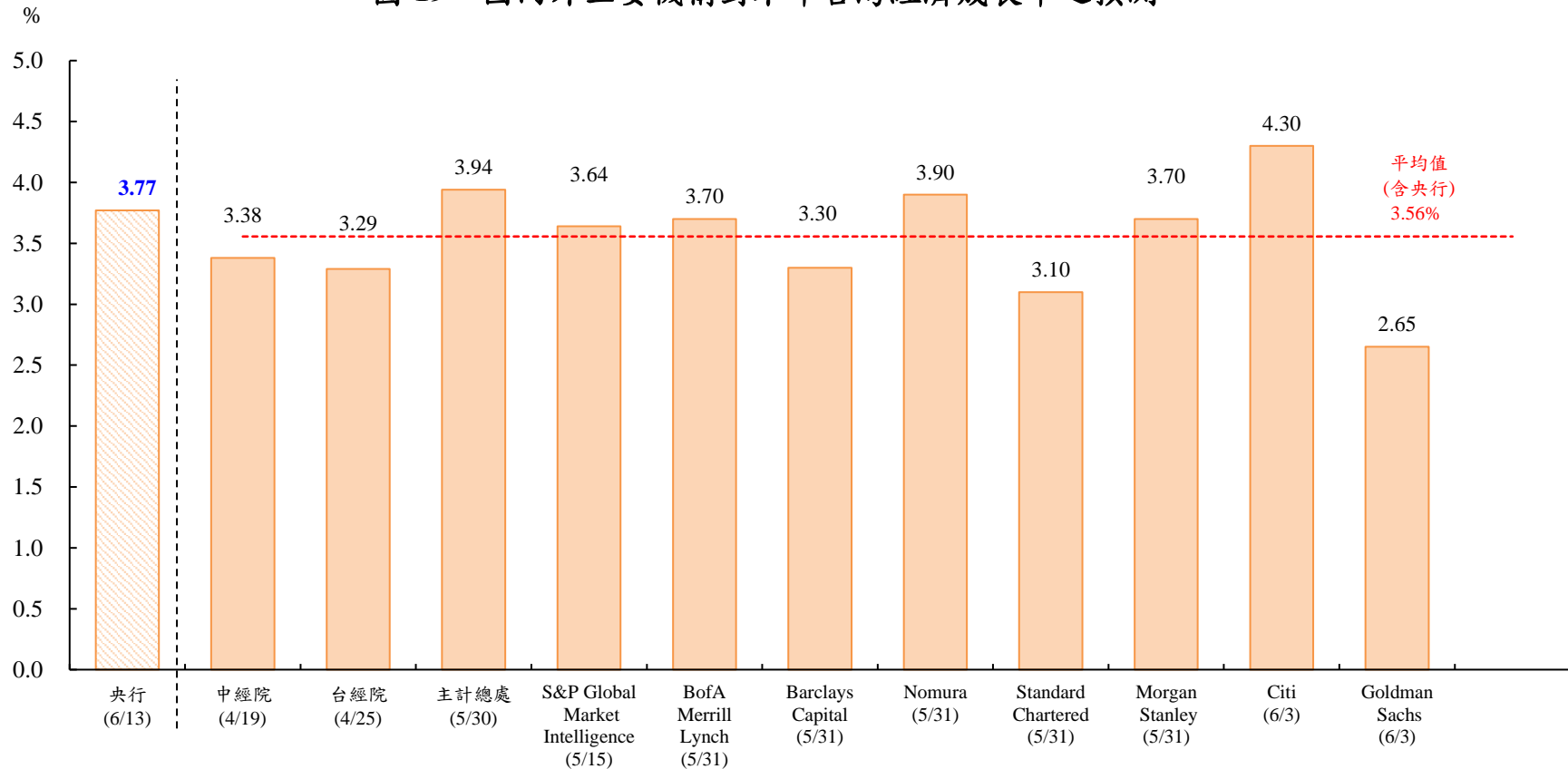
- **主要央行貨幣政策動向**：歐洲央行因通膨走緩，已於 6 月 6 日啟動降息，而美國因通膨僵固，緊縮貨幣政策轉向時點尚不明確，日本則因通膨連續數月逾 2%，可能於本年進入升息循環；目前主要國家依經濟情勢調整貨幣政策，走向仍分歧，利差若持續擴大，將導致其他經濟體面臨資本外流及貨幣貶值壓力，影響國際資金流向，恐加劇金融市場動盪，並影響全球經濟及金融穩定。
- **主要經濟體間貿易爭端再起**：近期除美中爭端外，主要經濟體(如歐盟與七大工業國(G7))與中國大陸貿易摩擦亦升溫⁴。而本年 5 月 14 日美國為避免中國大陸不公平貿易行為將戕害其關鍵產業發展，對總額約 180 億美元之中國大陸新三樣、鋼鐵及鋁製品、半導體、船岸起重機、醫療產品等加徵 25% 至 100% 懲罰性關稅，美中角力加劇，增添全球經貿發展不確定性。另一方面，因貿易摩擦加速全球供應鏈重組腳步與經濟零碎化，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。
- **中國大陸經濟情勢變化之影響**：在積極政策支持下，中國大陸第 1 季經濟成長率為 5.3%，優於預期，惟近期內外需數據表現分歧，如 4 月零售銷售與固定資產投資表現不如預期，但進出口年增率同步轉正，顯示內需不振將是其振興經濟最大的挑戰；若其未來房地產發生債務危機等問題，制約消費信心及內需成長動能，影響其經濟成長表現，亦將可能透過貿易及金融管道之外溢效果，對全球或台灣經濟復甦力道帶來負面影響。
- **國際政經情勢變化與結構性因素對通膨影響加劇**：俄烏與以哈戰爭持續、紅海緊張情勢未解等地緣衝突未歇，

⁴ 歐盟已針對中國大陸電動車等商品展開反傾銷或反補貼調查；七大工業國(G7)財政部長在義大利北部斯特里薩(Stresa)會談後發表的聲明草案「我們將繼續觀察(中國)產能過剩的潛在負面影響，並將考慮採取措施，在符合世界貿易組織(WTO)的原則下，確保公平的競爭環境」。

其中紅海問題可能影響全球物流正常運作，且年底的美國總統大選結果，亦可能導致國際政經情勢產生重大變化的事件之一。另一方面，隨氣候變遷、全球貿易零碎化與人口快速老化以及碳費課徵等供給面的不穩定性可能漸增，以致供給面因素形成普遍且持續的衝擊，可能影響未來全球與台灣通膨情勢。

(2)國內外主要機構預測本年台灣經濟成長率介於**2.65%~4.30%**之間，平均值為3.56% (圖 19)。

圖 19 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測

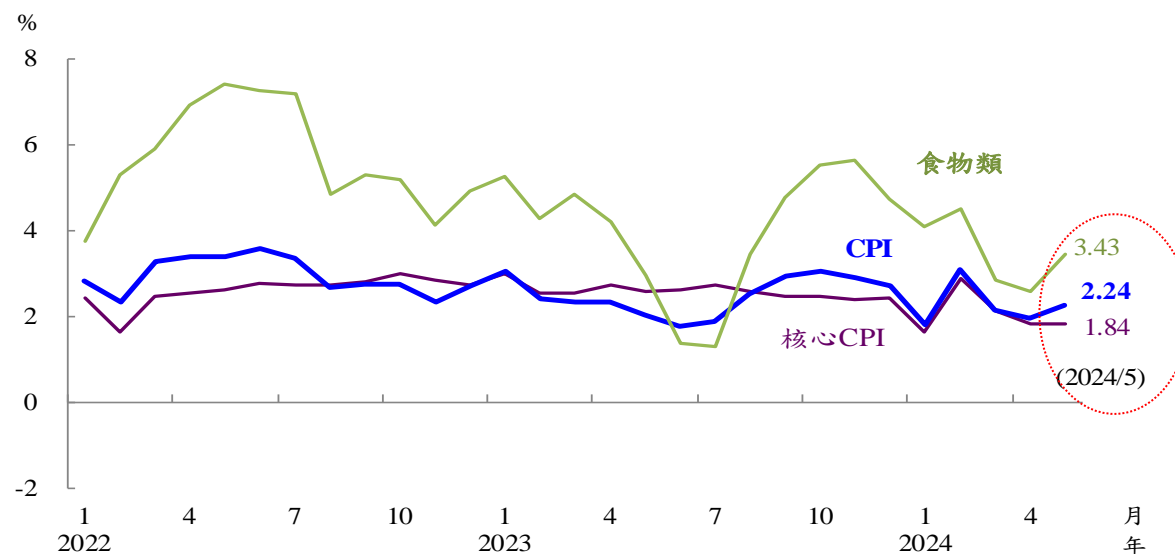


(三)通膨率維持緩步回降趨勢，預測本年 CPI 年增率降至 2%左右

1. 當前通膨率維持緩步回降趨勢

(1)本年 3 月以來，由於食物類及娛樂服務價格漲幅減緩，消費者物價指數(CPI)年增率回降，至 4 月為 1.94%，不含蔬果及能源之核心 CPI 年增率亦降至 1.81%；5 月，受天候影響，蔬果價格大漲，食物類價格漲幅擴大，CPI 年增率回升為 2.24%；**核心 CPI 年增率**則為 1.84%，**維持緩步回降趨勢**(圖 20)。

圖 20 CPI 與核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

(2)本年 1 至 5 月平均 CPI 年增率為 2.24%，主因：(1)外食、水果等食物類價格走升；(2)房租調高；(3)個人隨身用品價格上漲；(4)業者調高住宿及旅遊團費，娛樂服務價格上漲。上述合計使 CPI 年增率上升 1.51 個百分點，貢獻約 67% (表 2)。

表 2 本年 1 至 5 月 CPI 年增率主要影響項目

項目	權數(千分比)	年變動率(%)	對CPI年增率之影響 (百分點)	
CPI	1,000	2.24	2.24	
食物類	268	3.49	0.93	
外食費	112	3.44	0.36	
水果	21	11.25	0.32	
肉類	24	3.60	0.09	
穀類及其製品	16	3.16	0.05	
蛋類	4	-9.58	-0.04	
蔬菜	15	-2.60	-0.03	
房租	147	2.31	0.35	
個人隨身用品	24	5.04	0.12	
娛樂服務	56	2.38	0.11	
醫療費用	23	4.63	0.10	
交通工具零件及維修費	19	4.92	0.09	
香菸及檳榔	19	3.66	0.07	
理容服務費	10	4.52	0.05	
合計			1.82	
交通工具	39	-0.71	-0.03	
合計			-0.03	
其他			0.45	

合計使
CPI 年增
率上升
1.51 個百
分點，貢獻
約 67%。

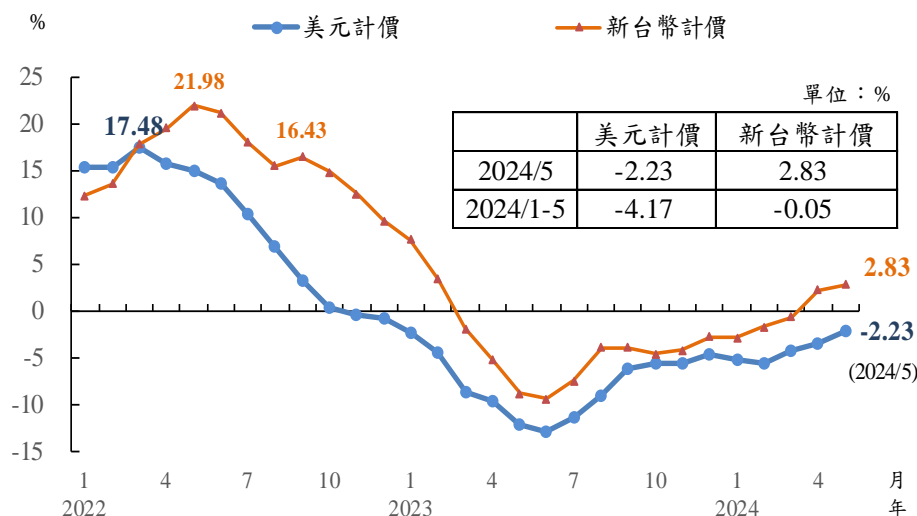
資料來源：主計總處

2. 本行略下修本年台灣 CPI 及核心 CPI 年增率預測值至 2.12%、2.00%

(1)國內生產者物價指數年增率轉趨回升，主要係反映在出口物價上漲，並無輸入性通膨壓力。

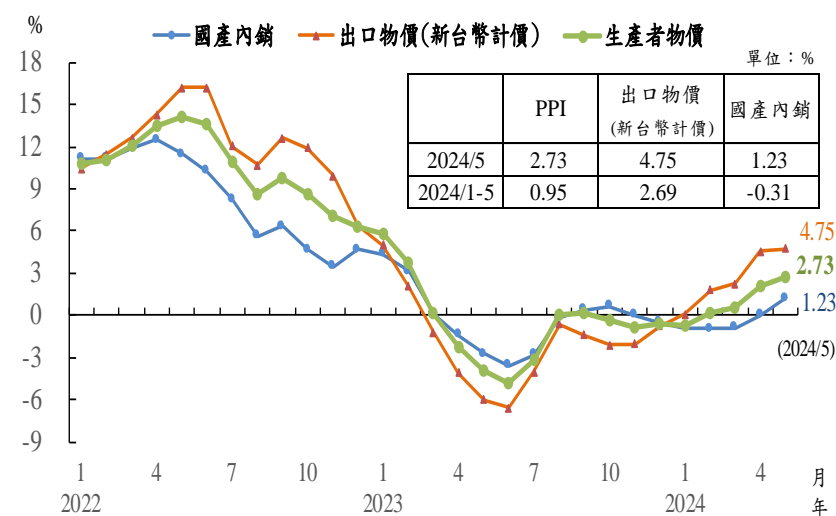
- 本年 5 月以美元計價之進口物價年減 2.23%，惟新台幣對美元匯率貶值，致以新台幣計價之進口物價年增 2.83% (圖 21)；國內生產者物價指數(Producer Price Index, PPI)亦年增 2.73%，主要係反映在出口物價上漲 4.75% (圖 22)。
- 本年 1 至 5 月以美元計價之進口物價年減 4.17%，以新台幣計價之進口物價亦年減 0.05%；國內 PPI 雖年增 0.95%，但主要係反映出口物價上漲 2.69%，國產內銷物價則仍年減 0.31%，並無輸入性通膨壓力。

圖 21 進口物價指數年增率



資料來源：主計總處

圖 22 國產內銷、出口物價及生產者物價指數年增率



資料來源：主計總處

(2)國際機構預測本年**油價高於上年**，加以4月國內**電價大幅調漲**，商品類價格將溫和上漲(本年1~5月漲幅1.87%，全年預估為1.87%，低於上年之2.11%)，**服務類價格則受高基期影響**，漲幅可望趨緩(本年1~5月漲幅2.58%，全年預估為2.36%，低於上年之2.87%)(圖23)，本年台灣通膨率可望較上年續降，且下半年將低於上半年(圖24)。

□ 因4月國內電價調整方案與本行3月21日理事會會議時之假設方案略有不同⁵，本行略調整本年通膨率預測，**CPI及核心CPI年增率預測值**分別由2.16%、2.03%降為**2.12%、2.00%**，維持緩步回降趨勢(圖24)。

□ **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23 CPI及商品類、服務類價格年增率

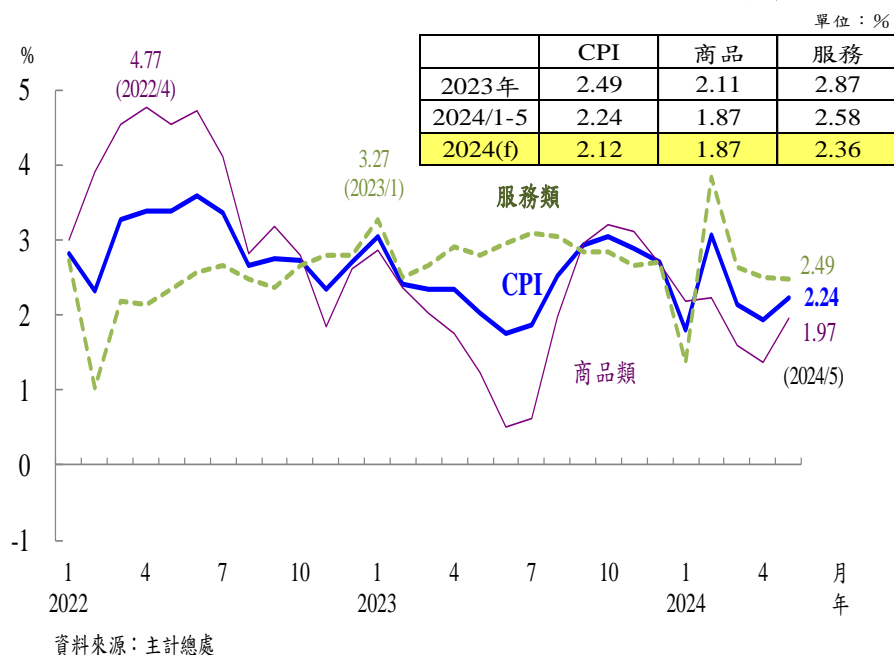
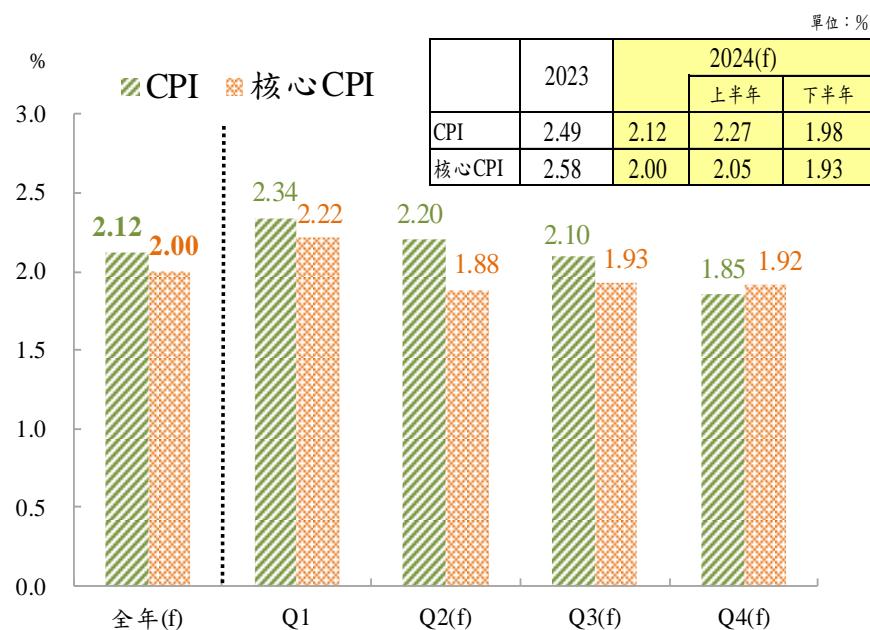


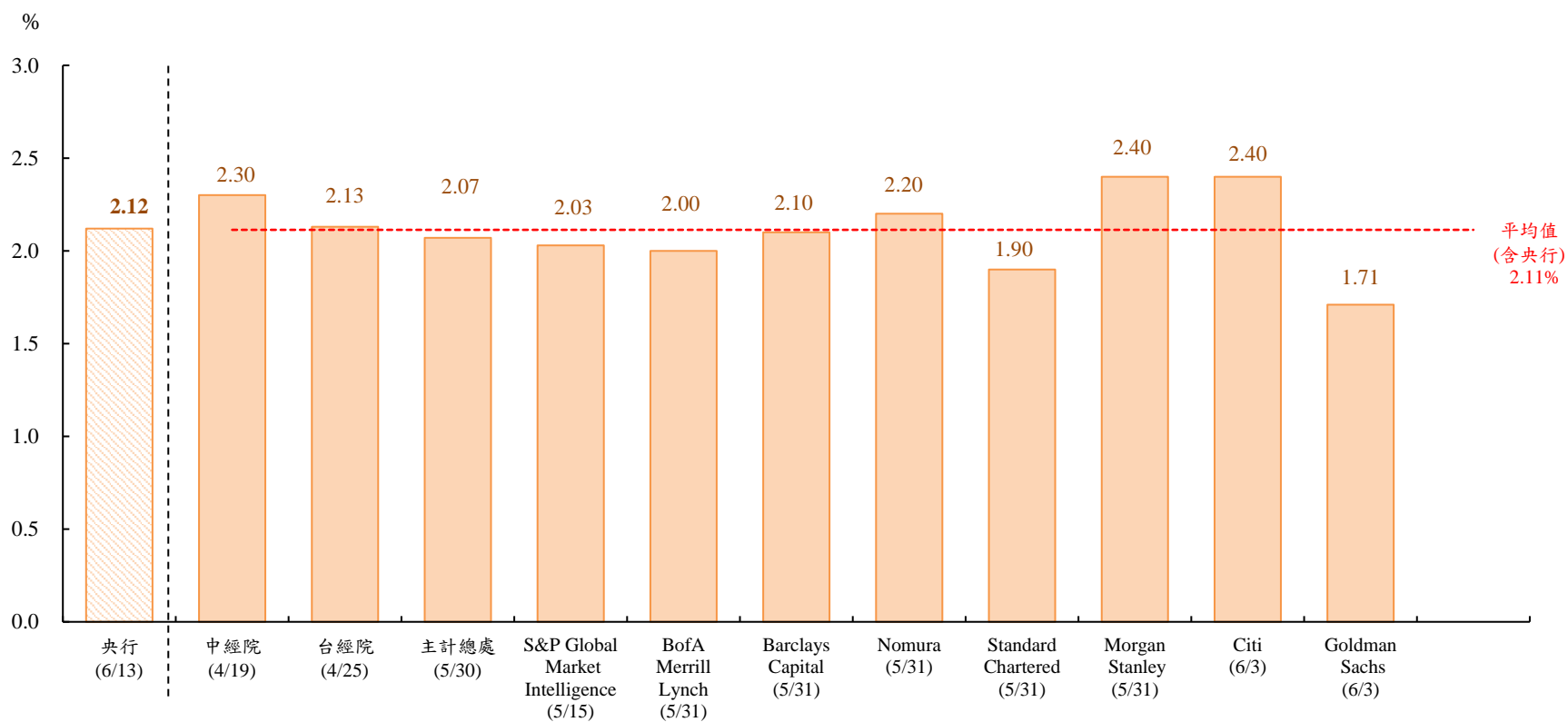
圖24 本行對本年CPI及核心CPI年增率之預測



⁵ 4月電價調整方案為家庭用電價格調高4.5%、產業用電價格調高12.1%，3月21日本行理事會會議時假設方案則為家庭與產業用電價格均調高10%。

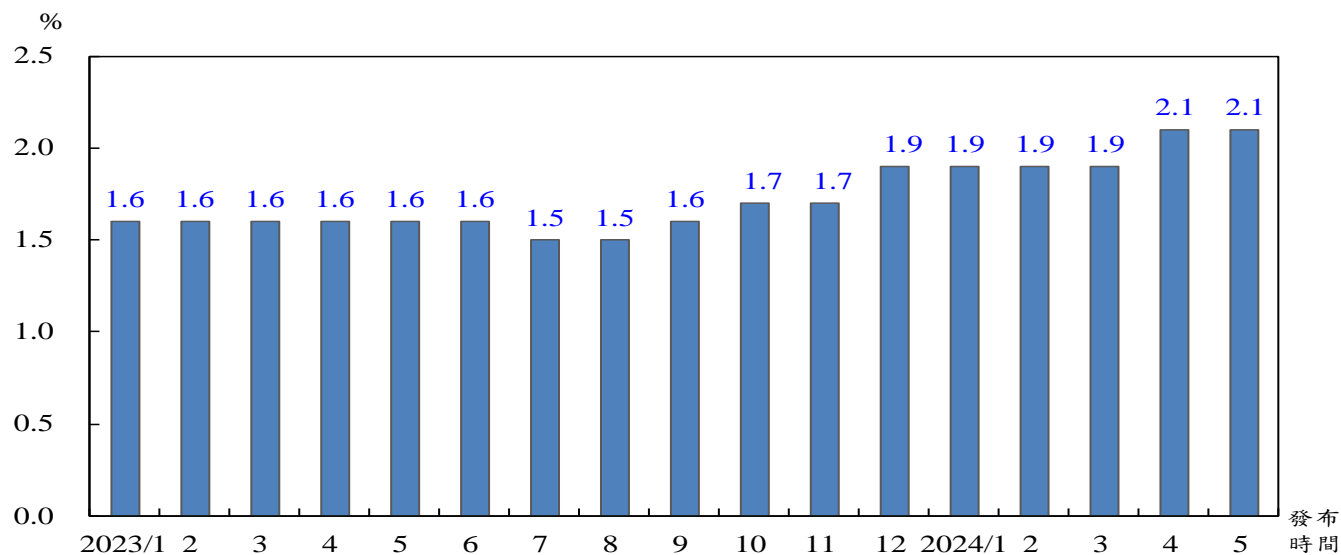
(3)國內外主要機構對台灣本年 CPI 年增率預測值介於 1.71%至 2.40%，平均為 2.11% (圖 25)。

圖 25 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**平均值連續 4 個月維持 1.9%後，於本年 4 月起升至 2.1% (圖 26)，可能係因國內電價大幅調漲推高通膨預期。

圖 26 專業預測機構對台灣本年通膨率之預測值*



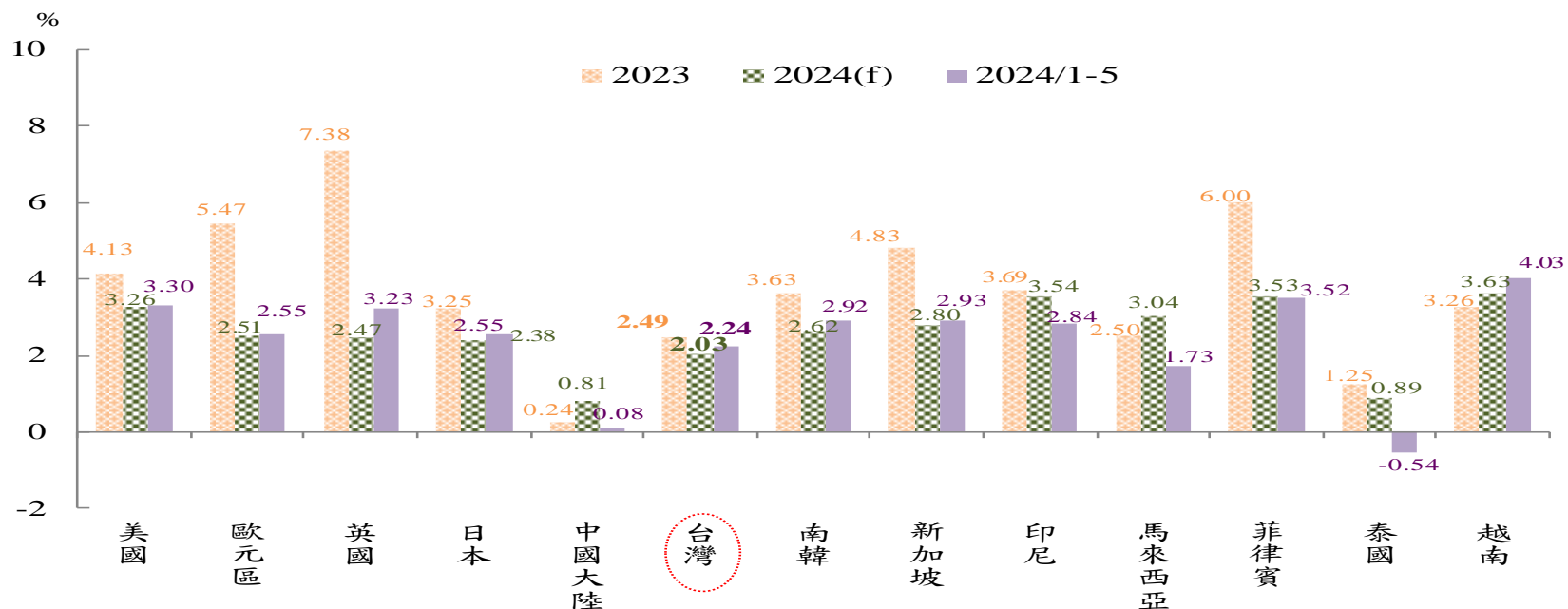
註：*係 20 多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

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

3. 預期本年多數經濟體通膨率趨降，惟通膨降溫進展遲緩

- 本年以來，多數經濟體服務類價格仍居高，通膨降溫進展遲緩，加以高基期效應漸減，預期全球通膨率緩降。
- 本年5月15日 S&P Global Market Intelligence 預測本年全球通膨率為 4.8%，低於上年之 5.7%；本年主要經濟體通膨率亦多續降，台灣亦然(圖 27)。

圖 27 主要經濟體 CPI 年增率



註：1. 2023 年及 2024/1-5 係實際值，2024 年係 S&P Global Market Intelligence(2024/5/15)預測值。

2. 尚未發布 2024 年 5 月資料之國家或地區(美國、英國、日本、中國大陸、新加坡、馬來西亞及泰國)係 1 至 4 月平均值。

資料來源：各國政府統計、S&P Global Market Intelligence(2024/5/15)

三、本行貨幣政策相關議題之說明

議題一：2%通膨率是國際間主要央行的通膨警戒線？

關於外界詢及消費者物價指數(Consumer Price Index, CPI)年增率 2%是否為本行通膨警戒線，本行楊總裁日前於立法院表示¹，通膨率中長期平均 2%可接受，2%不一定算是警戒線。為使外界進一步瞭解此議題，本文擬先簡述先進經濟體央行大抵以 2%通膨率為目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則多高於 2%；接著闡述目前各界對最適通膨率目標，並無共識；進而說明即使主要先進經濟體央行以 2%通膨率為目標，惟 2%通膨率目標大抵為中期目標，且具備一定程度之彈性；最後強調小型開放經濟體通膨率主要受外來因素影響，物價穩定定義宜具彈性，且供給面因應措施至關重要。

(一)先進經濟體央行大抵以 2%為通膨率目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則多高於 2%

1. Fed 等先進經濟體央行的 2%通膨率目標，或與全球第一個正式訂定通膨率目標的紐西蘭有關；惟 2%通膨率目標的起源，似非基於嚴謹的理論或研究²

(1) 1989 年 12 月，紐西蘭成為全球第一個正式訂定通膨率目標的國家；當時紐西蘭將通膨率目標訂於 0%~2%，有助減緩 1970 年代與 1980 年代的高通膨，引起全球許多先進國家仿效。自 1990 年代以來，2%通膨率目標大抵已成為先進經濟體央行(如美國 Fed、歐洲中央銀行(ECB)等)的共同信仰。

(2) 紐西蘭的 2%通膨率目標，可歸因於紐西蘭官員的即興發言，實屬無心促成之結果³。

1988 年 4 月 1 日

- 時任紐西蘭財政部長 Roger Douglas 接受電視專訪時不假思索地表示，通膨率目標應訂在 0%~1%。
- 當時此一隨口提及的數字實為憑空取得，旨在影響大眾預期。

1989 年底

- 時任紐西蘭財政部長 David Caygill 與時任央行總裁 Don Brash，以前任財政部長 Douglas 脫口而出的數字(0%~1%)為出發點，並略為擴大範圍，俾保留較大操作空間，遂將通膨率目標訂於 0%~2%。

¹ 本行楊總裁於本(2024)年 3 月 27 日於立法院財委會答詢及受訪時提及，通膨率中長期平均 2%可接受，2%不一定算是警戒線。

² 主要參考中央銀行(2021)，「國際間央行為何視 2%通膨率目標為主流信仰？」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 23 日。

³ Irwin, Neil (2014), "Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel," *The New York Times*, Dec.19; McDermott, John and Rebecca Williams (2018), "Inflation Targeting in New Zealand: An Experience in Evolution," Speech Delivered to the Reserve Bank of Australia Conference on Central Bank Frameworks, in Sydney, Apr.12; Jahan, Sarwat (2012), "Inflation Targeting: Holding the Line," *IMF Finance & Development*, Feb.

(3)1990 年代以來，鑑於紐西蘭央行的通膨目標化架構(inflation targeting framework)成功地抑制通膨，許多先進經濟體央行紛紛仿效⁴。

—1989 年底「紐西蘭央行法」通過，奠定其通膨目標化架構的基礎；紐西蘭央行的經驗顯示，藉由宣告通膨率目標，並賦予央行獨立的權責以達成此目標，確實能讓目標成真；紐西蘭的企業與勞工團體在薪資協商或調漲價格的過程中，均假設通膨率落在 2% 左右，透過此一自我實現的過程，紐西蘭的薪資與物價成長減緩。

—至 1990 年代初期，紐西蘭的通膨率由 1970~1980 年代的雙位數降至約 2%。當時，時任紐西蘭央行總裁 Brash 在全球廣為分享該行的成功經驗。自此，通膨目標化架構在國際間日益盛行；1990 年代~2000 年代初期，全球許多央行(包括加拿大、瑞典、英國等)陸續跟進採行。

(4) Fed 所採的 2% 通膨率目標，主要源於 1996 年一場 FOMC 會議所形成的共識，惟 Fed 至 2012 年才正式宣布⁵。

—1996 年 7 月 2 日，時任 Fed 主席 Alan Greenspan 在 FOMC 會議上指出，物價穩定係指一般物價水準的預期變動，不致有效地改變廠商與家計部門決策的狀態；若通膨率被適當衡量，代表物價穩定的通膨率應為 0%。惟時任 Fed 理事 Janet Yellen 認為，些許通膨有助促進經濟運轉，能給予央行更多彈性以因應經濟衰退。

—該場 FOMC 會議召開時，美國的 CPI 年增率為 3%；當時會上多數的討論聚焦於 Fed 應否讓年通膨率降至 2% 或更低；最後，Greenspan 總結共識：吾人現在均同意 2%；在此結論下，Fed 的 2% 通膨率目標於焉而生。

—經此討論後，Greenspan 告誡 FOMC 委員對有關通膨率目標的討論保密；在這場 FOMC 會議正式的議事錄摘要中，並未提及通膨率目標的相關討論。直至 2012 年，時任 Fed 主席 Ben Bernanke 才正式宣布 2% 通膨率目標。

⁴ 若干論者認為，1990 年代~2000 年代全球通膨率較低，不全然歸因於央行採通膨目標化架構的結果；有利的全球性因素(例如全球化快速發展、戰後嬰兒潮人口進入勞動市場帶來人口紅利等)，亦為維持低通膨的關鍵原因；主要參考 Central Banking (2021), “Charles Goodhart on Inflation Targets, Financial Stability and the Role of Money,” *Central Banking*, Jun. 22; Carstens, Agustín (2022), “A Story of Tailwinds and Headwinds: Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation,” Speech at the Jackson Hole Economic Symposium, Aug. 26.

⁵ Irwin, Neil (2014), “Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel,” *The New York Times*, Dec.19; Heller, Robert (2015), “The Fed Versus Price Stability,” *Project Syndicate*, Mar. 19; Voleker, Paul (2018), “What’s Wrong with the 2 Percent Inflation Target,” *Bloomberg*, Oct. 24.

(5)前 Fed 主席 Paul Volcker 認為，在1996年7月初的 FOMC 會議上，Greenspan 對物價穩定乙詞的定義係屬合理；惟之後在 Bernanke 及 Yellen 擔任 Fed 主席期間，物價穩定乙詞漸被解釋成一個數字：2%。Volcker 表示，他不知道 2%通膨率目標的理論論述為何，此一共識的起源可能無關理論，亦無關深入的實證研究，僅是紐西蘭於1980年代末所做的實際決定。

2. 國際間央行的通膨率目標不盡相同，開發中國家央行的通膨率目標大多高於 2%

(1)自 1990 年代以來，即使 2%通膨率目標似已被先進經濟體央行奉為圭臬，惟實際上，國際間央行的通膨率目標不盡相同。

(2)有別於先進經濟體央行大抵採 2%通膨率目標，開發中國家央行的通膨率目標大多高於 2%(表 1)。

表 1 開發中國家的通膨率目標概況

央行	通膨率目標
中國人民銀行	通膨率目標逐年訂定，目前訂於 CPI 年增率約 3%左右
印度央行	一次設定未來 5 年的目標，目前訂為 CPI 年增率 4%，容忍下限為 2%，容忍上限為 6% (通膨率目標區間：4%±2 個百分點=2%~6%)(適用時間為 2021 年 4 月 1 日~2026 年 3 月 31 日)
南非央行	2017 年起，目標訂為 CPI 年增率 3%~6%，大致釘住接近 4.5%的中點
土耳其央行	一次設定未來 3 年的目標，目前訂於 CPI 年增率 5%，容忍區間為 5%上下 2 個百分點(通膨率目標區間：5%±2 個百分點=3%~7%)
埃及央行	朝彈性通膨目標化架構轉型的過程中，訂定數個通膨率目標： <ul style="list-style-type: none"> • 至本(2024)年第 4 季，通膨率目標區間為 7%±2 個百分點=5%~9% • 至 2026 年第 4 季，通膨率目標區間為 5%±2 個百分點=3%~7%

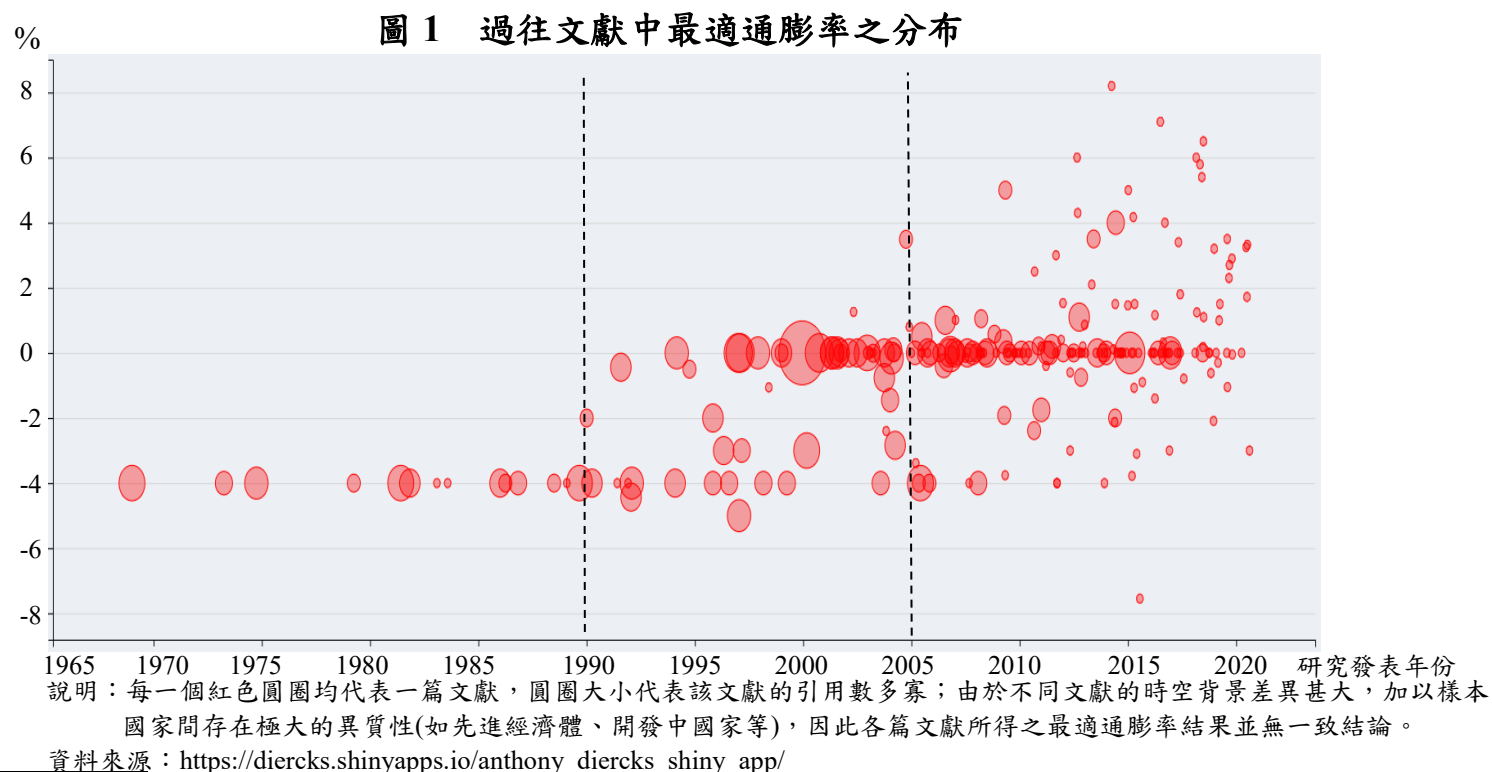
資料來源：各國央行官網或官方資料

(二)目前各界對最適通膨率目標尚無定論

1. 學界對最適通膨率水準的討論不斷，惟並無共識⁶

(1) Fed 資深經濟學家 Anthony Diercks 曾彙整最適通膨率水準的相關文獻，結果顯示，經濟學家對最適通膨率的看法漸呈分歧⁷(圖1)。

(2)過去多年來，學界對最適通膨率目標並不存在共識，調升與調降通膨率目標的意見都有⁸。



⁶ Jeffery, Christopher (2020), "Inflation Targets Back in the Spotlight," *Central Banking*, Mar. 3.

⁷ 1965~1990 年間，文獻上認為的最適通膨率約落在-4%；1990~2005 年間，外界看法逐漸轉變為由-4%~0%皆有。此外，愈至近期，外界看法愈顯分歧，最適通膨率散佈在極大的範圍，遍及-8%至略高於 8%。

⁸ 奧地利央行總裁 Robert Holzmann 曾表示，ECB 應考慮將通膨率目標暫時設定於 1.5%；前 IMF 執行長 Jacques de Larosière 亦指出，將通膨率目標調降至 1%~1.5% 應屬妥適；不過，哈佛大學教授 Kenneth Rogoff 等則提議，Fed 等央行或可考慮提高通膨率目標。資料來源：Reuters (2019), "ECB's Holzmann Calls Current Monetary Policy 'Wrong', Hopes for New Course Under Lagarde," *Reuters*, Oct. 13; De Larosière, Jacques (2019), "Tackling 'Dead-End' Monetary Policy," *Central Banking*, Oct. 18; Rogoff, Kenneth (2021), "Don't Panic: A Little Inflation Is No Bad Thing," *Financial Times*, Jul. 17。

2. 近年來，尤其新冠肺炎危機後，提高通膨率目標的聲浪漸增，惟目前仍無定論

(1) 新冠肺炎(COVID-19)危機後，若干著名經濟學家認為，適當的通膨率目標或應為3%左右。

經濟學家	時間	主要論述
倫敦政經學院名譽教授 Charles Goodhart ⁹	2021年	從1990年左右迄今，通膨率目標應為0%；惟在接下來的30年，3%可能將屬適當。
前IMF首席經濟學家 Olivier Blanchard ¹⁰	2022年	目前對美國等先進經濟體而言，適當的通膨率目標可能較接近3%。
諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman ¹¹	2022、 2023年	<ul style="list-style-type: none"> • Fed 或應考慮將通膨率目標調升至3%、甚或4%。 • Fed 目前應不會公然改變其2%通膨率目標，惟可能悄然接受3%通膨率。
安聯集團首席經濟顧問、 劍橋大學皇后學院院長 Mohamed El-Erian ¹²	2022、 2024年	<ul style="list-style-type: none"> • 2%通膨率目標本身是否適當，仍是問題。鑑於供給面的不穩定性、能源轉型及2010年代零利率底限的經驗等，3%~4%的通膨率目標或較可能。 • 2%通膨率目標可能太低；當前美國的高財政赤字及產業政策等，顯示其政策模式已與以往不同，較不受「華盛頓共識」的自由化、解除管制及財政紀律指引；此外，全球化漸被零碎化取代，亦讓長期以來拉低通膨率的力量轉向。

(2) Fed 主席 Jerome Powell、前美國財政部資深經濟政策顧問 Stephen Miran 等於2022年均認為，當前並非調整通膨率目標的適當時機。

- Powell 於2022年表示¹³，當前並非考慮調整通膨率目標的時刻；惟較長遠而言，未排除重新檢視通膨率目標的可能性。
- Miran 於2022年指出¹⁴，若 Fed 欲修改其通膨率目標，僅能在制度強健(通膨率長期位處或略低於2%，且可信度穩固)時考慮為之¹⁵；無論提高通膨率目標的益處為何，當前顯非適當時機。

⁹ Jeffery, Christopher (2021), "Charles Goodhart on Inflation Targets, Financial Stability and the Role of Money," *Central Banking*, Jun. 22.

¹⁰ Blanchard, Olivier (2022), "It Is Time to Revisit the 2% Inflation Target," *Financial Times*, Nov. 29.

¹¹ Krugman, Paul (2022), "When Should We Declare Victory over Inflation?" *The New York Times*, Dec. 2; Krugman, Paul (2023), "None Dare Call It Victory," *The New York Times*, Aug. 22.

¹² El-Erian, Mohamed (2022), "Next Year's Unpleasant Choices Confronting the Fed," *Financial Times*, Dec. 12; El-Erian, Mohamed (2024), "The Fed's Uniformity on Rates Comes with Risks," *Bloomberg*, May 22.

¹³ Derby, Michael S. (2022), "Powell Says Fed Will Not Change 2% Inflation Goal," *Reuters*, Dec. 15.

¹⁴ Miran, Stephen (2022), "Changing the Fed's Inflation Target Now Would Be a Disaster," *Barron's*, Dec. 13.

¹⁵ 安聯集團首席經濟顧問 El-Erian 於上(2023)年亦指出，對通膨率持續未能達標的央行而言，調整通膨率目標相當困難；他認為，Fed 不太可能調整通膨率目標；詳見 Tayeb, Zahra (2023), "Paul Krugman and Mohamed El-Erian Are Divided over the Fed's Inflation Target Ahead of Powell's Speech," *Business Insider*, Aug. 23.

(三)主要先進經濟體央行的 2%通膨率目標大抵為中期目標，且亦被賦予彈性

1. 近期國際間咸認，嚴格的通膨目標化似已不適用，較具彈性的通膨率目標較為適宜

(1)全球金融危機後，若干著名經濟學家指出，通膨目標化機制有其缺陷，應予放棄，小型開放經濟體尤不宜採行。

—全球金融危機後，哈佛大學經濟學教授 Jeffrey Frankel 直接宣告通膨目標化機制的死訊¹⁶；他認為，通膨目標化機制的最大致命傷，是對資產價格泡沫的重視不足。

—前 BoJ 總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)指出¹⁷，物價穩定固然應為貨幣政策的目標，惟若專注於短期內達成特定的通膨率數字，恐極易忽略金融市場乃至整體經濟情勢發展的全貌。

—2008年以來，諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 一再大力抨擊通膨目標化機制過於粗糙，是肇致全球金融危機的成因之一。此外，小型開放經濟體的物價上漲多屬輸入性通膨；如因輸入性通膨而採緊縮性貨幣政策，不僅無法抑制，反而使產出惡化。因此，Stiglitz 強烈反對小型開放經濟體採通膨目標化機制¹⁸。

(2)近年來，結構性因素轉變恐削弱央行對通膨率的影響、加深央行實現精確的通膨率目標之難度，且供給面衝擊已使通膨預測益加困難；此際，嚴格的通膨目標化(strict inflation targeting)機制似已不可行¹⁹。

—伴隨氣候變遷、人口快速老化及生成式 AI 興起等，可能在供給面形成普遍且持續的衝擊；此外，全球化的性質出現根本性轉變、地緣政治不確定性加深等，亦為決策者帶來挑戰²⁰。ECB 執行理事 Isabel Schnabel 表示²¹，這些供給面衝擊不易預測，且其對薪資、通膨的影響與需求面衝擊有別，從而使通膨預測更具挑戰。

—一般咸認，伴隨環境轉變，理想通膨率的定義，應具一定程度的彈性，而非僅堅守不容改變的機械式通膨率目標(如2%)，且應將彈性嵌入較廣泛的政策目標²²。

¹⁶ Frankel, Jeffrey (2012), “The Death of Inflation Targeting,” *Project syndicate*, May 16.

¹⁷ Central Banking Staff (2024), “Lifetime Achievement: Masaaki Shirakawa,” *Central Banking*, Mar. 22; Hinge, Daniel (2021), “Masaaki Shirakawa on Lessons from Crisis and How to Reform Central Banks,” *Central Banking*, Dec. 14.

¹⁸ Stiglitz, Joseph (2008), “The Failure of Inflation Targeting,” *Project Syndicate*, May 6; Parker, Faranaaz (2009), “Stiglitz Slams Inflation-Targeting,” *Mail & Guardian Online*, Jul. 9.

¹⁹ Mendez-Barreira, Victor (2020), “‘Strict Inflation Targeting Is Past Its Expiry Date’ –Klaas Knot,” *Central Banking*, Sep. 2.

²⁰ Lagarde, Christine (2023), “Policymaking in an Age of Shifts and Breaks,” Speech at the Annual Economic Policy Symposium “Structural Shifts in the Global Economy” Organised by Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Aug. 25.

²¹ Schnabel, Isabel (2023), “The Future of Inflation (Forecast) Targeting,” Speech at the Thirteenth Conference Organised by the International Research Forum on Monetary Policy, “Monetary Policy Challenges during Uncertain Times,” at the Federal Reserve Board, Washington, D.C., Apr. 17.

²² Williams, John C. (2020), “Inflation Targeting: Securing the Anchor,” Remarks at the Future of Inflation Targeting, Bank of England, London, U.K., Jan. 10; De Larosière, Jacques (2019), “Tackling ‘Dead-End’ Monetary Policy,” *Central Banking*, Oct. 18.

2. 目前主要先進經濟體央行的2%通膨率目標大抵為中期目標，且具備一定程度之彈性

(1)近年來，Fed、ECB等主要先進經濟體央行的通膨率目標，大致朝具彈性的方向發展，並強調中期的概念。

—2020年8月27日，美國 FOMC 宣布更新其長期目標與貨幣政策策略聲明；其中，在物價穩定目標方面，FOMC 將原先「長期通膨率2%」之目標，修改為追求「一段時間內平均通膨率2%」。Fed 主席 Powell 強調，在實現平均通膨率2%目標的過程中，Fed 將不會固守定義平均值的特定數學公式，此或可被視為「彈性形式的平均通膨率目標化」²³。

—2021年7月8日，ECB 宣布其貨幣政策策略檢視結果；在通膨率目標方面，ECB 以釘住中期「對稱的2%通膨率目標」，取代原先「低於、但接近2%的通膨率目標」，強調中期導向、具彈性的貨幣政策策略²⁴。

(2)當前 Fed、ECB、紐西蘭央行、加拿大央行、瑞士央行等主要先進經濟體央行大抵將2%通膨率視為中期目標，且賦予該目標一定程度之彈性(表2)。

表 2 主要先進經濟體央行的通膨率目標概況

央行	通膨率目標
Fed	一段期間內平均個人消費支出(Personal Consumption Expenditures, PCE)物價指數年增率 2%
ECB	中期調和消費者物價指數(Harmonised Index of Consumer Prices, HICP)年增率維持於 2%之對稱區間
紐西蘭央行	中期達成及維持 CPI 年增率於 1%~3%，並聚焦於 2%的中點
加拿大央行	中期維持 CPI 年增率於目標區間 1%~3%的中點 2%
瑞士央行	CPI 年增率低於 2%，惟不允許通縮

資料來源：各國央行官網

²³ Fed (2020), "Federal Open Market Committee Announces Approval of Updates to Its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy," *Fed Press Release*, Aug. 27; Powell, Jerome (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review," Speech at "Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy," an Economic Policy Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming (via Webcast), Aug. 27; Towning, William (2020), "Fed Adopts Average Inflation Target," *Central banking*, Aug. 27.

²⁴ ECB (2021), "The ECB's Monetary Policy Strategy Statement," *ECB Strategy Review*, Jul. 8; Central Banking (2021), "ECB Adopts 2% Symmetric Inflation Target," *Central Banking*, Jul. 8; ECB (2021), "Opening Remarks with Q&A," *ECB Strategy Review*, Jul. 8.

(四)小型開放經濟體通膨易受外來因素影響，物價穩定定義宜具彈性，且供給面因應措施至關重要

1. 小型開放經濟體的通膨經常受到外來因素的短暫影響，較適合聚焦於中期通膨、採具彈性的物價穩定定義

(1)開放經濟體央行對全球價格的**掌控能力微乎其微**，對於遏止能源或食物價格衝擊之能力有限，加以**貨幣政策傳遞具落後效果**，故**宜聚焦於中期通膨**²⁵。

(2)瑞士央行總裁 Thomas Jordan 表示，身為小型開放經濟體，瑞士高度暴露於外部干擾；特別是，匯率變動對瑞士通膨率與經濟活動的影響尤鉅。因此，較適合採具**一定彈性的物價穩定定義**。

—相較於大型通貨區，瑞士央行對該國通膨率精確控制的**程度較低**；換言之，瑞士央行不太可能總能完全抵銷外來的外溢效應。

—因瑞士的通膨經常受到外來因素之**短暫影響**，例如**油價、進口物價及匯價波動等**。對瑞士等小型開放經濟體而言，採行**允許貨幣政策回應具一定彈性的物價穩定定義**，係屬必要。

2. 貨幣政策因應供給面通膨的效果有限，其他供給面因應措施須扮演要角

(1)若推升通膨率的因素來自供給面，則貨幣政策恐力有未逮；**貨幣政策無法特別針對供給面因素所致的價格上漲等採取因應措施**，可歸因於，**央行調升政策利率**，主要是從需求面**抑制需求**，惟**無法促使供給增加**。

(2)尤其是，在開放經濟體中，為抵禦源自能源衝擊的輸入型通膨，貨幣政策的效果實屬有限²⁶。BoE 總裁 Andrew Bailey 即表示²⁷，貨幣政策可能無法消除外部衝擊(external shocks)，僅能致力於確保來自國外的通膨不致在國內演變成持久性的通膨。

(3)一般咸認，**為減緩供給面通膨的衝擊**，相較於主要僅能從需求面著手的貨幣政策，訴諸**財政政策等其他較能對症下藥的措施**，**或較有效**²⁸。

²⁵ Bandera, Nicolò et al. (2023), “Monetary Policy in the Face of Supply Shocks: the Role of Inflation Expectations,” Paper Presented at the ECB Forum on Central Banking 2023, Jun.

²⁶ 同註 25。

²⁷ Bailey, Andrew (2023), “The Cost of Living,” Speech Given at Brunswick Group’s Cost of Living Conference, Coin Street, London, Mar. 1; Bailey, Andrew (2023), “Supply Matters,” Speech Given at London School of Economics, Mar. 27.

²⁸ Stiglitz, Joseph E. (2022), “All Pain and No Gain from Higher Interest Rates,” *Project Syndicate*, Dec. 8; Gopinath, Gita (2023), “Crisis and Monetary Policy,” *IMF Finance & Development*, Mar.

(五) 結論

1. 國際間央行的通膨率目標不盡相同，先進經濟體央行大抵以2%為通膨率目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則多高於2%

(1) 1989年12月，紐西蘭成為全球第一個正式訂定通膨率目標的國家；當時紐西蘭將通膨率目標訂在0%~2%，雖屬無心促成的結果，惟因有助減緩高通膨，遂引起全球許多先進國家仿效。

(2) 自1990年代以來，先進經濟體央行(如美國Fed、ECB等)大抵雖均奉行2%通膨率目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則大多高於2%。

2. 即使主要先進經濟體央行大抵以2%為通膨率目標，惟強調中期達成通膨率目標的概念，並賦予該目標一定程度之彈性

(1) 近期國際間咸認，伴隨環境轉變，嚴格的通膨目標化似已不適用；理想的通膨率目標，應具備一定程度的彈性。

(2) 目前Fed、ECB等主要先進經濟體央行的通膨率目標大抵為中期目標，且具備一定程度之彈性。例如Fed釘住「一段時間內平均通膨率2%」之目標，並強調不會固守定義平均值的特定數學公式；ECB則釘住中期「對稱的2%通膨率目標」，並強調中期導向、具彈性的貨幣政策策略。

3. 小型開放經濟體的通膨常受外來因素短暫影響，較適合採具彈性的物價穩定定義，且供給面因應措施至關重要

(1) 對通膨易受外來因素(如油價、進口物價及匯價波動等)影響的小型開放經濟體(如瑞士、台灣等)而言，聚焦於中期通膨、採具彈性的物價穩定定義，應較妥適。

(2) 伴隨全球化趨於零碎化等結構性因素轉變，供給面的不穩定性可能漸增；面對供給面通膨的衝擊，貨幣政策的效果恐相對有限，如能搭配從供給面著手的財政政策等因應措施，應可發揮更大成效。誠如BIS總經理Agustín Carstens所言²⁹，疫情前30年間，相對穩定的地緣政治環境及全球化等有助促使通膨率下滑(disinflationary)的供給面順風(tailwinds)因素，可能將轉變為逆風(headwinds)；決策者須瞭解需求面政策的侷限，並聚焦於重振供給面的策略，俾實現可持續成長與物價穩定。

²⁹ Carstens, Agustín (2022), "A Story of Tailwinds and Headwinds: Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation," Speech at the Jackson Hole Economic Symposium, Aug. 26.

議題二：調升存款準備率與公開市場操作發行本行 NCD 之異同

我國超額儲蓄高，本行未操作前，銀行體系流動性過剩，本行持續實施**公開市場操作**，平時透過發行本行定存單(以下簡稱本行 NCD)，**收回市場過剩流動性**。至於**存款準備率**亦為具**流動性管理功能**之貨幣政策工具¹，**調升存款準備率可立即、有效影響銀行可用資金數量，產生緊縮信用效果**，有助**金融穩定**，以及抑制通膨預期，促進物價穩定。惟**調升存款準備率的資金鎖住效果強**，且**鎖住期限長**於發行本行 NCD²，因此，**本行可因應情況的需要加以採行**。例如，2022 年 3 月至本(2024)年 3 月間，為抑制通膨預期，本行六度調升政策利率(價格工具)，並二度**搭配調升存款準備率(數量工具)**，透過降低市場流動性，以減輕通膨壓力。

有論者指稱，本行於 2022 年間兩度調升存款準備率具有三個不良的副作用：第一、本行係考量收回資金之成本，以調升存款準備率取代發行長天期本行 NCD，將損害銀行利益；其次，調升存款準備率將壓低存款利率、拉升放款利率，對存款人或借款人皆不利；最後，論者指稱調升存款準備率係有礙金融發展的「金融壓抑」措施。**究之實際，上述論點係對銀行存放本行準備金甲戶(往來戶)、乙戶(計息戶)的功能有所誤解**，且未能了解甲、乙戶均能使銀行產生收益；並悖離 2022 年間銀行存、放款利率同向上升的實際情況，更遑論近 2 年來，我國銀行放款與投資維持 5.3%~8.8%的穩定成長，並未發生金融中介功能不彰的「金融壓抑」情況。為避免大眾對存款準備率這項貨幣政策工具有所誤解，特加以澄清說明。

(一)就吸收銀行餘裕資金的主動權及鎖住期限而言，調升存款準備率優於公開市場操作發行本行 NCD

1. 調升存款準備率與公開市場操作發行本行 NCD 的使用時機不同

¹ 央行要求銀行提存準備金的目的：(1)準備金制度可以使銀行維持必要流動性，因應存款人提領，並創造穩定的準備金需求，提高央行管理流動性的效率，有助於降低市場短期利率的波動；(2)銀行本質上資產期限長而負債期限短，透過準備金制度可建立社會大眾對金融體系提供充分流動性的信心，此外，一旦銀行出現流動性不足時，可以存在央行的準備金為擔保，向央行申請緊急融通；(3)以準備金制度中的準備率作為貨幣政策工具。透過準備率的調整，可改變銀行體系的信用創造能力，進而控制貨幣總計數及其他重要金融變數，以促進經濟金融的穩定。

² 銀行若有資金需求，可隨時將本行 NCD 解約、取得資金，以致影響本行 NCD 鎖住資金的效果，且縮短資金鎖住期間。

調升存款準備率的政策效果強，故本行僅視情況需要加以採行；而公開市場操作則作為平時調節資金使用。

2. 本行調升存款準備率與公開市場操作發行本行 NCD 皆有收回資金的效果，惟調升存款準備率的主動權較高

(1) 本行一旦主動採行調升存款準備率，銀行必須立即就其存款規模提存應提準備，收回資金效果立現。

(2) 公開市場操作則須銀行向本行申購或投標本行 NCD，倘若銀行無意願申購或投標，則無法順利收回資金。

一影響銀行申購或投標本行 NCD 意願之原因，主要有銀行本身資金調度考量，其受大眾稅款繳庫、企業發放股利、春節假期資金需求增加、因應短期外匯資金移動不確定性，或外商受限於母國總行資金運用規範等因素影響。

3. 調升存款準備率吸收資金的政策效果明確，而公開市場操作的政策效果則需視銀行意願而定

(1) 調升存款準備率明確鎖住銀行資金，降低市場流動性，達到貨幣數量管理成效，且能使銀行對放款更為審慎

① 目前國內資金充沛，調升準備率將使銀行剩餘資金轉至應提準備；而本年 4 月底銀行存款規模約 61 兆元，若本行調升存款準備率 1 碼(0.25 百分點)，預估應提準備約增加 1,200 億元。

② 調升存款準備率可鎖住銀行資金，降低流動性；由於減少資金供給，市場利率易升難跌。

③ 短期而言，調升存款準備率有助銀行及本行的流動性管理；中長期而言，將促使銀行放款更為審慎。

(2) 公開市場操作發行本行 NCD 收回資金之效果及鎖住期間，需視銀行意願而定

① 銀行申購或投標本行 NCD，亦能降低市場流動性，惟本行 NCD 到期時，銀行可能不續存，亦能隨時解約，鎖住資金期限將不如調升存款準備率。

② 若銀行無意願申購或投標本行 NCD，而將資金轉為投入市場時：雖有利放款與投資增加，但因資金供給增加，流動性上升，本行近兩年多以來的貨幣緊縮立場可能較難維持。

(二)本行以調升存款準備率作為緊縮政策工具，主要取決於預期政策成效，而非以成本為考量

基本上，銀行對投標長天期本行 NCD 的意願低³，本行不易透過發行長天期本行 NCD 收回資金。而在 2022 年國內通膨壓力上揚恐推升通膨預期的情況下，立即、有效降低流動性實有必要，因此，本行除升息外，並搭配調升存款準備率，採價量並行緊縮方式因應。亦即本行以調升存款準備率而非以發行長天期本行 NCD 收回資金，主要考量調升存款準備率的政策效果較強，並非為減輕緊縮政策成本。

1. 我國資金充裕，存款準備率為本行重要貨幣政策工具；就流動性數量管理而言，調升存款準備率效果強

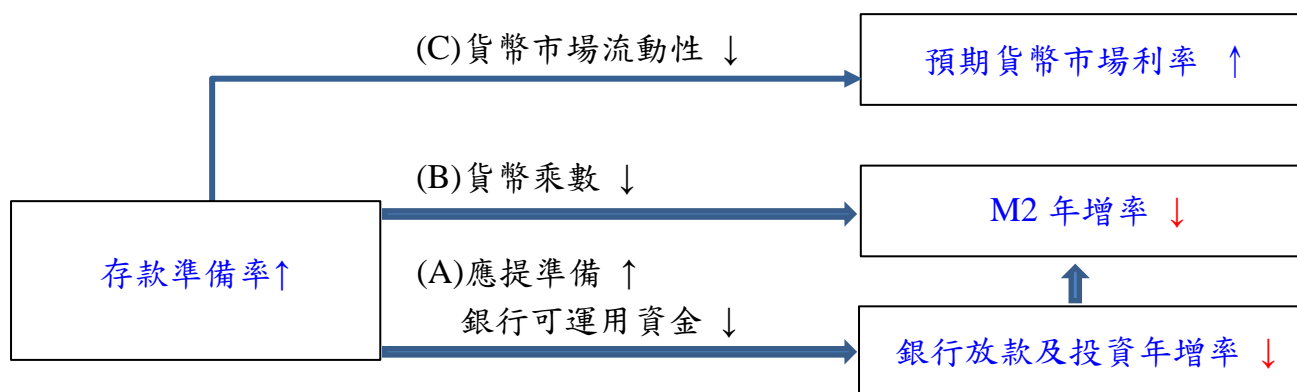
透過存款準備率調升，將產生下列效果(圖 1)：

(A)改變銀行準備金應提額度，直接影響銀行可用資金數量，會產生信用緊縮效果，宣示效果明確。

(B)使貨幣乘數下降，致 M2 成長趨緩。

(C)隨銀行資金緊縮，將抑制貨幣市場流動性，預期市場利率將上升。

圖 1 調升存款準備率之流動性數量管理之效果



³ 就銀行的資產負債期限搭配考量，由於銀行負債面多為 2 年以下天期的存款，以致銀行資產面較不願持有長天期本行 NCD，且近 2 年來，外資淨匯出且國內資金需求高，銀行因剩餘資金來投標長天期本行 NCD 的意願較低。

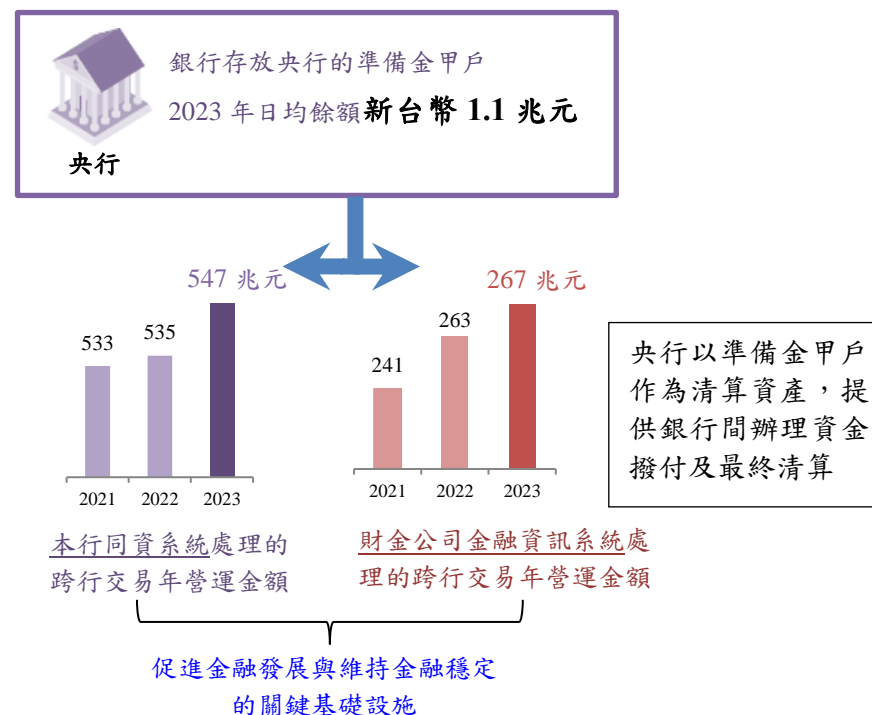
2. 本行準備金帳戶依功能不同，分甲、乙兩戶

準備金分為甲、乙兩戶⁴，甲戶具有維持國內支付系統順暢運作的功能，且銀行於營業中隨時能動用，可賺取手續費收入，而乙戶旨在確保銀行有緊急資金需求時，得以乙戶作為擔保，向本行申請專案或緊急融通，故平時不能自由動用資金，本行因而給息。換言之，不論甲戶或乙戶，銀行均有收益，非如論者所言，本行調升存款準備率係罔顧銀行利益。

(1) 準備金甲戶

- ① 可於營業中隨時動用，用於支應銀行日間週轉調度或作為跨行交易清算所需資金⁵。
- ② 我國各類大額及零售支付均是透過本行準備金甲戶辦理銀行間款項撥付及最終清算(圖 2)，讓大眾各類支付交易均能順利完成，係促進國內支付系統健全運作之關鍵。
 - 上(2023)年同資系統的營運金額高達新台幣 547 兆元，約為同年名目 GDP 的 23 倍。
 - 上年財金公司金融資訊系統營運金額也高達新台幣 267 兆元，約為同年名目 GDP 的 11 倍。
- ③ 上年甲戶日平均餘額為 1 兆 1,117 億元，僅占銀行計提準備之存款比重 2.37%。

圖 2 央行貨幣是支付系統健全運作的基礎



⁴ 金融機構存於本行的準備金，按準備金甲戶(往來戶)與準備金乙戶(計息戶)兩個帳戶收存。甲戶的存款可隨時提存，不計利息。乙戶為根據前一期應提準備的一定成數所計提的存款，目前成數為 55%。鑒於金融機構平時不能自由動用乙戶的資金，因此本行按資金係源自活期性存款及定期性存款，分別依不同利率給息。

⁵ 除提供本行「同業資金調撥清算作業系統」(同資系統)處理銀行間大額資金移轉，如同業拆款、資金調度及債票券、股票及外匯交割款項收付外，並提供財金公司金融資訊系統即時處理大眾跨行 ATM 提款轉帳、匯款、繳費稅及企業資金調撥等 24 小時零售支付交易所需的清算資金。

(2)準備金乙戶

- ①乙戶餘額僅能在準備金調整期間存取，不得隨意動用，旨在確保銀行有緊急資金需求時，得以乙戶作為擔保，向本行申請專案或緊急融通。
- ②上年乙戶日平均餘額為 1 兆 6,233 億元，僅占銀行計提準備之存款比重 3.46%。

(3)分甲、乙兩戶，能提升政策操作效率

準備貨幣係本行貨幣操作之參考指標；由於準備金乙戶維持一定成數不能隨意動用，能避免準備貨幣大幅波動，有利本行迅速且即時匡計準備貨幣，有助政策操作效率。

3. 銀行準備金分為甲、乙兩戶存放本行，對銀行均有效益

(1)準備金甲戶資金並非鎖住不能用，銀行於營業中隨時能動用，處理跨行交易尚有手續費收入

- ①雖然本行並無支付甲戶利息，但全額提供銀行處理銀行間資金調撥、同業拆款、債票券、大額股票及外匯款項交割等大額支付交易，讓銀行從中獲取交易收入(如同業拆款有利息收入等)。
- ②甲戶資金亦可作為銀行辦理跨行 ATM 提款轉帳、匯款、繳費稅及企業資金調撥等 24 小時零售支付交易所需的清算資金，並從處理跨行交易業務中獲取手續費收入；上年全體銀行處理跨行交易賺取手續費收入約超過 300 億元。

(2)準備金乙戶利率係就源自定期或活期存款差別計息，近年利率走升，乙戶計息利率亦同幅調升

- ①乙戶不得隨意動用，本行按其源自活期性或定期性存款給予不同利率計息；上年銀行乙戶利息收入超過 130 億元。
- ②本行乙戶計息利率係參考銀行活期性及定期性存款利率訂定；近年來隨市場利率提升，乙戶支付之利息亦隨之走高。

(3)準備金甲戶可作為 LCR 規範之高品質流動資產；準備金乙戶則可作為專案或緊急融通之擔保品

- ①流動性覆蓋比率(LCR)旨在規範銀行應持有足夠的高品質流動資產(HQLA)，以因應 30 天內之突發性資金流出。依據金管會「流動性覆蓋比率之計算方法說明及表格」，金融機構存放央行之準備金甲戶可充當 HQLA。

②依據本行「金融機構存款及其他各種負債準備金調整及查核辦法」，金融機構得動用**準備金乙戶為擔保品**，向本行**申請專案或緊急融通**，如2020年4月「中小企業貸款專案融通方案」，金融機構可使用乙戶作為擔保品，向本行申請融通。

(三) 2022年起本行啟動升息循環，並搭配調升存款準備率，本國銀行存放款利差擴大，銀行獲利提升

1. 利率已自由化，銀行存、放款利率係銀行自行考量

由於**利率已自由化**，銀行**存、放款利率係銀行自行考量**自有資金規模、未來經濟金融情勢、往來客戶信用、營運策略及市場風險等因素，加以研判自行訂定。

2. 2022年起本行啟動升息循環，並搭配調升存款準備率，本國銀行存放款利差擴大，係存、放款利率同時上升

自2022年3月以來，本行啟動升息循環，除六度升息外，尚在2022年下半年二度調升存款準備率。在本行**運用多元貨幣政策工具搭配**下，2022年下半年本國銀行**存、放款利率係同向上升**，**第4季存放款利差較第2季擴大0.03百分點**(表1)，**銀行獲利提升**；並無論者所言，存款利率被壓低、放款利率上升的情況發生。

表1 本國銀行存、放款利率與利差

單位：%；百分點

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
放款 (A)	1.59	1.78	1.94	2.08	2.22	2.34	2.39	2.38	2.37
存款 (B)	0.36	0.45	0.58	0.72	0.85	0.96	0.97	0.99	1.00
利差 (A)-(B)	1.23	1.33	1.36	1.36	1.37	1.38	1.42	1.39	1.37

註：係為不包括軍公教退休人員優惠存款及國庫借款之存、放款加權平均利率。

資料來源：金融統計月報

(四) 近年我國放款與投資持續成長，金融中介管道順暢，並無「金融壓抑」現象

1. 「**金融壓抑**」係指**市場機制無法充分發揮**，通常是指直接工具帶來的問題，直接工具有利率管制、窗口指導、信

用分配等直接管制措施；至於**調整存款準備率**係與公開市場操作及重貼現率政策均為間接工具，係**本行三項一般性的政策工具之一**，不同於「金融壓抑」所指稱使市場機制無法發揮的直接管制工具。

2. 「金融壓抑」伴隨金融中介功能不彰，易使市場流動性不足；儘管 2022 年間本行二度調升存款準備率，近 2 年來國內**放款與投資維持 5.3%~8.8%的穩定成長**，流動性不足情況並未發生，並無論者指稱不利金融中介的情況發生。

(五)結語：就收回市場餘裕資金而言，本行考量使用時機及影響成效，因時制宜、相互搭配各項貨幣政策工具，並視情況需要，調升存款準備率

調升存款準備率及公開市場操作發行 NCD 均為本行一般性貨幣政策工具，透過降低市場流動性，達成貨幣數量管理成效。兩者使用時機不同，且收回資金之效果及鎖住期間亦不同。

1. **調升存款準備率的政策效果較強，係為因應情況需要而加以採行**

(1)**調升存款準備率**將增加銀行準備金應提額度，降低銀行可用資金，**短期能立即、有效達成流動性管理**；**中長期**將使銀行對投資與新承做放款更加審慎，為**有效調控市場流動性的貨幣數量管理工具**。調升存款準備率**可搭配本行其他貨幣政策工具，共同強化政策緊縮效果。**

(2)**調升存款準備率的影響效果明確，宣示效果強，且鎖住資金的期限長**，係有效降低流動性之貨幣政策工具。

(3)**準備金分為甲、乙兩戶，甲戶具有維持國內支付系統順暢運作的功能**，且銀行於**營業中隨時能動用**，可**賺取手續費收入**，而**乙戶因平時不能自由動用資金**，故**本行給息**。因此，**不論甲戶或乙戶，對銀行均有收益。**

2. **公開市場操作，主要是因應短期市場資金情勢而進行日常的操作，其收回資金成效與鎖住期間需視銀行意願而定**當**金融市場資金產生暫時性的緊縮或寬鬆時**，央行可透過公開市場操作放出或收回資金，以調節當日銀行體系資金水位。**目前本行公開市場操作餘額以 28 天期(含)以內金額最多，占比近 7 成⁶。**

⁶ 以本年 5 月底為例，本行發行 NCD 餘額共 7 兆 8,942 億元，其中 28 天期(含)以內餘額為 5 兆 3,705 億元。

四、當前主要央行貨幣政策分歧之分析

綜觀過去二十多年，全球興起貿易與金融自由化浪潮，尤其自 2001 年中國大陸加入世界貿易組織(WTO)後，全球化進程加速，有助於全球通膨維持相對穩定，各國金融市場均質化亦使貨幣政策具有同步現象，其中又以 Fed 多扮演貨幣政策之領航者。惟 2016 年英國決議脫歐，2018 年美中貿易衝突升溫，貿易保護主義興起，全球化遭遇逆風；二戰後之嬰兒潮世代步入高齡化，全球面臨人口結構改變，相應的移民政策，或改變就業人口與經濟脈動；隨著金磚四國(BRIC)、環境、社會和公司治理(ESG)與電動車等全球金融投資議題的更迭，新的投資議題與「AI 人工智慧」趨勢，正牽引著全球金融市場與人才技術板塊的位移；前述趨勢，皆為當前各國貨幣政策分歧埋下伏筆。

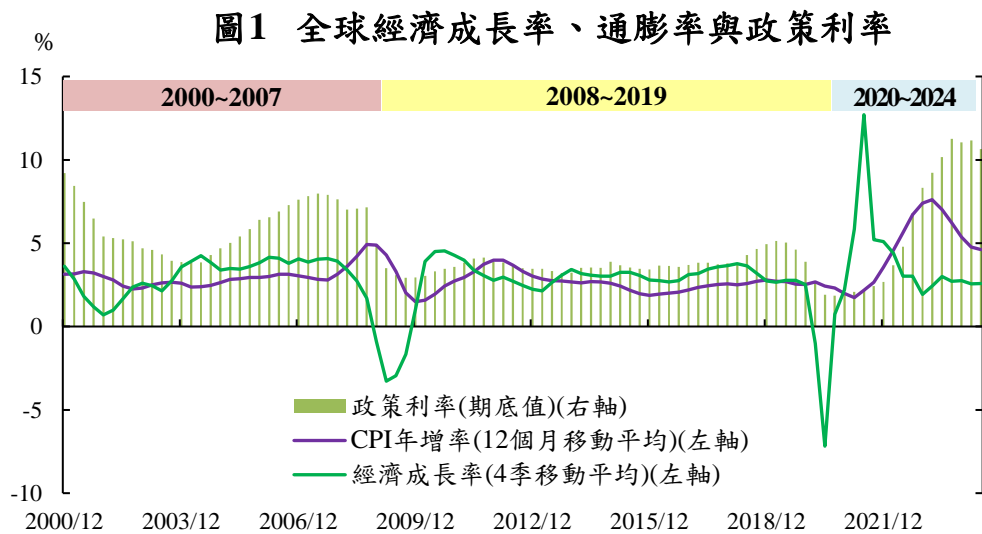
2020 年全球爆發 COVID-19 疫情，美國聯準會(Fed)、歐洲央行(ECB)、日本央行(BoJ)、中國人民銀行(PBoC)四大主要央行均迅速採行寬鬆貨幣政策以支撐經濟成長。然 2022 年 2 月俄烏戰爭爆發，加以後疫情時期以來，國際大宗商品價格大漲，帶動全球通膨快速升溫，同年 3 月 Fed 啟動升息循環(迄今合計升息 5.25 個百分點)，7 月 ECB 亦跟進升息行列並結束負利率政策(NIRP)(截至本(2024)年 5 月底合計升息 4.5 個百分點)；另一方面，BoJ 雖啟動貨幣政策正常化，惟整體仍寬鬆，致日圓持續弱勢格局；中國大陸則因美中貿易衝突、「三道紅線」、嚴格封城與清零政策等，經濟接連受到衝擊，且經濟復甦仍不穩定，PBoC 持續寬鬆貨幣政策；四大央行貨幣政策呈現分歧。

展望未來，短期內 Fed 似不急於降息，而 ECB 雖於本年 6 月降息，惟強調未來持續寬鬆貨幣政策存在不確定性，兩者均將以經濟數據為決策基礎(data dependent)。另一方面，BoJ 預期貨幣政策將持續正常化，惟通膨與薪資成長良性循環關係仍脆弱，BoJ 將審慎調整貨幣政策；至於中國大陸方面，由於房地產市場拖累經濟表現，消費、投資信心不足，加以仍面臨通縮風險，因此 PBoC 將持續寬鬆貨幣政策，並維穩人民幣匯率。

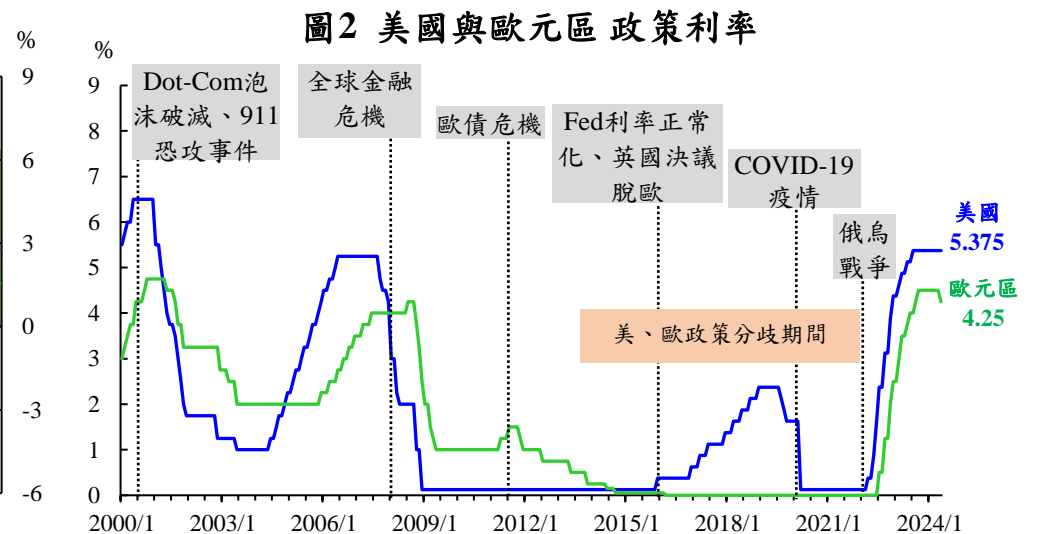
本文謹探討主要央行貨幣政策分歧之現象及背後可能原因(如經濟金融情勢等)，並進一步討論前述央行面臨之主要挑戰與未來展望，供外界參考。

(一)過去 20 多年來貨幣政策之同步性(synchronization)受全球化與全球金融循環發展影響；近 2 年來因通膨率攀高，全球貨幣政策同步由疫情期間之極寬鬆快速轉向緊縮

1. **2000 年至 2007 年**，全球處於**大溫和時期**，受**全球化加速**、技術進步影響，**全球通膨率低緩且經濟溫和成長**(圖 1)。— 此段期間，中國大陸加入 WTO，加以貿易與金融市場之**全球化快速進展**，**強化美元之國際貨幣地位**，**Fed 貨幣政策驅動全球金融循環**具有較大外溢效應(見專欄 1)，Fed 引領全球貨幣政策走向，**美、歐貨幣政策步調相近**(圖 2)。
2. **2008 年至 2019 年**，全球金融危機後，全球經濟經歷**低成長、低通膨之長期停滯時期**(Secular Stagnation)(圖 1)。— 2008 年美國**次貸危機**與 2012 年**歐債危機**，致全球經濟陷入**長期停滯時期**；惟 2016 年**英國決議脫歐**，加以 2018 年**美中貿易衝突**升溫，貿易**保護主義興起**，全球化遭遇逆風；此趨勢，為**當前各國貨幣政策分歧**埋下伏筆(圖 2)。
3. **2020 年至 2022 年**，受**COVID-19 疫情**、**俄烏戰爭**等**非預期事件**影響，全球通膨自底部攀升，美、歐與全球貨幣政策同步由疫情期間的極寬鬆快速轉向緊縮，**美、歐貨幣政策被迫重新併軌**(圖 1、圖 2)。



資料來源：S&P Global Market Intelligence



註：圖示政策利率，美國為聯邦資金利率目標區間中點，歐元區為主要再融通利率；資料截止至 2024 年 6 月 7 日。

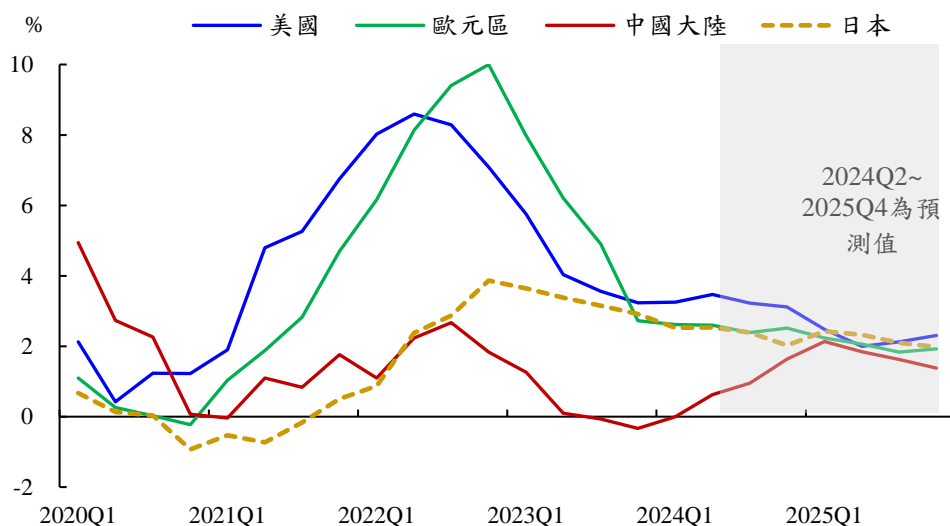
資料來源：LSEG Datastream

(二)當前美、歐、日、中經濟及貨幣政策路徑展望分歧之主要原因

2020 年全球爆發 COVID-19 疫情，**Fed、ECB、BoJ、PBoC** 四大主要央行均迅速採行寬鬆貨幣政策以支撐經濟成長。2022 年俄烏戰爭爆發，加以後疫情時期以來，國際大宗商品價格大漲，帶動全球通膨快速升溫(圖 3)，同年 3 月 Fed 啟動升息循環，7 月 ECB 亦跟進升息循環並結束負利率政策，BoJ 及 PBoC 則仍持續寬鬆政策，四大央行貨幣政策呈現分歧(圖 4)：

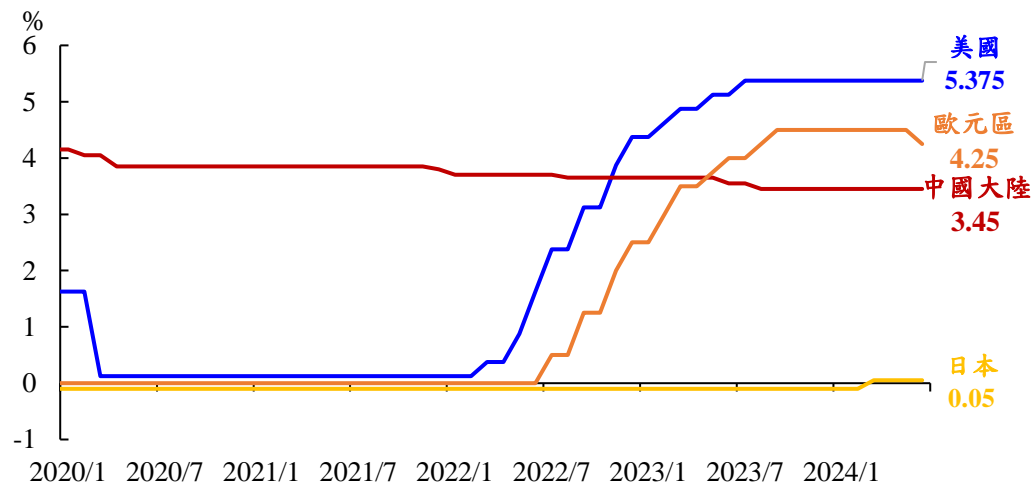
- Fed：鑑於美國經濟在高政策利率下仍具有**韌性**，**勞動市場亦呈緊俏**，**在先進經濟體中一枝獨秀**，加以本年第一季**通膨趨緩進展較慢**，爰 Fed 維持高利率較長一段期間；預期本年下半年 Fed 將隨經濟及通膨放緩而開始降息。
- ECB：**歐元區**經濟受俄烏戰爭、能源價格上揚及勞動生產力成長停滯等衝擊表現較為疲弱，**加以通膨率下降速度較美國為快**，本年 6 月 ECB 已領先 Fed 降息，惟其強調後續將以經濟數據為決策基準，存在不確定性。
- BoJ：由於薪資通膨良性循環逐漸形成，**BoJ** 於本年 3 月啟動**貨幣政策正常化第一步**，惟後續升息進程趨於審慎。
- PBoC：**中國大陸**受**美中貿易衝突**、疫情期間實施嚴格「**清零政策**」，加以緊縮產業監管及**房地產景氣保守拖累**，**經濟復甦動能溫和**且面臨通縮風險，因此 PBoC **持續採行寬鬆貨幣政策**，配合財政激勵措施。

圖 3 主要經濟體 CPI 年增率



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

圖 4 美國、歐元區、中國大陸及日本政策利率



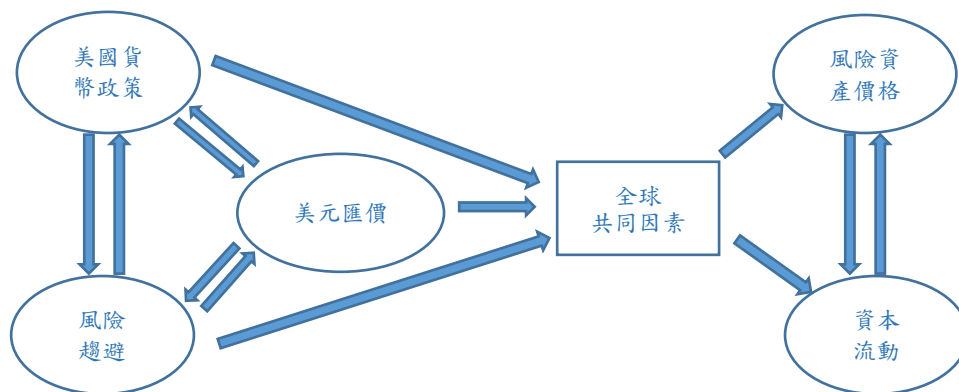
註：圖示政策利率，美國為聯邦資金利率目標區間中點；歐元區為主要再融通利率；中國大陸為 1 年期貸款市場報價利率(LPR)；日本為無擔保隔夜拆款利率中點。

50 資料來源：Bloomberg

專欄 1：美國經濟及 Fed 貨幣政策具有較大之外溢效應，透過「匯率」、「貿易」及「金融」等管道傳遞

1. 美國貨幣政策及全球風險趨避行為是驅動全球金融循環之兩股主要力量，其中之中介因素就是美元，並在三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球資本流動及風險資產價格¹(專欄 1 圖 1)。
2. 鑑於當前美國係全球經濟規模最大的國家及國際金融中心，且美元為全球最主要之國際貨幣；若 Fed 緊縮貨幣政策，恐使風險性資產價格下跌，並透過全球資本移動對全球經濟金融產生緊縮力道，反之若 Fed 採寬鬆貨幣政策，則易提升投資人風險情緒，並推升風險性資產價格，透過全球資本移動使全球金融情勢趨於寬鬆。

專欄 1 圖 1 全球金融循環的傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

全球金融循環擴張階段：Fed 採寬鬆貨幣政策，美元貶值，全球投資者偏好風險，國際資金大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲；

全球金融循環緊縮階段：Fed 加速緊縮貨幣政策，全球投資者嫌惡風險，風險性資產價格齊跌，美元短缺，國際資本移動緊縮。

¹ Habib, Maurizio Michael and Fabrizio Venditti (2018), “The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin Articles*, European Central Bank, Jun.

3. Fed 貨幣政策之外溢效果(spillover effect)將透過「匯率」、「貿易」及「金融」等管道傳遞給其他經濟體²(專欄 1 表 1)。

(1) 匯率管道：美國升息，常帶動美元升值³，進一步使外國商品及服務價格相對於美國下滑，因而抑制美國經濟成長並推升外國經濟成長；而外國貨幣貶值及外國經濟體經濟成長上揚，二者將推升外國經濟體通膨。

(2) 貿易管道：Fed 緊縮貨幣政策，美國總合需求(包含進口需求)將因而放緩，致美國對外國商品及服務之進口需求下滑，進而拖累外國經濟成長及抑制他國通膨。

(3) 金融管道：Fed 緊縮貨幣政策，常伴隨美國較長天期(公債)殖利率上升，國際投資者將重新配置投資組合(資金由外國資產移轉至美國資產)，進而導致外國經濟體金融情勢緊縮，其效果將抑制他國經濟成長及通膨。

4. 根據傳統國際金融理論，不可能的三位一體(the Impossible Trinity)原則，資本自由移動，匯率穩定(或固定匯率)與貨幣政策自主性等目標，不能同時達成⁴。中國大陸採資本管制，維穩匯率，並保有較大貨幣政策自主性。

專欄 1 表 1 Fed 緊縮貨幣政策外溢效果之傳遞管道

傳遞管道	對外國經濟成長之影響	對外國通膨之影響
匯率管道(美元升值)	推升 (+)	推升 (+)
貿易管道	抑制 (-)	抑制 (-)
金融管道	抑制 (-)	抑制 (-)

資料來源：Caldare et al. (2022)

² Caldare et al. (2022), “International Spillovers of Tighter Monetary Policy,” *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Dec. 22；Moschella, Manuela and Palma Polyak (2022), “Managing Global Monetary Spillovers How the Fed’s Interest Rate Hikes and Uncoordinated Tightening Affect the Euro Area,” *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, Nov.

³ 例如：當 Fed 升息，將導致資金自其他國家流出，推升其借款成本，且使本國貨幣對美元貶值。

⁴ 參見中央銀行(2022)，「美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

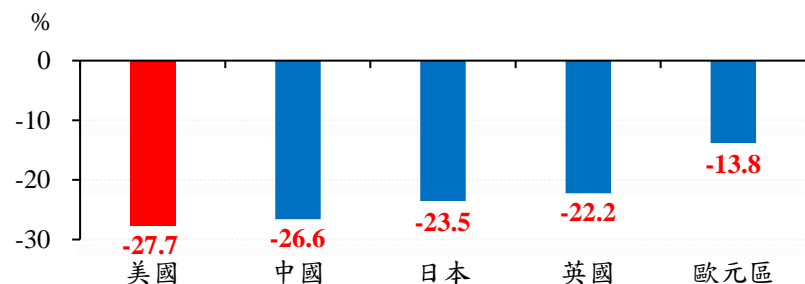
1. 美國：經濟具有韌性，一枝獨秀，通膨亦較具黏性；Fed 之限制性政策利率水準將持續較長時間

近期美國經濟及勞動市場仍相對強勁，通膨略微放緩惟仍具黏性，故 Fed 官員多認為，須對通膨能持續回落至 2% 目標更有信心時，才會降息。究其原因，美國受惠於疫情期間政府推出的大規模財政刺激及貨幣寬鬆措施，加以近年來在 AI 科技領域蓬勃發展及移民的相對優勢，均有助塑造美國經濟韌性。

(1) 美國推出大規模財政振興措施及寬鬆貨幣政策；美國金融情勢亦呈相對寬鬆

- I. 2020 至 2021 年美國財政部因應疫情推出史上最大規模財政紓困方案(5 兆美元，約當 GDP 之 23%)，致家計部門儲蓄率大幅攀升，家計部門因而累積大量超額儲蓄，有助於商品消費需求及解封後之服務消費需求，消費迅速成長，支撐企業獲利，使美國經濟具有韌性。
- II. 疫情以來美國財政赤字相較其他主要國家亦屬空前規模，如 2020 年迄今美國基本財政收支餘額(primary balance)⁵對 GDP 比率累計達 -27.7%(圖 5)，其規模遠逾歐元區之 -13.8%。Fed 研究指出，疫情爆發初期主要經濟體額外財政支出越大，越能協助該經濟體 GDP 回到疫情前的成長趨勢⁶(圖 6)。

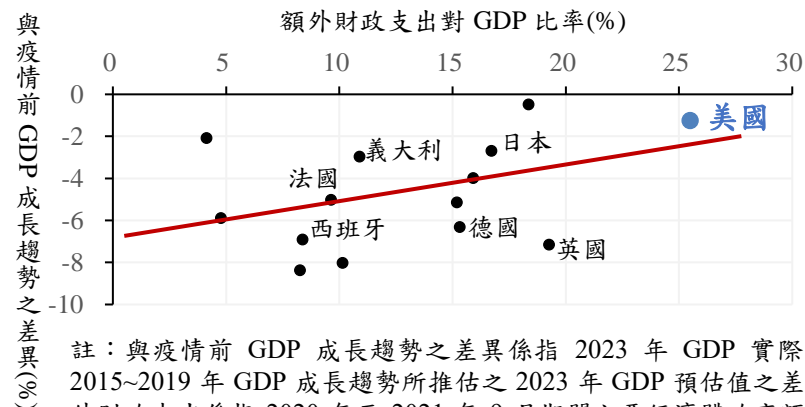
圖 5 2020 迄今各國 primary balance 對 GDP 比率之累計



註：此處 primary balance 係經景氣循環調整後，再計算其對 GDP 之比率，之後加總個別經濟體 2020 至 2023 年比率。

資料來源：IMF WEO (2024 April)

圖 6 主要經濟體財政支出及經濟成長



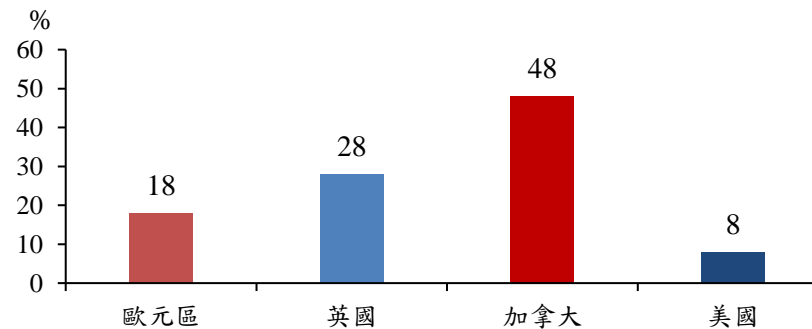
註：與疫情前 GDP 成長趨勢之差異係指 2023 年 GDP 實際值與以 2015~2019 年 GDP 成長趨勢所推估之 2023 年 GDP 預估值之差異；額外財政支出係指 2020 年至 2021 年 9 月期間主要經濟體政府額外支出及減少收入金額之合計。資料來源：Fed

⁵ 基本財政收支餘額係指政府歲入扣除歲出(不含債息支出)之差額。

⁶ 如 2020 年至 2021 年 9 月美國額外財政支出對 GDP 比率達 25%，遠逾其他主要經濟體，因此，有助於美國(相較於其他主要經濟體)GDP 水準更快回到疫情前的成長趨勢(參見 De Soyres, Francois, Joaquin Garcia-Cabo Herrero, Nils Goernemann, Sharon Jeon, GraceLofstrom and Dylan Moore, “Why is the U.S. GDP Recovering Faster than Other Advanced Economies?” FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, May. 17)

- III. 貨幣政策方面，2020 年 3 月 Fed 為因應疫情衝擊，緊急調降政策利率至 0~0.25%，並推出疫情資產購買計畫 (pandemic QE) 及多項流動性與信貸支持措施，2020 至 2022 年期間合計購買 4.9 兆美元債券，挹注市場大量流動性。
- IV. 除前述大規模刺激政策導致需求過熱外，因疫情所生之商品供應鏈瓶頸，推動美國通膨於 2021 年開始明顯上升；2022 年 2 月爆發俄烏戰爭，供應鏈瓶頸更加惡化，美國通膨率創下 40 年新高。Fed 於 2022 年 3 月啟動升息循環，將政策利率快速提高至限制經濟活動之水準(5.25~5.50%)。2022 年 8 月拜登總統簽署《降低通膨法案》(Inflation Reduction Act)⁷，旨在降低政府赤字以對抗通膨。
- V. 惟近期美國金融情勢相對寬鬆，似未完全反映升息循環之緊縮效果，此亦或能部分解釋其經濟動能較為強勁。
- 美國政策利率上揚未充分轉嫁至市場融資成本(圖 7)，主要反映美國流通在外房貸及公司債利率多鎖定在固定利率，且美國廠商籌資多透過直接金融管道(如發行公司債或股票)，依賴銀行間接融資的程度較低⁸。

圖 7 主要經濟體政策利率上揚傳遞至房貸利率之比率



註：政策利率傳遞至房貸利率之比重係以流通在外抵押貸款利率變動對政策利率變動比率計算。該比率越高，表示央行升息越能帶動該經濟體房貸利率上揚。

資料來源：Fed

⁷ 《降低通膨法案》旨在降低政府赤字以對抗通膨、投資國內能源生產與太陽能板製造，並於 2030 年前減少 40% 碳排放量。該法案賦予聯邦醫療保險(Medicare)針對若干處方藥品價格進行談判，展延即將到期的《可負擔照護法案》(Affordable Care Act)醫療補貼 3 年至 2025 年；且另立法對營收逾 10 億美元的公司課徵 15% 最低公司稅負，並對企業實施庫藏股課徵 1% 特別稅，俾擴大政府財源。整體而言，該法案可使美國政府赤字減少逾 3,000 億美元。

⁸ Sidorov, Peter and Kuhumita Bhattacharya (2024), “Global Credit Conditions (1): Past Peak Tightening but a Tricky Path Ahead,” *Deutsche Bank Research*, Mar. 19; Sidorov, Peter and Kuhumita Bhattacharya (2024), “Global Credit Conditions (2): Headwinds to US Growth Exceptionalism,” *Deutsche Bank Research*, Mar. 27.

(2) 美國政府持續推出科技及基礎建設相關法案擴大支出，加以近年 AI 蓬勃發展，造就美國經濟與資本市場的榮景

- I. 2022 年 8 月拜登政府頒布《晶片與科學法案》(CHIPS and Science Act)⁹，直接補貼美國及在美投資半導體企業，以鞏固晶片研發與製造在地化¹⁰；另推出《降低通膨法案》(Inflation Reduction Act)，透過擴張性財政政策帶動民間投資。
- II. 2022 年 AI 熱潮席捲全球，科技板塊產生位移不斷向美國傾斜，如 NVIDIA 及 Microsoft 等美國 AI 相關企業具關鍵影響力¹¹，造就美國經濟與資本市場的榮景。由全球股市市值占比觀察，2023 年美股股市全球占比高達 43.9%，同年中國大陸股市全球占比僅 9.8%；且由於美國在科技領域的領導與創新，科技股比重持續上升(圖 8)。
- III. 根據史丹佛大學 2024 年度 AI 報告¹²，美國 AI 投資規模引領全球，如過去 10 年來美國 AI 新創企業私募投資遠超其他主要經濟體且持續擴大；由 2023 年觀察，美國 AI 私募投資以 672 億美元(占比近 70%)居冠，遠逾歐盟與英國之 110 億美元(占比 11%)及中國大陸之 78 億美元(占比 8%)(圖 9)。

圖 8 美、中占全球股市市值比重

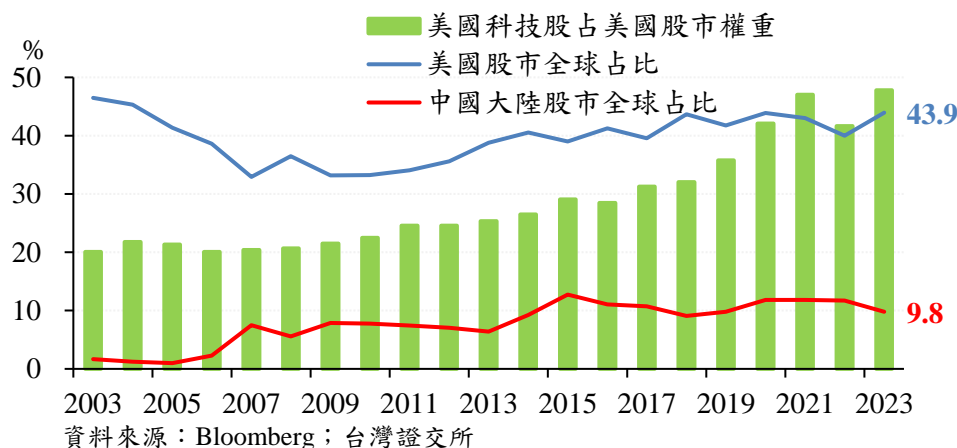
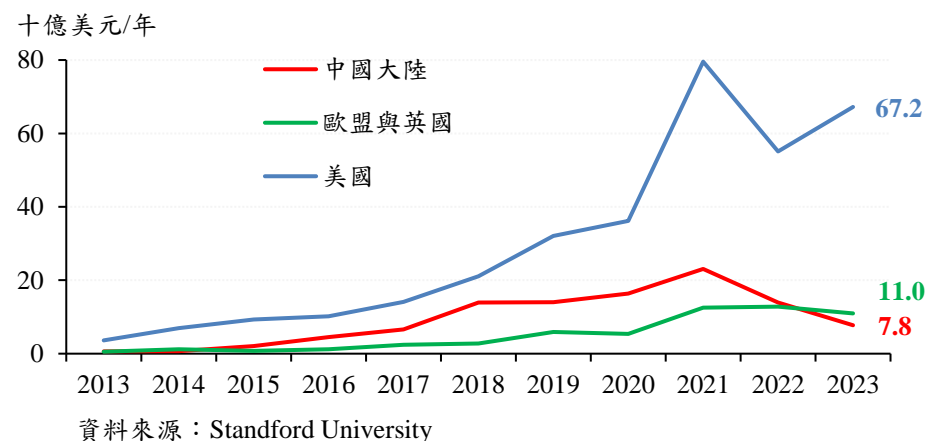


圖 9 2013~2023 年主要經濟體 AI 私募投資規模



⁹ The White House (2022), “CHIPS and Science Act Will Lower Costs, Create Jobs, Strengthen Supply Chains, and Counter China,” Aug. 9.

¹⁰ 另一方面，2022 年以來美方陸續強化出口管制，限制美國廠商向中國大陸輸出先進 AI 晶片及半導體設備，曾於 2022 年 10 月、2023 年 10 月及本年 3 月發布及修訂對中國大陸先進半導體及設備出口管制(參見 Reuters (2024), “U.S. Updates Export Curbs on AI Chips and Tools to China,” Mar. 30)。

¹¹ 另根據 CB Insights 調查，全球最具潛力 100 家 AI 新創企業，美國占據 69 家，而歐洲及中國大陸僅分別占 12 家及 2 家(參見 CB Insights (2024), “AI 100: The Most Promising Artificial Intelligence Startups of 2024,” Apr. 2)。

¹² Stanford University (2024), “The AI Index 2024 Annual Report,” Apr.

(3) 移民成為美國勞動市場的助力與經濟成長之相對優勢

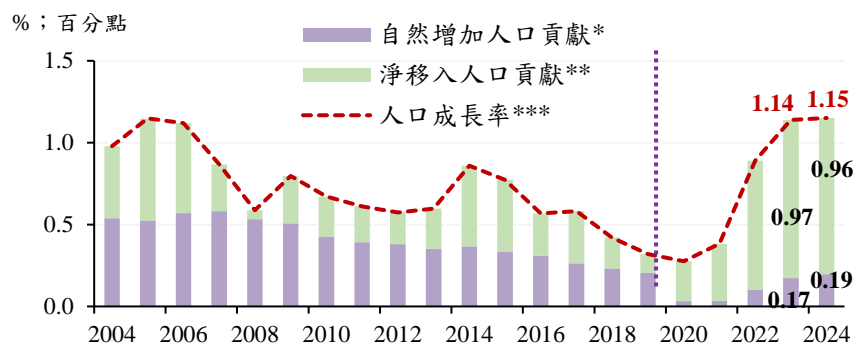
I. 隨著戰後嬰兒潮世代人口逐漸邁入老年，人口結構改變使美國亦面臨人口高齡化隱憂。COVID-19 疫情期間，許多老年勞動人口提前退休，造成美國全體勞動力參與率下降。自拜登政府上任以來，致力鬆綁移民政策¹³，吸引移民加入美國勞動市場，此有助彌補勞動力短缺問題。

— 根據美國國會預算辦公室(CBO)¹⁴，2022 年、2023 年及本年美國淨移入人口分別約 260 萬人、330 萬人及 330 萬人，遠逾疫情前(2010-2019 年)平均之 90 萬人，且協助疫情後美國人口成長率逐步回升至近 20 年高點(圖 10)。

II. 美國高技術移民比重高，為美國在重要產業維持競爭力及國家安全之關鍵。

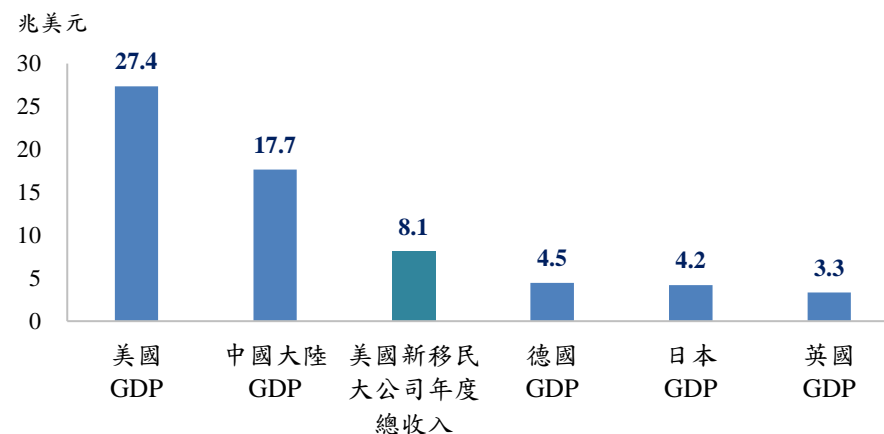
— 2023 年美國前 500 大公司中，有 44.8%(即 224 家)係由移民或其子女創辦¹⁵，該等公司 2022 年度總收入高達 8.1 兆美元，甚至超過包括德國、日本及英國等國之 GDP，僅低於美國、中國大陸之 GDP(圖 11)；隨著新興科技的崛起，全球最關鍵產業正展開人才爭奪戰，調查顯示¹⁶美國 AI 領域頂尖的公司中，有 65% 係由移民所創立。

圖 10 美國人口成長率貢獻來源拆解



*自然增加人口=美國出生人數-美國死亡人數
**淨移入人口=移入美國人數-移出美國人數
***人口成長率=淨移入人口貢獻+自然增加人口貢獻
資料來源：CBO (2024)

圖 11 美國新移民創立之大公司總收入高過多國 GDP



資料來源：American Immigration Council (2023)、IMF(2023)

¹³ 如 2022 年 1 月 21 日拜登政府發布行政命令，旨在吸引、留住泛指理工相關學科如科學(Science)、技術(Technology)、工程(Engineering)及數學(Mathematics)(合稱 STEM)領域的國際學生及研究人員，避免這些人才流向其他移民政策友善的國家。

¹⁴ Congressional Budget Office (2024), "The Demographic Outlook: 2024 to 2054," Congressional Budget Office, Jan. 18.

¹⁵ American Immigration Council (2023), "New American Fortune 500 in 2023 - The Largest American Companies and Their Immigrant Roots," *Special Report*, Aug. 29.

¹⁶ Anderson, Stuart (2023), "Neap Policy Brief: AI and Immigrants," *National Foundation for American Policy*, Jun.

2. 歐元區：經濟疲弱，通膨回落較為平順，ECB 於本年 6 月開始降息；惟本年下半年降息步調尚未取得共識

歐元區經濟表現較為疲弱主要反映：(1)相較於美國，**歐元區缺乏財政統合機制，歐洲各國政府實施財政刺激政策規模較小**；(2)**俄烏戰爭拖累歐洲經濟成長、加重財政負擔及推升通膨**；(3)**中國大陸經濟疲弱及中國大陸進口替代策略均拖累歐洲出口表現，以及(4)與美國相比，歐洲勞動生產力較低。**

(1) 相較於美國，歐元區缺乏財政統合機制，使歐洲各國政府實施財政刺激政策規模較小

疫情期間歐盟執委會(EC)雖推出歐盟復甦基金計畫(NextGenerationEU；下稱 NGEU)，惟受限於談判及政治因素，遲至 2021 年 5 月底才獲得所有會員國批准正式生效；且與美國相比，NGEU 最大規模僅 8,069 億歐元，經濟效益差距大。

(2) 俄烏戰爭衝擊歐元區經濟成長及推升通膨，且加重歐元區政府債務負擔，導致其實施大規模財政政策空間受限

- I. ECB 指出¹⁷，俄烏戰爭主要透過**貿易、大宗商品及信心**三大管道衝擊歐元區經濟¹⁸。**不利情境**之下，可能**拖累 2023~2024 年**歐元區實質 GDP 成長率**1.1 個百分點及 1.7 個百分點**。
- II. 歐盟執委會(EC)報告指出¹⁹，原先在俄烏戰爭爆發前，其預測**2022 年及 2023 年**歐盟 GDP 成長率分別為 4.3% 及 2.5%，惟受到俄烏戰爭及衍生能源價格上揚等衝擊，**2022 年及 2023 年**歐盟 GDP 成長率分別為 3.5%(**下修 0.8 個百分點**)及 0.5%(**下修 2.0 個百分點**)。
- III. **俄烏戰爭**使歐洲各國提高對**烏金援及國防支出**，如本年德國及丹麥等國更將**國防支出占 GDP 比重**提升至**2% 以上**，致歐洲各國財政情況更加惡化，間接限制歐洲各國政府實施**財政振興政策之空間**。

¹⁷ European Central Bank (2022), "ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area," Dec.

¹⁸ EIB 則指出，戰爭透過以下管道衝擊企業：(1)出口減少；(2)能源價格上漲導致利潤下滑；(3)融資管道縮減(參見 European Investment Bank (2022), "How Bad is the Ukraine War for the European Recovery?")。

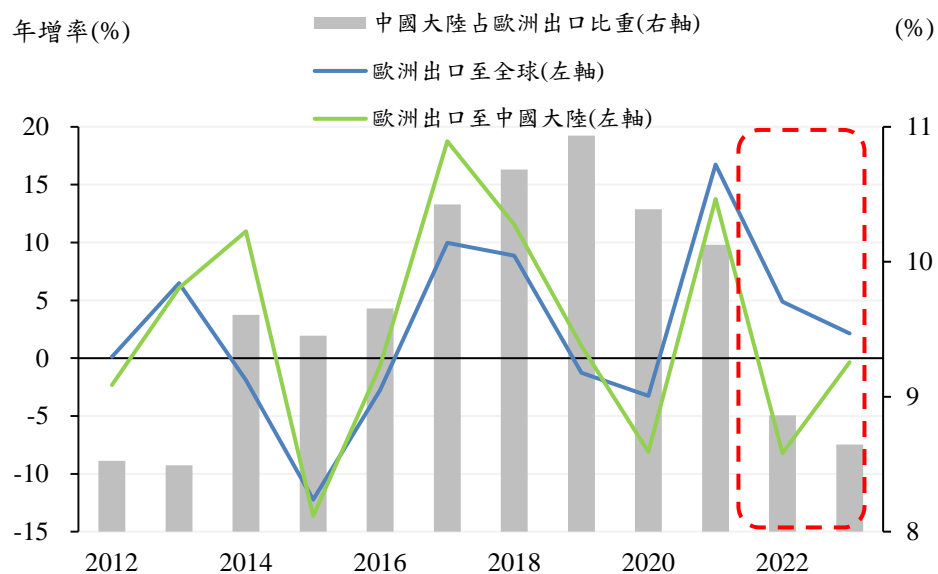
¹⁹ Papunen, Annastiina (2024), "Economic Impact of Russia's War on Ukraine: European Council Response," European Parliamentary Research Service, Feb. 23.

(3) 中國大陸經濟疲弱及中國大陸進口替代策略拖累歐洲出口表現

I. 中國大陸為歐盟第三大出口市場，約占歐盟整體出口比重之 8~11% 不等，2022 至 2023 年中國大陸經濟成長不如預期，連帶影響歐洲出口表現(圖 12)，如德國央行指出²⁰，倘若中國大陸經濟面臨衰退，估計將**拖累**德國當年及次年**實質 GDP** 約 **0.7 個百分點** 及 **1 個百分點**。

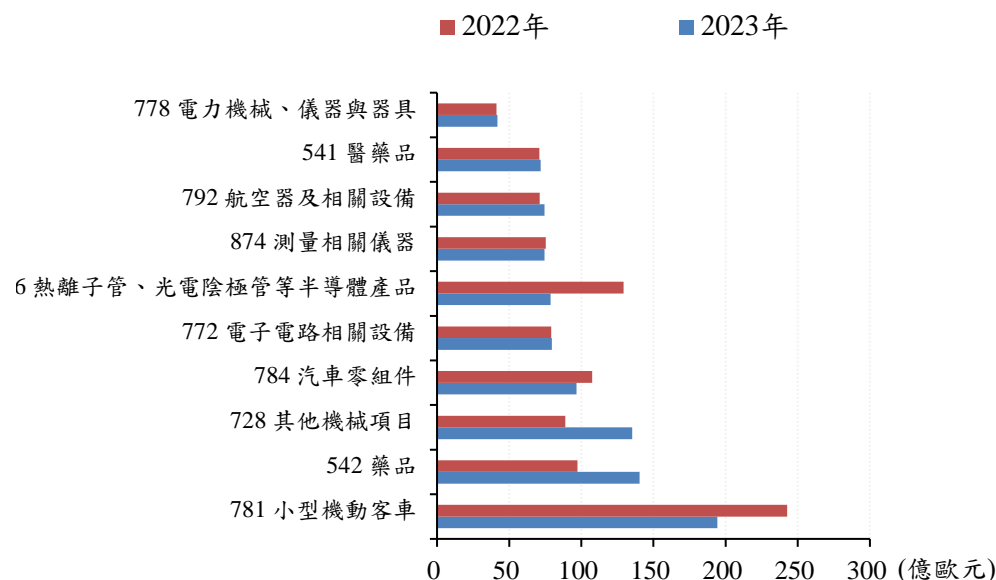
II. 另 2023 年歐洲**汽車**及**電子機械**等重點產業**出口大幅下滑**(圖 13)，部分反映中國大陸之**進口替代**貿易策略；此外，過去歐洲製造業多自中國大陸進口原材料及中間財²¹，一旦生產原料供應不足，歐洲製造業產能將受影響，亦不利其出口表現。

圖 12 歐洲出口表現與中國大陸經濟息息相關



資料來源：Global Trade Atlas、經濟部國貿局

圖 13 2022 至 2023 年歐洲出口至中國大陸主要商品



資料來源：Eurostat

²⁰ Bundesbank (2024), "Economic Risks from Germany's Ties with China," Jan. 24.

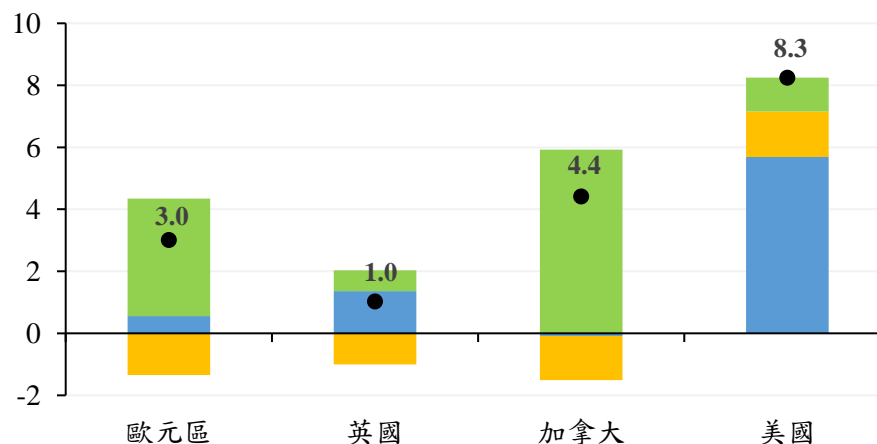
²¹ 德國央行調查指出，近半數德國製造業廠商直接或間接依賴中國大陸中間財作為生產原料，其中又以電池等儲能設備最為關鍵。

(4) 與美國相比，歐洲勞動生產力停滯不前

- I. Fed 研究指出²²，美國及歐洲於疫情期間 GDP 成長率之差異，主要反映兩者**勞動生產力**及**勞工工時**成長幅度不同(圖 14)，凸顯**歐洲勞動市場較不具彈性**，爰其勞動市場及產業無法如美國，能在經濟衰退期間重新配置至更具效率之產業。
- II. 倘若歐洲勞動市場持續僵固，其勞動市場將維持**低失業率**、惟**勞工工時縮減**之狀態²³。一方面，**歐洲勞動市場緊俏將使勞動成本持續偏高**，不利於其通膨下滑；另一方面，**歐洲勞動生產力成長將停滯不前**，亦不利於其經濟成長。
- III. 本年以來歐元區通膨因能源價格及食品價格回落而下降，ECB 遂於本年 6 月降息 1 碼，惟鑑於服務價格通膨顯著上升，強調**必要時將保持具限制性政策利率**，未來將以**經濟數據為基礎**及**逐次會議之方式**，決定**適當利率水準**。

圖 14 疫情期間各主要經濟體勞動市場結構變動及其對經濟成長之影響

%；百分點 ■ 每小時產出 ■ 勞工工時 ■ 勞工就業數 ● GDP成長



註：係 2019 年第 4 季至 2023 年第 4 季之累計變動情形。

資料來源：Fed

²² De Soyres, Francois, Joaquin Garcia-Cabo Herrero, Nils Goernemann, Sharon Jeon, GraceLofstrom and Dylan Moore (2024), “Why is the U.S. GDP Recovering Faster than Other Advanced Economies?” *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, May. 17.

²³ Lagarde, Christine (2023), “Policymaking in an Age of Shifts and Breaks,” *Jackson Hole Speech*, Aug. 25.

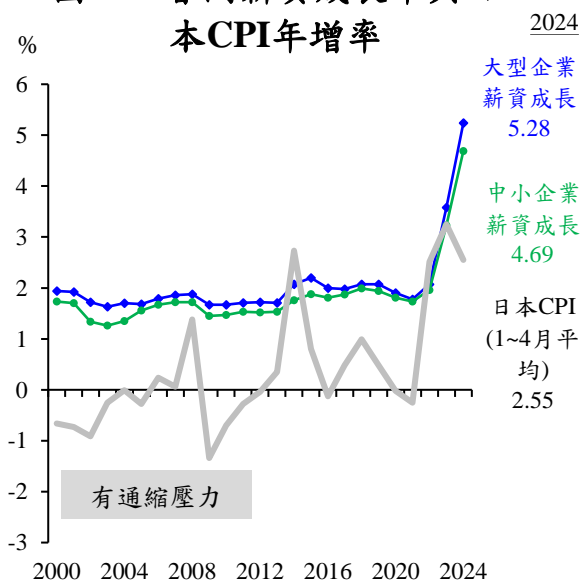
3. 日本央行貨幣政策正常化是其核心目標，惟利率匯率兩難權衡，中長期挑戰大

(1)本年3月BoJ初判薪資與物價之良性循環已見跡象，遂結束負利率政策與殖利率曲線調控，啟動貨幣政策正常化。

I. 本年3月春鬥結果提振薪資成長信心，BoJ初判薪資與物價之良性循環強化(圖15)，達成2%通膨目標已見跡象，3月宣布貨幣政策正常化第一步，如結束負利率政策(圖16)，同時廢除用來抑制長期利率之殖利率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)。

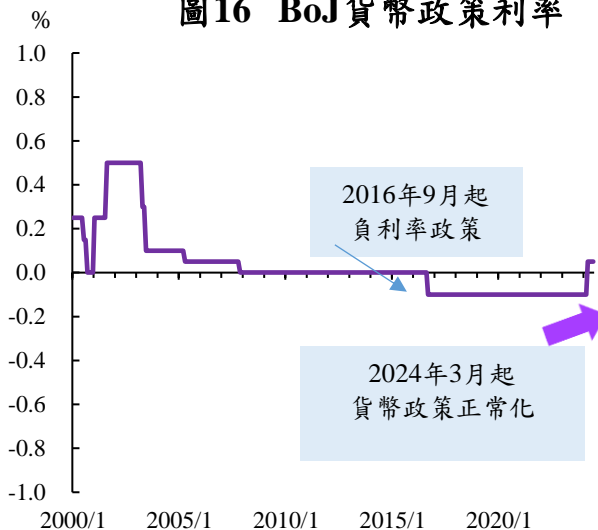
II. 2016年9月BoJ於原量質兼備量化寬鬆(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)政策²⁴及負利率政策外，增設殖利率曲線控制，引導10年期公債殖利率趨近於0%，壓低長期利率，希望藉以激勵經濟及達成通膨2%目標，惟長期以來，產生多項副作用(表1)。

圖15 春鬥薪資成長率與日本CPI年增率



資料來源：LSEG Datastream

圖16 BoJ貨幣政策利率



註：本年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，圖示以其政策利率目標區間中點0.05%表達。另，圖中數據為本月初資料。

資料來源：LSEG Datastream

表1 BoJ長期壓低長期利率之副作用

(1) 壓低長期利率，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) 存放款利差縮小導致金融機構之收益惡化。
(3) 壓低長期利率嚴重影響保險業及年金基金之長期資產運用。
(4) 日本與外國利差大，利差交易盛行，引發外匯市場劇烈波動，亦造成日圓貶值壓力。
(5) 發行公債成本降低，導致政府忽視財政紀律。
(6) 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：作者自行整理

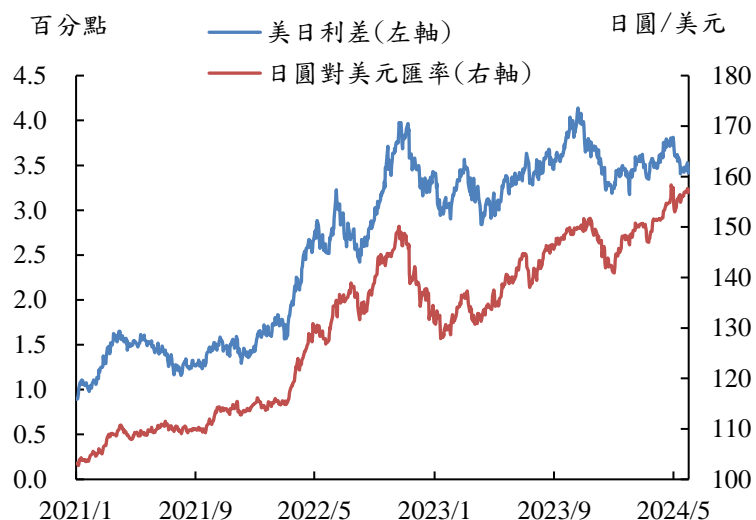
²⁴ BoJ前總裁黑田東彥於2013年4月實施QQE政策，並指出其理由在於扭轉長期以來民眾根深蒂固的通貨緊縮心態，營造未來物價將穩定上揚的預期心理。參見中央銀行(2024)，「日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動貨幣政策正常化」，央行理監事會後記者會參考資料，3月21日。

(2) 美日利差擴大致日圓重貶，不僅增添升息壓力，打擊消費者信心，且經濟成長動能脆弱，停滯性通膨陰影隱現。

I. 市場預期 Fed 降息延遲致美日利差擴大(圖 17)，且其國內之實際及投機性美元需求極為強勁，利差交易盛行，日圓仍面臨強大續貶壓力(圖 18)；BoJ 雖擔心提早升息將不利未來經濟之穩健復甦，惟亦無法坐視日圓加速貶值帶來之嚴重副作用，如貿易收支連續 3 年逆差，故於本年啟動升息，並在 4 月至 5 月間執行大規模外匯干預以止貶日圓。

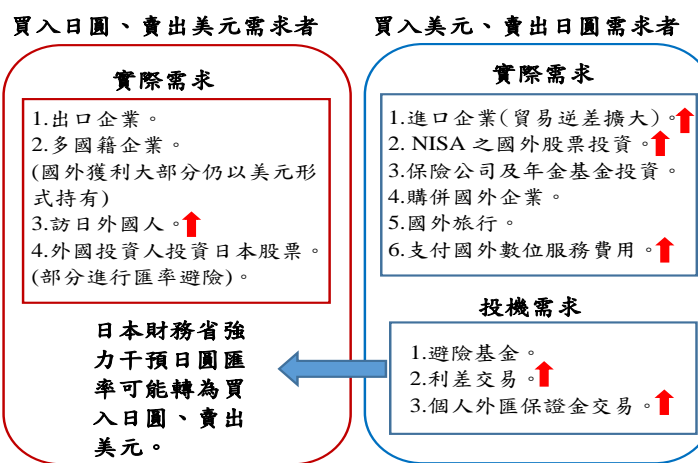
II. 日圓重貶恐引發輸入性通膨復燃；日本核心(剔除生鮮食品)CPI 年增率自 2022 年 4 月已連續 25 個月逾 2%(圖 19)。本年 5 月起日本政府將陸續終止對電價及瓦斯費之補助措施，預估本年將再推升 CPI 年增率約 0.25 個百分點²⁵，加以再生能源附加費亦將提高，消費者購買力將持續下降，實質薪資亦難恢復正成長；本年第 1 季，日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)已降至-1.8%，停滯性通膨陰影隱然若現。

圖 17 美日 10 年期公債殖利率利差及日圓匯率



資料來源：LSEG Datastream

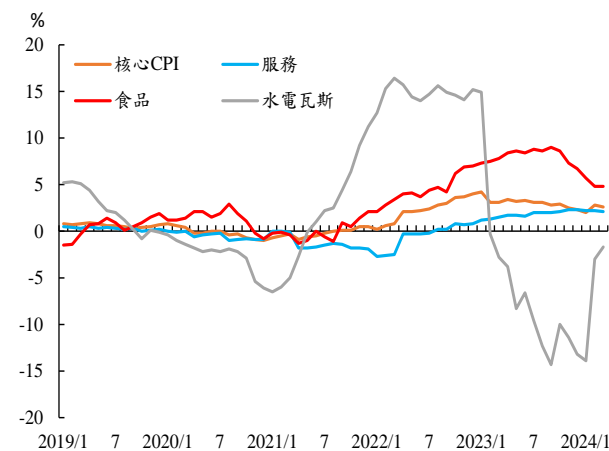
圖 18 日本國內美元需求強勁



註：標註↑係指近期需求特別強勁者；NISA 係日本政府為鼓勵民眾將家庭儲蓄轉入多元化投資，所推動之投資免稅個人儲蓄帳戶(Nippon Individual Savings Account, NISA)。

資料來源：作者自行整理

圖 19 日本核心 CPI 及日常必需品價格年增率



資料來源：日本總務省統計局

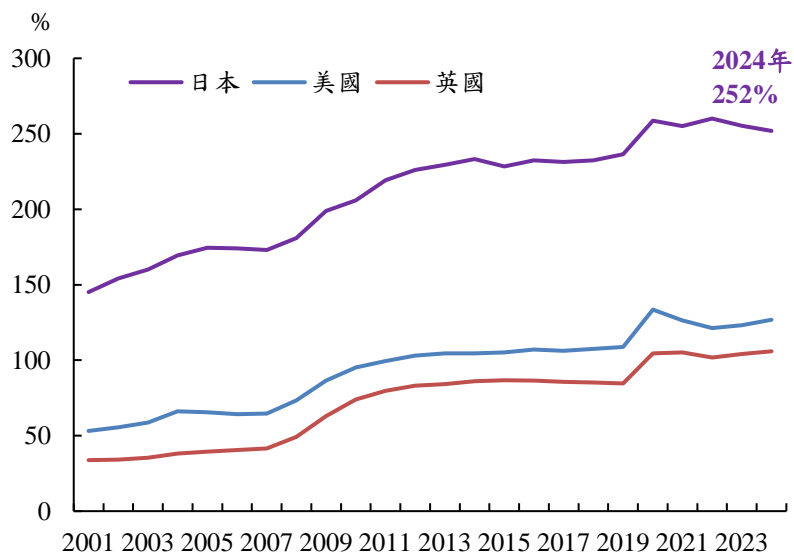
²⁵ 木內登英 (2024)，「物価高の逆風下で個人消費は異例の弱さ(1~3 月期国内 GDP 見通し)」，Global Economy & Policy Insight，野村総合研究所，5 月 9 日。

(3) BoJ 面臨的挑戰：貨幣政策正常化將使**長期利率走升**，恐令**財政狀況惡化**，且**干擾金融穩定與不利物價持續上漲**，惟**有助日圓止貶**，BoJ 須權衡兼顧利率與匯率的兩難困境；長期則有人口老化致實質消費力道不振等中長期結構性問題之挑戰。

I. 2024 日本各級政府債務餘額對 GDP 比率將達 252%(圖 20)，遠高於美國與英國，若**利率上升增加財政支出將使財政狀況更加惡化**；另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**；此為貨幣政策正常化使長期利率走升之重大挑戰。

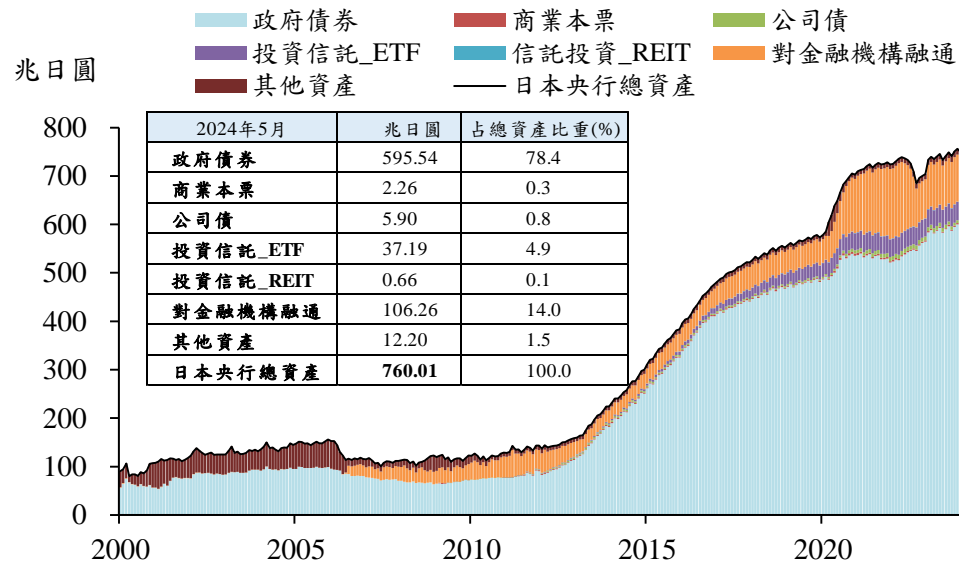
II. BoJ 持有資產對 GDP 比率達 126%，尤以**政府債券規模最大**(圖 21)，縮表速度過快將使**長期利率遽升**，將**干擾金融穩定與壓抑物價上漲**，惟若**長期利率上升**，**有助日圓止貶**。市場預期 BoJ 將減少購債並阻貶日圓，本年 5 月 22 日**10 年期公債殖利率升抵**實施 QQE 政策以來最高水準**1%**，利率**上行壓力大**；BoJ 須**兼顧利率與匯率**兩難。

圖 20 日、美、英各級政府債務餘額對 GDP 比率



資料來源：IMF

圖 21 日本央行資產組成

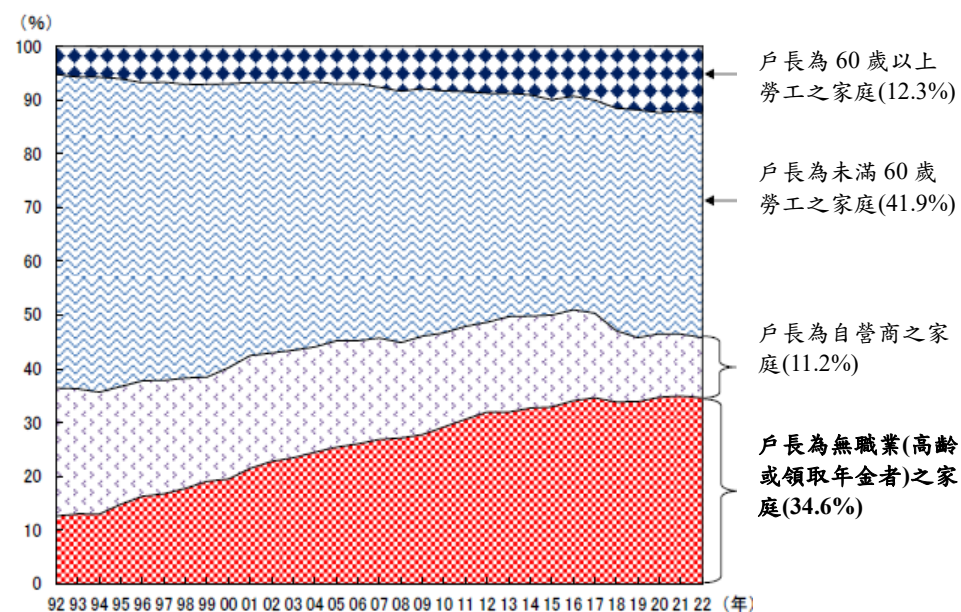


註：1. 資料係根據 BoJ 於本年 5 月 22 日公布之「營業每旬報告」。
 2. BoJ 持有之 ETF 包括東證股價指數(TOPIX)ETF 及日經平均股價(日經 225)ETF 等。
 3. BoJ 持有之外幣資產(包括外幣存款及外國債券等)僅占全體資產之 1.3%，本圖將之納入其他資產。

資料來源：Bloomberg

III. BoJ 期待藉由物價持續上漲帶動薪資加速成長，進而形成物價與薪資之正向循環，終結長期的通縮壓力與低成長。惟人口老化問題嚴重，如**高齡或領取年金之無職業家庭之比重持續攀高**(圖 22)，其**未能享受企業加薪之好處**，**反因物價居高節衣縮食**。人口老化問題恐加劇**消費放緩**，且亦將使**勞動力成長減緩**，此均將威脅物價與薪資之正向循環，不利 BoJ 貨幣政策正常化進程。

圖 22 日本按家庭(兩人以上)職業別劃分之構成比



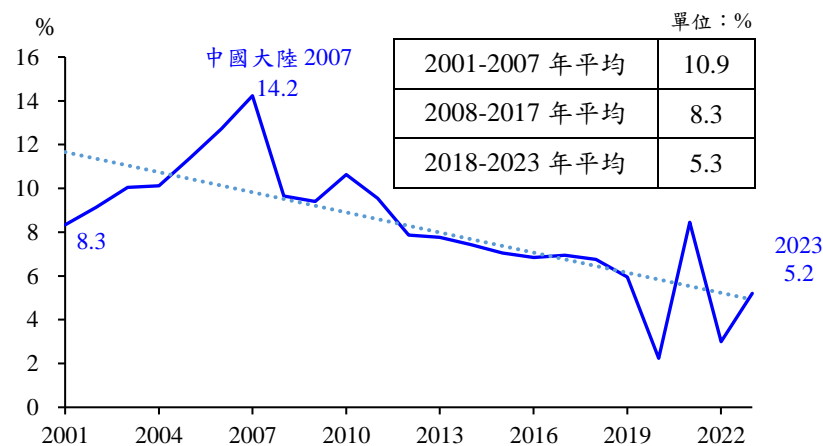
資料來源：日本總務省「2022 年家計調查報告」

4. 中國大陸經濟復甦不穩定，金融風險隱憂加大，加以通縮隱患猶存，PBoC 寬鬆貨幣政策面臨鈍化挑戰

(1) 近年中國大陸經濟成長已不若過去高速成長時期，尤其近年來美中貿易衝突、「三道紅線」、嚴格封城與清零政策等，經濟接連受到衝擊，迄今經濟復甦仍不穩定。

- I. **2001-2007 年**：2001 年中國大陸加入 WTO，**投資、民間消費、輸出「三駕馬車」**帶動經濟高速成長。
- II. **2008-2017 年**：**全球金融危機**後，中國大陸面臨外需不振與經濟下行，2008 年官方推出 4 兆人民幣**財政刺激**支撐經濟成長，在先進經濟體經濟成長放緩之際，**中國大陸成為全球經濟成長的主力**，惟 2010 年後其國內面臨**產能過剩問題**；2016 年「亞洲基礎設施投資銀行」開業，**對外積極推動「一帶一路」**，**對內**則以「**經濟再平衡**」為施政主軸，透過民間消費拉動經濟成長。
- III. **2018-2023 年**：2018 年**美中貿易衝突**，使中國大陸高科技發展受限，2020 年**COVID-19 疫情蔓延之際**，官方更強化「**國進民退**」，展開新一輪**產業監管**²⁶，不利生產與投資；以及 2021 年實施「**三道紅線**」**影響房地產業融資**，**房地產景氣急遽下滑**，並因應疫情再起而實施**嚴格封城與清零政策**，**嚴重打擊民間消費**；2022 年**俄烏戰爭爆發**，國際政經情勢動盪，中國大陸經濟內部與外部接連受到衝擊，2023 年經濟成長率為 5.2%(圖 23)，**經濟復甦仍不穩定**。

圖 23 中國大陸經濟成長率



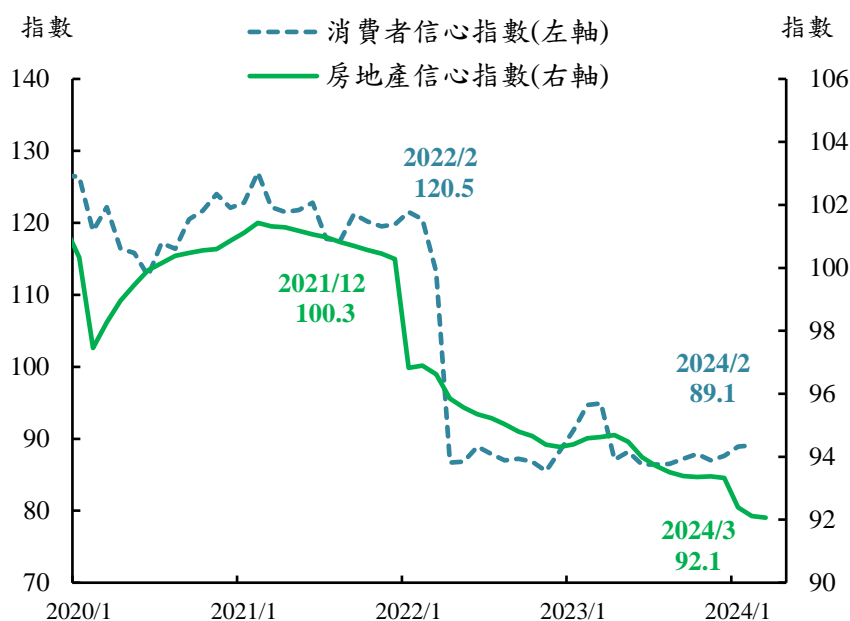
資料來源：LSEG Datastream

²⁶ 產業監管係中國大陸透過眾多立法與管制措施，整頓互聯網、補教、網路遊戲及金融機構等產業，期能將國家資源再重新有效分配，以降低所得不均情形。

(2) 近年**房市景氣不振**，持續拖累經濟成長，加以社會大眾預期就業市場狀況不佳，**消費者信心下滑**(圖 24)，進一步使得**消費需求疲弱**。

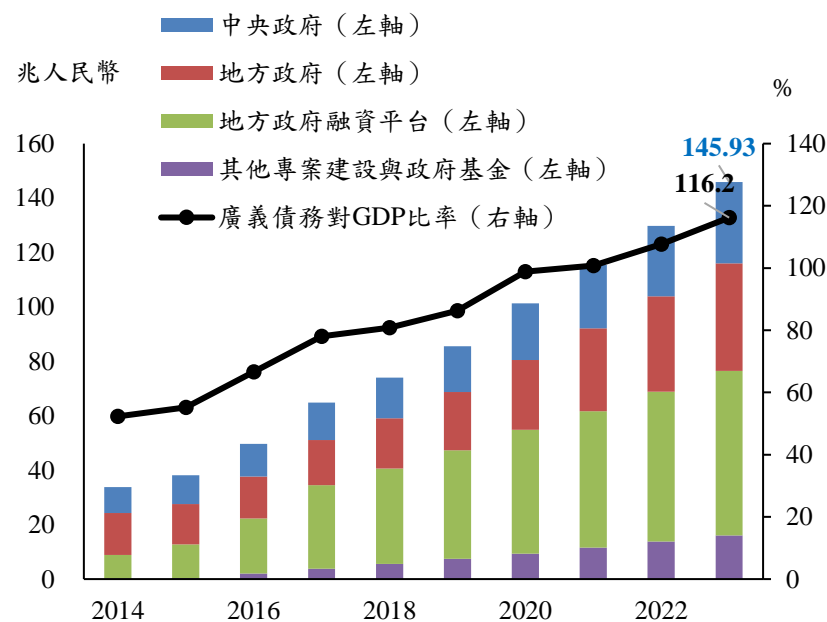
— 隨**房地產市場景氣下行**，多數地方政府融資平台(local government financing vehicle，簡稱 LGFV)因缺乏資金支付地方政府利息，加以景氣復甦遲緩，**地方政府財政收入疲軟**，**債務規模持續累積**(圖 25)。**PBoC 為穩定房市**，持續**寬鬆貨幣政策挹注市場資金**，恐將進一步加劇地方政府債務累積，**金融風險隱憂擴大**。

圖 24 中國大陸房地產及消費信心指數



資料來源：LSEG Datastream

圖 25 中國大陸政府債務規模



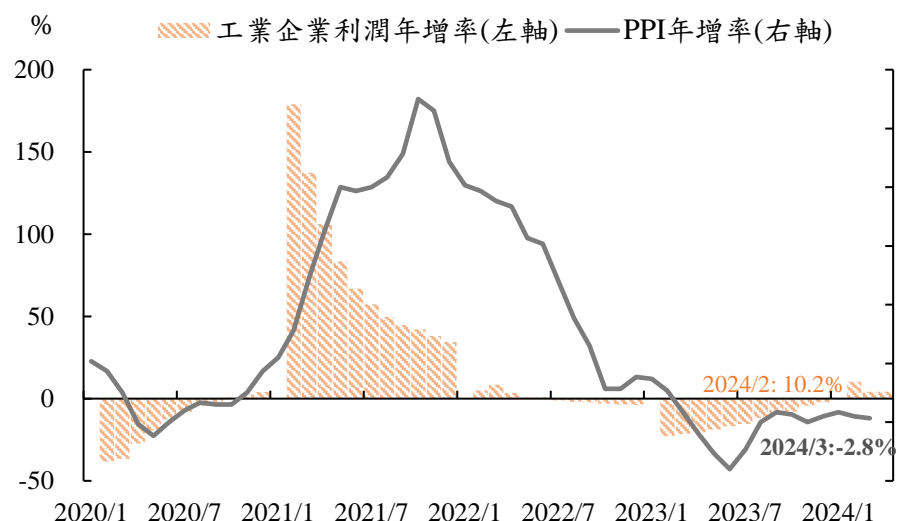
資料來源：IMF

(3) 中國大陸需求不振及產能過剩致物價承壓，通縮隱患猶存，貨幣將持續寬鬆，惟**推升物價回穩之效果恐有限**。

I. 為刺激經濟復甦，紓解長期**產能過剩問題**，官方擬透過提升**新質生產力**²⁷，作為**擴大投資**之施政重點。在此政策激勵下，「新三樣」之**電動汽車、鋰電池及太陽能電池**等新興產業，蓬勃發展，惟對產能過剩問題助益有限；整體而言，企業為消化庫存，仍**壓低商品售價以求出售**，**企業利潤仍居低檔**(圖 26)。

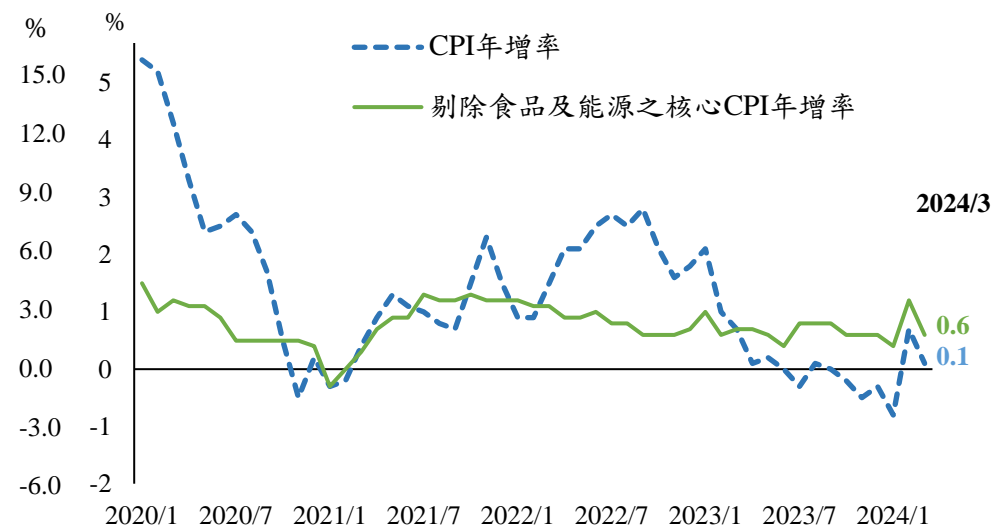
II. **消費需求疲弱**，致**消費者物價成長下滑**(圖 27)，且恐進一步影響**民眾預期心理**，並使民眾**增加儲蓄**，而廠商則延緩投資並裁減雇員，若陷入**嚴重惡性循環**，通縮問題難解；PBoC 持續寬鬆貨幣政策，然**推升物價回穩之效果恐有限**。

圖 26 中國大陸生產者物價指數(PPI)與工業企業利潤年增率



資料來源：中國大陸國家統計局、CEIC

圖 27 中國大陸消費者物價指數(CPI)年增率



資料來源：中國大陸國家統計局、Bloomberg

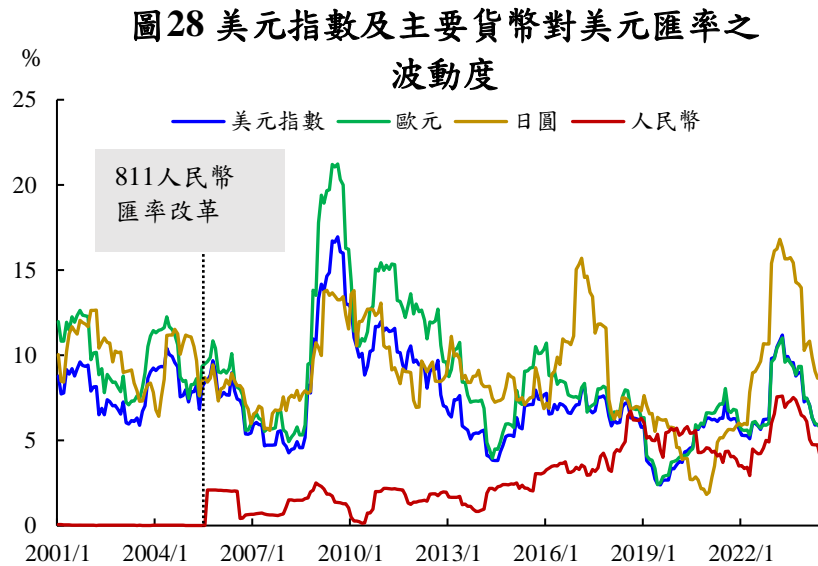
²⁷ 新質生產力為中國大陸國家主席習近平於 2023 年 9 月提出，係由技術突破、生產創新及產業轉型升級而推動之生產力，即以科技創新推動產業創新及發展新興產業，如製造業數位化與智能化，發展綠色能源及相關產業升級等；詳王勃(2024)，「習近平總書記強調的新質生產力」，中國共產黨新聞網，3 月 18 日。

(4) 中國大陸資本管制程度高，PBoC 對外維穩人民幣，對內則配合財政激勵措施操作結構型貨幣政策工具，惟寬鬆貨幣政策仍面臨效果鈍化之挑戰。

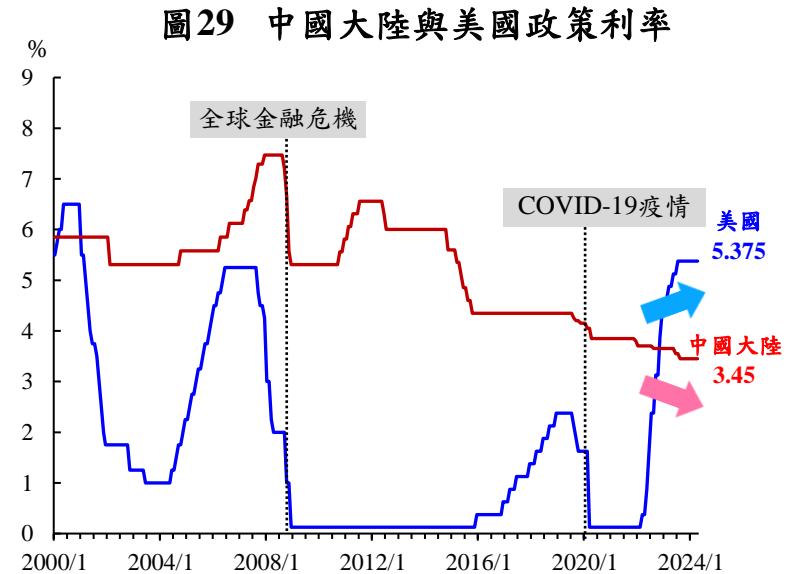
I. 中國大陸資本管制程度高，人民幣對美元匯率波動度低(圖 28)，貨幣政策較多自主性(見專欄 2)。

— 2008 年全球金融危機，Fed 調降政策利率以因應經濟減緩，而當時中國大陸透過財政刺激支撐經濟成長，仍維持較美國高之政策利率水準(圖 29)。

— 2022 年 Fed 啟動升息循環對抗通膨，而中國大陸則因經濟復甦不如預期而持續寬鬆，截至本年 5 月底，中國大陸政策利率 3.45%，已低於 Fed 利率(圖 29)。



註：各幣別波動度係匯率變動之年率化 12 個月移動標準差。
資料來源：LSEG Datastream

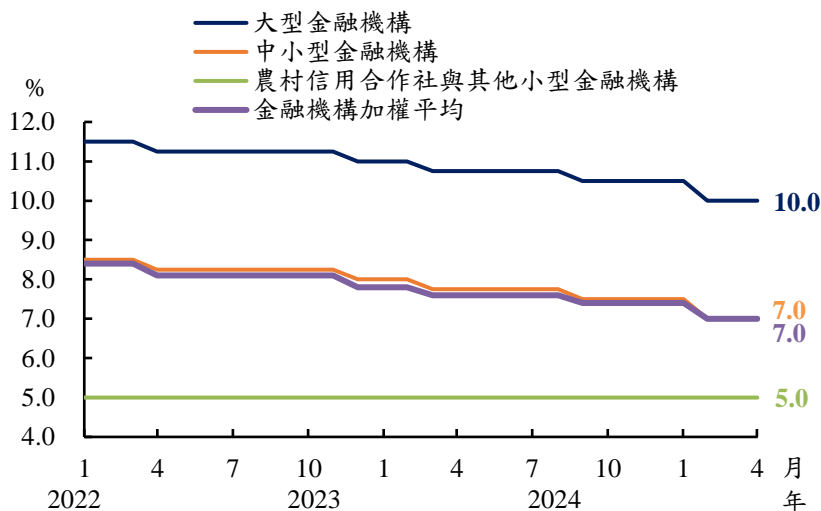


註：圖示政策利率，美國為聯邦資金利率目標區間中點，中國大陸為 1 年期貸款市場報價利率(LPR)。
資料來源：LSEG Datastream

II. PBoC 大規模國債購買無迫切性，政策工具箱仍充沛，近期續配合財政激勵措施操作結構型貨幣政策工具，支持對特定領域和行業的資金投放，惟中國大陸面臨人口紅利縮減，且經濟復甦力道仍疲弱，持續寬鬆貨幣政策面臨鈍化挑戰。

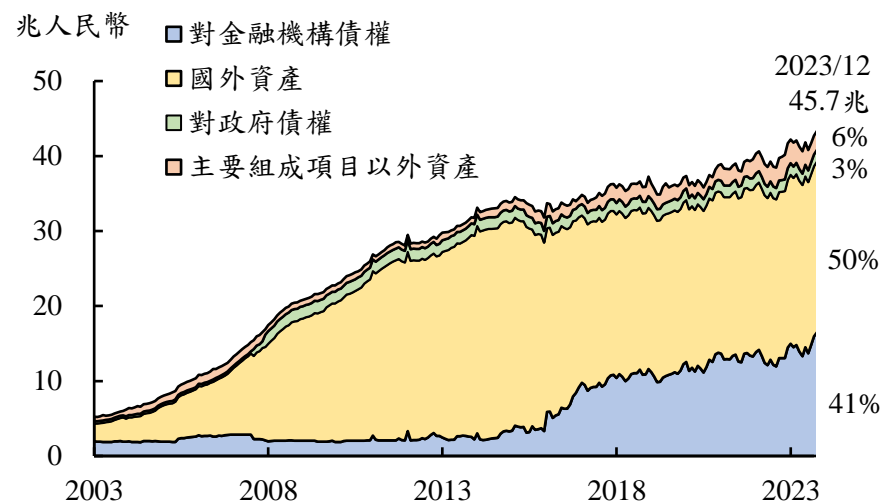
- 目前金融機構加權平均存款準備率為 7.0%(圖 30)，1 年期貸款市場報價利率(政策利率)則為 3.45%，尚有降準、降息空間，購買國債並非主要寬鬆政策工具(對政府債權僅占人行資產 3%(圖 31))，大規模國債購買計畫亦無迫切性。
- PBoC 政策工具箱仍充沛，可操作結構性貨幣政策工具，用以支持農業、中小企業，以及操作政策配合階段性工具，如減碳排支持工具、科技創新再貸款、保交樓貸款支持計畫、房企紓困專項再貸款等支持綠色經濟、科技創新與房市發展，惟人口紅利縮減，生產與消費成長力道疲弱，且經濟復甦不穩，持續寬鬆貨幣政策面臨鈍化挑戰。
- 近期中國大陸財政部發行超長期特別國債，市場因缺乏安全資產而使金融機構增加購債意願，長期國債殖利率不升反降；若銀行資金持續大量流入債市，壓低長期國債殖利率，PBoC 指出將於必要時進行賣出國債操作²⁸。

圖 30 金融機構存款準備率



資料來源：中國人民銀行、LSEG Datastream

圖 31 PBoC 資產之主要組成項



資料來源：LSEG Datastream

²⁸ 參見 Reuters News (2024) “Futures and Spot Prices Fell in Unison in the Afternoon, and the Central Bank May Have Announced a Bond-Selling Operation to Knock the Market,” *China Bond Market Overview*, Mar. 30; 金融時報 (2024), 「長期國債這麼火? 專家提醒: 應重視風險」, 5月30日。

專欄 2：近期人民幣貶值，PBoC 持續採維穩人民幣匯率相關措施

1. 根據傳統國際金融理論，**不可能的三位一體原則**，資本自由移動，匯率穩定(或固定匯率)與貨幣政策自主性等目標，不能同時達成。**中國大陸採資本管制，維穩匯率**，並保有**較大貨幣政策自主性**。
2. PBoC 雖**採行管理浮動匯率，維穩匯率**，但自 2022 年 3 月美國 Fed 強力升息致美元走強以來，與其他非美貨幣相似，人民幣**仍有對美元貶值壓力**(專欄 2 圖 1)。
3. 2022 年 11 月以來，**美國政策利率已逾中國大陸政策利率，美中利差持續**，中國大陸面臨**外人投資放緩、中國大陸企業償還外債壓力**，及鞏固**人民幣之國際準備貨幣地位及金融穩定**等因素，PBoC **持續寬鬆貨幣政策支撐經濟成長外**，亦須**持續維穩人民幣匯率**，相關措施如專欄 2 表 1。
4. 2023 年或本年初至 6 月 6 日，人民幣對美元匯率貶值 4.75%及 1.97%。

專欄 2 圖 1 人民幣對美元匯率



資料來源：LSEG Datastream

專欄 2 表 1 PBoC 持續採維穩人民幣匯率相關措施

(1) 透過行政措施，限縮企業大額購匯額度；
(2) 透過較預期強勁之人民幣對美元中間價來支持人民幣匯率；
(3) 透過總體審慎措施，如上調跨境融資宏觀審慎調節參數，鼓勵市場跨境融資及跨境資金流入，增加金融機構與企業外債借款額度；
(4) 透過口頭指引，關切市場對人民幣貶值之預期；
(5) 調降金融機構外匯存款準備金率，以增加美元供給；
(6) 調高外匯遠期交易之外匯風險準備金率，以增加做空人民幣之成本；
(7) 在香港發行人人民幣計價債券，收回人民幣流動性。

資料來源：作者自行整理

(三) 未來各主要經濟體央行貨幣政策面臨之主要挑戰及展望²⁹

由於當前四大經濟體處於不同發展階段，且面臨不同之結構性問題，如欲單獨以貨幣政策解決前述問題之難度甚高，以下僅列出四大央行面臨之主要挑戰與政策展望(表 2)：

表 2 美歐日中央行貨幣政策面臨之主要挑戰及展望

主要央行	Fed	ECB	BoJ	PBoC
貨幣政策面臨之主要挑戰	<ol style="list-style-type: none"> 1. 疫情後美國經濟是否已經出現結構性改變，使緊縮性政策利率水準面臨不確定性 2. 決策及政策溝通過度強調 data dependent，市場預期易受經濟數據影響而大幅波動 3. 本年美國總統大選結果影響未來經貿政策及移民政策走向，或使經濟前景及通膨走勢不確定性提高 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 俄烏戰爭、主要國家貿易衝突、中東衝突等地緣政治風險等經濟不確定性，致歐元區經濟成長面臨下行風險 2. 當前歐元區服務通膨仍居高，如地緣政治緊張局勢加劇及極端氣候事件，或將延後通膨回落至政策目標 3. ECB 政策走向仍受Fed 貨幣政策外溢效果所影響 	<ol style="list-style-type: none"> 1. BoJ 資產規模龐大且種類繁多，未來縮減其資產負債表，須避免造成金融市場大幅波動 2. BoJ 貨幣政策正常化過程仍須面臨高齡化及日本政府財政惡化等中長期結構性問題 3. 日本經濟能否持續達成通膨與薪資成長之良性循環 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美中貿易戰或迫使中國大陸與全球所建構之產業供應鏈面臨大幅調整，PBoC 能否以寬鬆貨幣政策解決經濟結構性問題 2. 房地產景氣疲弱，將衝擊國內金融體系穩定；國內消費、投資信心不足，通縮風險上升 3. 美中貨幣政策走勢分歧與外人投資放緩，增添 PBoC 維穩人民幣之複雜度
政策展望	Fed 採審慎態度評估降息	傾向寬鬆貨幣政策，惟 存在不確定性	貨幣政策視通膨是否穩定回升至政策目標而調整	貨幣政策 持續寬鬆並持續維穩人民幣匯率

²⁹ 參考本行本次理監事會後記者會參考資料「一、國際經濟金融情勢及展望」。

(四) 結論

1. 2022 年以來，Fed 啟動升息循環，7 月 ECB 亦跟進升息循環並結束負利率政策，BoJ 及 PBoC 則仍持續寬鬆政策，前述央行貨幣政策呈現分歧以及原因：

(1) 美國：受惠於大規模擴張性財政政策及極度寬鬆貨幣政策，美國政府持續推出與科技及基礎建設相關等法案擴大支出及促進民間投資，加以近年 AI 蓬勃發展，後疫情時代移民有助舒緩美國勞動短缺，均有助塑造美國經濟之韌性。爰 Fed 雖維持 40 多年來最高政策利率水準，美國經濟在已開發經濟體中表現一枝獨秀，惟通膨亦較具黏性，基此，本次 Fed 在主要央行降息風潮中落後其他央行。

(2) 歐元區：相較於美國，由於歐元區缺乏財政統合機制，於疫情期間財政刺激政策規模較小，俄烏戰爭拖累歐洲經濟成長、加重財政負擔及推升通膨，近年來中國大陸經濟趨緩拖累歐元區出口表現，以及歐元區勞動生產力停滯不前，歐元區經濟表現較為疲弱；惟在歐元區通膨趨緩進展較順利下，ECB 於本年 6 月降息 1 碼。

(3) 日本：由於本年春鬥結果提振薪資成長信心，BoJ 初判薪資與物價之良性循環強化，達成 2% 通膨目標已見跡象，宣布跨出貨幣政策正常化之第一步，其基調仍維持寬鬆。

(4) 中國大陸：近年來受到美中貿易衝突、「三道紅線」、嚴格封城與清零政策等，經濟接連受到衝擊，迄今經濟復甦仍不穩定，加以房地產景氣拖累，經濟復甦動能溫和，以及面臨通縮風險之威脅，貨幣政策亦保持相對寬鬆。

2. 四大央行貨幣政策面臨之主要挑戰

(1) **Fed**：後疫情時代美國經濟是否已經出現結構性改變，及中性利率水準是否上揚，使緊縮性政策利率水準亦面臨不確定性；Fed 決策及溝通過度強調 data dependent，市場更易因意料外的經濟數據而大幅波動；此外，本年美國總統大選結果恐影響未來經貿政策及移民政策走向，使經濟前景及通膨走勢不確定性提高。

- (2) **ECB**: 俄烏戰爭、主要國家貿易衝突、中東衝突等地緣政治風險等經濟不確定性使歐元區經濟成長面臨下行風險。當前歐元區服務通膨仍居高，如地緣政治緊張局勢加劇及極端氣候事件，或將延後通膨回落至政策目標之達成。
- (3) **BoJ**: BoJ 資產規模龐大且種類繁多，尤以持有日本公債及 ETF 為最，未來縮減資產負債表規模，須避免對債市及股市造成巨大衝擊，貨幣政策正常化難度高。另 BoJ 貨幣政策正常化過程，仍需面對高齡化等中長期結構性問題挑戰。此外，日本經濟能否持續達成通膨與薪資成長之良性循環，仍有待觀察。
- (4) **PBoC**: 美中貿易衝突影響中國大陸高科技發展，加以「共同富裕」為目標之社會政策基調，將造成社會動盪，致經濟復甦力道疲弱，PBoC 能否以寬鬆貨幣政策解決經濟結構性問題。此外，房地產景氣疲弱，將衝擊國內金融體系穩定；國內消費、投資信心不足，通縮風險上升。中國大陸持續寬鬆貨幣政策及外人投資減緩，致有資金外流及人民幣趨貶之虞；PBoC 恐面臨穩定匯率及寬鬆貨幣政策支撐國內經濟之兩難困境。
3. 此外，鑑於 Fed 常扮演主要經濟體貨幣政策之領航者，本次貨幣政策轉趨寬鬆時點或落後其他央行，惟仍須觀察長期以來 Fed 貨幣政策外溢效果(spillover effect)透過「匯率」、「貿易」及「金融」等管道傳遞給其他經濟體的情況³⁰，以及全球金融外匯及債券市場同步現象是否出現變動。倘若未來美國經濟達成軟著陸，則 Fed 亦將啟動降息循環，至於未來能否回到以 Fed 為全球政策領頭羊之局面，除了需要觀察各國經濟情勢走向是否趨向一致外，未來美元能否鞏固國際貨幣地位、地緣政治風險及全球貿易碎片化之後續發展，以及 AI 蓬勃發展或吸引更多資金流向美國等均值得留意。

³⁰ 例如 ECB 總裁 Christine Lagarde 及 BoC 總裁 Tiff Macklem 等官員提及，美國為全球最大經濟體及最主要經濟金融中心，Fed 貨幣政策對全球經濟及金融情勢具有重大影響力。ECB 政策決議某種程度上仍取決於 Fed 動向，並考慮匯率變動及國際資本流動；此外，ECB 其他官員亦指出，倘若 ECB 早於美國採行同方向政策，則其政策效果較差，故 ECB 與 Fed 間政策分歧程度將有其侷限。基此，ECB 在本年 6 月降息後，未來進一步降息仍需保持謹慎(參見 Lagarde, Christine (2024), “Monetary Policy Statement: Press Conference,” European Central Bank, Mar. 7; Lagarde, Christine (2024), “Monetary Policy Statement: Press Conference,” European Central Bank, Apr. 11 ; Reuters (2024), “ECB Should be Very Cautious about Post-June Rate Cuts, de Guindos Says,” Apr. 23 ; Schroers, Mark and Alexander Weber (2024), “Fed Rate-Cut Reluctance Will Limit ECB Leeway, Holzmann Says,” Bloomberg News, Apr. 18; Schneeweiss, Zoe (2024), “ECB’s Holzmann Says Fed Is Gorilla in Room Thanks to Dollar,” Bloomberg News, May 8 ; Weber, Alexander and Mark Schroers (2024), “There’s a Limit to How Far the ECB Can Diverge from the Fed, Vasle Says,” Bloomberg News, Apr. 18 ; Kihara, Leika and Satoshi Sugiyama (2024), “ECB’s Schnabel Calls for Caution in Rate Cuts Beyond June, Nikkei Reports,” Reuters, May 17 ; Rendell, Mark (2024), “We’re Seeing What We Need to See. We Just Need to See It for Longer: Tiff Macklem Explains the BoC’s Thinking as It Moves Toward a Pivot,” The Globe and Mail, Apr. 12)。

五、美國經濟數據、Fed 經濟估測及市場預期交互影響之探討

Fed 於 2007 年開始公布經濟估測摘要(Summary of Economic Projections, SEP)，以利市場參與者了解其對未來經濟前景之看法；而在 2012 年，Fed 更進一步在 SEP 中加入未來 3 年及較長期政策利率估值之點陣圖，其中之中位數更成為市場判斷 Fed 政策走向的重要參考依據。

另一方面，隨著最新公布的經濟數據變化，市場參與者除可能調整本身對未來經濟前景之預測外，同時亦會開始臆測 Fed 是否會調整其未來政策利率之途徑；之後隨著 Fed 公布最新的 SEP，市場再依此調整本身預測並進行投資操作，最終因而形成經濟數據、Fed 經濟估測及市場預期之間的交互影響，造成金融市場上下波動。

疫情期間 Fed 為抑制高漲的通膨，自 2022 年 3 月啟動強力升息循環；迄上(2023)年底，美國公債市場已數度因市場預期與 Fed 經濟估測差異及修正立場，致 10 年期公債殖利率出現大幅轉折變化之情形，對此，本行先前曾撰文分析¹。而自上年底以來，Fed 釋出升息循環已近尾聲，惟本(2024)年以來美國就業市場仍具韌性，通膨降溫速度亦不如預期，Fed 官員對降息時機與幅度亦出現較多的不確定性與看法分歧，使市場預期變動迅速並與 Fed 的估測出現偏離，10 年期公債殖利率因而出現多次轉折。由於 COVID 疫情後美國總體經濟變化的不確定性高於疫情前，致 Fed 經濟估測更困難，而近期 Fed 與市場溝通亦不時出現較大落差，導致金融市場波動加劇；如 Cleveland Fed 總裁 Mester 近期所言，如果大眾不能了解央行所釋出之溝通訊息，將限制央行的政策成效；因此，Fed 官員近期對應如何強化與市場之政策溝通提出建議。

美國 10 年期公債殖利率為多項金融投資工具或金融資產價格之重要定價基礎，其變動常造成各國匯市及股市的上下波動；基此，本文先說明經濟數據、Fed 估測及市場預期間交互影響之關聯性，並以上年 11 月至今，美債殖利率三階段轉折變化及股匯市所受影響，來說明前述經濟數據、Fed 估測或政策立場及市場預期之關聯性；其次闡述 Fed 近年來與市場溝通之變化，並探討近年 Fed 檢討如何改善與市場進行政策溝通及其所面臨的挑戰，以供外界參考。

¹ 參考中央銀行(2023)，「近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉變及其影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 23 日；中央銀行(2023)，「由本次升息週期美債殖利率曲線變動之特殊性談 Fed 貨幣政策之挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 14 日。

(一)本次緊縮政策期間屢見市場預期與 Fed 經濟估測出現分歧，導致債券市場波動度加大

自 2018 年以來，歷經美中貿易衝突、COVID 疫情與俄烏戰爭爆發所造成的供需失衡及通膨高漲，加以近年新興科技(如電動車及 AI 科技運用)與綠能(如風電)等投資需求，全球**經濟結構**似已與全球金融危機後之**長期停滯**(Secular Stagnation)不同，但能否回到危機前的**大溫和時代**(Great Moderation)，亦存有不同見解；基此，無論是市場、學界或央行官員要以過往經驗或模型來解讀當前的經濟數據、並藉以判斷未來經濟前景或**進行市場預測**，並不容易²。

1. 經濟數據、Fed 經濟估測或官員立場及市場預期期間的分歧及之間的交互影響，為金融市場波動的主要因素

- (1) **市場與 Fed 官員**對經濟數據之**解讀及估測**常存在**分歧**，且如出現預料外之經濟數據時，二者亦會對**原立場或估測**加以**修正**，進而**加深金融市場波動**(圖 1)；此現象自 2022 年 Fed 升息以來更為明顯，**債市波動度**大幅**攀升**(圖 2)。
- (2) 因 Fed 決策官員對市場影響大，前述現象常與 Fed 溝通方式有關；如 Fed 前主席 **Janet Yellen** 曾指出，FOMC 成員主動向外界分享本身觀點，而**成員不同觀點**可能會**扭曲原先 FOMC 所欲傳達之訊息**³；另 Fed 副主席 **Jefferson** 近日也指出，多位**官員於同期間**發表**互相衝突**之看法，使外界**不易正確解讀**決策者所傳遞的訊息，Fed **經濟估測**常被**錯誤解讀**⁴。

圖 1 經濟數據、Fed 經濟估測與市場預期交互影響

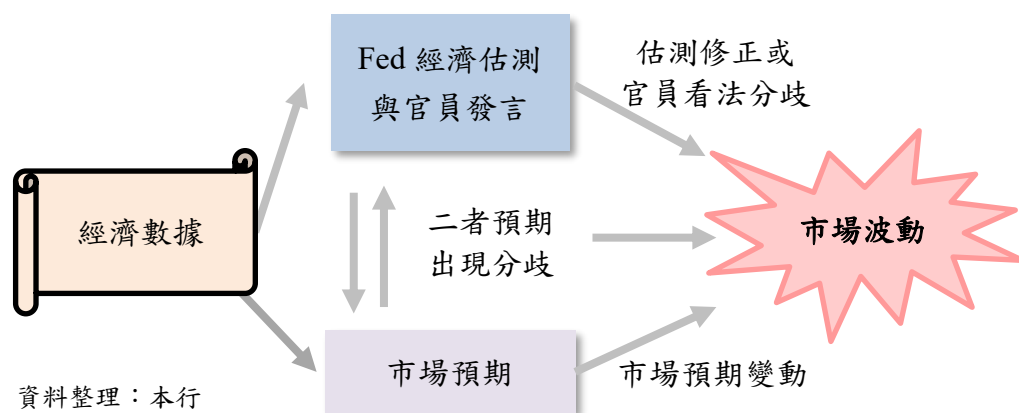


圖 2 美債波動率指標(Move Index)走勢



² 如諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 近期亦指出「不管是誰，號稱知道確切答案就是自欺欺人」。Bloomberg News (2024), “Krugman Says He’s ‘Fanatically Confused’ on Where Rates Are Going,” May 21。

³ Soergel, Andrew(2017), “Yellen: Fed Can’t Fix Communication Problem ‘Totally Effectively’,” US NEWS, Nov.14.

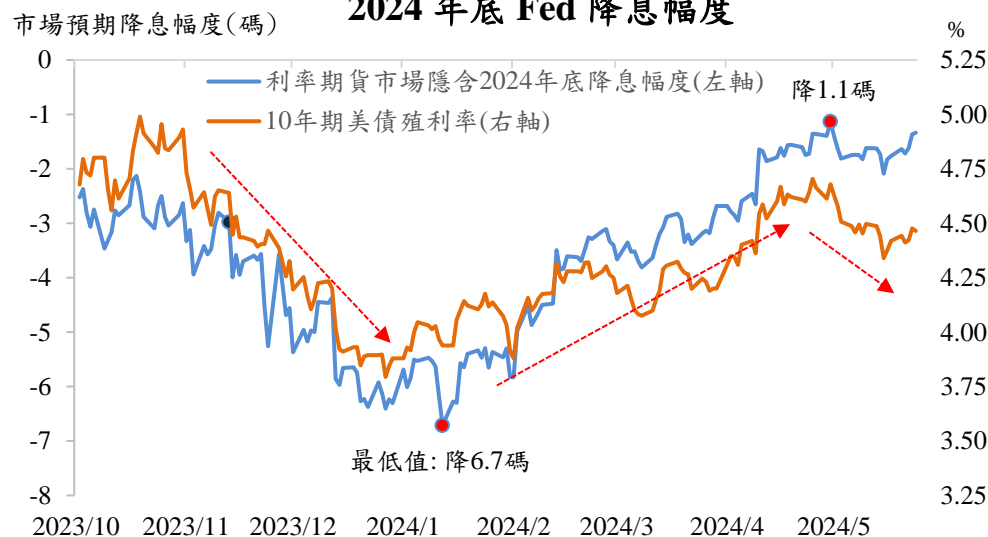
⁴ Jefferson, Philip (2024), “Communicating about Monetary Policy,” Remarks at “Central Bank Communications: Theory and Practice,” a conference hosted by the Federal Reserve Bank of Cleveland, May 13.

2. 近期美國 10 年期公債殖利率受市場對 Fed 貨幣政策走向(降息幅度大小)之預期所影響

以近期 10 年期公債殖利率與市場預期 Fed 降息幅度及 Fed 經濟估測之政策利率點陣圖為例，可發現**市場快速依頻繁公布之最新數據修正其對 Fed 未來降息幅度之預期**，此為債券殖利率上下波動主因：

- (1) 上年 11 月初，Fed 主席淡化 9 月 SEP 點陣圖所示可能於 12 月再升 1 碼之可能，並釋出**升息週期已近結束**之訊息，市場轉而預測 Fed 之**降息時點及幅度**；10 年期公債殖利率隨市場對 2024 年降息幅度大小之預期而波動(圖 3)。— 顯示在政策**即將或可能轉向**時，長債殖利率極易受**Fed 政策立場**及市場與 Fed 官員對**最新經濟數據之解讀**所影響。
- (2) Fed 官員依經濟數據調整其未來經濟估測，而市場參與者亦隨最新數據迅速反應。由於 Fed 發布**SEP**之頻率較低(每季一次)，而**各項經濟數據公布卻相當頻繁**(詳附表 1)，爰不時出現市場**頻繁且快速修正**本身預期，時而偏離 Fed 估測基調，時而向 Fed 估測靠攏，加以 Fed 不同官員立場及觀點亦常出現差異，造成債券殖利率上下波動。— 在此期間，Fed 兩次**點陣圖中位數並無變動**，維持 2024 年降息**3 碼**，而市場預期之降息幅度則介於**7 碼至 1 碼**(圖 4)。

圖 3 美國 10 年期公債殖利率與利率期貨隱含
2024 年底 Fed 降息幅度



資料來源：Bloomberg

圖 4 SEP 政策利率點陣圖與利率期貨隱含
2024 年底 Fed 降息幅度



資料來源：Bloomberg

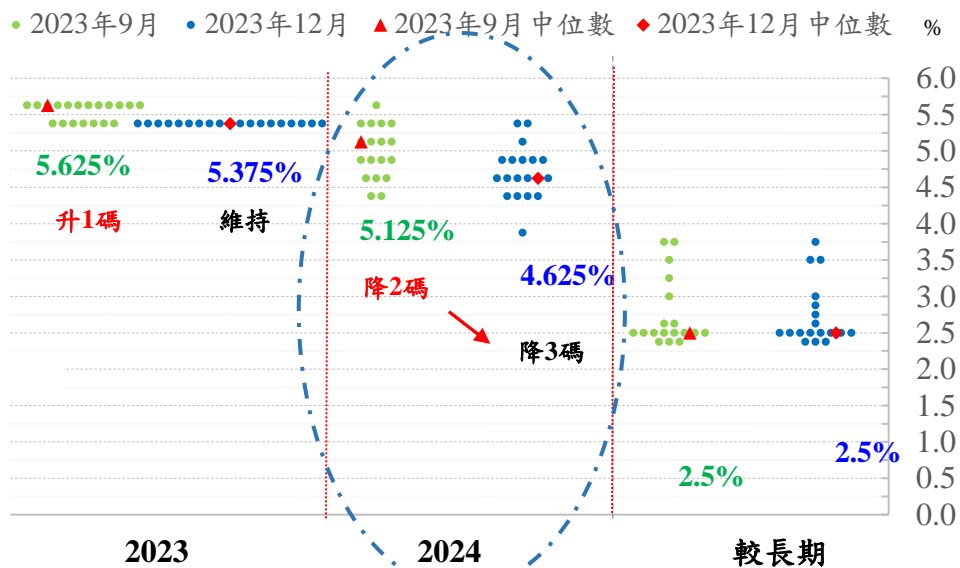
(二) 上年 11 月迄今美國公債殖利率轉折變化及對全球匯市、股市之影響

1. 近期美國公債殖利率之三階段轉折變化

(1) 第一階段(2023 年 11 月至 2023 年 12 月)：長率自高點回落

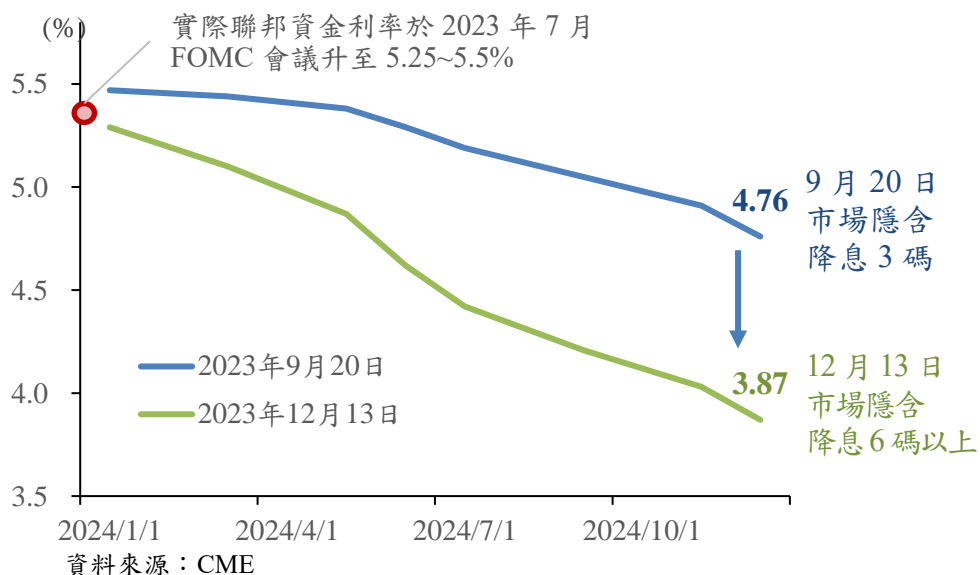
- 上年 10 月下旬美債 10 年期殖利率升破 5%，金融情勢大幅緊縮，通膨持續放緩，11 月 FOMC 會後記者會 Fed 主席 Powell 表示金融情勢緊縮影響貨幣政策，淡化 9 月 SEP 點陣圖可能於上年再升 1 碼之訊息(圖 5)，暗示本次升息循環已近頂點。
- 上年 12 月 FOMC 會議維持聯邦資金利率於 5.25~5.5% 不變，加以公布之 SEP 點陣圖中位數暗示 2024 年全年將降息 3 碼至 4.625%，幅度較 9 月之估測(降 2 碼)擴大 1 碼(圖 5)，市場解讀為 Fed 政策轉向(由緊轉鬆)；惟市場過度反應，預期 2024 年降息幅度超過 6 碼(=(5.5%-3.87%)/0.25%)(圖 6 藍線至綠線)，較 9 月之估測(降 3 碼)擴大 3 碼，使 10 年期殖利率快速跌破 3.8% (圖 3)。

圖 5 2023 年 9 月及 2023 年 12 月 SEP 之政策利率估值變化



資料來源：Federal Reserve

圖 6 利率期貨市場隱含 2024 年之聯邦資金利率



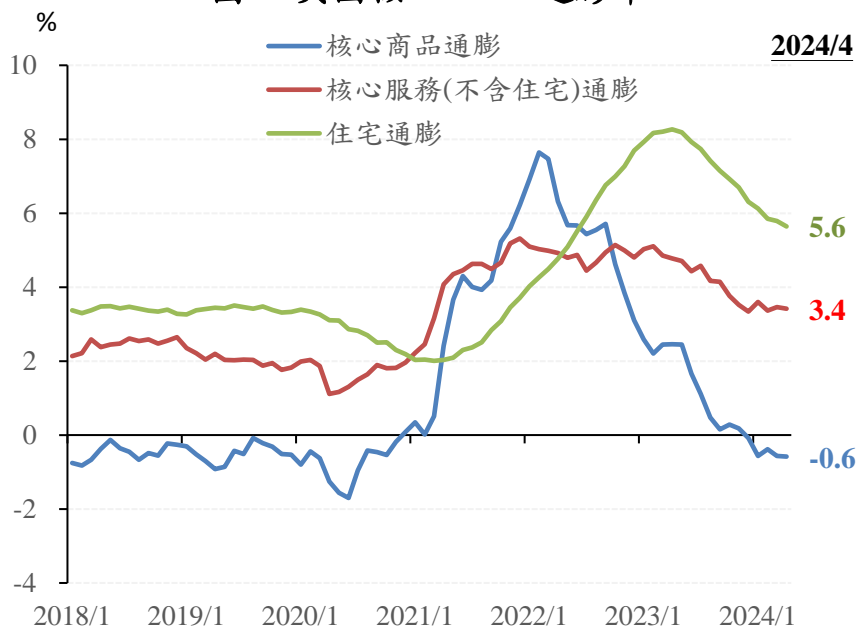
資料來源：CME

註：2023 年 9 月 20 日及 12 月 13 日為政策聲明稿公布日。

(2) 第二階段(2024年1月至2024年4月)：長率回升

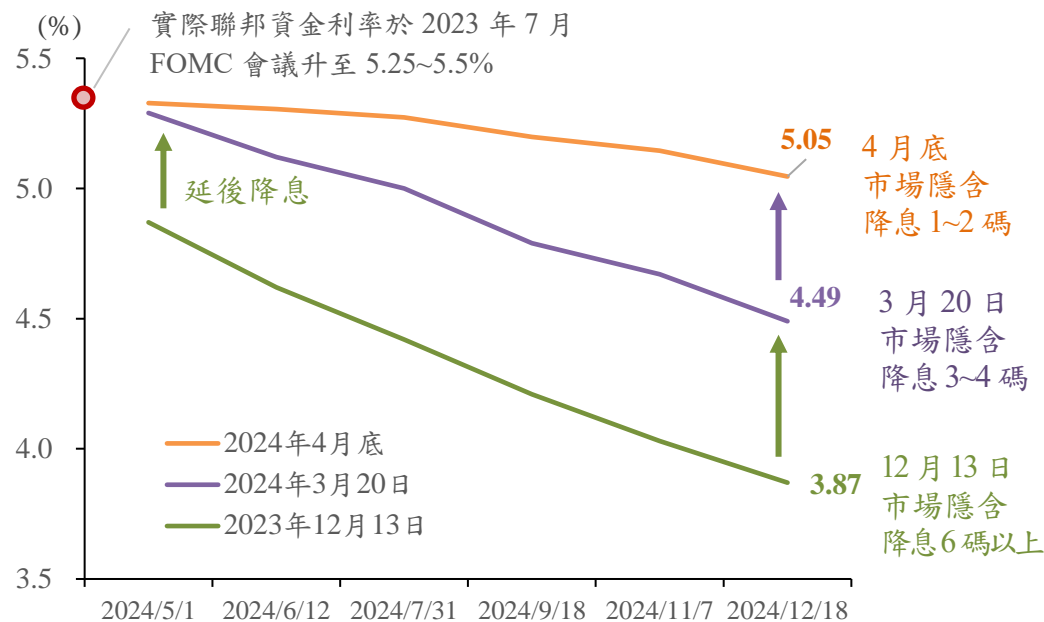
- CPI、PCE 通膨率下降速度緩慢，核心服務及住宅通膨仍具黏性(圖 7)，新增就業人數及薪資成長保持穩健。
- 1月 FOMC 會後記者會主席 Powell 表示 3 月降息可能性不大，2月 22 日 Fed 副主席 Jefferson 及理事 Waller 均表示無降息之急迫性，3月 FOMC 會議之 SEP 點陣圖維持 2024 年全年降息 3 碼；市場不但延後 Fed 首次降息時點之預期，亦縮減降息幅度之預期(圖 8 綠線至紫線)。
- 由於通膨回落缺乏進展，4 月中旬 Fed 主席 Powell、副主席 Jefferson 及 New York Fed 總裁 Williams 等多位官員均認為沒有降息急迫性；利率期貨市場隱含降息幅度縮減至近 1 碼(= $(5.5\%-5.05\%)/0.25\%$)(圖 8 紫線至橘線)，致 4 月底 10 年期殖利率彈升至 4.7%(圖 3)。

圖 7 美國核心 PCE 通膨率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

圖 8 利率期貨市場隱含 2024 年之聯邦資金利率

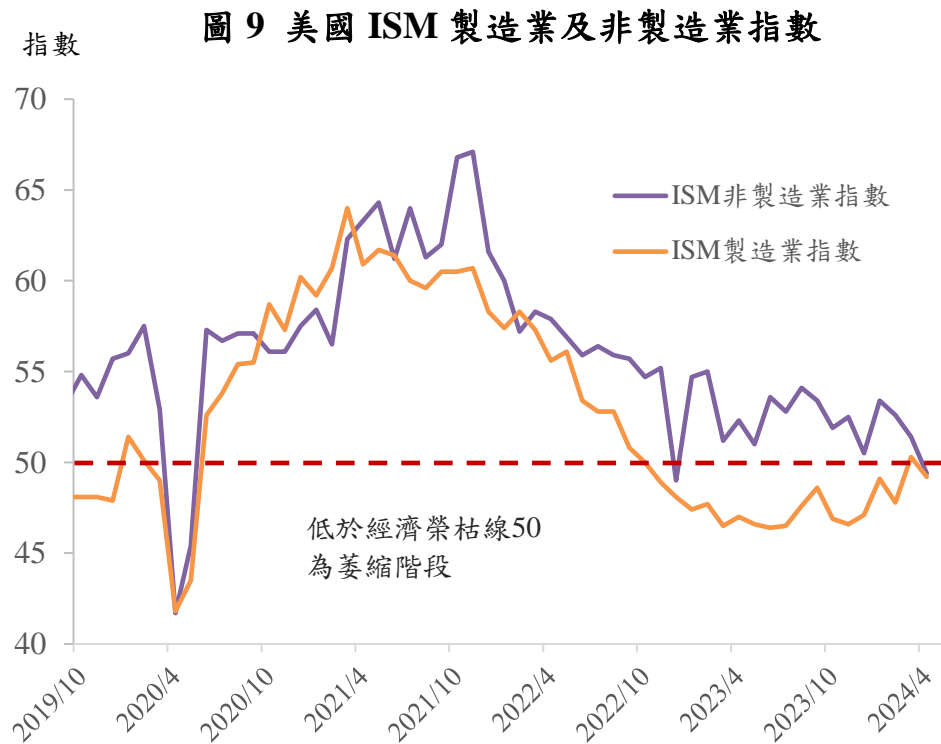


資料來源：CME

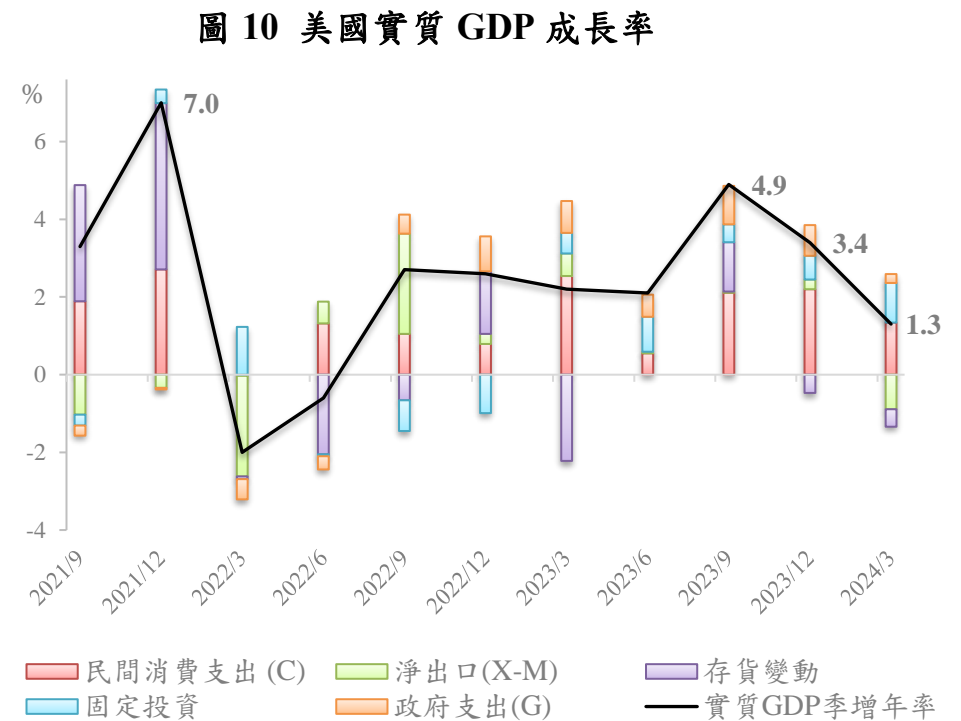
註：2023 年 12 月 13 日及 2024 年 3 月 20 日為政策聲明稿公布日。

(3) 第三階段(2024年5月迄今)：長率再度下滑

- 經濟數據出現放緩徵兆，ISM 製造業及非製造業指數均跌破經濟榮枯線(圖 9)，第 1 季 GDP 季增年率降至 2% 以下(圖 10)。
- 5 月 FOMC 會議宣布放緩縮表步調，主席 Powell 指出利率水準已具限制性，需更長一段時間觀察通膨風險才有信心降息，再次升息的可能性不大(中性)。5 月 10 日 Dallas Fed 總裁 Logan 與 Minneapolis Fed 總裁 Kashkari 公開表示利率水準仍不夠緊俏(鷹派)；5 月 20 日副主席 Jefferson 表示降息還太早(偏鷹)；5 月 21 日理事 Waller 表示，未來需要看到通膨連續 3~5 個月趨緩，才有可能降息(偏鷹)；5 月 22 日公布之 FOMC 會議紀錄亦顯示，成員對未來政策路徑看法存在分歧。
- 市場預期 Fed 降息幅度約 1~2 碼(圖 4)，10 年期殖利率於 4.30~4.60% 區間盤整(圖 3)。



資料來源：Institute for Supply Management



資料來源：Bureau of Economic Analysis

2. 近期美債殖利率波動仍為全球匯市波動之主因，股市則因 Fed 政策轉向及科技業前景轉佳而持續漲勢

(1) 自 2022 年 3 月 Fed 強力緊縮貨幣政策以來，其政策及美債殖利率之變動為帶動全球股、匯市走勢之主要因素⁵。

(2) 自上年 11 月迄今，全球匯市仍受美債殖利率所影響，二者變化息息相關(殖利率升/降→美元強/弱)；股市走勢原多與殖利率走勢相反(殖利率升/降→股市跌/漲)；惟 2024 年第一季則出現相反於先前股債市關係之走勢，雖債券殖利率走高，但股市受 AI 產業財報激勵，持續熱絡上漲⁶：

— 第一階段：經濟數據轉弱，長率回落，美元指數(DXY)下跌(圖 11)；股市則因市場預期 Fed 將降息而上揚(圖 12)。

— 第二階段：經濟數據明顯優於預期，加以通膨趨緩進展停滯，市場修正 Fed 降息幅度之預期，致長率回升至 4.7%，美元走強(圖 11)；而股市則反映 AI 等新科技可能推升生產力及帶動產業獲利而呈現上揚(圖 12)。

— 第三階段：5 月初 Fed 主席 Powell 表示 Fed 再次升息可能性不大，加以 PCE 通膨趨緩，長率下滑，美元指數下跌(圖 11)；全球股市因市場預期 2024 年 Fed 降息幅度略微擴大至 2 碼而上揚(圖 12)。

圖 11 10 年期公債殖利率及美元指數

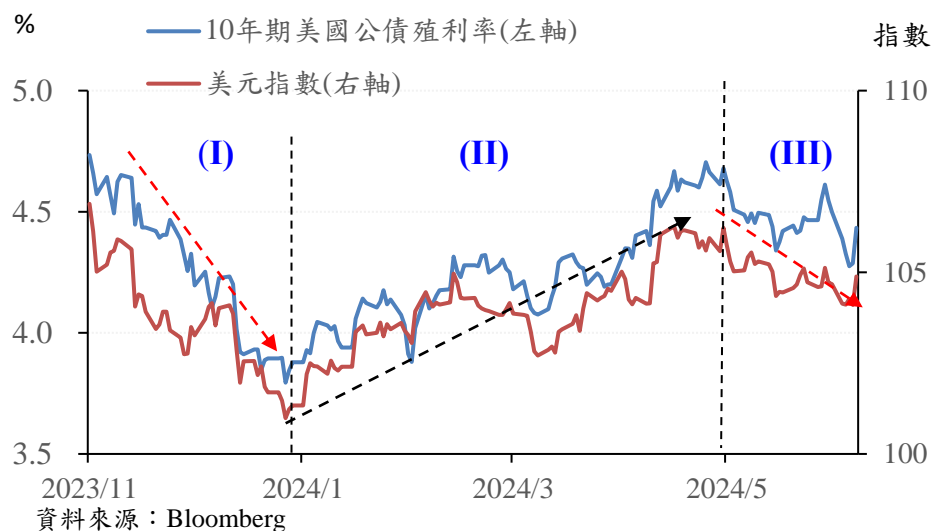
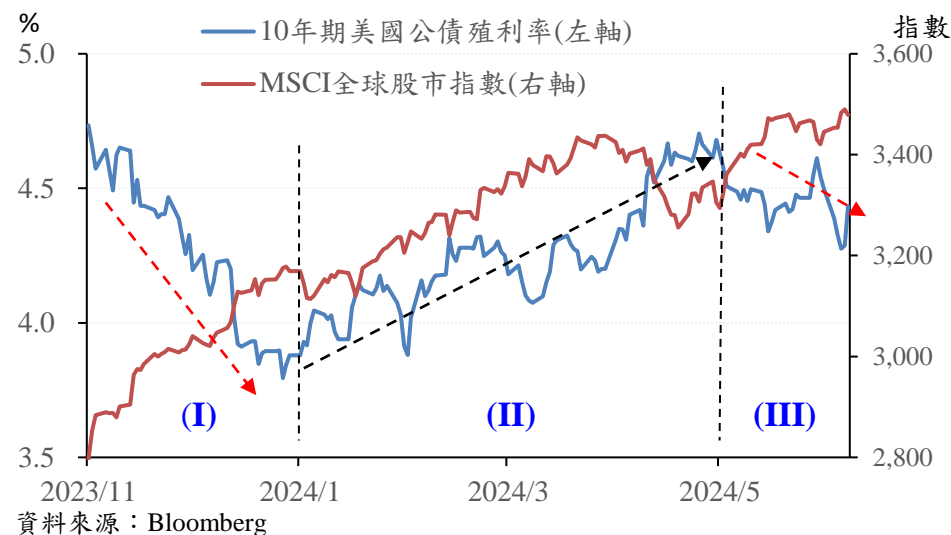


圖 12 10 年期公債殖利率及 MSCI 全球股價指數



⁵ 有關美國 Fed 貨幣政策及全球股市評價請參考中央銀行(2023)，「美國 Fed 貨幣政策動向及外資投資策略對國內股匯市之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。

⁶ 有關全球股市走高等議題，請參見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、近期全球股市變動分析—兼論 ETF 熱潮對台股之影響」。

(三) Fed 經濟估測摘要及前瞻指引對市場預期的的重要性

1. Fed 引導市場預期方式之重大演變(圖 13)

- (1) 時任 Fed 主席 Bernanke 於 2007 年開始發布**經濟成長、失業率、整體及核心 PCE 通膨**之經濟估測摘要。
- (2) 2008 年 9 月由於全球金融危機爆發，該年底政策利率已降至零利率底限，Fed 遂開始運用各項「**前瞻指引(forward guidance)**」向市場傳達寬鬆貨幣政策之意向：
 - **採用特定日期指引(calendar- or date-based)**：如 2011 年 8 月宣布低利率將至少維持至 2013 年中。
 - **採用經濟情勢為基礎指引(threshold)**：如 2012 年 12 月宣稱只要**失業率仍高於 6.5%**、未來 1~2 年內**預期通膨率未超過 2.5%**，則不會調高政策利率(外界稱其為 Evans' Rule)。
 - 2012 年 **SEP 新增政策利率點陣圖(dot plot)**，引導市場對未來聯邦資金利率路徑之預期。
- (3) **2012 年採用通膨目標化架構(inflation targeting)**：明示 Fed 在達成通膨目標 **2%**前，仍將維持寬鬆貨幣政策。
- (4) 2019 年將原為每季舉行之 FOMC 會後記者會，改為每次 FOMC 會後舉行會後記者會。
- (5) 2020 年 8 月採用**彈性平均通膨目標化架構(FAIT)**，將維持低利率直到平均通膨率回升至政策目標 2%，才會升息。

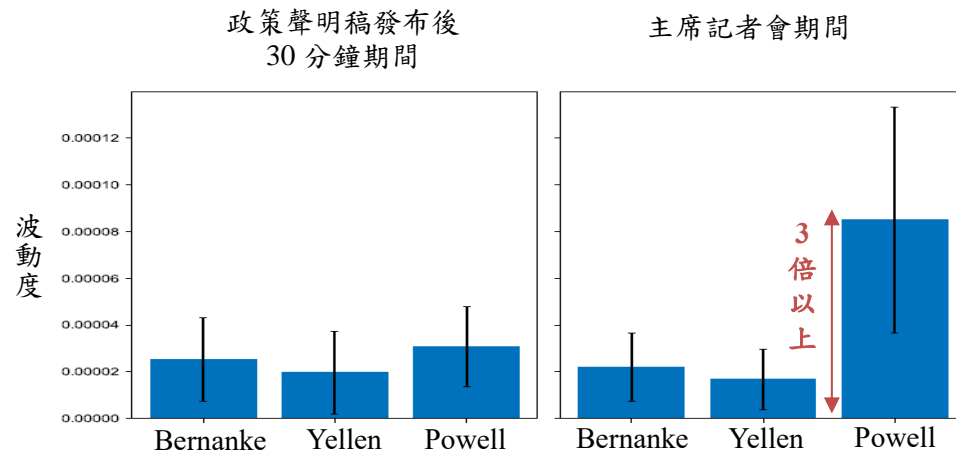
圖 13 Fed 引導市場預期方式之演變



2. 疫情後金融市場對貨幣政策決策訊息之反應變得更加敏感

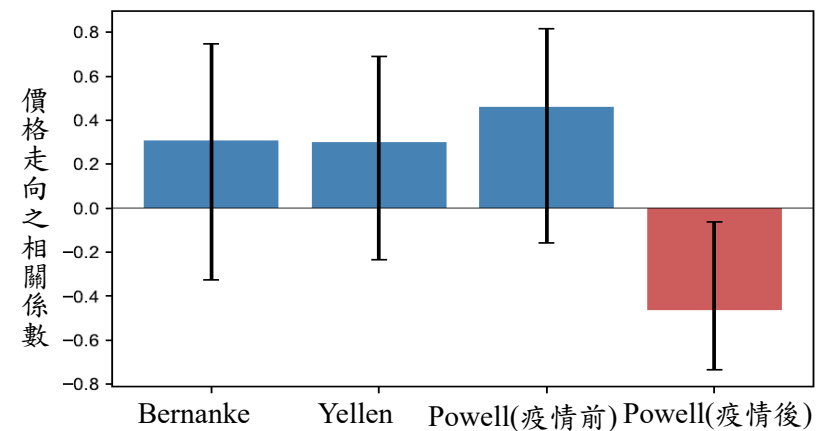
- (1) 在全球金融危機或疫情期間，「前瞻指引」可引導市場預期來錨定長期利率水準，惟在貨幣政策正常化時期，則較不適用；如 **Fed 主席 Powell** 及 **加拿大央行前總裁 Poloz** 均曾指出，前瞻指引在危機期間或有必要，但恐已不合時宜⁷；
- (2) 且自 **疫情後**，美國經濟結構似已改變，**預測經濟前景已更加困難**。Fed 目前的「依經濟數據來進行決策(**data dependent**)」決策模式，或反使大眾不易推敲貨幣政策的下一步，致每當**政策**所釋出之**決策訊息**與**市場預期**出現**落差**時，**金融市場反應**更為**劇烈**。
- (3) 如 Narain and Sangani (2023)⁸研究金融市場(如股、債市)價格的短期波動發現，在 FOMC 政策聲明稿發布後與主席會後記者會時，不同的三位主席任期期間，S&P 500 股票指數之價格波動度並不相同：
- 股市在 2018 年以後現任 **Powell 主席記者會**期間變得**非常敏感**，**波動度**是前兩任主席記者會期間之**3 倍**(圖 14)。
 - 在**疫情前**，股價在**政策聲明稿**發布後與在**記者會**時多為**同方向變動**，呈現正相關(圖 15 藍色柱狀)；而在**疫情後**，股價在主席舉行記者會時，**常出現價格轉向**(與聲明稿發布後之走勢不同)之現象(圖 15 紅色柱狀)。

圖 14 政策聲明稿及主席記者會期間之股市波動度



資料來源：Narain and Sangani (2023)

圖 15 股價對政策聲明稿與股價對主席記者會反應方向之相關係數



⁷ 參考中央銀行(2018)，「當代貨幣政策面臨的挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，9月27日；中央銀行(2021)，「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，6月17日。

⁸ 研究期間為 2011 年 4 月至 2023 年 2 月間三位 Fed 主席任期，金融市場(股、債市等)價格對 FOMC 政策聲明稿及主席記者會期間的波動情形。參見 Narain, Namrata and Kunal Sangani (2023), "The Market Impact of Fed Communications: The Role of the Press Conference," Harvard University working paper。

(四)當前 Fed 貨幣政策溝通策略之建議與挑戰

IMF (2022)報告⁹指出，**有效的對外溝通**已成為各國央行貨幣政策的關鍵一環，此有助市場了解貨幣政策架構與目標、決策與操作策略，**錨定市場預期**以減少金融資產價格波動，從而引導經濟朝法定目標發展；Fed 前主席 Yellen (2013)說過「**解釋也是政策**」¹⁰，前主席 Bernanke (2015)亦曾說過「**貨幣政策 98%是溝通，行動只占 2%**」¹¹。

過去 20 多年來，Fed 致力加強溝通，如發布經濟估測摘要(SEP)及增加會後記者會次數，亦有愈來愈多官員對外持續且不定期發表演講(有關 Fed 當前對外溝通貨幣政策之主要形式參見附表 2)。惟如依 **St. Louis Fed** (2018, 2019)研究顯示，金融危機後，Fed 貨幣政策**聲明稿之內容長度增加**，惟**理解難度**似也**提高**，使大眾反而不易了解央行所釋放訊息；另官員對外**演講次數增加**且**演講重疊日數**亦大幅**增加**，一旦官員發表**互相衝突看法**，或使大眾對未來政策走向更為**困惑**¹²。

鑒於疫情後市場在解讀 Fed 貨幣政策決策訊息時，常出現分歧並與 Fed 政策立場存在落差，金融市場波動加劇，故如何精進溝通是當前 Fed 貨幣政策溝通策略之重點，近期 Fed 官員除進行省思並提出如何強化溝通措施之相關建議。

1. 讓外界了解相關的政策反應函數(如泰勒法則)，並納入更多經濟前景不同的可能情境

(1)Cleveland Fed 總裁 Mester 近期指出，Fed 對外溝通本身政策時，需**納入經濟前景不同的可能情境**並關注更多不確定性，使大眾理解 Fed **並無**準確的「**先見之明**」，在外部因素變動時，會**依法則(rule-based)**調整其貨幣政策之制定¹³；

(2)Philadelphia Fed 前任總裁 Plosser 亦指出，SEP 容易造成外界錯誤解讀，建議可將泰勒法則(**Taylor Rule**)與其他既有模型之預測結果，與個別官員之預測進行比較，此似可提升未來 SEP 預測的正確性¹⁴。

⁹ Casiraghi, Macro and Leonardo Pio Perez (2022), “Central Bank Communications,” *Technical Assistance Handbook*, IMF Monetary and Capital Markets Department, Jan.

¹⁰ Yellen, Janet L. (2013), “Communication in Monetary Policy,” Remarks at Society of American Business Editors and Writers 50th Anniversary Conference, Apr. 4.

¹¹ Bernanke, Ben S. (2015), “Inaugurating a New Blog,” Brookings Institute, Mar. 30. [https://Inaugurating a new blog | Brookings](https://Inaugurating%20a%20new%20blog%20|%20Brookings)

¹² St. Louis Fed (2018, 2019)比較美國金融風暴前後，貨幣政策聲明稿與 Fed 官員對外演講次數之變化。研究顯示，聲明稿長度由之前的平均 223 字，增加到平均 580 字，理解難度由之前的大學生可懂程度，提高到研究生才懂的程度；各區域聯邦銀行總裁之演講次數，在 1998 至 2004 年間平均每年 150 場，之後逐年增加至 2013 年約 220 場之高峰；其中，單日超過 1 位總裁演講之天數，由 2004 年之 30 天增至 2017 年之 60 天。參見 Kliesen, Kevin L., Brian Levine and Christopher J. Waller (2018), “Gauging the Evolution of Monetary Policy Communication Before and After the Financial Crisis,” Federal Reserve Bank of St. Louis *Economic Synopses* No. 27；Kliesen, Kevin L., Brian Levine and Christopher J. Waller (2019), “Gauging Market Responses to Monetary Policy Communication,” Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, Second Quarter。

¹³ Schneider, Howard (2024), “Central Bankers Should Acknowledge Blind Spots, Fed’s Mester Says,” Reuters, May 24.

¹⁴ Levy, Mickey D. and Charles I. Plosser (2024), “What the Fed Doesn’t Communicate,” *The Wall Street Journal*, Jun. 5.

2. 提供經濟估測摘要及政策利率點陣圖更詳盡之說明

- (1) 近期 Fed 官員(Cleveland Fed 總裁 **Mester** 演講¹⁵及 Philadelphia Fed 前任總裁 **Plosser** 在前述日報專文)，均建議可**調整**目前經濟估測摘要(SEP)及政策利率點陣圖中**僅公布中位數**之方式；例如，可透過匿名方式，將個別 FOMC 成員之**經濟估測區間與其政策利率估測值加以連結**，以**具體呈現個別官員(匿名)對經濟前景及政策利率之估測區間**，使**市場參與者更加了解**不同官員估測未來**政策利率時，其背後的想法**(如其所依據之未來通膨走勢或失業率等數據)。
- (2) 另亦須讓市場了解政策利率點陣圖之運用有其限制。如 Fed 主席 **Powell** (2023)強調**點陣圖傳達政策訊息之效力**將隨時間而**逐漸淡化**，並表示 Fed 公布點陣圖不是對未來的承諾或計畫，經濟狀況改變時，決策官員的想法亦會調整。

3. 增進政策聲明稿之清晰度及改善政策官員之演講方式

- (1) Cleveland Fed 總裁 Mester (2024)認為精簡的政策聲明稿有其優點，惟若**過於簡短**，亦可能無法讓公眾充分了解目前**經濟情勢與利率決策間的關係**。
- (2) 降低市場因過多訊息(如太多演講)所產生之困惑或混淆，有助於市場參與者正確解讀官員傳遞之訊息：
 - 如 Fed 副主席 **Jefferson** 近期強調¹⁶，若多位央行官員於相同期間發表**互相衝突**之看法，將使外界更**不易正確解讀**政策制定者所要傳遞的訊息，而使金融市場產生預期外之結果；而 Fed 前主席 **Yellen** 亦曾於 2017 年時提出**類似看法**¹⁷。
(華盛頓特區之智庫 **Brookings** 近期一項問卷調查顯示，多數受調者希望**主席演講次數增加**，但希望分行總裁**減少**演講¹⁸)。

¹⁵ Mester, Loretta J. (2024), “Forward Guidance and Monetary Policy Communications: Use Your Words and Connect the Dots,” Speech at The Bank of Japan-Institute for Monetary and Economic Studies Conference, Price Dynamics and Monetary Policy Challenges – Lessons Learned and Going Forward, May 28.

¹⁶ Jefferson, Philip (2024), “Communicating about Monetary Policy,” Central Bank Communications: Theory and Practice, May 13.

¹⁷ Soergel, Andrew (2017), “Yellen: Fed Can't Fix Communication Problem 'Totally Effectively',” US NEWS, Nov.14.

¹⁸ Brookings 對聯準會溝通成效進行評估，分別於 2016、2020 及 2024 年向學界及民間部門(含銀行、投資銀行、信評公司、總經顧問、政府贊助機構)發出問卷調查。受調者希望降低地區分行總裁及理事演講次數之占比(分別為 59%、39%)，高於希望二者能增加次數之占比(7%、9%)；同時，受調者希望增加主席演講次數之占比則為降低占比之 2 倍。(參見 Wessel, David and Sam Boocker (2024), “Federal Reserve Communications: Survey Results,” *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings*。)

4. 疫情後 Fed 貨幣政策溝通較疫情前困難

- (1) 疫情以來，經濟結構的改變，使市場及決策者較**不易判斷**政策利率是否處於**適當區間**，經濟及金融**不確定性均提高**，如經濟數據出現**預期外變動**，美國公債**殖利率曲線**常隨之出現**大幅移動**情形，並帶動整體金融情勢變動；加以近年來金融市場**規模因擴張性財政政策**影響而明顯**擴大**，對經濟之影響更甚以往，進而可能**干擾貨幣政策走向**。
- 如上年第三季 Fed 立場偏鷹，SEP 顯示尚有**升息一碼空間**，美債殖利率走升；加以市場認為美國財政部利息支出將因利率上升而增加，**債務情勢有惡化之慮**，更進一步**推升殖利率**，**股市隨之下跌**而**美元走強**，整體**金融情勢**更為**緊縮**。
 - 後**基於金融情勢緊俏**，Fed 主席 **Powell** 於 11 月初釋出**不再升息訊息**，加以經濟數據趨緩，使市場**大幅調降 Fed 降息幅度**，**金融情勢**因殖利率下跌、股市上揚及美元走弱而快速轉向並走向**寬鬆**。
- (2) 當前 Fed 試圖淡化危機期間所採前瞻指引之溝通方式，並稱係依經濟數據來進行決策，此使金融市場更加仰賴最新經濟數據來調整其預期，致預期外的數據更易造成金融波動。當前經濟處於是否發生所謂結構性轉變的不確定時代，Fed 與市場對數據的判讀及二者間的互動，可能使 Fed 上述決策模式更加不易引導市場預期。

(五)結論

1. 為增進貨幣政策傳遞效果，Fed 冀望透過增進溝通方式來引導市場預期；如 2007 年起 Fed 開始發布經濟估測摘要，另在全球金融危機後，基於利率降至零利率底限，自 2008 年底起 Fed 運用各項「前瞻指引」向市場傳達寬鬆貨幣政策之意向。此外，由於美國經濟在金融危機後呈現長期停滯，2012 年 Fed 正式採用通膨目標，並於 SEP 新增政策利率點陣圖，以穩定市場對未來聯邦資金利率路徑之預期。
 - 惟在此努力下，仍會出現市場對 Fed 政策立場轉變做出過度反應，如 2013 年在 Fed 計劃縮減購債規模時，即發生所謂縮減恐慌(taper tantrum)現象¹⁹；由於美債殖利率為全球多項金融投資工具之定價基礎，美債價格大幅波動常造成全球股、匯市隨之震盪，當年各國金融市場多因縮減恐慌而受到負面衝擊。
2. 尤其在 COVID 疫情後，美國經濟快速復甦，消費需求強勁，勞動市場緊俏，新興科技快速發展並吸引資本投資，勞動生產力亦呈提高，代表美國潛在的生產力或已較疫情前提升，惟此仍存有爭論，使當前美國經濟不確定性高於疫情前，進而不利 Fed 與市場對經濟數據之解讀、並據以判斷未來經濟前景，同時亦使 Fed 對外溝通難度提高。
3. 為穩定市場預期，使市場正確解讀其釋出之政策訊息，以提高政策溝通成效，近期 Fed 官員省思應如何強化溝通。
 - 如改善 Fed 經濟估測摘要及政策利率點陣圖之表達及溝通方式，向市場傳達點陣圖在發布後效力將隨時間而遞減，無需將之前的點陣圖視為當前計畫，且市場應降低對點陣圖變動之反應，不宜因中位數之變動而大幅修正本身之預期。
4. 目前 Fed 淡化危機期間所採前瞻指引之溝通方式，並改依經濟數據進行決策，惟此舉或使金融市場更加仰賴經濟數據來調整其預期，導致預期外數據更易引發金融波動；尤其在經濟結構是否轉變、政策利率是否處於限制性水準仍存爭論之際，過度強調 data dependent 可能更不易引導市場預期；另一方面，Fed 官員對經濟數據及政策立場常出現分歧，此亦使市場對 Fed 所釋出之政策訊息常感到困惑，此二者或可能亦為近年市場波動度上升之因素。

¹⁹ 2020 年 Fed 前主席 Bernanke 承認 2013 年 Fed 在對外溝通縮減購債時，似忽略 QE 退場有強大的宣示效用，且事先需要一致性及高明溝通技巧；參考中央銀行 (2021)，「Fed 縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，9 月 23 日。

附表 1 美國定期發布之重要經濟指標

實體經濟活動				價格		信心調查	
勞動市場		非勞動市場					
指標名稱	頻率	指標名稱	頻率	指標名稱	頻率	指標名稱	頻率
非農就業人數(NFP)	月	國內生產毛額(GDP)	季	消費者物價指數(CPI)	月	美國供應管理協會(ISM)製造業及非製造業採購經理人指數	月
失業率	月	零售銷售	月	生產者物價指數(PPI)	月	密西根大學消費者信心指數	月
職位空缺數	月	新屋開工	月	個人消費支出物價指數(PCEPI)	月	密西根大學消費者通膨預期	月
ADP 就業人數	月	耐久財訂單	月	平均時薪(AHE)	月	美國經濟諮商會消費者信心指數	月
初次申請失業救濟金人數	週	工業生產指數	月	就業成本指數(ECI)	季		

註：本表僅列示文獻²⁰常用於研究各種經濟數據公布後對金融資產價格影響之指標。研究結果多顯示 NFP 之影響力最大，因該數據是每個月最先公布的重要指標。例如：Boehm and Kroner (2023)研究 1996~2019 年期間對於 S&P 500 股價指數及 10 年期美國公債殖利率的影響，結果顯示，NFP 的影響力最大，GDP 略居第 2~3 位，核心 CPI 約居第 4 位。Goldberg and Grisse (2013)研究 2000~2011 年期間 2、5、10 年期美國公債殖利率在數據公布前後 5 分鐘內之變化，結果顯示 NFP 的影響力最大，且對 5 年期殖利率的影響力高於 2、10 年期。

²⁰ 參見 Boehm, Christoph E. and T. Niklas Kroner (2023). “The US, Economic News, and the Global Financial Cycle,” International Finance Discussion Papers 1371, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/IFDP.2023.1371> ; Goldberg, Linda S. and Christian Grisse (2013), “Time Variation in Asset Price Responses to Macro Announcements,” NBER working paper 19523, National Bureau of Economic Research, <https://www.nber.org/papers/w19523> 。

附表 2 Fed 對外溝通貨幣政策之主要形式

溝通形式	溝通者	內容說明	頻率	發布時間
政策聲明稿 ¹ (Policy statement)	FOMC	說明 FOMC 會議貨幣政策調整理由、近期經濟情勢評估及未來政策方向，代表整體委員會的政策立場	每年 8 次	每次會議後~2:00 PM EST
會後記者會 ² (Press conference)	主席	主席就 FOMC 會議決議內容口頭說明並接受記者提問	每年 8 次	每次會議後~2:30 PM EST
會議紀錄 ³ (Minutes)	FOMC	紀錄 FOMC 會議與會者的討論內容，有助公眾解讀在當前經濟情勢下，委員會各種決策形成背後的考量點	每年 8 次	每次會議之 3 週後 ~2:00 PM EST
經濟估測 ⁴ (SEP)	FOMC	FOMC 成員對未來 3 年年底及更長期之 GDP 成長率、失業率、通膨率的預測，以及利率預測點陣圖(dot plot)	每年 4 次	3、6、9 及 12 月會議後 ~2:00 PM EST
國會聽證會	主席	赴眾議院及參議院發表證詞並接受議員詢問	每年 2 次	2 及 7 月
對外演講與訪談	FOMC	個別官員發表對未來經濟情勢及政策展望之看法	經常持續性	
長期目標與貨幣政策策略聲明 ⁵	FOMC	闡述貨幣政策目標與貨幣政策架構，作為委員會政策行動之基礎	每年 1 次	1 月

註：本表為目前情況，過去 30 年來，迭有變更。

1. 政策聲明稿：主席 Greenspan 自 1994 年 2 月起於有調整政策利率之會議後發布，自 1999 年 5 月起，每次會議後發布。
2. 會後記者會：主席 Bernanke 自 2011 年起每年 4 次(3、6、9 及 12 月會議後)；主席 Powell 自 2019 年 1 月改為每年 8 次。
3. 會議紀錄：主席 Greenspan 自 1993 年起公布，自 1994 年起會議紀錄逐字稿於當次會議之 5 年後公布。
4. 經濟估測：主席 Bernanke 自 2007 年起發布，自 2012 年 1 月起加入政策利率預測點陣圖；主席 Yellen 自 2017 年 3 月起加入扇形圖。
5. 長期目標與貨幣政策策略聲明：主席 Bernanke 自 2012 年起發布，明示符合物價穩定目標之較長期通膨率為 2%，符合最大就業目標之較長期失業率區間為 5.2~6.0%。

資料來源：Federal Reserve，本行整理

六、近期全球股市變動分析—兼論 ETF 熱潮對台股之影響

近年全球股市動態主要係由央行貨幣政策所驅動，**2022 年**主要國家央行為對抗通膨，相繼採取**緊縮貨幣政策**，造成全球**股市下跌**；2022 年底至上(2023)年上半年，**美國殖利率曲線呈現反轉**，市場預期 Fed 政策將轉趨寬鬆，適逢**AI 熱潮**興起，帶動全球股市觸底反彈。

2023 下半年 Fed 貨幣政策再次趨緊，中長期美債殖利率突破 5%，拖累全球股市下滑；同年 11 月，Fed 主席釋出**升息週期即將告終**之訊息，美債殖利率急遽下滑至 4%，**美股勁揚**；儘管本(2024)年上半年美債殖利率再度因通膨降幅不如預期而回升，惟同期間美國科技業績效亮眼，推升供應鏈獲利前景，加以地緣政治紛擾帶動全球國防、生技製藥產業成長，**全球股市續揚**，美、歐、亞主要國家股市紛紛於本年**創新高**，**台股亦跟漲**，**頻締新猷**。

台灣屬小型開放經濟體，資本市場波動多受國際熱錢與外資進出所主導，過去 2 年大致上亦然，如**2022 年 Fed 激進升息**造成全球金融循環緊縮，**外資大幅撤出**，全年**賣超集中市場 1.23 兆元**，造成台灣**股市大跌 4,081 點(跌幅 22.4%)**¹；而**上年**台灣供應鏈受惠於**AI 熱潮**，外資匯入，全年**買超 2,754 億元**，帶動**台股上漲 3,793 點(漲幅 26.8%)**，顯見**外資動向**確為近年來為**影響台股走勢之主要因素**。

本年全球股市在**美國科技股**帶動下持續走揚，加上**市場預期**主要**央行貨幣政策**方向**轉趨寬鬆**²，各國股市紛創新高，台股亦於 6 月 6 日創下 21,903 點之歷史新猷。然而，本年以來**外資買超**台股金額不大，並在 3~4 月間相對高點時逢高獲利了結，將資金匯出；惟此期間**台股因股票型 ETF**(有關 ETF 簡介，詳附錄)**熱賣**，在**內資散戶及投信撐盤**下，股價漲幅傲視全球。本文擬就近期股市變動及 3~4 月間**ETF 熱潮對台股影響**作一說明。

¹ 中央銀行(2022)，「本年 Fed 緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響—外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

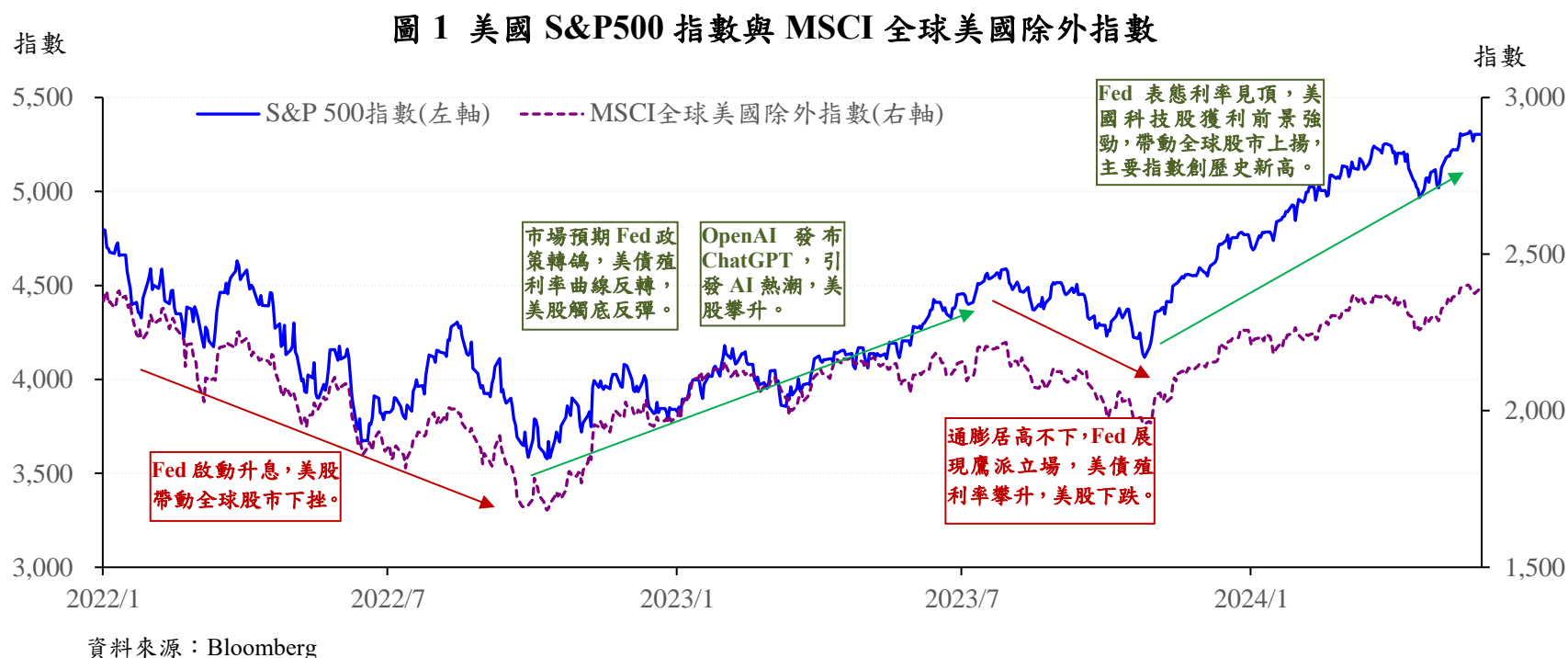
² 加拿大央行及歐洲央行 ECB 已分別於 6 月 5 日及 6 月 6 日啟動降息。

(一)本年以來全球股市創新高

1. 美國 Fed 政策及 AI 熱潮推升主要股市上揚

(1)美國通膨和緩，使 Fed 明確停止升息基調並可望轉趨寬鬆，加以美國經濟展現韌性及圍繞 AI 熱潮及市場樂觀情緒，激勵**美國科技股帶領美國金融、工業、原物料等多數類股創新高**。

(2)其他央行亦將降息，且經濟審慎成長的表現下，日本³、歐洲⁴等股市相繼創高，中國大陸股市落底反彈。由於**MSCI 全球美國除外指數與美國 S&P500 指數連動性高(相關係數達 0.97)**，**美股上揚亦帶動全球股市齊漲(圖 1)**。



³ 日股占比居首之金融股(約 12%)因日圓貶值，銀行匯兌收益大增，三菱、三井住友等金融公司獲利提高；汽車類股(占 11%)如豐田、本田等大廠銷售業績亮麗，加以本年外資大幅買超日股，激勵相關類股及日股頻創新高。

⁴ 歐洲股市主要在大型生技製藥類股(如諾和諾德、諾華)、國防工業類股(如空中巴士、紳寶 SAAB)、半導體類股(如艾斯摩爾 ASML)等主要類股表現優異下，帶動股市走揚。

2. 由股利折現模型分析美股上年 11 月以來持續創新高之原因

(1) 公債殖利率下滑：

- 市場對 Fed 降息的預期主導公債殖利率走勢，美國 2 年期公債殖利率由上年 11 月初最高逾 5%，下滑至本年 1 月最低 4.14%，**無風險利率下滑激勵股市大漲**。
- 本年 2 月以來，美國 2 年期公債殖利率雖回升至約 4.7%，但股市反應相對淡化。

(2) 未來股利及股利成長率上升：

- **AI 熱潮**帶動投資人對於美國科技業未來股利成長率及企業生產力之樂觀預期。
- 美國經濟韌性仍佳，加上通膨逐漸下滑，受惠於**金髮女孩經濟**(Goldilocks Economy)⁵，企業獲利有望落底回升後持續成長。

(3) 風險溢酬下滑：

- Fed 主席鮑爾明確**不升息基調**，且投資人**樂觀看待通膨放緩及 Fed 啟動降息循環**，市場風險偏好上升。
- 市場推測美國經濟「**軟著陸**」可能性明顯提升，舒緩投資人對總體經濟不確定的擔憂。

表 1 股票評價變動方向

$$\text{股票評價} = \text{未來現金流量之淨現值合計} = \frac{\text{未來股利}}{\text{無風險利率} + \text{風險溢酬} - \text{股利成長率}}$$

- 無風險利率反映 Fed **貨幣政策**
- 未來股利及成長率反映投資人對未來**經濟前景及公司營收成長之預期**
- 風險溢酬反映**市場不確定性**

變動因素	(2023/11/1 迄今)	
	模型因子	股價評價
無風險利率	分母↓	↑
未來股利	分子↑	↑
(含股利成長率)	(分母↓)	
風險溢酬	分母↓	↑

⁵ 金髮女孩經濟由童話故事衍生出的經濟術語，意指全球經濟處於不會過冷、不會過熱的「恰到好處」狀態，同時伴隨通貨膨脹數據表現穩定，不易促使各國央行進行升息等緊縮政策。在金髮女孩經濟環境下，通常有利於股票資產表現。

3. 雖目前股市本益比相對偏高，惟仍低於 2000 年科技泡沫時期

(1)全球美國除外股價指數與美股(S&P500 指數)之相關係數較過往高，由 **2000 年網路泡沫時期**(1998.10.1~2000.3.27) 之 **0.89**，升至近期波段達 **0.97**，顯示當前主要國家股市與美股連動更為緊密。當**美股迭創新高**，其他國家亦多**跟漲**或**締新猷**。

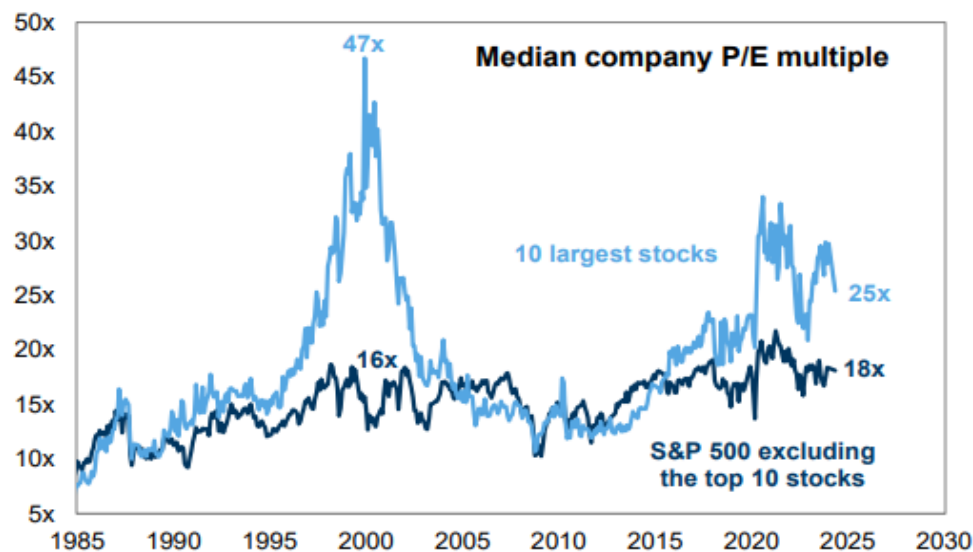
(2)由於近期多數**科技公司財報表現優異**，如 NVIDIA 本年 5 月公布第 1 季營收獲利均優於預期，帶動美股頻創高，並拉升 S&P500 指數目前平均本益比達 24.0，雖偏高，惟仍低於 **2000 年網路泡沫時期** 26.4(表 2)。此外，高盛證券 5 月研究報告⁶亦指出，S&P500 前 10 大公司目前本益比(25 倍)亦遠低於網路泡沫時期高點之 47 倍(圖 2)。

表 2 2000 年網路泡沫與目前股市背景比較

時期 (波段低點至高點)	2000 年網路泡沫 (1998.10.1~2000.3.27)	目前 (2023.11.1 迄今)
美國 S&P500 指數 與 MSCI 全球美國 除外指數相關係數	0.89	0.97
美國 S&P500 平均 本益比(倍)	26.4	24.0

資料來源：Bloomberg、本行設算

圖 2 美國 S&P500 指數本益比



資料來源：高盛證券研究報告(2024.5.13)

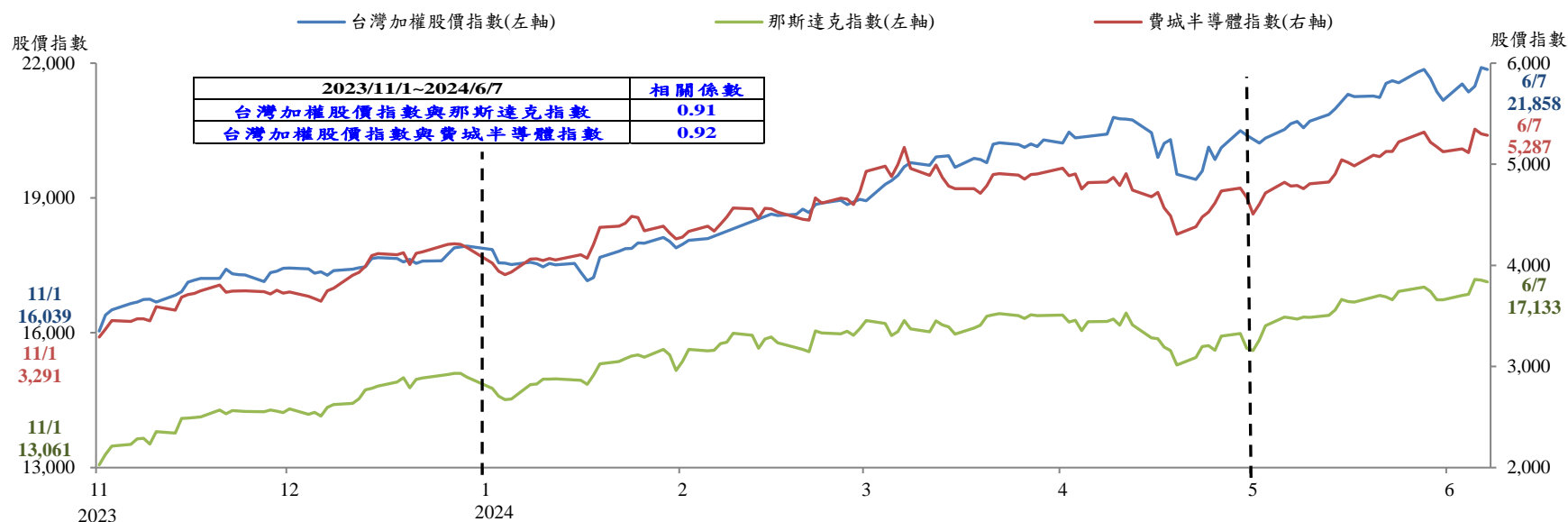
⁶ 參考 Goldman Sachs Global Investment Research (2024), "US Equity Market Update," May 13。

4. 台股隨美股迭創新高

上年11月初至本年6月上旬間，美股與台股走勢呈高度相關，那斯達克指數上漲**33.3%**，台股上漲**36.6%**，二者相關係數高達**0.91**，茲就各段時期市場動態分述如下：

- (1) **2023/11~12**：美國 Fed 表態政策利率高點已到，市場臆測 2024 年 Fed 可望多次降息，加以 NVIDIA 公司強勁獲利表現激勵國內外科技股營收展望，推升**那斯達克指數上漲 16.81%**，台股**加權指數上漲 12.1%**。
- (2) **2024/1~2024/4**：AI 熱潮持續發酵，投資人樂觀預期生產力將大幅提升，美股漲勢續獲支撐；惟因美國就業與通膨數據高於預期，澆熄市場對 Fed 降息步調之預期，致 4 月中下旬美股稍見回檔，**那斯達克指數小幅上漲 4.31%**；台股方面，除科技股走勢持續與美股連動外，本年 3 月國內湧現高股息 **ETF 申購熱潮**，**支撐台股續漲**，台股**加權指數上漲 13.8%**。
- (3) **2024/5/1~6/7**：市場樂觀期待**美國可望迎來金髮女孩經濟**，資金流向風險資產，且**市場預期本年 Fed 啟動降息**，**那斯達克指數上漲 9.4%**，台股**加權指數上漲 7.2%**，連袂創歷史新高。

圖 3 台股及美股走勢



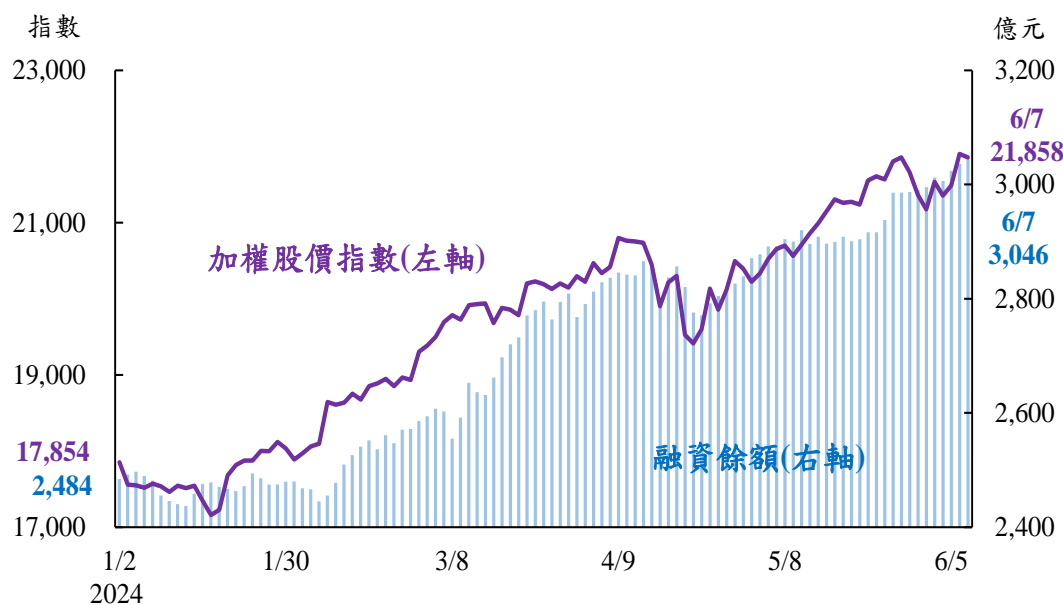
資料來源：Bloomberg

5. 國內投資人積極參與股市，台股漲幅名列前茅

(1) 本年以來，國人積極進場投資台股⁷，尤其 3 月起踴躍參與高股息 ETF 募集，帶動**融資餘額顯著增加**，並**推升台股迭創新高**(圖 4)。

(2) 國內**投信法人**持續買超台股，亦為**推升台股之主要力量**。相形之下，本年以來至 6 月 7 日，**外資僅小幅買超**台股集中市場 450 億元(表 3)。

圖 4 台股加權指數與融資餘額



資料來源：證交所

表 3 集中市場法人買賣超金額

單位：億元

	外資	投信	八大行庫	台股指數 (平均)
2021年	-4,540	701	1,495	16,938
2022年	-12,325	2,842	4,042	15,623
2023年	2,753	2,374	-528	16,386
2024年 1月	-17	328	50	17,668
2月	1,162	-177	-160	18,612
3月	227	2,020	-45	19,843
4月	-1,495	548	475	20,245
5月	818	518	-100	21,107
6月	-245	263	107	21,628
本年累計	450	3,499	325	

說明：2024 年 6 月為 6/1~6/7 資料。八大行庫含櫃買市場。

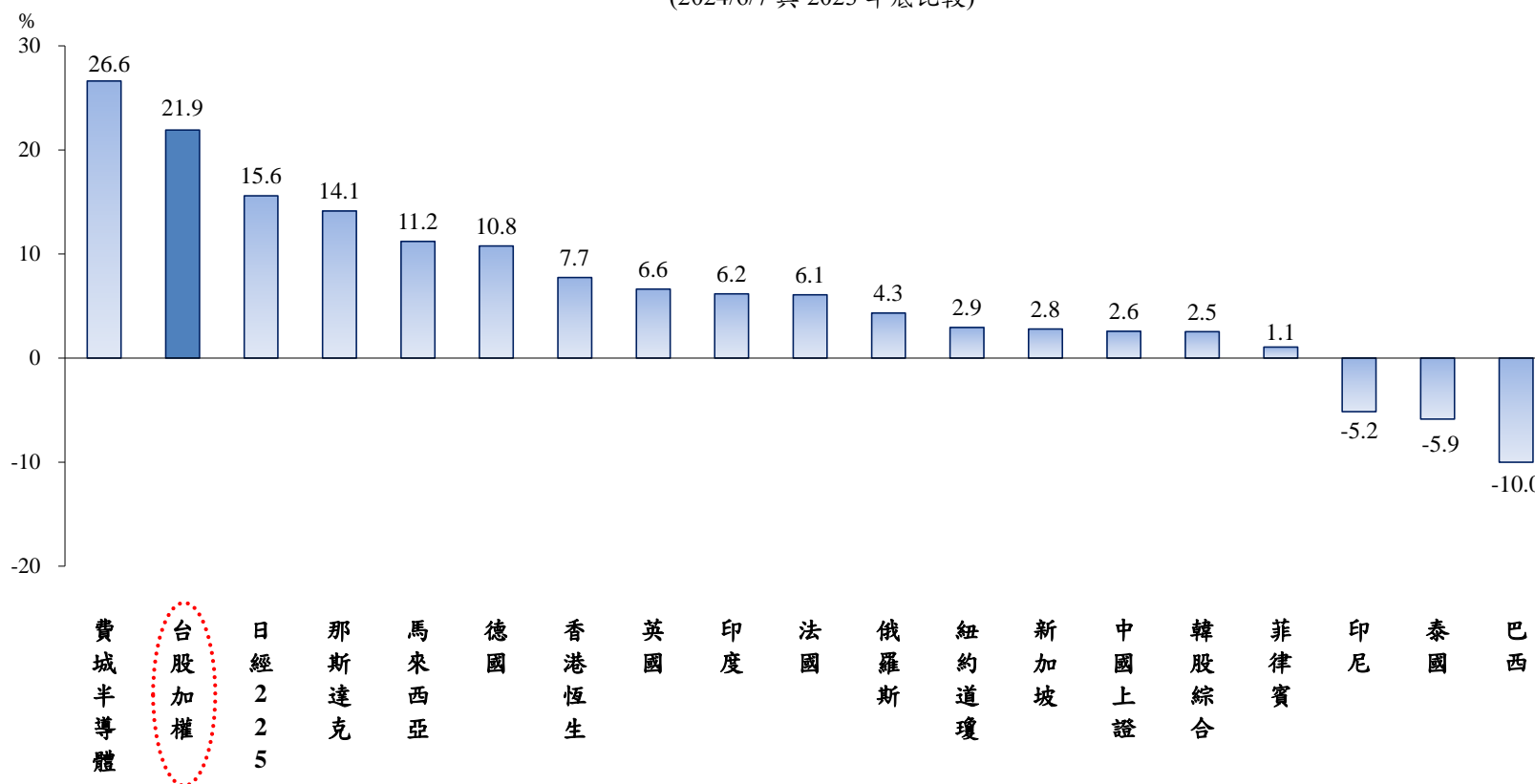
資料來源：證交所、TEJ

⁷ 本年 1~3 月國內投資型保單保費收入大減(壽險保單及年金保單分別較上年同期減少 37.3%及 11.3%)，研判國人投資理財資金流入股市比重提高。

(3)在**全球股市走揚**、科技業受惠**AI 議題**、國內高股息**ETF 熱銷**等利多因素帶動下，台股本年以來至 6 月 7 日漲幅達 21.9%，僅次於美國費半之 26.6%⁸(圖 5)。

圖 5 主要國家股價指數漲跌幅

(2024/6/7 與 2023 年底比較)



資料來源：Bloomberg

⁸ 由於電子類股(市值占集中市場約 6 成)本年以來大漲 28.6%，帶動台股指數迭創新高；惟因部分傳統產業表現不佳(如塑膠類股下跌 19.0%、油電燃氣類股下跌 16.0%)，致台股漲幅略低於美國費半指數。

(二)ETF 熱潮對台股之影響

1. 台灣 ETF 市場蓬勃發展，股票型 ETF 近期深獲投資人青睞

(1)近年國內 ETF 快速成長，2018 年底規模僅 7,446 億元(國內股票型 ETF 為 1,071 億元)，至本年 4 月底已達 4.78 兆元(國內股票型 ETF 為 1.92 兆元)，整體 ETF 規模過去 5 年間成長逾 5 倍，其中，國內股票型 ETF 成長更高達 1,688%，遠超過台股同期間市值成長率 120%(表 4)。

(2)隨 ETF 規模快速增長，其占台股市值比重亦逐漸上升，2018 年底國內股票型 ETF 規模僅占台股市值 0.33%，至本年 4 月底提高至 2.71%(表 4)。

表 4 台股 ETF 規模與市值占比

日期 (期末)	國內股票型ETF (億元)	國外股票型ETF (億元)	債券型ETF (億元)	其他ETF (億元)	ETF淨值合計 (億元)	台股市值 (億元)	國內股票型ETF占台股市值 (%)
2018	1,071	681	3,747	1,947	7,446	321,451	0.33
2019	1,275	714	13,380	1,686	17,055	398,470	0.32
2020	2,616	695	12,587	2,019	17,917	492,558	0.53
2021	4,925	1,531	13,056	1,793	21,305	620,641	0.79
2022	7,900	1,822	12,117	1,756	23,595	486,901	1.62
2023	14,111	2,258	20,200	2,231	38,800	626,323	2.25
2024/4	19,153	2,725	23,770	2,138	47,786	707,030	2.71
成長率(%) (2024/4與2018年底比較)	1,688.3	300.1	534.4	9.8	541.8	119.9	

說明：台股市值為上市及上櫃合計。

資料來源：證券暨期貨市場重要指標、投信投顧公會、期貨公會

(3)上年初以來至本年4月**國內股票型ETF**日平均成交值約93億元，僅占台股總成交值約**2.43%**(表5)。其中，上年成交比重約2.14%，本年1~4月升至3.09%。

(4)以定期定額交易戶數排行觀之，前10名ETF均為股票型(高股息ETF占5檔)，且**交易戶數遠高於股票**交易戶數(表6)。ETF定期定額交易熱絡，亦帶動國內股票型ETF日平均成交金額逐步走高，至本年3月底為231億元，創歷史新高(表5)，顯見**國人熱中投資ETF**產品。

(5)由於高股息ETF熱銷引發市場關注，金管會於本年2月底就ETF**產品結構、資訊揭露、流動性**3面向提出6項強化監理措施⁹，以滿足投資人投資需求及保障投資人權益。

表5 國內股票型ETF成交值及比重

單位：億元

	上市櫃 總成交值 (日平均)	國內股票型ETF	
		成交金額 (日平均)	成交比重 (%)
2023/01	2,439	48	1.95
2023/02	2,979	46	1.54
2023/03	3,115	53	1.69
2023/04	3,067	38	1.25
2023/05	3,304	52	1.59
2023/06	3,993	71	1.78
2023/07	4,862	106	2.17
2023/08	4,168	94	2.26
2023/09	3,366	105	3.12
2023/10	3,355	87	2.60
2023/11	3,712	86	2.31
2023/12	3,955	121	3.06
2024/01	3,833	118	3.08
2024/02	5,096	138	2.70
2024/03	5,999	231	3.85
2024/04	3,771	92	2.45
平均	3,813	93	2.43

說明：上櫃成交金額不含債券。

資料來源：證交所、櫃買中心

表6 定期定額交易戶數統計排行月報表

(2024/4)

	股票			ETF		
	代號	名稱	交易戶數	代號	名稱	交易戶數
1	2330	台積電	75,265	00878	國泰永續高股息	261,353
2	2886	兆豐金	34,228	0056	元大高股息	257,197
3	2884	玉山金	28,492	0050	元大台灣50	236,815
4	5880	合庫金	18,903	006208	富邦台50	149,428
5	2892	第一金	17,895	00919	群益台灣精選高息	106,634
6	2412	中華電	14,673	00713	元大台灣高息低波	82,046
7	2891	中信金	12,903	00929	復華台灣科技優息	62,520
8	2887	台新金	12,783	00692	富邦公司治理	34,970
9	2881	富邦金	12,149	00850	元大臺灣ESG永續	25,571
10	2885	元大金	11,115	00881	國泰台灣5G+	24,540

說明：藍底藍字係高股息ETF。

資料來源：證交所、櫃買中心

⁹ 6項措施包括(1)強化管理ETF即時預估淨值；(2)流動量提供者簽約應經董事會，且僅一家提供者時不可為利害關係公司；(3)強化客製化及SmartBeta指數ETF資訊揭露；(4)強化收益平準金之資訊揭露；(5)強化管理ETF流動量提供者；(6)強化防範及管控折溢價過大之相關措施。

2. ETF 熱潮對台股之影響

(1) 近期 ETF 募資熱潮，促使投信法人及散戶資金積極投入台股，推升台股本年 3 月漲幅領先國際股市

—本年 3 月，由於市場對美國 Fed 本年降息續抱期待，多數國家股市上漲，其中德國、英國分別上漲 4.6% 及 4.2%，美國費半復受 AI 題材延續之激勵，股價亦上揚 3.8% (圖 6)。

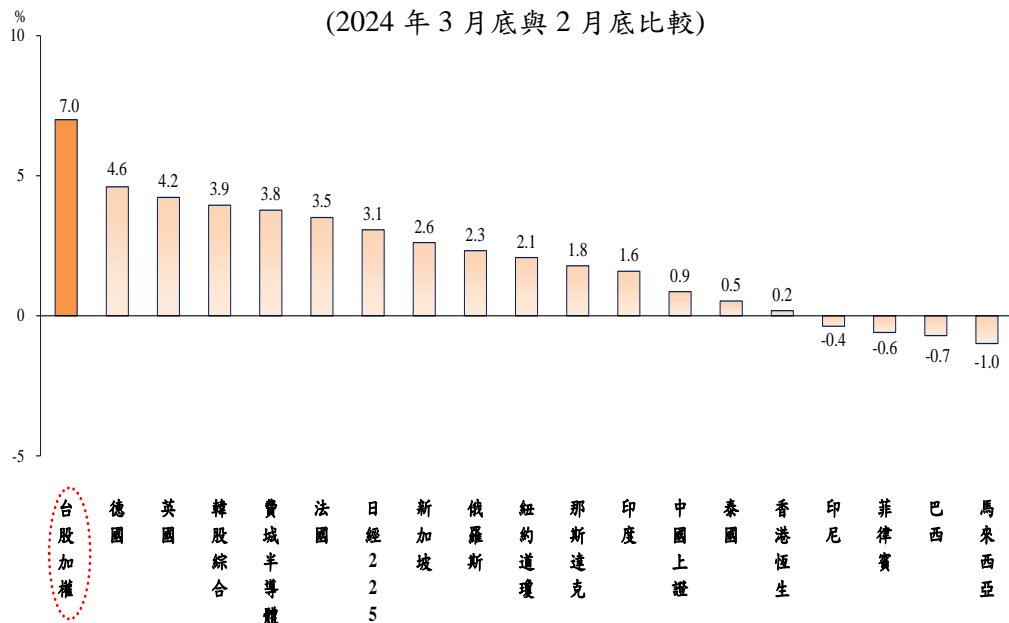
—台股除隨國際股市走升，外資買超集中市場 227 億元之外，主要因兩檔重量級 ETF (00939、00940) 上市建倉，投信大幅買超 2,020 億元，加以散戶蜂擁追捧，資金大量湧入 (表 3)，推升台股 3 月漲幅達 7.0%，居主要股市之冠。

(2) 投信業者被動建倉加碼購入成分股，投信買超創歷史新高

—由於投資人 3 月積極參與 ETF 募集，投信業者被動建倉加碼購入成分個股，本年 3 月 29 日投信買超上市櫃金額分創 599 億元及 146 億元之歷史新高 (圖 7)。

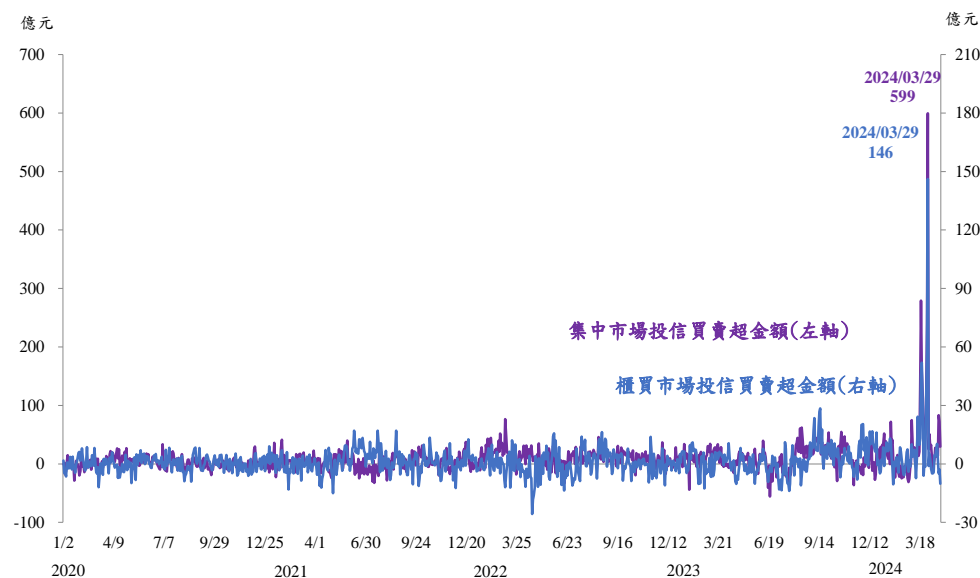
圖 6 主要國家股價指數漲跌幅

(2024 年 3 月底與 2 月底比較)



資料來源：Bloomberg

圖 7 投信買賣超淨額



資料來源：證交所、櫃買中心

(三)結論

1. 上年 11 月以來，Fed 政策及 AI 熱潮推升主要股市上揚，台股亦跟漲

上年 11 月以來，**美股在 Fed 結束升息循環之激勵下走揚**，其後儘管殖利率回升，全球股市仍在美國科技業亮眼**績效及 AI 熱潮持續發酵等利多因素**帶動下，**屢創新高**，台廠供應鏈受惠 **AI 題材**，股價持續走升，於 6 月 6 日締 21,903 點之**歷史新猷**。

- (1)**全球股市與美股連動性較以往提升**，受美國科技股走揚帶動，全球股市續創新高。
- (2)**加拿大央行及 ECB 已於本年 6 月初啟動降息**，市場**預期美國 Fed 亦將於下半年啟動降息**，帶動本年股市投資風險情緒趨於樂觀，資金流入股市。
- (3)**台股多家重要半導體及電腦組裝廠為 AI 主要供應鏈**，帶動本年台股續創新高。台股走勢過去多由外資主導，惟**外資卻於本年 3~4 月間調節賣超**，此期間因台股 **ETF 募集熱絡**，促使投信法人加碼**買進 ETF 成分股**，致**投信法人及散戶**成為推升台股主要力道。
- (4)本年**全球股市創新高，企業營收亦成長，本益比未明顯跳升**，未來仍宜密切注意**經濟基本面表現與股價之變化**。

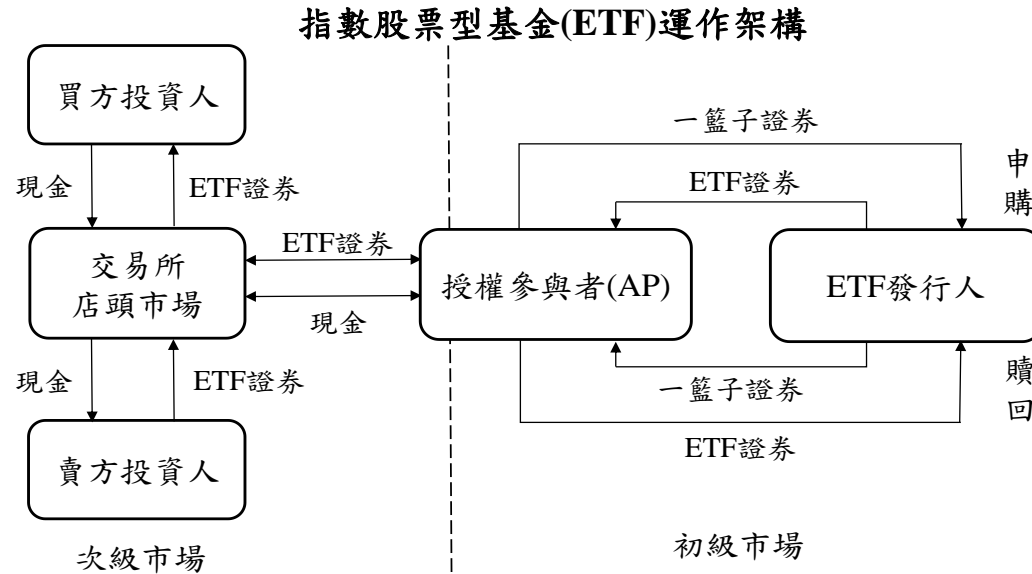
2. 國內 ETF 規模成長快速，主管機關宜密切觀察，並教育民眾理性投資

- (1)目前國內 ETF 在台股**占比雖不高**，惟其**規模及參與投資者快速增長**，未來對股市**影響力**勢將提高。主管機關宜密切關注 ETF 發展與變化，留意對台股可能產生**助漲助跌**之風險。
- (2)國人投資高股息 ETF 大多僅著重在高配息，卻忽略了**價格風險**。政府宜加強宣導**投資理財**知識，提醒民眾勿一窩蜂盲從進出股市，以免**蒙受虧損**。

附錄、ETF 簡介

(一)股票 ETF

1. 指數股票型基金(ETF)將股價指數證券化，**透過持有表彰指數成分標的¹⁰之受益憑證來間接投資**，讓投資人不需以傳統方式進行一籃子股票之投資，即可獲得相當於一籃子股票之報酬，為近年重要之金融創新產品。
2. 在交易方式上，可分為初級市場與次級市場。在**次級市場**中，ETF 與股票完全相同，投資人只要有證券帳戶，就可以在盤中隨時買賣 ETF。ETF 在**初級市場**中有所謂「**實物申購**」與「**實物贖回**」機制。「實物申購」是授權參與者 (AP)¹¹將一籃子股票交換等值的 ETF，這一籃子股票必須依 ETF 標的指數成份股及權重組成；「實物贖回」則是將持有的 ETF 換回等值的一籃子股票。ETF 發行人會對實物申購贖回訂出基準門檻，一般都是機構法人才會參與。
3. 當 ETF 的交易**市價**與以一籃子成份股表彰其**淨值**發生差異時，不管是溢價(市價高於淨值)或折價(市價低於淨值)，因有套利空間，投資人可透過實物申購贖回機制，使兩者價格漸趨一致。



資料來源：Ian Foucher and Kyle Gray (2014)

¹⁰ 指數是用來衡量各市場或產業走勢之指標，每檔 ETF 均追蹤某一特定指數，所追蹤之指數成份股即為各檔 ETF 之標的。

¹¹ 指與設立 ETF 而發行受益憑證之證券投資信託公司簽訂參與契約，可自行或受託辦理指數股票型基金實物申購或贖回業務之證券商。

(二) ETF 相關問題探討

1. ETF 讓投資人得以低廉的成本複製指數報酬，近年來廣受投資人青睞，使得 ETF 市場成長快速，規模日漸龐大。據統計，截至上年底，全球掛牌交易 ETF 資產總規模(AUM)達 11.5 兆美元，主要集中於美國市場 8.1 兆美元，歐洲市場約 1.79 兆美元，亞洲市場約 1.26 兆美元。其中股權類 ETF 占比超過 70%為最大宗，次為固定收益類 ETF 約為 18%。
2. ETF 雖近年廣受投資人喜好，但對金融市場仍帶來一些風險，恐造成市場波動加劇，主要風險包括：
 - (1) **系統性風險**：ETF 採行的「一籃子交易」模式，導致股票彼此間的交易價量行為越來越相似(相關係數上升)，以致風險分散效果降低，恐增加金融市場之系統性風險。Sullivan and Xiong (2012)¹²認為 ETF 一籃子交易模式將造成其成分股之**交易數量與交易價格**等行為**越來越相似，齊買齊賣之現象更加頻繁**，金融市場系統性風險提升。Kamara et al. (2008)¹³也指出隨著指數型基金及股權類 ETF 產品大量推出，被追蹤的成分股數量隨著增加，這使得**個股間**之交易量價**變動相似之情況更加普遍**，進而導致美國股市遭遇非預期事件時之**脆弱性上升**。
 - (2) **助漲助跌風險**：當市場過度樂觀或不確定性增加時，部分投資者可能會模仿其他投資者的行為，形成羊群效應，例如民眾爭相申購/贖回股票型 ETF，投信隨之調整大量成分股，特別是當多檔 ETF 同時追蹤特定個股時，短期內可能稀釋個股基本面之影響力，增加基本面以外之短期股價波動。Itzhak et al. (2018)¹⁴認為 ETF 已成為**短線流動性交易人**之主要交易標的，吸引了**高頻交易人**(如對沖基金等)積極交易 ETF，使其**成分股價格的波動性更加提升**。
 - (3) **集中度風險**：追蹤標的主要集中在少數幾家大公司時，這可能導致成分股間具有較高的**聯動性(co-movement)**，使得成分股股價間彼此的**波動更趨一致**，如 Da and Shive (2015)¹⁵。
 - (4) **折溢價風險**：ETF 在次級市場的交易價格是由次級市場的供給及需求所決定，可能不同於淨值而產生折價或溢價的

¹² Sullivan, R. N. and J. X. Xiong (2012), "How Index Trading Increases Market Vulnerability," *Financial Analysts Journal*, 68, No. 2.

¹³ Kamara, Avraham, Xiaoxia Lou and Ronnie Sadka (2008), "The Divergence of Liquidity Commonality in the Cross-Section of Stocks," *Journal of Financial Economics*, 89, No. 3. 444-466.

¹⁴ Itzhak, Ben-David, Franzoni Francesco and Rabih Moussawi (2018), "Do ETFs Increase Volatility?" *The Journal of Finance*, Vol LXXIII, No. 6. 2471-2535.

¹⁵ Da, Zhi and Sophie Shive (2015), "When the Bellwether Dances to Noise: Evidence from Exchanged Traded Funds," Working paper, Notre Dame University.

情形。美國知名債券投資人 Jeffrey Gundlach¹⁶便曾於 2017 年表示 ETF 採**被動式投資**，恐導致**資產評價被推向偏高的水準**(stretched asset valuation)，偏離原本價值。

- (5)**追蹤誤差風險**：追蹤誤差係指 **ETF 報酬率與標的指數報酬率的差異程度**，可能原因包括基金支付費用、基金資產與指數成分股之差異、計價貨幣及交易貨幣間的匯率差價、ETF 成分股配股配息、基金經理人所使用的追蹤工具及複製策略等，皆會造成 ETF 的資產淨值與股價指數間存在差異。

¹⁶ Maley, Karen (2017), “Jeffrey Gundlach Warns Stampede into Passive Funds Stretching Valuation,” *Financial Review*, May 11.

七、本行數位貨幣(CBDC)議題委外問卷調查結果之說明

現代貨幣體系的運作，是以中央銀行貨幣作為根基，建構出多元、便利、安全及受信任的支付體系；近年來**CBDC**成為國際間研究的焦點，如經研究試驗可行，不但**可為未來數位支付的新基礎**，**央行亦將持續提供貨幣體系的信任基礎**。

為因應數位時代的發展，本行自2019年起開始研究CBDC¹(即**數位新臺幣**)，並完成二階段研究試驗²，**目前處於原型建構階段³**，**與全球先進國家同步**；刻正進行三項工作⁴，其中，有關廣泛溝通之工作，自上(2023)年4月起辦理委外問卷調查，業於本(2024)年4月順利完成。本報告旨在向外界說明調查結果重點及後續相關計畫；並重申**未來本行如決定發行CBDC**，考量數位落差，**仍會保留現金的發行**，以顧及特定族群的偏好與習慣。

(一)國際間對於 CBDC 之研究緣起

1. 數位時代的發展，可能重塑支付服務型態

現代貨幣體系的運作，是以**央行貨幣作為根基**，支撐著商業銀行貨幣等⁵發展，共同建構出以央行及金融機構為主的健全支付體系；惟現行支付市場已不再僅限於由傳統金融機構提供服務，**非銀行支付機構的加入**，以及**技術的創新**等，均**可能重塑支付服務型態**。

2. 無論金融科技如何發展，央行所扮演的角色與提供貨幣體系的信任基礎，仍將是穩健金融體系的關鍵

(1)**無論未來技術如何創新，央行貨幣仍是貨幣體系之定錨(anchor)⁶**，確保商業銀行貨幣對央行貨幣依 1：1 進行兌

¹ 詳見中央銀行(2020)，「國際間央行數位貨幣最新發展與本行研究規劃進度」，央行理監事會後記者會參考資料，12月17日；中央銀行(2020)，「數位支付時代的央行角色與貨幣型態」，央行理監事會後記者會參考資料，9月17日；中央銀行(2020)，「國際間央行數位貨幣最新發展趨勢」，央行理監事會後記者會參考資料，6月18日。

² 2020年6月及2022年6月已分別完成「批發型CBDC可行性技術研究」及「零售型CBDC試驗計畫」。

³ 國際貨幣基金(IMF)將CBDC推動進度分為五階段：「準備」、「概念驗證」、「原型建構」、「試點」及「實際營運」。準備階段係指初步研究CBDC可能技術、設計與應用；概念驗證是在封閉環境中進行測試項目；原型建構是指建構CBDC生態系統；試點係在真實環境中，選定特定區域試驗CBDC系統；實際營運則是正式發行CBDC並營運系統。詳見IMF(2023)，「How Do Central Banks Explore Digital Currency?» *Fintech Notes*, Sep.。

⁴ 分別為「廣泛溝通，以獲得社會大眾的支持」、「精進平台設計，採用更穩健成熟的技術」及「研議堅實的法律架構，增強市場對CBDC的信任」。

⁵ 除銀行體系發行的商業銀行貨幣外，尚有由規模較小的非銀行電子支付機構發行的電子貨幣。

⁶ 亦即1塊錢央行貨幣就是1塊錢新臺幣，而商業銀行貨幣對央行貨幣依1:1的比率兌換，即在確保1塊錢商業銀行貨幣就是1塊錢新臺幣；即使是電子貨幣，1塊錢電子貨幣就是1塊錢新臺幣，其價值也是被定錨在央行貨幣價值上。

換，以維持貨幣單一性(singleness of money)⁷，維護貨幣與金融的穩定；此外，央行貨幣無信用風險與流動性風險，可作為最終清算資產，有助於促進支付系統健全運作。

(2)央行亦可善用數位科技帶來的契機進行創新，特別是近年來國際間興起研究的 CBDC，如經試驗可行，可望作為未來數位支付的新基礎。因此，世界各國對於 CBDC 相關領域的投入日益增加，許多國家央行正積極探索 CBDC 的潛在好處及挑戰⁸。

(二)全球 CBDC 之最新發展趨勢

1. 除少數國家已正式發行零售型 CBDC 外，其他主要先進國家均仍在概念驗證或原型建構階段，且目前尚無具體發行時間表。
2. 目前已發行國家多為金融基礎設施較不足的國家，例如巴哈馬及奈及利亞等，希望藉以促進普惠金融，但發行迄今發展未如預期⁹；少數國家進入試點階段，如中國大陸及泰國等；而主要先進國家如日本¹⁰、歐元區¹¹及英國¹²等均尚在概念驗證或原型建構階段。

(三)本行已規劃 CBDC 初步架構與設計，作為問卷調查的基礎資料

1. 採雙層式架構發行

為維持傳統貨幣體系雙層式架構之運作模式，避免金融去中介化(disintermediation)，未來如決定發行 CBDC，

⁷ 貨幣單一性係指所有形式的貨幣都應該具有相同的價值，並可與所有其他形式的貨幣互換而不會失去價值。請參見 BIS (2023), “Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New,” *BIS Annual Economic Report*, pp.85-118, Jun 20。

⁸ 參閱中央銀行(2021),「國際間 CBDC 發展趨勢及其政策意涵」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6 月 17 日。

⁹ 巴哈馬央行於 2020 年 10 月發行沙錢(Sand Dollar)；惟至本年 1 月底，其發行金額占該國通貨發行金額比重不到 1%。奈及利亞央行於 2021 年 10 月推出數位奈拉(eNaira)，至上年 8 月底，其發行金額占該國通貨發行金額比重僅約 0.37%(該國央行並未定期公布 eNaira 相關數據)。

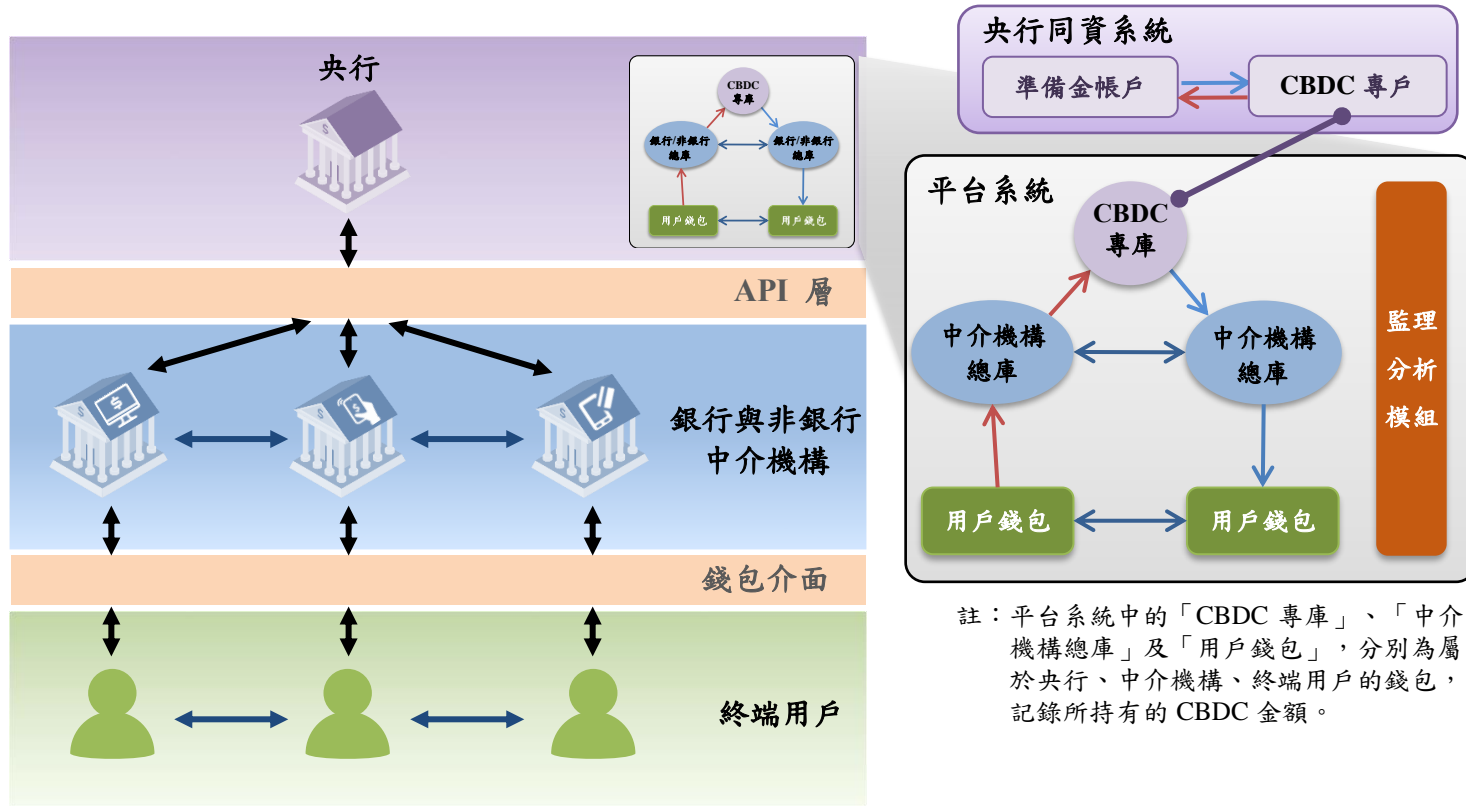
¹⁰ 日本央行(BoJ)已完成零售型 CBDC 二階段功能測試，自上年 7 月起成立 CBDC 論壇，邀請利害關係人共同參與，完善相關設計；財務省(主管該國貨幣制度，CBDC 法制議題屬其權責)則自本年 1 月起召開 CBDC 相關部會聯繫會議，討論架構、設計及法制議題；迄今為止，BoJ 尚無發行時間表。

¹¹ 歐洲央行(ECB)上年完成「數位歐元(Digital Euro)」調查階段後，進入準備階段並同時精進與測試技術解決方案。此外，歐盟執委會(European Commission)於上年 6 月提出「數位歐元規則草案」；惟 ECB 多次公開表示，須俟立法程序完成後，才會決定是否發行數位歐元。

¹² 英國央行(BoE)規劃三階段發展「數位英鎊(Digital Pound)」，2022 年起啟動研究與探索工作，上年至 2026 年進行相關設計，本年起建構原型系統；BoE 公開表示，將於十年內決定是否發行數位英鎊。

亦將採雙層式架構，即由本行提供 CBDC 平台，於平台上發行並分配 CBDC 至中介機構，再由中介機構提供用戶 CBDC(圖 1)。中介機構負責為用戶開立錢包、提供錢包介面(如手機 App)及其他加值應用服務。

圖 1 本行規劃之 CBDC 體系整體架構



- 註：1. 「CBDC 專庫」係指央行在 CBDC 平台之專屬錢包，用以發行及贖回 CBDC；「中介機構總庫」係指央行為中介機構在 CBDC 平台開立的錢包，用以接收央行發行之 CBDC，以及在中介機構間進行資金移轉。
2. 運作流程說明：央行依中介機構請求，在同資系統將準備金兌成 CBDC 並轉入 CBDC 專戶，同時平台將等額 CBDC 入至 CBDC 專庫，之後再分配至中介機構總庫；中介機構依用戶請求，將 CBDC 提供至用戶錢包。

2. 發行初期不計息，但保留付息功能

(1)由於銀行等中介機構吸收的存款是信用創造來源，若 CBDC 大量替代銀行存款，可能影響金融穩定，進而影響貨

幣政策傳遞效果。

(2)為避免民眾將存款大量轉換為 CBDC，未來如決定要發行，初期將以無息方式發行，以維持現行貨幣政策的傳遞機制；但保留付息功能，以保持未來政策彈性¹³。

3. 其他重要設計與功能

(1)**錢包分級**：考量風險管理，CBDC 錢包將依對象、開立方式及身分驗證程度，分為**不記名與記名錢包**¹⁴，依據風險等級，**CBDC 平台設有錢包儲值金額及交易金額上限**；中介機構亦可根據自身風險考量自訂限額，但不得高於平台所設的限額。

(2)**隱私與個人資料保護**：

- 用戶開立不記名錢包，**只需提供手機號碼，無需提供其他個人資料，可兼顧民眾隱私需求**。
- 用戶開立記名錢包時，由**中介機構執行認識你的客戶(KYC)程序**，且須**妥善保管與管理用戶個人資料**，中介機構僅能查閱自己及所屬用戶之相關資料。**本行僅能查閱經去識別化技術處理之用戶交易資料**。

(3)平台功能：除可支援基本功能如錢包間轉帳、消費購物、兌換(指現金、銀行存款與 CBDC 間之相互兌換)及自動轉換/儲值¹⁵外，尚可支援數位券及授權扣款¹⁶等增值功能。

(4)資訊安全管理：

- 平台整體安全：採縱深防禦(defense in depth, DiD)¹⁷架構，由本行、中介機構及用戶共同達成安全管理目標。其中，央行維護平台安全；中介機構建立資訊安全管理系統，確保營運不中斷；用戶遵守中介機構對於錢包

¹³ CBDC 支付利息可衍生出一項新的貨幣政策操作工具，亦即央行或可藉由對 CBDC 利率的調整，影響市場利率；此外，在嚴重通貨緊縮情況下，可作為突破零利率下限的工具。黃朝熙(2020)，「CBDC 對金融穩定與貨幣政策有效性的影響」，財團法人中技社專題報告。

¹⁴ 開立錢包對象包括法人、自然人(本國人及外國人)；開立方式為臨櫃或線上；不記名錢包只需提供手機號碼，記名錢包則需提供基本資料。

¹⁵ 自動轉換係當錢包轉入金額超出錢包限額時，平台自動將超出的金額移轉至指定的銀行帳戶。自動儲值係自動轉換功能之反向操作。

¹⁶ 用戶可透過數位簽章授權指定機構或商家，在預設條件下，從錢包代扣金額(代繳公用事業費用或電商網購綁定錢包等)。

¹⁷ 是一種網路安全策略，主要是採用多層次把關的作法來保護一個組織的網路與資訊。

介面之安全使用規範。

- 交易安全：採公私鑰機制(Public Key Cryptography, PKC)，並視需要採用憑證機制(Public Key Infrastructure, PKI)；用戶交易皆須簽署數位簽章¹⁸，並經平台系統驗證，以確保交易安全¹⁹。

4. 以上述規劃之 CBDC 初步架構與設計為基礎，作為廣泛溝通的基本資料，並持續精進平台設計及研議法律架構兩項工作

(1) **廣泛溝通**，以瞭解社會大眾對 CBDC 的認知及需求，並獲得支持：

- 主要分為兩大期程：

- **第一期程**(自上年 4 月起至本年 4 月)**委外問卷調查，廣徵意見**：本行委由台灣經濟研究院對**一般大眾、產業界、政府機構及學術界**，就 CBDC 認知度、需求、設計及隱私等議題**辦理量化問卷調查**，已於本年 4 月完成。
- **第二期程**(預計自 2025 年 1 月起)**具體且深入溝通**：參考調查結果，檢討修正 CBDC 初步架構與設計，未來將以修正後內容為基礎，**舉辦數場公聽會、說明會或論壇**，與利害關係人進行更廣泛、具體的交流，並藉以加強宣導 CBDC，提升大眾認知度。

(2) **精進平台設計**，採用更穩健成熟的技術：

- CBDC 平台已具備數位貨幣生命週期(發行、流通、註銷)管理及各種基本功能，目前持續發想各項創新應用與增值功能，包括數位券及授權扣款等條件支付；另考量數位落差、弱勢或偏鄉族群等支付需求，亦進行離線支付技術的研究與試驗；以及因應代幣化發展趨勢，試驗以批發型 CBDC 清算代幣化資產之可行性。

(3) **研議法律架構**：配合上述二項工作，同步研議我國法律架構，並盤點發行 CBDC 可能需配合訂定或修正之法規，以明確劃分 CBDC 生態體系各方參與者之權利與義務，增強市場對 CBDC 的信任。

¹⁸ 係指以私鑰簽署交易，包含公私鑰機制(PKC)及憑證機制(PKI)。

¹⁹ 用戶應妥善保管錢包設備，以避免密鑰失竊。

(四)CBDC 委外問卷調查結果的重點

1. 調查對象、方式與重點

(1)依對象別採行不同的調查方式(表 1)

— 一般大眾(係指民眾、店家²⁰、攤販²¹): **民眾以市話及手機調查為主，網路調查為輔**²²，調查範圍包括全國 22 縣市之 18 歲以上國民；至於店家則以零售支付比重較高的產業如零售業、運輸倉儲業、住宿餐飲業、服務業等為調查對象，以市話進行；**攤販**則配合其經營型態，於北部、中部、南部及東部之早市及夜市採**實地訪談**方式。

— 至於其他如產業界(係指金融機構²³、電子支付機構、第三方支付機構、虛擬資產業者)、政府機關(係指經濟/產業/觀光、弱勢族群、稅務、金融監理、洗防阻詐業務有關機關)及學術界之調查，則是**先選定一定範圍且具代表性**之對象，再提供其網路連結回填或以電話訪談。

(2)依對象別設計合適的調查重點與問卷題型(圖 2)

— 一般大眾：瞭解其對 **CBDC 的認知度**，並藉由題目設計與訪談員之說明，**提升其對 CBDC 的理解**；此外，大眾對於 CBDC 之設計與需求，以及隱私及資料使用範圍等，亦為調查重點。

表 1 調查對象與方式

利害關係人	調查對象	調查方式	份數	
CBDC 需求者	一般大眾	民眾	市話+手機+網路	4,234
		店家	市話	1,436
		攤販	實地面訪	611
中介機構	產業界	金融機構	◆ 先選定一定範圍的調查對象 ◆ 再發放問卷 ◆ 提供網路連結或電訪	260
CBDC 服務提供者		電子支付機構		41
		第三方支付機構		
CBDC 需求/監理者	政府機關	虛擬資產業者		107
		經濟/觀光/產業、弱勢族群、稅務、金融監理、洗錢防制		
專家學者	學術界	經濟金融、法學、資通訊科技		104

註：經濟/產業/觀光有關機關包括經濟部、交通部、文化部及地方政府產業發展局等；弱勢族群機關包括社會局、原民會、山地原民區區公所等；洗錢防制業務有關機關包括行政院洗錢防制辦公室、法務部如調查局及高等檢察署等、內政部如警政署及警察局等；金融監理機關主要為金管會。

²⁰ 依法(如「公司法」、「商業登記法」等)辦理登記或有辦理稅籍登記之企業。

²¹ 依主計總處「攤販經營概況調查」，攤販係指在公民營傳統市場、街頭或其他開放空間如夜市設置固定或流動攤位以販售商品者。

²² 市話及手機問卷回答年齡層偏高，為衡平調查年齡層，加入以年輕族群為主的網路問卷；為具代表性，市調公司依台灣人口結構就市話、手機及網路三類問卷進行加權，使調查結果貼近母體。

²³ 金融機構包括本國銀行、外國銀行在台分行、信合社及農漁會信用部(本報告以基層金融機構稱之)。

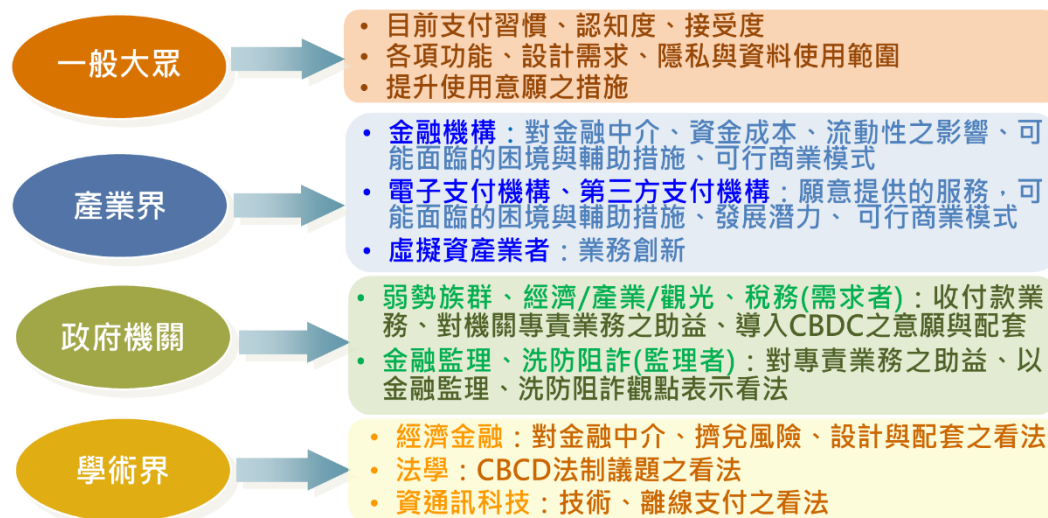
一 產業界：

- 對於可能成為 CBDC 中介機構者，如金融機構與電子支付機構，或可能提供 CBDC 相關支付服務²⁴者，如第三方支付機構，調查其期待之輔助措施及可行的商業模式等。
- 另鑑於 **CBDC 之架構與設計可能對金融機構造成影響**，如金融中介角色、資金成本、流動性風險等，因此金融機構對該等議題之看法亦為**關注重點**；至於虛擬資產業者，則是詢問 CBDC 可能對其業務創新之助益。

一 **政府機關**：詢問 CBDC 對於機關專責業務之助益看法等。

一 **學者**：詢問各領域如經濟金融、法學、資通訊科技之專家有關意見。

圖 2 各調查對象之調查重點



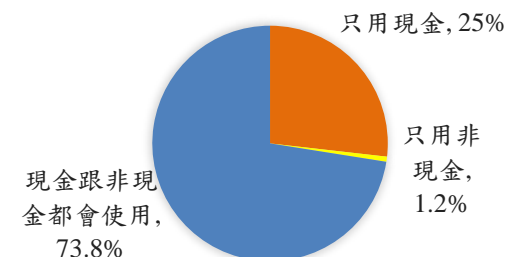
2. 調查結果

(1) **一般大眾(民眾、店家、攤販)**：對 CBDC 認知度不高，但若提升認知度與理解度，將大幅提升使用意願。

一 民眾日常消費支出情形及店家、攤販收款情形：由於 CBDC 主要是透過手機(亦可能包括卡片)為載具進行交易，使用感受與行動支付相似，因此調查民眾行動支付使用情形作為參考。

- 民眾日常消費支出情形：以「現金及非現金都會使用」比例最高，占 7 成(圖 3)；部分民眾基於習慣或偏好因此只用現金²⁵(圖 4)；與前一年相較，7 成以

圖 3 民眾日常消費行為



²⁴ 係指雖未提供開立 CBDC 錢包服務，但可提供連結用戶之 CBDC 錢包進行代收代付等支付服務者。

²⁵ 其中，偏遠地區、男性及 40 歲以上族群只用現金的比例較非偏遠地區、女性及 39 歲以下族群高。

上民眾行動支付使用次數提高(圖 5)；另民眾認為使用行動支付的困擾主要來自「店家不接受行動支付」或「不接受消費者慣用的行動支付」(圖 6)。

圖 4 民眾只用現金消費的理由(複選)

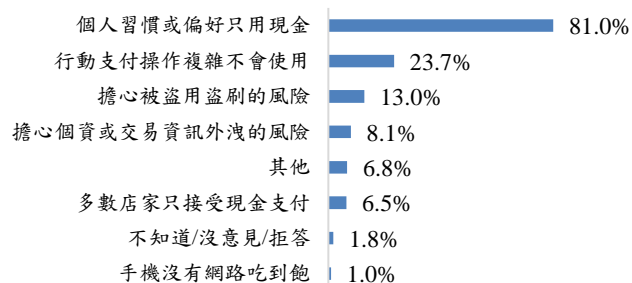


圖 5 與前一年相較，行動支付使用次數

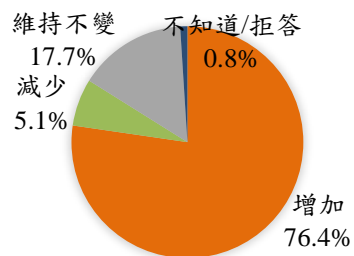
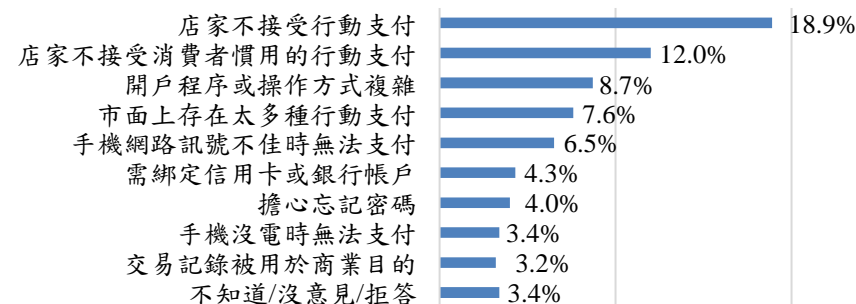
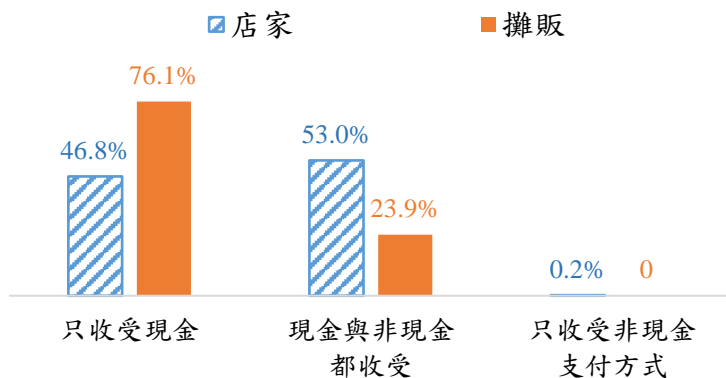


圖 6 民眾使用行動支付時的困擾(複選)



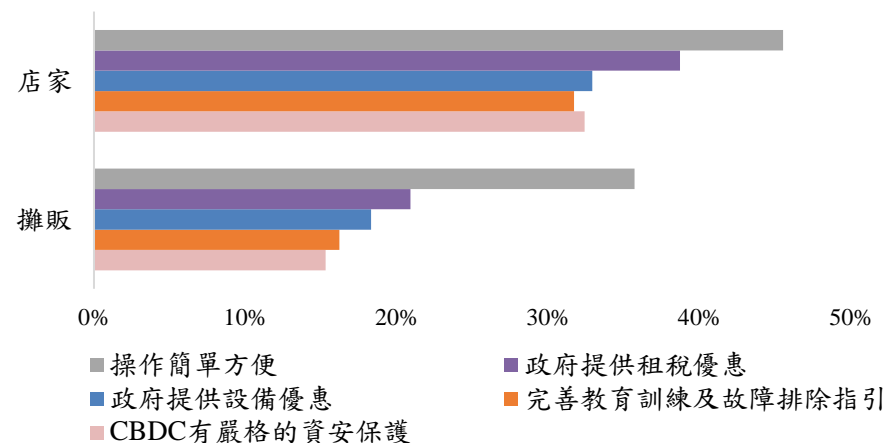
- 店家、攤販收款情形：店家與攤販除收受現金外，均有收受行動支付，但攤販因受限於場地、設備、規模等，只收現金的比例為 76.1%，明顯高於店家之 46.8%(圖 7)，爰宜有相關配套措施，鼓勵其接受非現金支付方式如行動支付等；此外店家與攤販均認為如未來 CBDC 可以操作簡單或由政府提供租稅、設備等優惠將會有較高的使用意願(圖 8)。

圖 7 店家、攤販收款情形



註：非現金支付方式包括信用卡、金融卡、儲值卡及行動支付等。

圖 8 店家、攤販認為可提升使用 CBDC 意願的配套措施(複選)



一 認知度與使用意願：在問卷調查開始前(前測)²⁶，一般大眾對於 CBDC 的認知度偏低(圖 9)；惟在填寫後續問項及相關資料的解釋下，對 CBDC 有更深一層的認知與理解後，經再次提問(後測)²⁷，大眾使用意願明顯提升(圖 10)。

圖 9 一般大眾對 CBDC 之認知度

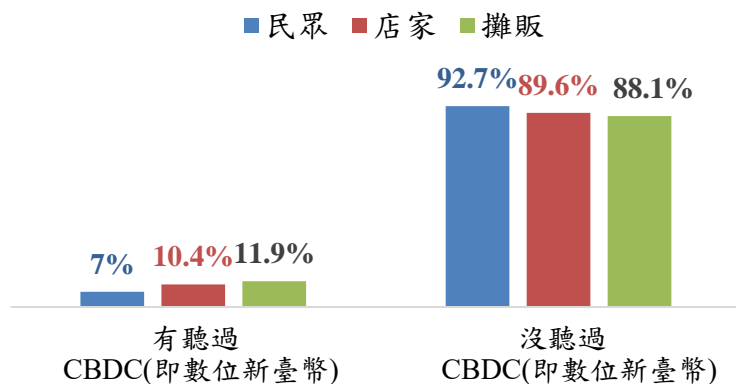
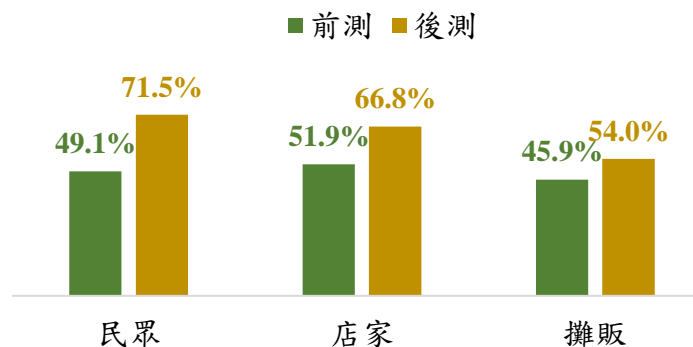


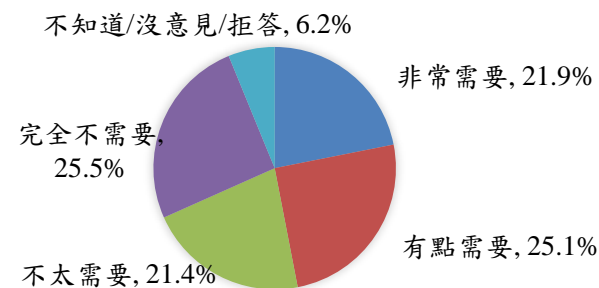
圖 10 一般大眾願意使用 CBDC 的意願



—CBDC 之設計與需求：

- 民眾對於不記名錢包、記名錢包及儲值卡形式的錢包均有需求；另有 47%的民眾表達對於卡片形式的錢包有需要(圖 11)，尤其是偏遠地區民眾或弱勢族群需求度更高²⁸。
- 如 CBDC 具有應用創新功能，例如政府發放振興券、消費券或退稅等可直接撥入錢包、外幣自動櫃員機(ATM)兌換功能²⁹、掃碼提領或可程式化支付之智能合約等，民眾均表達有需求。

圖 11 民眾對於儲值卡形式錢包之需求程度



—隱私與資料使用範圍：

²⁶ 「前測」係指在問卷開頭，由訪談員先詢問民眾使用 CBDC 之意願。

²⁷ 「後測」係指民眾經訪談員逐一說明與提問之後，在對 CBDC 之認知度與理解度提高情況下，再次表達使用 CBDC 之意願。

²⁸ 調查結果顯示，金馬地區及宜花東地區之民眾表達有需要比例達 77%，弱勢族群如領有政府救濟金或中低收入戶亦有超過 7 成表示有需要。

²⁹ 例如民眾回國時尚有未使用的外幣現鈔，可在外幣 ATM 直接兌換回新臺幣並自動存入 CBDC 錢包，方便將身上的外幣轉為國內使用。

- 民眾對於 CBDC 會對留下交易紀錄感到擔憂的比例為 45.2%，不擔憂比例為 51.4%(圖 12)；但若有國際資安認證或政府只有在合法且追查非法活動情況下，才調用資料，則有 7 成以上民眾認為可減輕其擔憂程度。
- 民眾同意將個人開戶資料保存於央行之比例達 7 成(圖 13)，但若將去識別化交易資料供央行研究之用，雖有 54.1%表示願意，但亦有 40.7%表示不願意(圖 14)；由此可知，涉及大眾個資隱私及資料使用範圍之處理須審慎與嚴謹。

圖 12 民眾對 CBDC 會留下交易紀錄之擔憂程度

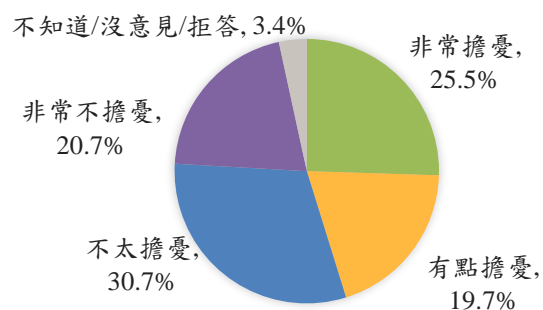


圖 13 是否同意央行保存民眾開戶資料？

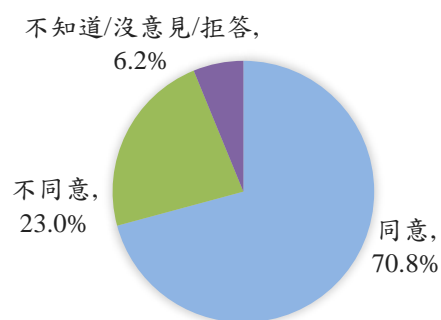
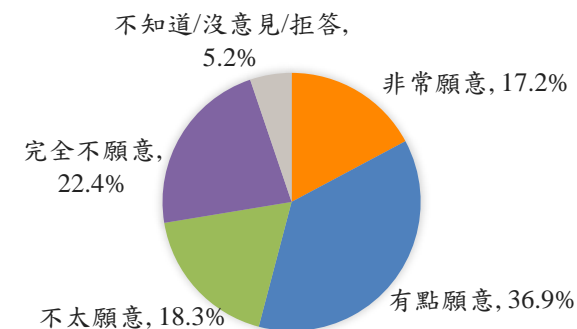


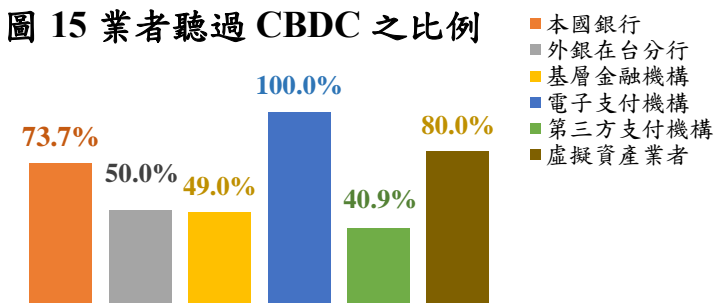
圖 14 是否願意提供去識別化交易資料給央行研究之用？



(2)產業界(金融機構、支付業者、虛擬資產業者)：相較於銀行，**基層金融機構因規模較小、競爭力較弱，一旦存款流失將造成較大影響，爰對於 CBDC 所帶來的影響最感到擔憂**；惟如有可行商業模式或配套措施，或可降低其擔憂程度；另金融機構對於本行目前 CBDC 之相關設計³⁰均認為妥適。

一業者對於 CBDC 的認知程度明顯高於一般大眾(圖 15)，而 CBDC 相關設計可能造成之影響，如弱化金融中介角色、資金成本上升等，有**超過 7 成的基層金融機構表示擔憂**(表

圖 15 業者聽過 CBDC 之比例



³⁰ 詳本文第 2 頁之 CBDC 初步架構與設計。

2)；而對於本行目前規劃之 CBDC 相關設計，包括「初期不付息，但保留付息功能」、「依身分驗證程度設定不同的錢包金額上限」等，業者均表示妥適。

一業者認為可行的商業模式包括向商家收費、對企業使用增值服務收費，以及中介機構使用央行 CBDC 系統無需費用等(圖 16)；此外，業者認為宜先訂有明確法規、完善的配套措施及監理架構再發行 CBDC。

(3)政府機關(經濟/產業/觀光、弱勢族群、稅務、金融監理、洗防阻詐業務有關機關)：若發行並導入 CBDC，受訪機關多認為對其機關專責業務具有正面的助益。

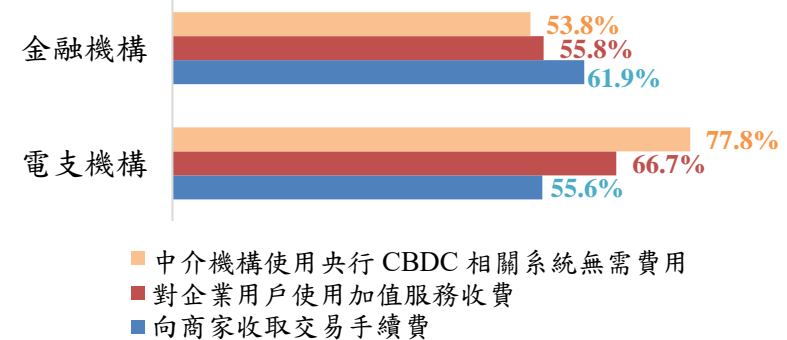
一認知度與收付款業務調查：

- 受訪政府機關中，聽過 CBDC 的比例為 3 成。
- 由於 CBDC 與收付具有關係，爰先調查受訪機關之收付款業務辦理情形³¹；有辦理收付款業務之機關(圖 17)中，認為若發行 CBDC 對其收付業務具有助益之比例近 4 成(圖 18)，導入 CBDC 可能的困難包括操作複雜、需要額外成本或民眾接受度低等(圖 19)。因此，受訪機關提出幾項可行的協助配套措施，依序為先進行區域性場域示範、對硬體設施補助、透過廣告或活動宣導 CBDC、宜與各機關事先進行意見交流，以及提供教育訓練如排除系統故障的方法教學等，均值得參考。

表 2 金融機構對 CBDC 影響性之看法

項目	金融機構	本國銀行	外銀在台分行	基層金融機構
弱化金融中介角色	66.2%	59.6%	40.0%	72.2%
增加資金成本	65.4%	56.5%	60%	71.6%
排擠支付業務	57.7%	60.6%	70%	55%
提高流動性風險	66.9%	53.5%	50.0%	76.8%

圖 16 業者認為可行的商業模式



³¹ 稅務機關與收付有關業務係包括繳稅與退稅；經濟/產業/觀光機關係包括如觀光補助發放、大眾運輸(北捷、臺鐵)車票出售、規費收取等；弱勢族群機關則係包括福利金之發放等。

圖 17 受訪機關中，有辦理收付款相關業務之比例

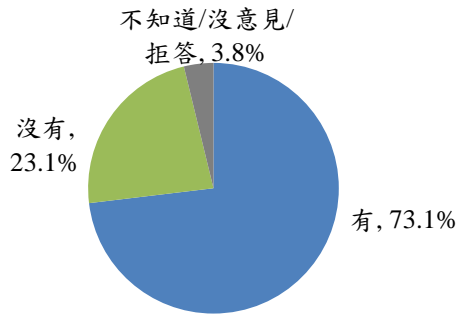


圖 18 有辦理收付款相關業務機關，認為 CBDC 對收付業務之助益

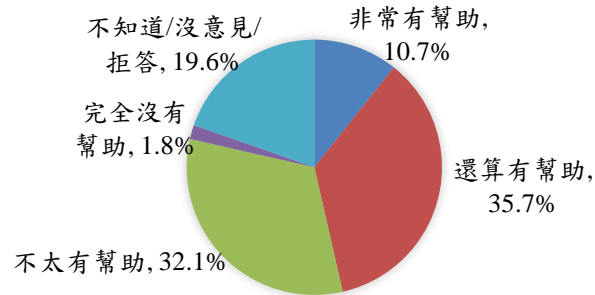
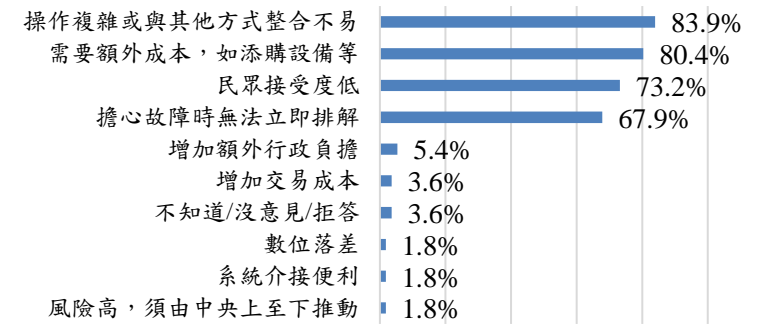
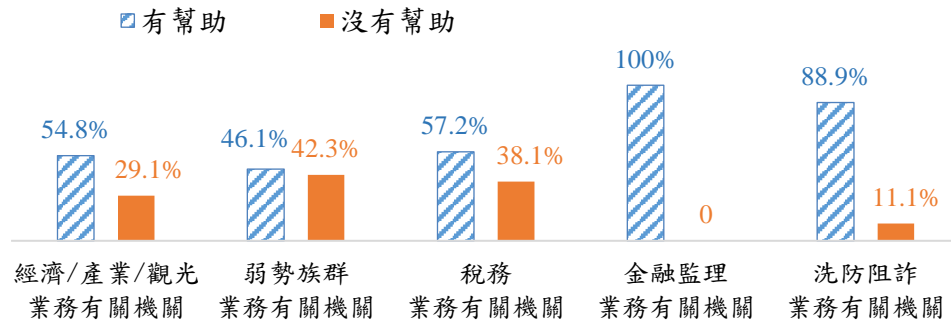


圖 19 導入 CBDC 可能的困難 (複選)



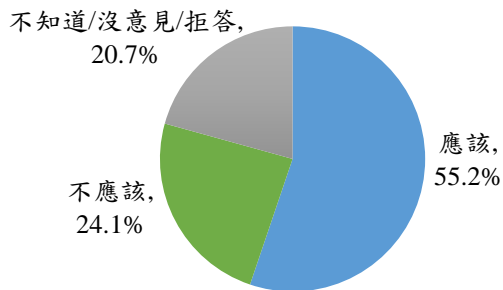
一對於機關專責業務之助益及是否開放外國人來台觀光消費使用：若發行 CBDC，受訪機關認為**對其機關專責業務³²之助益多偏正面**看法(圖 20)；另金融監理機關、洗防阻詐機關及經濟/產業/觀光有關機關有**超過 5 成**認為可開放外國人來台觀光消費時，**申請 CBDC 錢包**(圖 21)，但**為避免外國人使用不記名錢包從事洗錢或詐騙等非法活動，宜有配套措施**，例如要能識別其為外國人身分、限制僅能於境內使用，以及**設定較本國人為低的金額上限**等。

圖 20 若發行 CBDC，政府機關認為對其專責業務之助益



註：除「有幫助」與「沒有幫助」之選項，其他選項為「不知道/沒意見/拒答」。

圖 21 是否應開放讓外國人申請 CBDC 錢包



³² 經濟/產業/觀光機關詢問政府機關結合 CBDC 發行類似藝文券等數位券，對於振興地方產業、觀光之助益；弱勢族群機關詢問 CBDC 可直接將社會補助款發放至民眾錢包之助益；稅務機關詢問退稅等作業可直接撥款至公司或民眾的 CBDC 錢包之助益；金融監理詢問是否對普惠金融、洗防阻詐具有幫助。

(4)學術界(經濟金融、法學、資通訊科技領域學者)：經濟金融學者認為，**可擔任 CBDC 的中介機構依序為銀行、電支機構、基層金融機構**；多數認為 CBDC 之發行對經濟金融具正面影響(附錄 1)。至於法律學者及資通訊科技學者對於部分議題之看法略有不同，分述如下：

—法律學者：

- 若以雙層式架構發行 CBDC，則在發行、流通或保管方面，中介機構與民眾³³，以及央行與民眾³⁴之間相互之權利義務關係：超過 6 成學者認為中介機構與民眾之間應存在契約關係，例如定期化契約、消費寄託契約、善良管理人、保障隱私權、損失賠償約定等(圖 22)；近 6 成學者認為**央行與民眾之間應存在法律關係，例如金融監督義務、擔保支付義務³⁵、保障隱私權，以及確保數位化後，因電力因素等無法支付風險，不可移轉由消費者或中介機構承擔等**(圖 23)。至於央行與中介機構之關係，多數學者認為應是委任關係，亦有部分學者認為可以是監督責任或行政契約。
- CBDC 法律架構：若以雙層式架構發 CBDC，近 7 成學者認為應先修正「中央銀行法」，才能發行 CBDC；至於其他與 CBDC 有關(例如個資保護、洗錢防制、變造或偽造貨幣等)法規處理，3 成學者認為應整合於特別法；另 3 成學者認為應部分整合於特別法，部分修正貨幣相關法律；亦有近 3 成學者認為可分別修正貨幣相關法律，例如民法涉及貨幣之借貸、刑法涉及偽造或變造貨幣等³⁶(圖 24)。
- 由於央行發行的貨幣具有法償效力，原則不得拒收，但仍有 **6 成學者認為應該對 CBDC 法償效力訂定除外條款，符合一定條件者得以拒收**，包括原來即未接受其他電子支付方式之店家、一定規模以下的店家、買賣雙方訂有約定者，以及特定個人使用者可以拒收等³⁷。其他與 CBDC 相關事宜之個別規範意見參見附錄 2。

³³ 旨在瞭解中介機構是否因為對民眾提供 CBDC 中介服務而具有某種服務提供者的地位，進而應負擔相關權利義務例如金融消費者保護；抑或只具有央行代理人的地位而對民眾無權利義務。

³⁴ 旨在瞭解央行是否因為以中介機構為中介者，對民眾提供 CBDC 中介服務而無須對民眾直接負擔相關義務；抑或因為中介機構只是央行的代理人，故仍由央行負擔對民眾的權利義務。

³⁵ 擔保支付的概念係指當民眾依法受讓 CBDC(例如基於合法的 CBDC 交易)時，央行基於其 CBDC 發行者與管理者的地位，有義務擔保該民眾取得該 CBDC，例如於帳本上正確記入該民眾取得的 CBDC 數額。

³⁶ 亦有部分學者認為可於「中央銀行法」第 13 條增訂數位貨幣發行的法源依據，並授權央行與其他主管機關訂定法規命令。

³⁷ 至於拒收之法律效果，5 成學者認為應為民法上的效力，如債權人受領遲延，少數則認為可施以行政罰或刑罰。債權人受領遲延係指債務人以法幣給付債權人，債權人如拒絕收受，應負受領遲延之責，例如債務人得主張，遲延期間債務人無須支付利息等；而目前我國無故拒收法幣並無行政罰或刑罰之相關規範。

圖 22 中介機構與民眾間是否應存在契約關係？

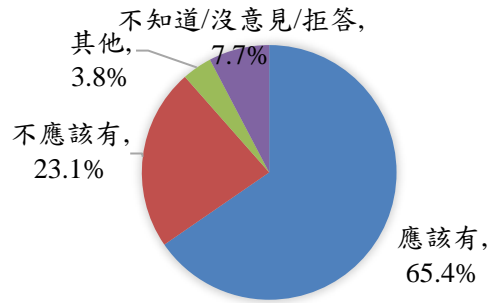


圖 23 央行與民眾間是否應存在法律關係？

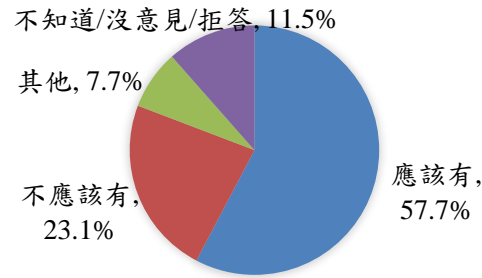
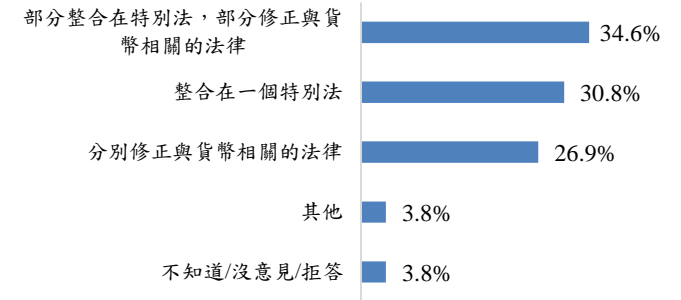


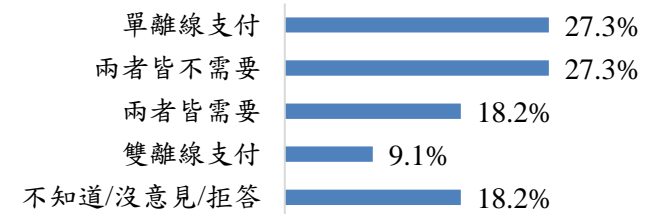
圖 24 CBDC 有關事宜之法律處理



— 資通訊科技學者：

- 建議可參採的強化資安技術包括多因子身分認證³⁸、零信任機制³⁹、數位簽章等；保護個資隱私技術包括零知識證明⁴⁰、差分隱私技術⁴¹等；提升交易效率技術包括 FIDO(Fast IDentity Online)認證⁴²等；提升交易安全性技術包括後量子密碼學⁴³等。
- 至於 CBDC 是否需有離線支付功能，支持發展單離線支付⁴⁴之學者約 3 成，支持雙離線支付⁴⁵者近 1 成(圖 25)；而支持單離線支付的

圖 25 學者對發展離線支付功能看法



³⁸ 多因子身分認證機制(MFA)是一種身分驗證機制及存取控制方法，使用者需要透過兩種或多種驗證機制方可得到授權。

³⁹ 零信任是一種網路安全理念，代表除非已徹底檢查其身分，否則網路內外的任何人都不要受到信任，運作的基礎是假設網路外部和內部的威脅，都是無所不在的因素，對試圖存取網路或應用程式的每一個人或裝置，進行嚴格的身分驗證。

⁴⁰ 零知識證明(ZKP)係為一種密碼學技術，證明者可以在不透露任何額外資訊情況下，向驗證者證明交易的真偽。

⁴¹ 所謂差分隱私技術是保護個資隱私的方法，其核心原則是在對資料(如交易紀錄)進行分析時，加入些微雜訊，使得資料無法追蹤到個人。

⁴² FIDO 認證係指一款能夠提供使用者高度安全保障的技術，既可快速便利登入帳號，又能確保個人隱私不會洩漏於第三方。

⁴³ 後量子密碼學主要在研究可抵抗量子電腦的加密演算法，尤其是公鑰加密(非對稱加密)演算法，但相關技術尚未成熟，仍處於研究階段。

⁴⁴ 單離線支付是指收付雙方中有一方離線(無網路)，一方連線的支付行為。以信用卡支付場景為例，消費者拿一張信用卡至百貨公司 POS 機進行結帳，POS 機將消費者提供之信用卡與發卡機構進行身分驗證，商家與發卡機構驗證過程透過網路進行，為連線狀態，而消費者以信用卡支付過程未涉及網路服務，因此為離線狀態。

⁴⁵ 雙離線支付是指收、付款方均可在離線狀態(無網路)下進行支付、轉帳。

考量為**雙離線支付技術難度較高**，且可能有雙重支付⁴⁶等風險。

(五)結語

1. 本行仍持續精進技術，完善 CBDC 之設計與功能，以符合未來數位經濟發展及社會大眾之需

(1)本次問卷調查結果顯示，許多民眾有**離線支付**需要，尤其是卡式錢包，**考量技術難度、風險等**，本行將**持續進行相關研究與試驗，並關注國際間主流技術演進**，俾使離線支付具有韌性與普及性；未來如決定發行 CBDC，可考慮分階段執行，視國際間技術的成熟度與大眾實際需要及必要性，再評估最適導入時機。此外，由於偏遠地區或弱勢族群基於偏好或習慣，以現金支付的比例較高，因此**在推行 CBDC 時，仍會保留現金的發行**，以兼顧其需要。

(2)針對部分民眾對於隱私與個人資料使用之疑慮，**本行將持續研議嚴謹的資料管理制度、明確的資料使用範圍⁴⁷，以及周全的隱私保護機制與資安技術強化**，以增強民眾信任、降低疑慮。

(3)為因應數位時代的發展，如何**應用代幣化及可程式化的技術優勢**，以**央行貨幣作為最終清算工具**，已是各國央行近來關注之焦點；為探索可能發展與應用潛力，本行亦已規劃以批發型 CBDC 清算代幣化資產相關試驗⁴⁸。

2. 本行將進行廣泛溝通之第二期程工作

(1)將**根據本次委外問卷調查結果，檢討修正 CBDC 初步架構與設計**，未來將以修正後內容為基礎，**舉辦數場公聽會、說明會或論壇**，與利害關係人進行更具體、廣泛深入的交流與溝通，並藉以加強宣導 CBDC，提升大眾認知度。

(2)至於 CBDC 有關的法制議題所涉範圍廣泛，除利用上述場合與各界交換意見，亦將**配合本行 CBDC 相關工作進展**，持續蒐集國際間主要國家對於 CBDC 的修法情形與發展，**研議我國法律架構**。

(3)俟上述工作完成後，**再研議評估是否推行試點計畫⁴⁹**。

⁴⁶ 雙重支付風險指的是在沒有連接到支付網絡或中介機構的情況下使用同一筆資金進行支付時，可能會面臨同一筆交易被重複使用的風險，有許多情況可能導致雙重支付，例如資訊同步延遲、系統故障或交易資訊被盜用等。

⁴⁷ 部分法律學者建議應先訂定取得個資的目的、範圍，且獲得當事人同意較為妥當。

⁴⁸ 包括建置代幣化平台支援商業銀行存款代幣間的跨行移轉、金融商品款券同步交割及特殊目的代幣等相關應用場景。

⁴⁹ 本行如經審慎評估，認為有推行試點計畫之必要，將透過指定銀行、選定特定範圍的店家與民眾，在安全、可控的原則下先進行小規模試點，後續視辦理情形，擴大範圍，以逐步打造 CBDC 生態系。

附錄 1 經濟金融領域專家學者對於若發行 CBDC 對經濟金融相關議題之看法彙整

項次	問題	是/ 有幫助	不是/ 無幫助	沒意見/不知道/ 拒答	說明
1	是否可能提高擠兌風險？	37.5%	62.5%	—	認為可能提高風險的理由是，過去提領現金需透過 ATM 或臨櫃，未來只需透過手機即可將銀行存款轉換為 CBDC。
2	發行初期不付息，保留付息設計是否妥適？	85.7%	12.5%	1.8%	—
3	依身分驗證程度設定不同錢包金額上限是否妥適？	91.1%	7.2%	1.8%	—
4	是否有助於降低實體現金相關成本	87.5%	8.9%	3.6%	—
5	可程式化支付功能對金融創新之助益	73.2%	7.1%	19.6%	—
6	是否對執行貨幣政策之彈性或效果有所助益	46.6%	32.2%	21.2%	學者認為有幫助的主要理由包括可透過交易資料掌握經濟活動，以及或可作為突破零利率下限之侷限等；認為無幫助的主要理由為如只是現金之替代，不會影響貨幣的創造。
7	是否有助降低跨境交易成本	73.2%	17.9%	8.9%	—
8	是否有助促進普惠金融	62.5%	28.6%	8.9%	—
9	是否對經濟金融產業有所助益	66.1%	0	33.9%	—

附錄 2 法學領域學者對於 CBDC 相關事宜個別規範之看法彙整

項次	問題	可/妥適/需要/ 有幫助	不可/不妥/ 需要/無幫助	沒意見/ 其他	說明
1	追查犯罪前提下，央行取得民眾個人及交易資料是否妥適？	50.0%	42.3%	7.7%	學者認為基於防制洗錢目的，可取得民眾資料，但應具體規範資料取得之範圍與使用目的。 其他意見包括央行應先考量取得民眾個資或交易資料之必要性、制定明確法規規範央行可取得民眾個資與交易資料的條件，或經當事人同意等。
2	CBDC 對防制洗錢及反資恐是否有所助益？	69.2%	26.7%	3.8%	-
3	CBDC 洗錢防制及反資恐規範是否需要比金融機構嚴格？	30.7%	53.8%	15.5%	不需要之理由為 CBDC 本質與現金並無太大差異，可先比照目前規範處理，視需要再另訂規範。
4	是否需要修正洗錢防制及反資恐法律？	42.3%	38.4%	19.3%	需要將 CBDC 納入洗錢防制之規範或增訂 CBDC 查核措施等。
5	是否需要修正偽造、變造貨幣相關法律？	73.1%	7.7%	19.2%	-
6	是否需要加重偽造、變造 CBDC 罰則？	38.5%	34.6%	26.9%	需要之理由為數位貨幣偵防難度較實體貨幣高；不需要主要是因為以法幣角度觀之，侵害法益與實體貨幣相同。
7	是否需要制定處理 CBDC 被盜用或詐騙之法規？	65.4%	26.9%	7.7%	-
8	是否需要制定錯誤支付等問題之法規？	50.0%	30.7%	19.3%	-