



# 中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



113.6.13

# 壹、本次理事會政策考量因素

# A、貨幣政策：維持政策利率不變

## 考量因素

(一)在物價方面：本(2024)年以來國內通膨率續呈緩步回降，且預期下半年可望續降至近2%。

1. 國際機構預測本年油價高於上年，加以4月國內電價調漲，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(2023)年之2.11%。

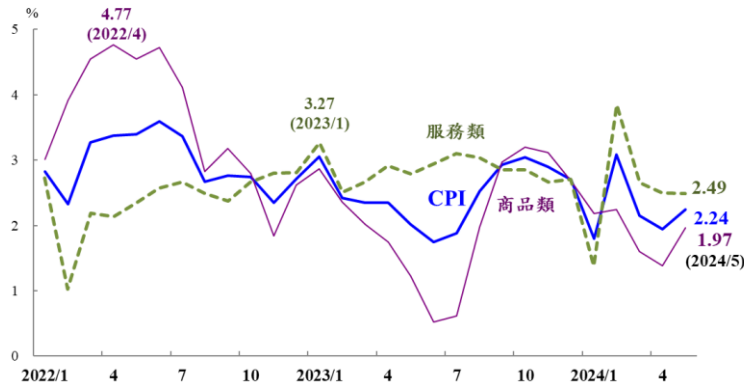
2. 服務類價格則受高基期影響，漲幅可望趨緩：

—本年1~5月漲幅2.58%，全年預估為2.36%，低於上年之2.87%。

CPI及商品類、服務類價格年增率

單位：%

|          | CPI    | 商品     | 服務     |
|----------|--------|--------|--------|
| 2023年    | 2.49   | 2.11   | 2.87   |
| 2024/1-5 | 2.24 ↓ | 1.87 ↓ | 2.58 ↓ |
| 2024(f)  | 2.12   | 1.87   | 2.36   |



註：f:預測值。

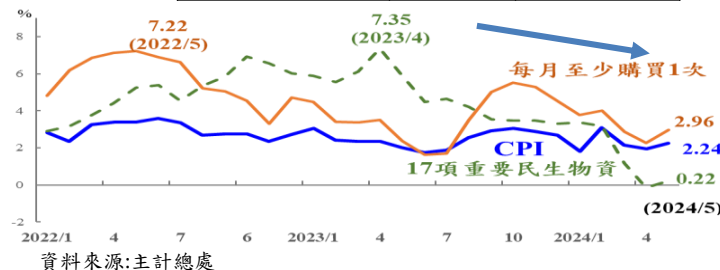
資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

### 3. 民生物資及購買頻度較高商品價格漲幅趨緩：

- 本年1~5月17項重要民生物資CPI年增率為1.53%，低於上年之4.80%，亦低於本年1~5月整體CPI年增率之2.24%；每月至少購買1次CPI年增率為3.17%，低於上年之3.69%，惟仍高於本年1~5月整體CPI年增率之2.24%。

### CPI、每月至少購買1次及17項重要民生物資CPI年增率

|           | 2023年 | 2024/1-5 |
|-----------|-------|----------|
| 17項重要民生物資 | 4.80  | 1.53↓    |
| 每月至少購買1次  | 3.69  | 3.17↓    |
| CPI       | 2.49  | 2.24↓    |

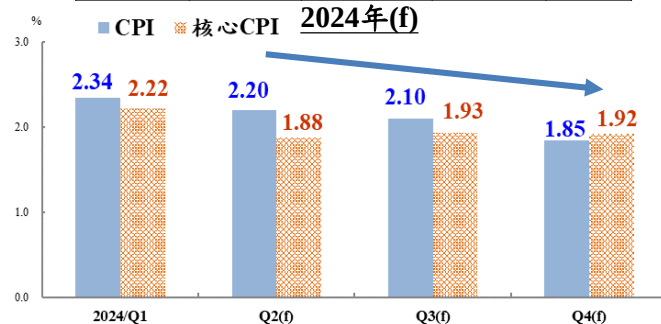


### 4. 本行預估下半年通膨率續緩步回降：

- 服務類價格漲勢將持續趨緩，本行預估下半年CPI及核心CPI年增率預測值分別為1.98%、1.93%，低於上半年之2.27%、2.05%。
- 本行預估全年CPI及核心CPI年增率預測值分別為2.12%、2.00%，低於上年之2.49%、2.58%。

### 台灣CPI及核心CPI年增率

|       | 2023年 | 2024年(f) | 單位：% |      |
|-------|-------|----------|------|------|
|       |       |          | 上半年  | 下半年  |
| CPI   | 2.49  | 2.12     | 2.27 | 1.98 |
| 核心CPI | 2.58  | 2.00     | 2.05 | 1.93 |

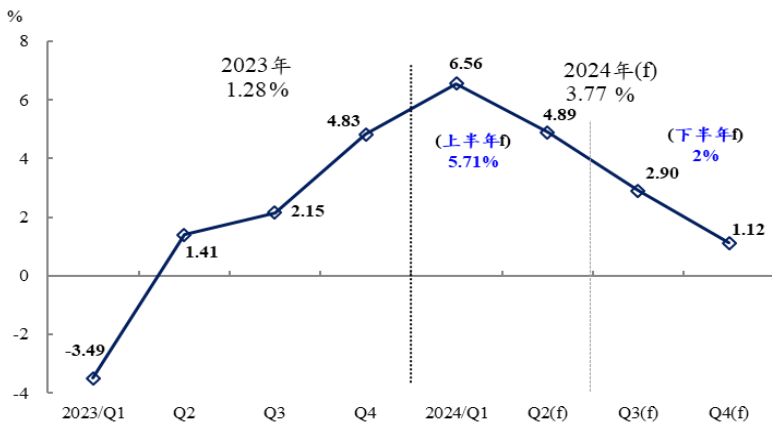


註：f: 預測值。  
資料來源：實際值-主計總處、預測值-本行

## (二)在經濟成長方面：預期本年經濟溫和成長，國內產出缺口呈微幅負值。

- 1.本行上修本年經濟成長率預測值為**3.77%**(3月預測值為3.22%)，且受比較基期影響，經濟成長率(yoy)逐季下降。
- 2.本年各季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，且預估本年產出缺口呈微幅負值。

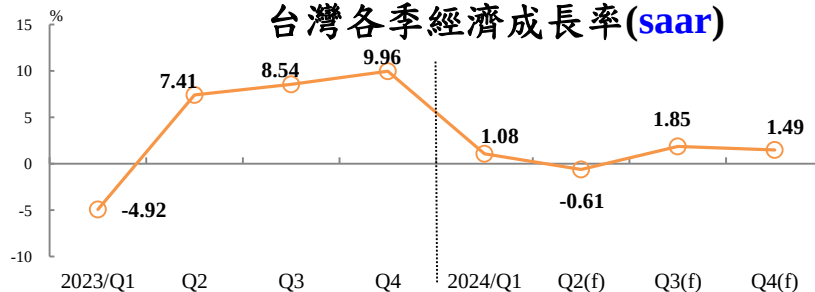
台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f:預測值。

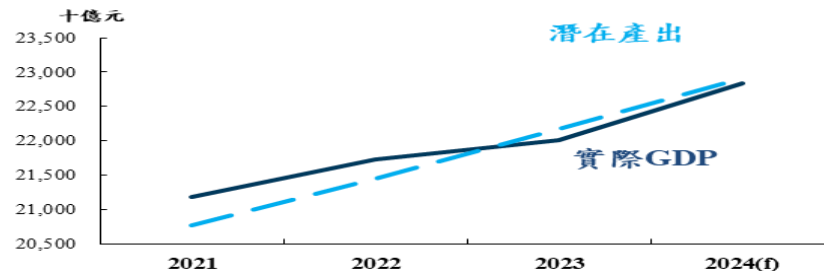
資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

台灣各季經濟成長率(saar)



資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

預估本年產出缺口呈微幅負值(實際GDP低於潛在產出)



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

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

未來本行仍將持續關注：

(1) 國內通膨發展情勢

(2) 主要經濟體貨幣政策動向、中國大陸經濟復甦情形，以及國際原物料價格變化、地緣政治風險、極端氣候等對國內經濟金融情勢的影響

適時調整貨幣政策，以達成維持物價穩定與金融穩定，並於上述目標範圍內協助經濟發展之法定職責。

# B、調整選擇性信用管制措施，並搭配調升存款準備率

## 一、調降自然人特定地區第2戶購屋貸款最高成數上限為6成

### 考量因素

(一)隨購置住宅貸款年增率持續上升，全體銀行不動產貸款占總放款比率仍高：

- 1.本行自2020年12月以來，五度調整選擇性信用管制措施，實施迄今，有助銀行降低不動產授信風險，且不動產貸款之逾放比率仍維持低檔，信用品質尚屬良好。
- 2.惟上年下半年起，房市交易成長回升，帶動購置住宅貸款年增率持續上升，致本年4月底不動產貸款占總放款比率為37.2%仍居高。

(二)自然人申辦第2戶購屋貸款之撥款金額呈增加趨勢：

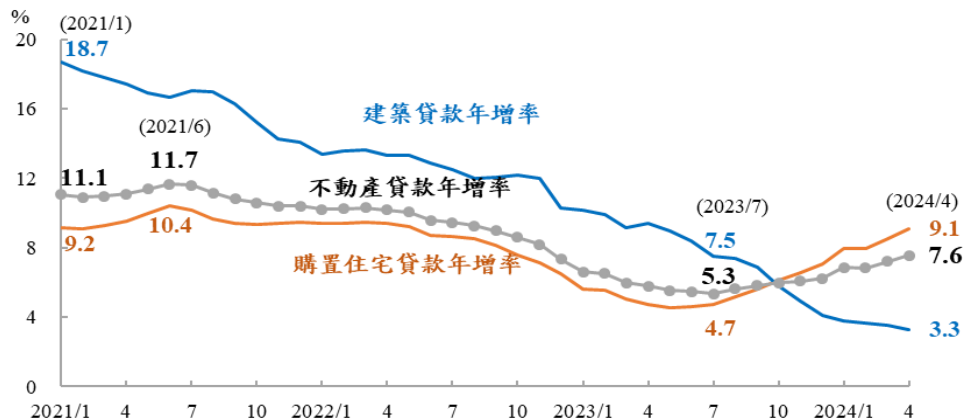
- 1.據本行統計，上年6月新增規範自然人特定地區第2戶購屋貸款，最高成數上限7成，實施以來，自然人申辦特定地區第2戶購屋貸款之撥款金額呈增加趨勢。
- 2.本年4月平均貸款成數為68.15%，高於本行前一波(2010年12月至2016年2月)施行特定地區第2戶購屋貸款成數6成。

全體銀行購置住宅貸款及不動產貸款年增率，自2023年7月之4.7%、5.3%，呈逐月走升趨勢，至2024年4月分別為9.1%、7.6%。

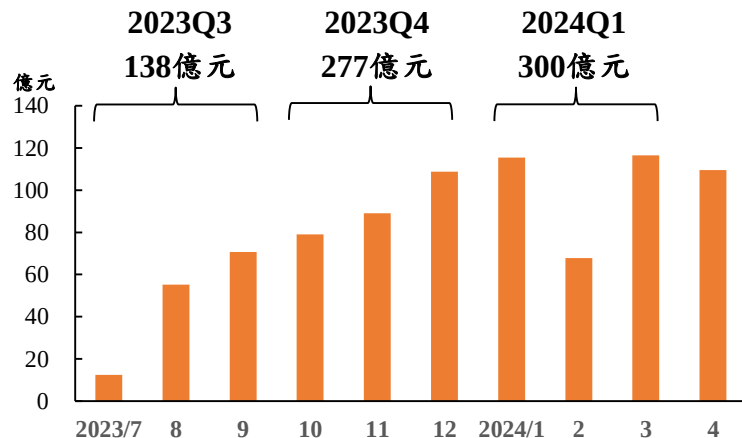
自然人特定地區第2戶購屋貸款之撥款金額，自2023年第3季以來，逐季增加。

全體銀行建築貸款、購置住宅貸款及不動產貸款年增率

本國銀行辦理自然人特定地區第2戶購屋貸款之撥款金額



註：不動產貸款=購置住宅貸款+房屋修繕貸款+建築貸款  
資料來源：本行



資料來源：本行



# 修正「中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定」(自2024.6.14生效)

| 貸款項目        |              | 貸款條件                                                                                                                       |                 |
|-------------|--------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
|             |              | 修正前                                                                                                                        | 修正後             |
| 公司法人購置住宅貸款  |              | 4成，無寬限期                                                                                                                    | 維持不變            |
| 自然人         | 購置高價住宅貸款     | 4成，無寬限期                                                                                                                    | 維持不變            |
|             | 特定地區*第2戶購屋貸款 | 7成，無寬限期                                                                                                                    | <u>6成</u> ，無寬限期 |
|             | 第3戶以上購屋貸款    | 4成，無寬限期                                                                                                                    | 維持不變            |
| 購地貸款        |              | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 5成，保留1成動工款</li> <li>● 檢附具體興建計畫，並切結於一定期間內動工興建</li> </ul>                           | 維持不變            |
| 餘屋貸款        |              | 4成                                                                                                                         | 維持不變            |
| 工業區閒置土地抵押貸款 |              | 4成，合於以下條件之一者除外： <ul style="list-style-type: none"> <li>● 抵押土地已動工興建開發</li> <li>● 借款人檢附抵押土地具體興建開發計畫，並切結於1年內動工興建開發</li> </ul> | 維持不變            |

\*特定地區包括臺北市、新北市、桃園市、臺中市、臺南市、高雄市、新竹縣及新竹市。

二、調升存款準備率一碼，透過加強貨幣信用之數量管理，以強化本次選擇性信用管制措施成效，將有助進一步減緩信用資源流向不動產市場

### (一)考量因素

- 1.本年以來，隨房貸年增率持續上升，加以出口回溫、股市熱絡，企業及個人資金需求增加，帶動全體銀行放款投資年增率由上年第4季之6.26%，升至本年1至4月平均之7.32%。
- 2.存款準備率為具流動性管理功能的貨幣政策工具之一，透過調升存款準備率，將產生下列效果：
  - (1)改變銀行準備金應提額度，直接影響銀行可貸資金數量，會產生信用緊縮效果，宣示效果明確，且鎖住資金的期限長。
  - (2)使貨幣乘數下降，致M2年增率下滑。
  - (3)隨銀行資金緊縮，將抑制貨幣市場流動性，預期可帶動貨幣市場利率上升。
- 3.調升存款準備率，能立即、有效降低流動性，且使銀行對投資與新承作放款更為謹慎，將有助進一步減緩信用資源流向不動產市場。

## (二)調升存款準備率之功能：

可搭配本行其他貨幣政策工具，強化政策之緊縮效果；

本行準備金分甲、乙兩戶，對銀行均有效益

1.調升存款準備率可搭配本行其他貨幣政策工具，強化政策緊縮效果。例如：

(1)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，透過價格及數量工具並行，可明確宣示本行續採緊縮性貨幣政策立場，有助強化政策效果。

(2)本次本行調升存款準備率，透過加強貨幣信用之數量管理，以強化本次選擇性信用管制措施成效，透過兩種數量工具之間相互搭配，將有助進一步減緩信用資源流向不動產市場。

2.準備金分為甲、乙兩戶：

(1)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。

(2)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；因平時不能自由動用資金，故本行給息。

(3)因此，不論甲戶或乙戶，銀行均有收益。

未來本行仍將持續檢視並密切關注：

(1)不動產貸款情形

(2)本行管制措施之執行成效

(3)房地產相關政策對房市的可能影響

適時調整選擇性信用管制措施內容，以促進金融穩定及健全銀行業務。

## 貳、本次經濟成長與物價預測修正補充說明

- 本次本行上修本年經濟成長率預測值至3.77%，較上次上修0.55個百分點之主因：(1)本年第 1 季台灣經濟成長率優於預期；(2)上修「國外淨需求」與「內需」對本年全年經濟成長貢獻。
- 本次本行略下修本年CPI年增率預測值至2.12%，較上次下修0.04個百分點之主因：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。

一、本行上修本年經濟成長率預測值0.55個百分點至3.77%，主因：

(一)本年第1季台灣經濟成長率達6.56%，優於本行上次預測之5.68%。

(二)考量輸出成長動能可望受惠AI熱潮、民間投資成長回升及民間消費成長持穩，本行上修「國外淨需求」與「內需」對本年全年經濟成長貢獻。

本年台灣經濟成長率及組成項目貢獻預測值

單位：%；百分點

|                    | GDP  | 內需   | 民間消費 | 民間資本<br>形成* | 公共支出  |       | 淨外需  | 輸出   | (-)輸入 |
|--------------------|------|------|------|-------------|-------|-------|------|------|-------|
|                    |      |      |      |             | 消費    | 投資**  |      |      |       |
| 本次(6/13)<br>預測數(1) | 3.77 | 2.83 | 1.36 | 0.77        | 0.33  | 0.37  | 0.94 | 5.27 | 4.33  |
| 上次(3/21)<br>預測數(2) | 3.22 | 2.71 | 1.31 | 0.67        | 0.35  | 0.38  | 0.51 | 3.60 | 3.10  |
| 差距=(1)-(2)         | 0.55 | 0.12 | 0.05 | 0.10        | -0.02 | -0.01 | 0.43 | 1.67 | 1.23  |

\*民間固定投資加存貨變動；\*\*包含政府及公營事業投資；資料來源：本行

二、本行略下修本年CPI年增率預測值0.04個百分點至2.12%，主因：  
4月國內電價調整方案與本行3月理事會會議時之假設方案略有不同。

(一)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%。

(二)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。

## 參、外界關心之議題

一、國際經濟金融情勢及展望

二、國內經濟及通膨展望

三、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？

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

四、當前主要央行貨幣政策分歧之分析

五、美國經濟數據、Fed經濟估測及市場預期交互影響之探討

六、近期全球股市變動分析—兼論ETF熱潮對台股之影響

七、本行數位貨幣(CBDC)議題委外問卷調查結果之說明



對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列**議題**：

## ■ 本行貨幣政策相關議題之說明

—外界關心**2%通膨率**是國際間主要央行的**通膨警戒線**？以及有論者對本行**調升存款準備率**有所質疑，茲針對上述議題提出說明，以利各界瞭解本行貨幣政策操作。

## ■ 當前主要央行貨幣政策分歧之分析

—探討**美、歐、日、中**等主要央行**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**挑戰**。

## ■ 美國經濟數據、Fed經濟估測及市場預期交互影響之探討

—美國**經濟數據**、**Fed經濟估測**及**市場預期**之間的**交互影響**，為**金融市場波動的主要因素**。

—為穩定市場預期，使市場正確解讀Fed釋出之政策訊息，以提高政策溝通成效，近期Fed官員省思應**如何強化貨幣政策溝通策略**。

## ■ 近期全球股市變動分析—兼論ETF熱潮對台股之影響

—本年在**AI熱潮**，以及市場預期主要央行貨幣政策方向轉趨寬鬆下，各國股市紛創新高，此期間**台股因股票型ETF熱賣**，在**內資散戶及投信撐盤**下，**股價漲幅傲視全球**。

## ■ 本行數位貨幣(CBDC)議題委外問卷調查結果之說明

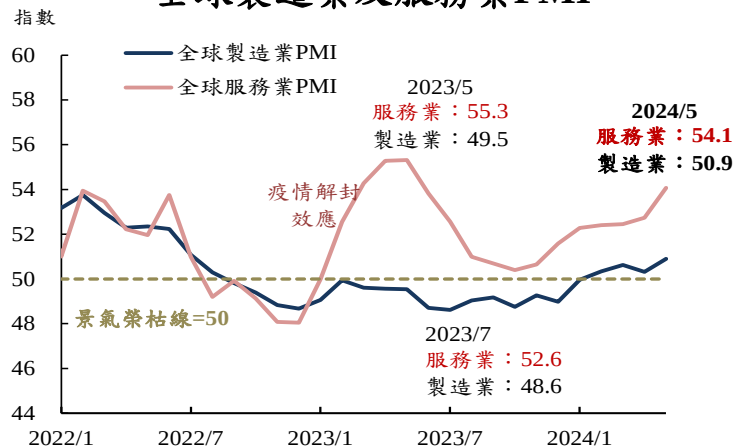
—本行於本年4月完成**CBDC議題委外問卷調查**，向各界說明**調查結果重點**及**後續相關計畫**。未來本行仍持續精進技術，完善CBDC之設計與功能，以符合未來數位經濟發展及社會大眾之需。

# 一、國際經濟金融情勢及展望

## (一) 經濟成長動能持續，全球經濟成長具韌性

1. 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**。
2. 經濟及金融結構差異致**各經濟體表現分歧**。上年**美國**經濟表現優於預期，支撐全球景氣，惟**近期大幅升息之累積效果**持續發酵，**經濟活動降溫**；**歐元區**則逐步**回穩**；**全球整體經濟表現仍具韌性**。

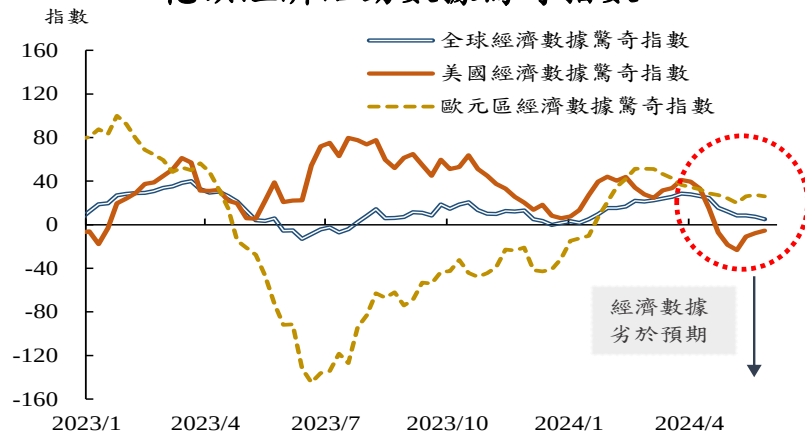
### 全球製造業及服務業PMI



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

資料來源：J.P. Morgan

### 花旗經濟活動數據驚奇指數

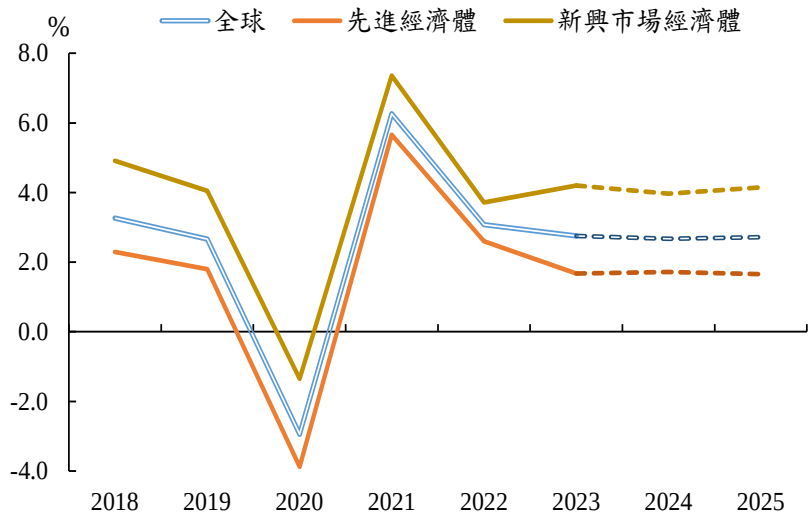


註：指數統計GDP相關數據之實際值與預測值差距，指數大(小)於0之幅度，代表經濟活動數據優(劣)於預期之程度。

資料來源：Bloomberg

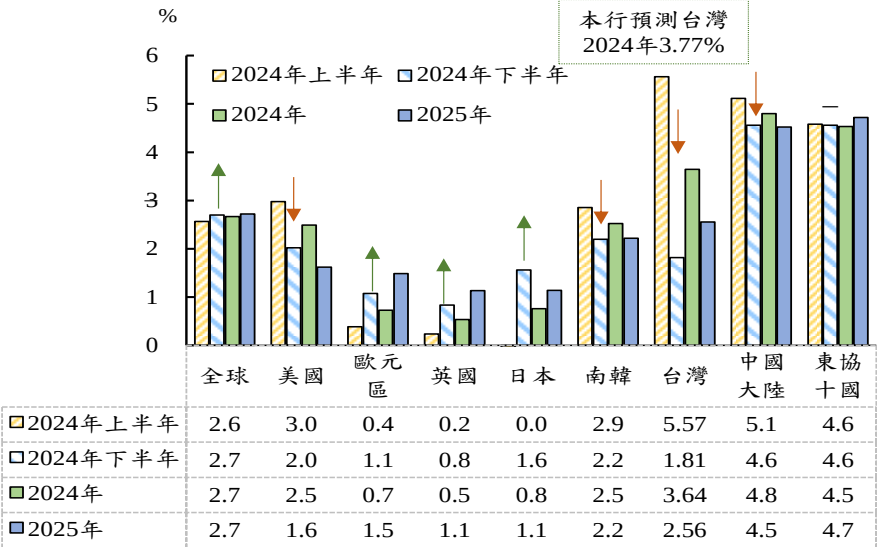
3. 貨幣緊縮效果持續影響消費動能，先進經濟體今、明兩年成長仍緩，部分新興市場經濟體表現良好助益全球經濟平穩成長；S&P Global預測本年全球經濟成長率2.7%，持平於上年，明年預測值亦持平於2.7%。

經濟成長率預測路徑



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

主要經濟體經濟成長率預測值



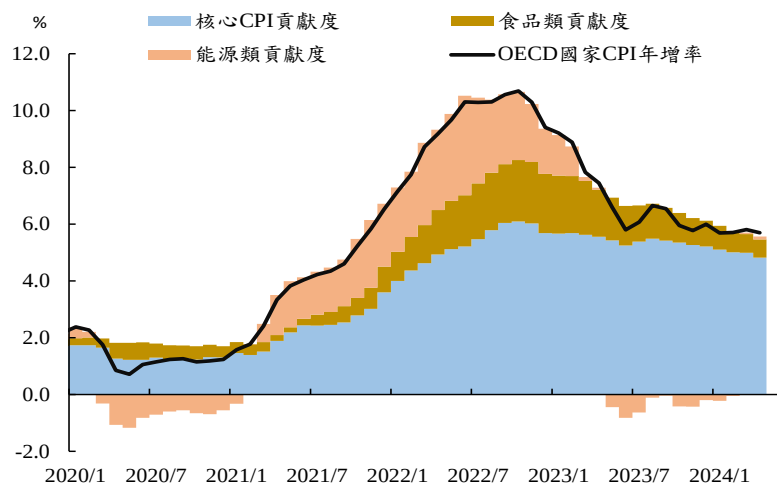
註：↓、↑及—分別表示2024年下半年較上半年下降、上升及持平。

資料來源：S&P Global (2024/5/15)

## (二)核心通膨率仍高，全球通膨率緩降

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。
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。

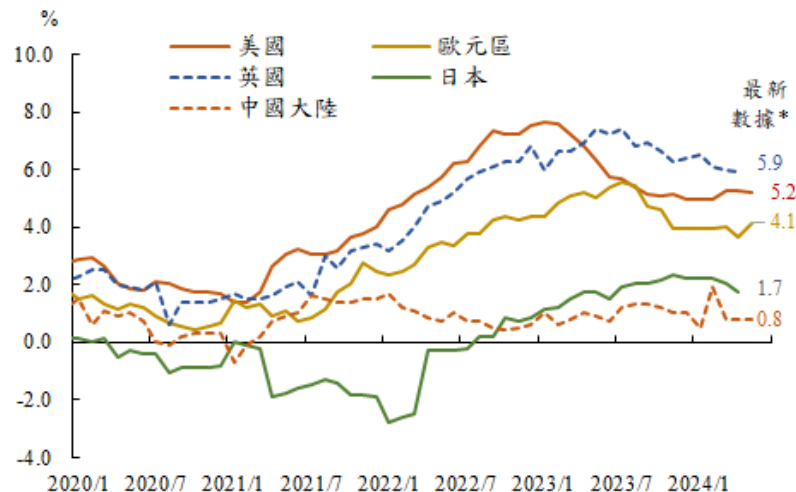
### OECD國家通膨率組成貢獻度



\*：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

### 主要經濟體服務類通膨率

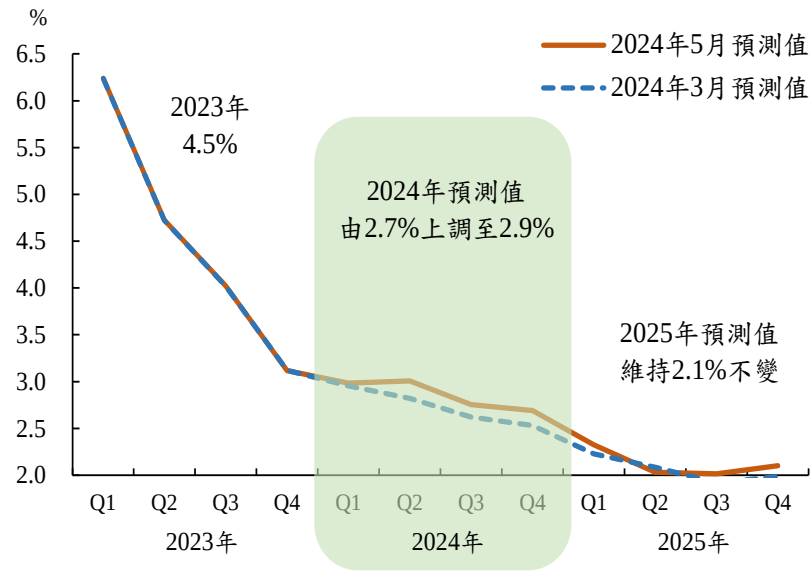


\*：美國、歐元區及中國大陸為5月數據，其餘為4月數據。

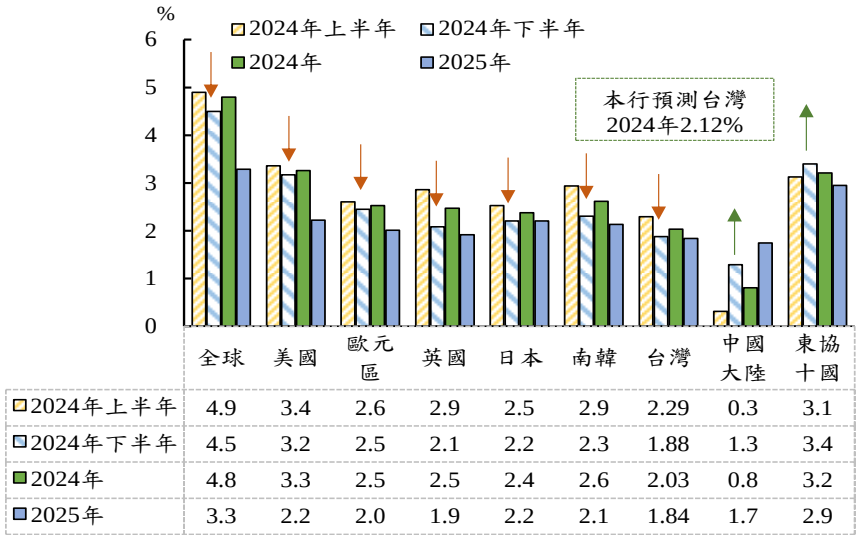
資料來源：LSEG Datastream

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。S&P Global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%。

上調先進經濟體CPI年增率預測路徑



主要經濟體通膨率預測值



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

註：↓及↑分別分別表示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. 美國本年經濟成長率高於估計之趨勢成長率，通膨率預測值高於Fed政策目標0.5個百分點，預期Fed維持審慎立場；惟明年Fed將有較大寬鬆貨幣空間。
- 2. ECB本年6月降息，本年及明年通膨率預測值仍高於ECB政策目標，後續降息路徑存在不確定性。
- 3. 日本經濟成長與通膨走勢溫和，BoJ貨幣政策續朝正常化調整，惟通膨與薪資成長良性循環關係仍弱，貨幣政策調整步步為營。
- 4. 中國大陸經濟成長率走低，通膨率持續低於目標，人行貨幣政策持續寬鬆。

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

| 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   |

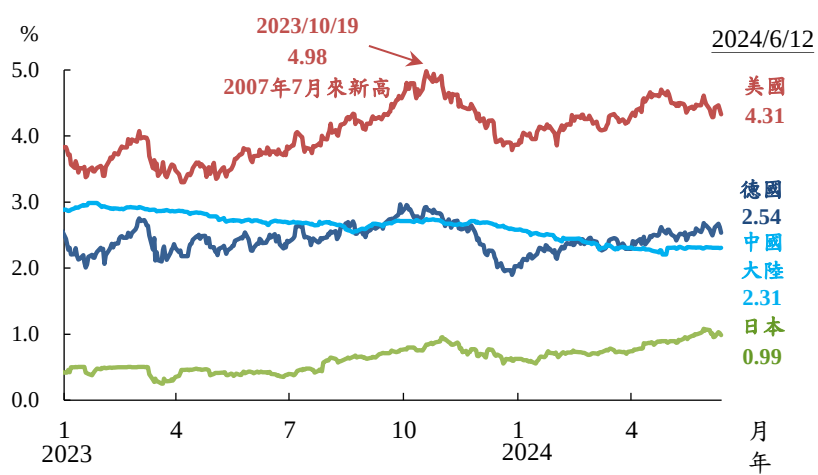
| 2024年 | 通膨率預測值(a) | 政策目標(b) | 差距(a-b) |
|-------|-----------|---------|---------|
| 美國    | 2.5       | 2.0     | 0.5     |
| 歐元區   | 2.3       | 2.0     | 0.3     |
| 日本    | 2.1       | 2.0     | 0.1     |
| 中國大陸  | 1.15      | 3.0     | -1.8    |

| 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    |

# (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. 本年4月以來，美國勞動市場仍緊俏，通膨率下降遲緩，ECB降息惟亦上修本年通膨預測值，美、德10年期公債殖利率震盪走高；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%；中國大陸因貨幣政策持續寬鬆而於本年底檔區盤整。
- 2. 以伊爆發衝突，投資人擔憂Fed再度升息，主要股市一度自高點下跌；嗣隨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。

主要國家10年期公債殖利率



資料來源：LSEG Datastream、美國財政部

全球主要股市變動比較



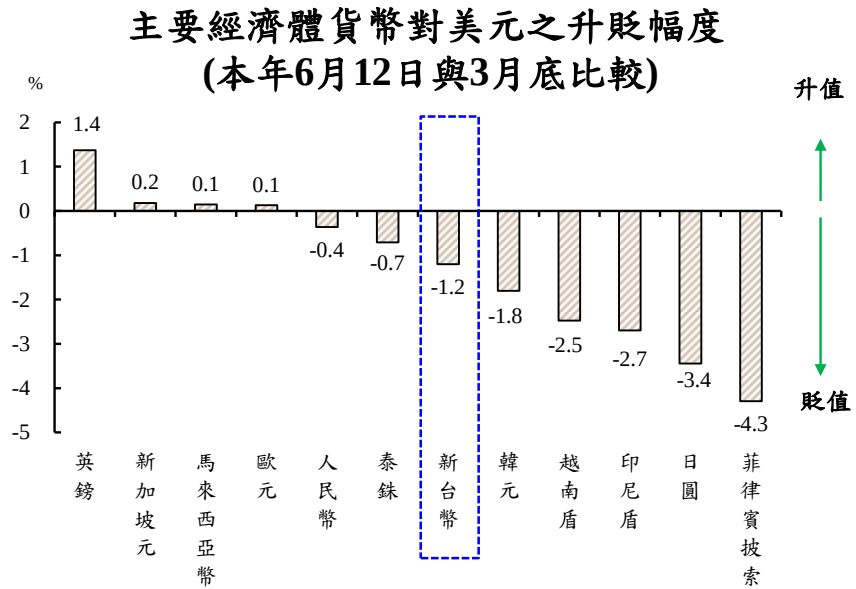
資料來源：LSEG Datastream



3. 本年4月以來，Fed貨幣政策寬鬆之預期減弱，中東地區衝突加劇推升避險情緒，美元指數走升，惟後隨美國經濟數據走弱而回落；**主要經濟體貨幣對美元多走貶。**
- **歐元**：歐元區經濟前景逐步改善，ECB降息惟調升本年通膨預測值，**略升0.1%**。
  - **英鎊**：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，**升值1.4%**。
  - **日圓**：BoJ貨幣政策仍寬鬆，以及日本第1季經濟陷萎縮，**貶值3.4%**。
  - **人民幣**：人行持續寬鬆政策，惟亦同時採行穩匯措施，**略貶0.4%**。



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



資料來源：取自Bloomberg報價，係台北外匯市場下午4時收盤時之匯率。



## 二、國內經濟及通膨展望

(一)本行預期本年內外需回溫，將經濟成長率預測值上調至3.77%

1.上半年：受惠人工智慧熱潮，相關產品**出口暢旺**，國外淨需求對經濟成長貢獻3.93個百分點，高於內需對經濟成長貢獻的1.78個百分點。

2.下半年：輸出穩健成長，帶動**民間投資貢獻轉正**，加以**民間消費動能延續**，下半年內需對經濟成長貢獻高於上半年，為支撐經濟成長的重要來源。

2024年台灣經濟成長率預測值及GDP各組成項目貢獻度

單位：%/百分點

|        | 經濟成長率<br>=(1)+(6) | 內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5) |             |             |         |      |             | 淨外需貢獻 |      |       |
|--------|-------------------|-------------------------|-------------|-------------|---------|------|-------------|-------|------|-------|
|        |                   |                         | 民間消費<br>(2) | 民間投資<br>(3) | 公共支出(4) |      | 存貨變動<br>(5) | (6)   | 輸出   | (-)輸入 |
|        |                   |                         |             |             | 消費      | 投資   |             |       |      |       |
| 全年(f)  | 3.77              | 2.83                    | 1.36        | 0.28        | 0.33    | 0.37 | 0.49        | 0.94  | 5.27 | 4.33  |
| 上半年(f) | 5.71              | 1.78                    | 1.71        | -0.91       | 0.16    | 0.41 | 0.41        | 3.93  | 6.31 | 2.39  |
| 下半年(f) | 2.00              | 3.79                    | 1.04        | 1.37        | 0.49    | 0.34 | 0.56        | -1.79 | 4.31 | 6.10  |

註：政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：主計總處、本行

## (二)下半年輸出成長穩健，民間投資表現好轉，民間消費持穩

### 1.輸出成長動能穩健：

- (1)全球終端需求回升及新興科技應用產品需求揚升，加以國內半導體與伺服器等供應鏈具競爭優勢，維繫輸出成長動能。
- (2)上年上半年比較基期較低，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%。

### 2.民間投資成長動能漸增：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，預期下半年民間投資轉為正成長。

### 3.民間消費成長動能平穩：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。

2024年台灣經濟成長率預測值及GDP各組成項目成長率

單位:%

|        | 經濟成長率 | 內需   |      |       |      |       | 淨外需 |       |       |
|--------|-------|------|------|-------|------|-------|-----|-------|-------|
|        |       |      | 民間消費 | 民間投資  | 公共支出 |       |     | 輸出    | (-)輸入 |
|        |       |      |      |       | 消費   | 投資    |     |       |       |
| 全年(f)  | 3.77  | 3.25 | 2.80 | 1.35  | 2.41 | 8.04  | -   | 8.33  | 8.60  |
| 上半年(f) | 5.71  | 2.00 | 3.44 | -3.98 | 1.16 | 10.18 | -   | 10.07 | 4.79  |
| 下半年(f) | 2.00  | 4.45 | 2.19 | 7.19  | 3.47 | 6.55  | -   | 6.78  | 12.27 |

註：政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

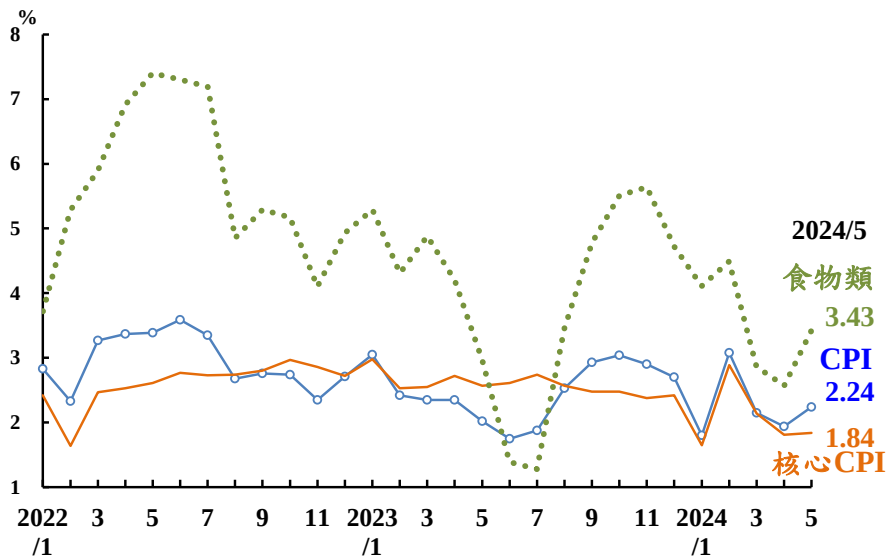
資料來源：主計總處、本行

### (三)通膨率維持緩步回降趨勢，預測本年CPI年增率降至2%左右

1.本年5月，受天候影響，蔬果價格大漲，CPI年增率回升為**2.24%**，**核心CPI年增率則維持緩步回降趨勢**，1至5月平均CPI、核心CPI年增率分別為2.24%、2.06%。

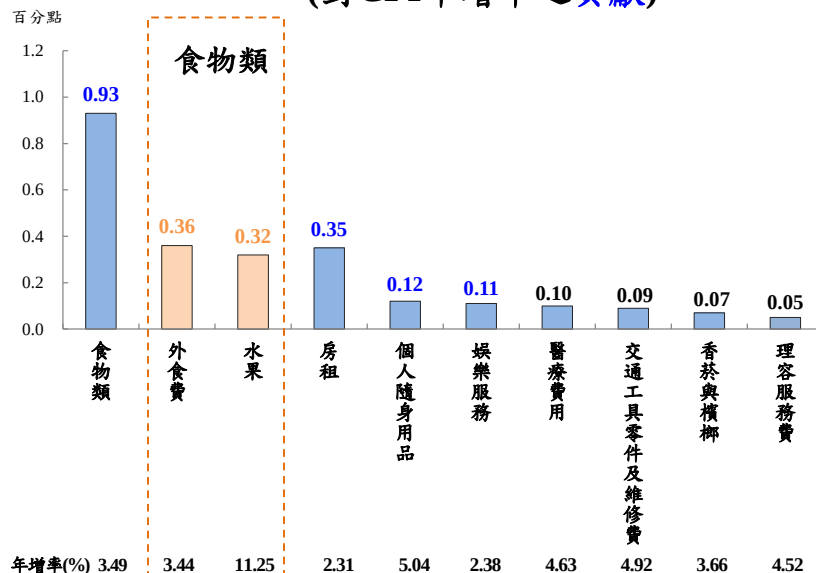
—**外食、水果等食物類價格走升，房租調高，個人隨身用品與娛樂服務價格上漲**，合計使CPI年增率上升**1.51**個百分點，**貢獻約67%**。

CPI、核心CPI與食物類CPI年增率



資料來源：主計總處

2024年1~5月影響CPI年增率主要項目  
(對CPI年增率之貢獻)



資料來源：主計總處

2.本年台灣通膨率可望較上年續降，且下半年將低於上半年，本行預測本年CPI、核心CPI年增率為2.12%、2.00%。

—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。

(四)主要機構預測本年台灣經濟成長率預測值，介於2.65%~4.30%之間；CPI年增率預測值介於1.71%~2.40%之間。

主要機構對本年台灣經濟成長率、CPI年增率之預測值

單位:%

| 預測機構 |                                            | 經濟成長率 | CPI年增率                   |
|------|--------------------------------------------|-------|--------------------------|
| 國內   | 中央銀行 (2024/6/13)                           | 3.77  | 2.12(CPI)<br>2.00(核心CPI) |
|      | 主計總處 (2024/5/30)                           | 3.94  | 2.07                     |
|      | 台經院 (2024/4/25)                            | 3.29  | 2.13                     |
|      | 中經院 (2024/4/19)                            | 3.38  | 2.30                     |
| 國外   | Citi (2024/6/11)                           | 4.30  | 2.40                     |
|      | Goldman Sachs (2024/6/11)                  | 2.65  | 1.71                     |
|      | Barclays Capital (2024/6/7)                | 3.30  | 2.10                     |
|      | BofA Merrill Lynch (2024/6/7)              | 3.70  | 2.00                     |
|      | Morgan Stanley (2024/6/7)                  | 3.70  | 2.30                     |
|      | Nomura (2024/6/7)                          | 3.90  | 2.20                     |
|      | Standard Chartered (2024/6/7)              | 3.10  | 1.90                     |
|      | S&P Global Market Intelligence (2024/5/15) | 3.64  | 2.03                     |

### 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？

(一)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. 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. 先進經濟體央行(如Fed、ECB等)大抵採2%通膨率目標，惟開發中國家央行的通膨率目標大多高於2%。

#### 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"><li>• 至本年第4季，通膨率目標區間為7%±2個百分點=5%~9%</li><li>• 至2026年第4季，通膨率目標區間為5%±2個百分點=3%~7%</li></ul> |

## (二)目前各界對最適通膨率目標尚無定論

- 1.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。
- 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；論者認為，在通膨率持續未能達標的情況下，並非調整通膨率目標的適當時機。

| 經濟學家                                       | 時間         | 主要論述                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 倫敦政經學院名譽教授 Charles Goodhart*               | 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**             | 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***                  | 2022、2023年 | <ul style="list-style-type: none"><li>• Fed或應考慮將通膨率目標調升至3%、甚或4%。</li><li>• 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。</li></ul>                                                                                                               |
| 安聯集團首席經濟顧問、劍橋大學皇后學院院長 Mohamed El-Erian**** | 2022、2024年 | <ul style="list-style-type: none"><li>• 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。</li><li>• 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。</li></ul> |

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

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

\*\*\* 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.

\*\*\*\* 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. 29

### (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，哈佛大學教授Jeffrey Frankel\*、諾貝爾經濟學獎得主Joseph Stiglitz\*\*等著名經濟學家指出，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。

(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**，嚴格的通膨目標化機制似已不可行。

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**。

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

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

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



#### (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(如油價、進口物價及匯價波動等)之短暫影響，較適合聚焦於中期通膨、採具彈性的物價穩定定義。
- 2.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，因應供給面通膨的效果有限；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。

#### (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(如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。
- 3.對通膨易受外來因素影響的小型開放經濟體(如瑞士、台灣等)而言，採具彈性的物價穩定定義，應較妥適。
- 4.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。



## 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

(一)就吸收銀行餘裕資金的主動權及鎖住期限而言，本行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. 兩者皆有收回資金的效果，惟調升存款準備率的主動權較高。
3. 調升存款準備率吸收及鎖住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。

(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

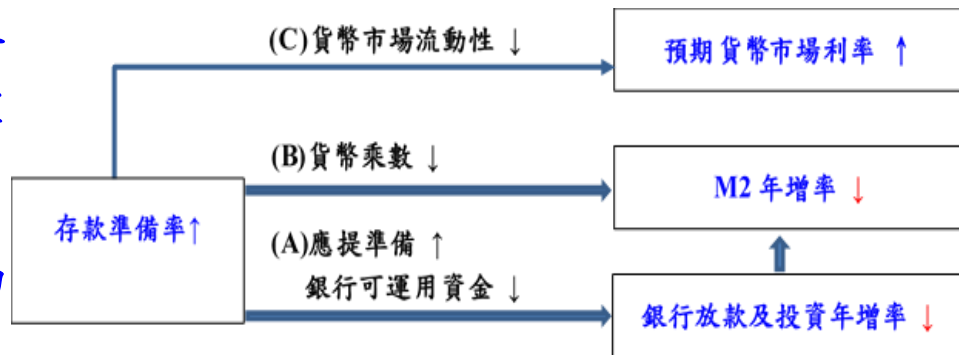
1.透過存款準備率調升，將產生下列效果：

(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。

調升存款準備率之流動性數量管理之效果



2. 本行準備金帳戶依功能不同，分甲、乙兩戶，對銀行均有收益：

甲戶具維持支付系統順暢運作的功能，銀行於營業中隨時能動用，可賺取手續費收入，而乙戶為計息戶。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) 準備金甲戶資金並非鎖住不能用，銀行營業中隨時能動用，跨行交易有手續費收入。

—我國各類大額(如同業拆款)及零售支付(跨行ATM提款轉帳、匯款)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，係促進國內支付系統健全運作之關鍵。

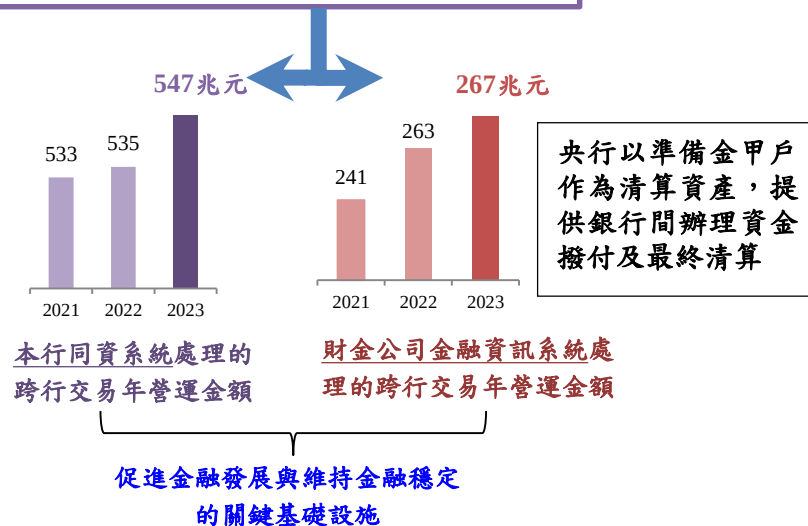
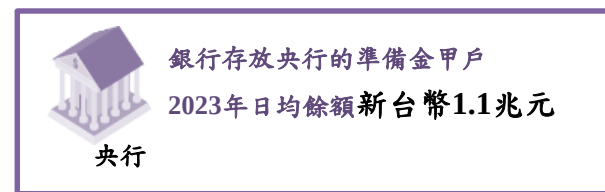
—上年同資系統的營運金額高達新台幣547兆元，約為同年名目GDP的23倍。

—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。

(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。

(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。

央行貨幣是支付系統健全運作的基礎



### (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。
2. 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，存、放款利率係同向上升，存放款利差擴大，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。

(四)我國放款與投資持續成長，金融中介順暢，並無「金融壓抑」現象  
—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)結論：就收回市場餘裕資金而言，本行考量影響成效，因時制宜、相互搭配各項貨幣政工具，並視情況需要，調升存款準備率

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。

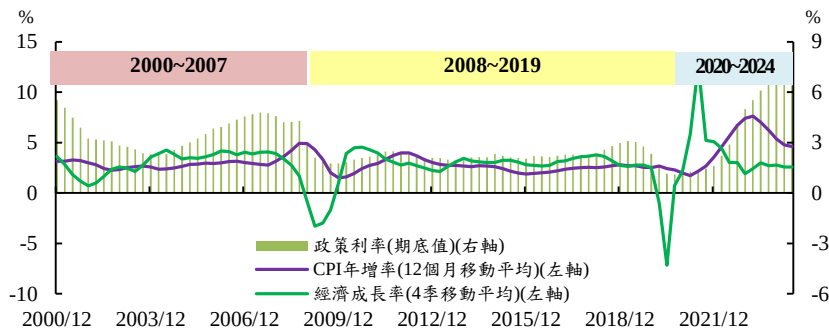
資料來源：中央銀行

## 四、當前主要央行貨幣政策分歧之分析

(一) 過去20多年來貨幣政策之同步性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

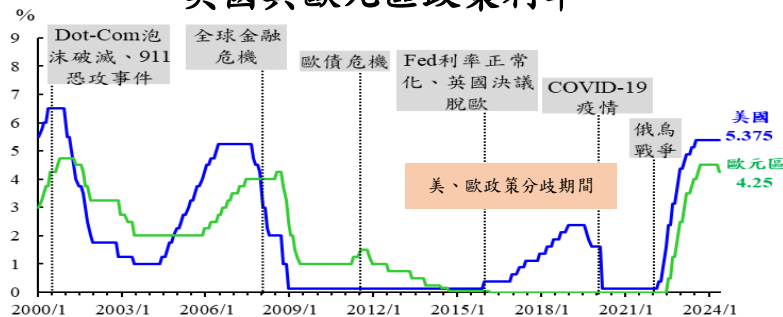
1. 2000年至2007年，全球處於**大溫和時期**，受**全球化加速**、**技術進步**影響，**全球通膨率低緩且經濟溫和成長**。
2. 2008年至2019年，全球金融危機後，全球經濟經歷**低成長、低通膨**之長期**停滯時期**。
3. 2020年至2022年，受**COVID-19疫情**、**俄烏戰爭**等非預期事件影響，全球通膨自底部攀升，美、歐與全球貨幣政策同步由疫情期間的極寬鬆快速轉向緊縮，**美、歐貨幣政策被迫重新併軌**。

全球經濟成長率、通膨率與政策利率



資料來源：S&P Global Market Intelligence

美國與歐元區政策利率



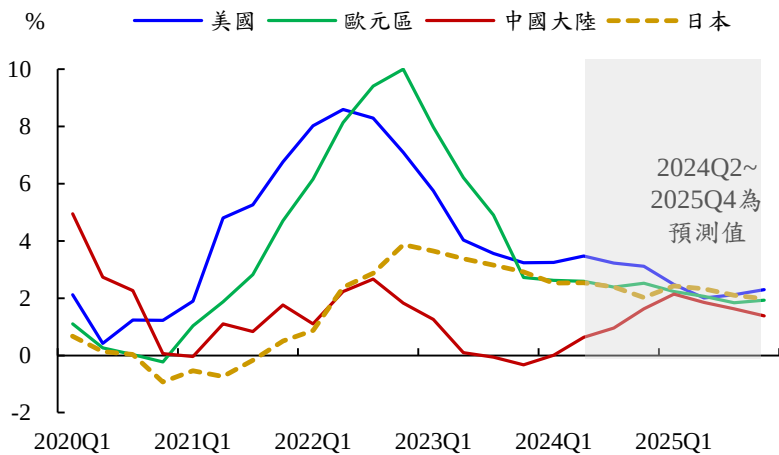
註：圖示政策利率，美國為聯邦資金利率目標區間中點，歐元區為主要再融通利率；資料截止至2024年6月7日。

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

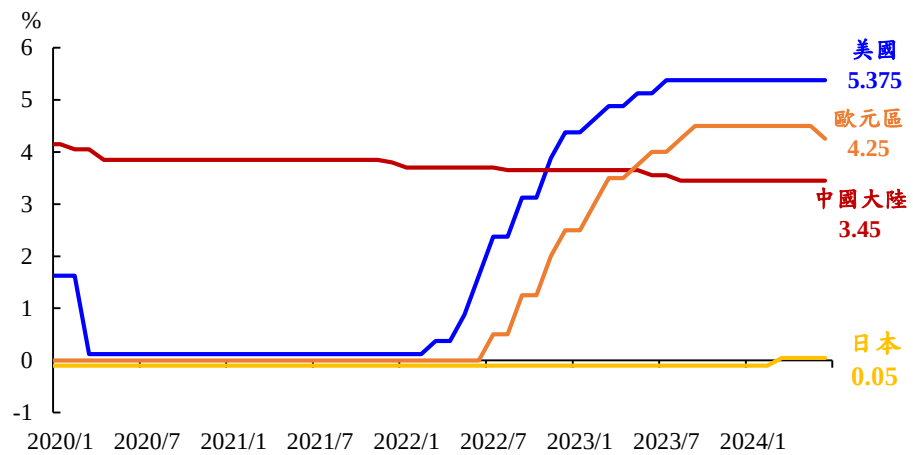
2020年全球爆發COVID-19疫情，**Fed、ECB、BoJ、PBoC**四大主要央行均迅速採行寬鬆貨幣政策以支撐經濟成長。2022年俄烏戰爭爆發，加以後疫情時期以來，國際大宗商品價格大漲，帶動全球通膨快速升溫，同年3月Fed啟動升息循環，7月ECB亦跟進升息循環並結束負利率政策，BoJ及PBoC則仍持續寬鬆政策，四大央行**貨幣政策呈現分歧**：

主要經濟體CPI年增率



資料來源：S&P Global (2024/5/15)

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。  
資料來源：Bloomberg

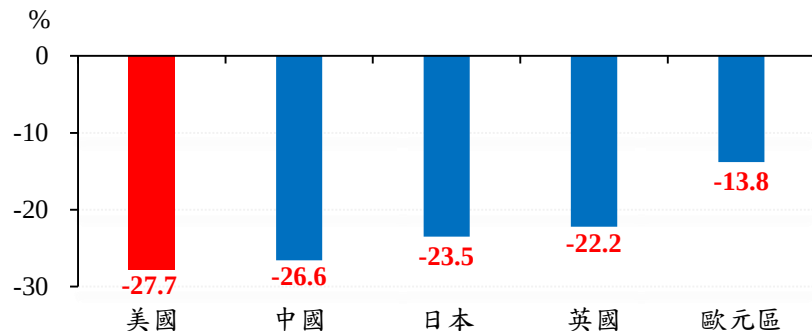
1. 美國：經濟具有韌性，通膨亦較具黏性；Fed限制性政策利率水準將持續較長時間

(1)美國推出大規模財政振興措施及寬鬆貨幣政策；金融情勢亦呈相對寬鬆

—2020至2021年美國因應疫情推出**史上最大規模財政紓困方案(5兆美元，約當GDP之23%)**。

—**疫情以來美國財政赤字較其他主要國家亦屬空前規模。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。**

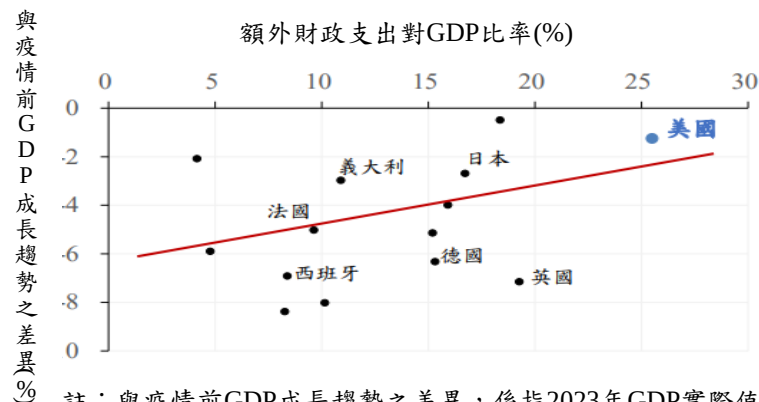
2020迄今各國基本財政收支餘額對GDP比率



註：基本財政收支餘額(Primary Balance)係指政府歲入扣除歲出(不含債息支出)之差額。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)

主要經濟體財政支出及經濟成長

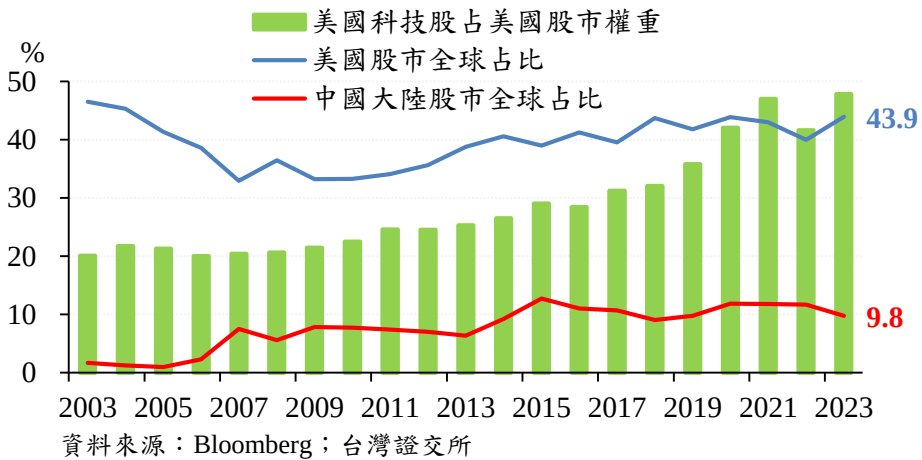


註：與疫情前GDP成長趨勢之差異，係指2023年GDP實際值與以2015~2019年GDP成長趨勢所推估2023年GDP預估值之差異；額外財政支出係指2020年至2021年9月期間主要經濟體政府額外支出及減少收入金額之合計。

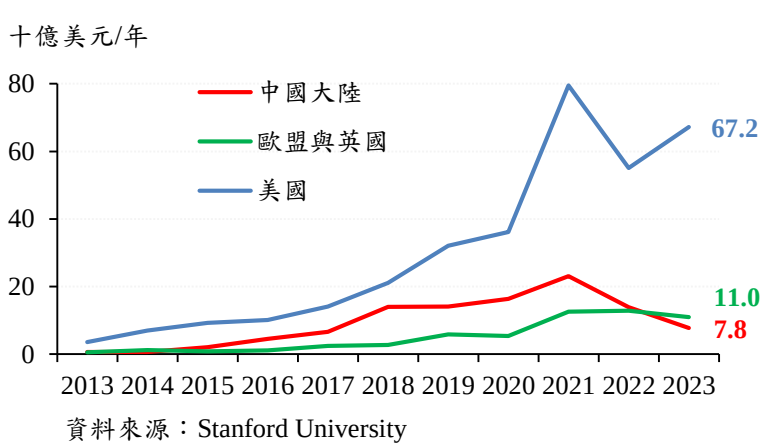
資料來源：Fed

- (2)美國政府推出科技及基礎建設法案，加以AI蓬勃發展，造就美國資本市場榮景
- 2022年8月拜登政府頒布《晶片與科學法案》(CHIPS and Science Act)，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；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。
  - 如NVIDIA等美國AI相關企業具關鍵影響力，造就美國資本市場榮景—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%。
  - 過去10年美國AI新創企業私募投資遠超過其他主要經濟體且差距持續擴大。

美、中占全球股市市值比重



2013~2023年主要經濟體AI私募投資規模

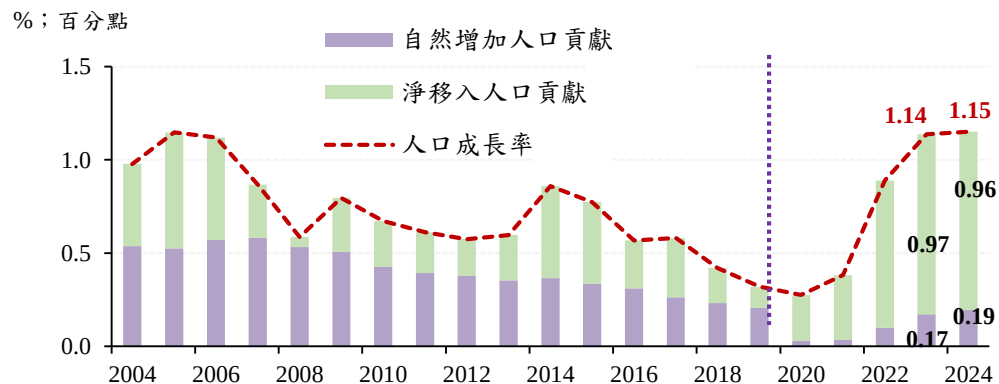




### (3)移民成為美國勞動市場的助力與經濟成長之相對優勢

- 一 疫情期間許多老年勞動人口提前退休，造成美國勞動參與率下降。拜登政府致力鬆綁移民政策，吸引移民加入美國勞動市場，彌補勞動力短缺問題。
- 一 根據CBO，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)平均值之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。
- 一 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。

美國人口成長率貢獻來源拆解



資料來源：CBO (2024)



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

(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(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

—ECB指出，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。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。

—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。

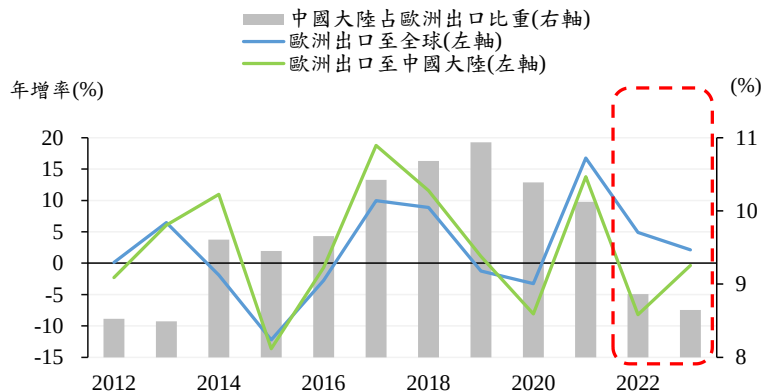
### (3) 中國大陸經濟疲弱及中國大陸進口替代策略拖累歐洲出口表現

- 中國大陸為歐盟第三大出口市場，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。
- 2023年歐洲**汽車**及**電子機械**出口大幅下滑；此外，過去歐洲製造業多自中國大陸進口原材料及中間財，一旦生產原料供應不足，亦不利其出口表現。

### (4) 與美國相比，歐洲勞動生產力停滯不前

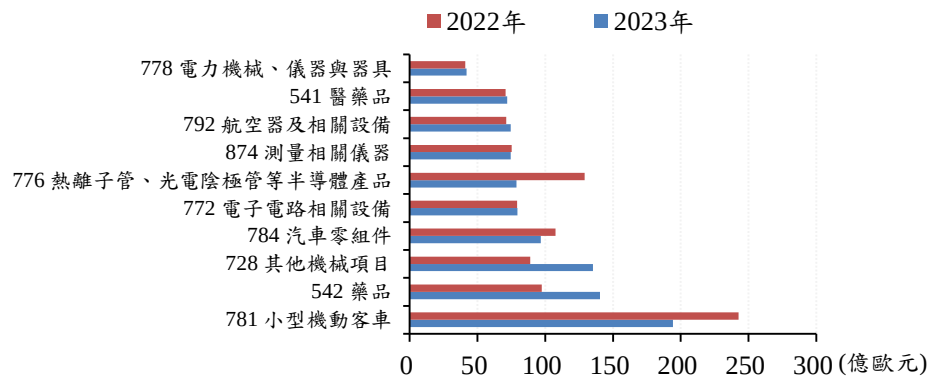
- Fed研究指出，美國及歐洲於疫情期間GDP成長率之差異，主要反映兩者**勞動生產力**成長速度不同。

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

2022至2023年歐洲出口至中國大陸主要商品



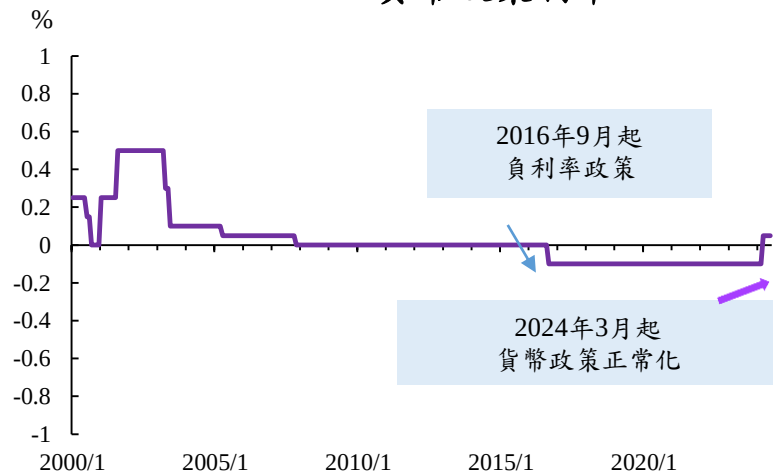
資料來源：Eurostat

### 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。

(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。

BoJ貨幣政策利率

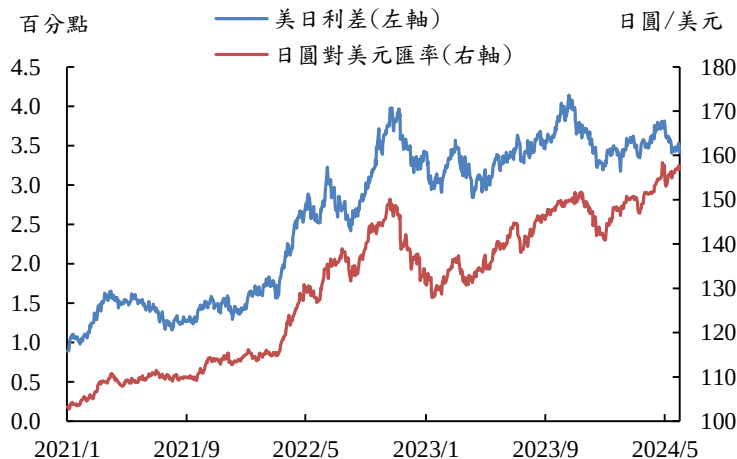


註：本年3月起BoJ重回引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間0%~0.1%左右，圖示以其政策利率目標區間中點0.05%表達。

另，圖中數據為本年6月初資料。

資料來源：LSEG Datastream

美日10年期公債殖利率利差及日圓匯率

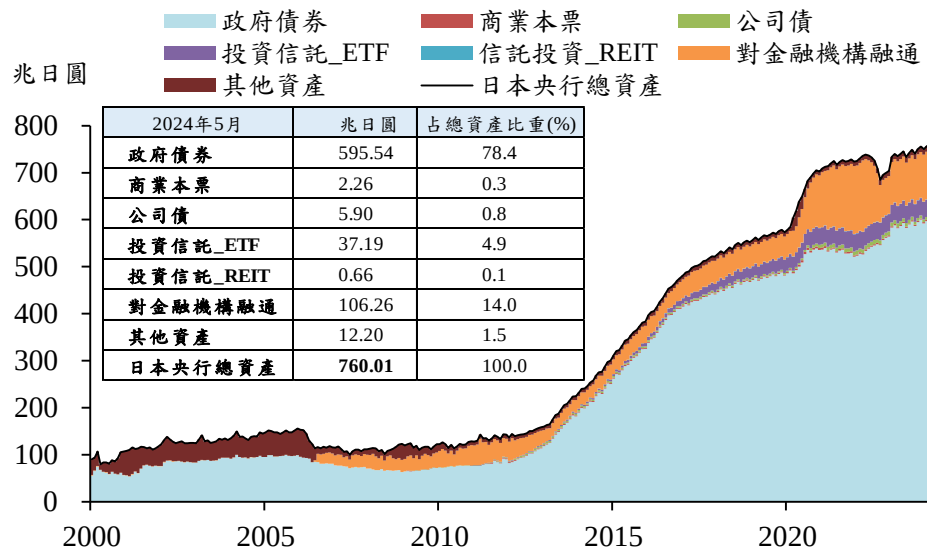


資料來源：LSEG Datastream

### (3)BoJ面臨的挑戰

- 一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。
- 一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。

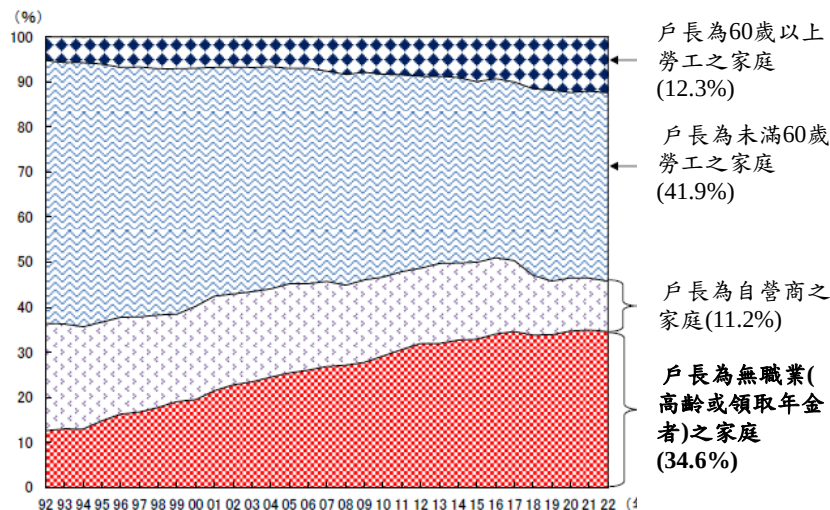
日本央行資產組成



- 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

日本按家庭(兩人以上)職業別劃分之構成比

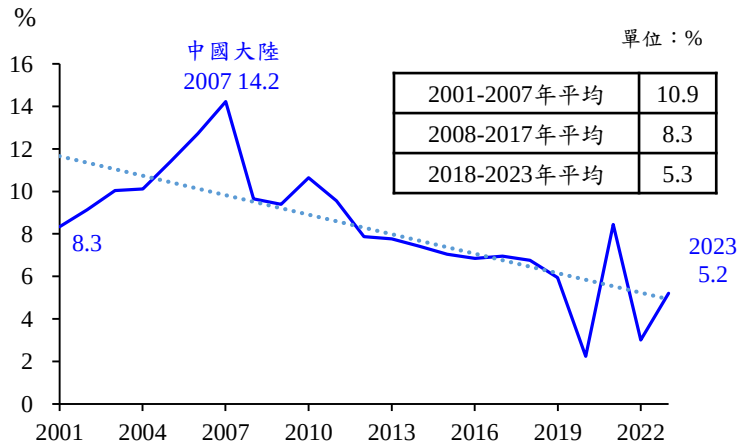


資料來源：日本總務省「2022年家計調查報告」

## 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

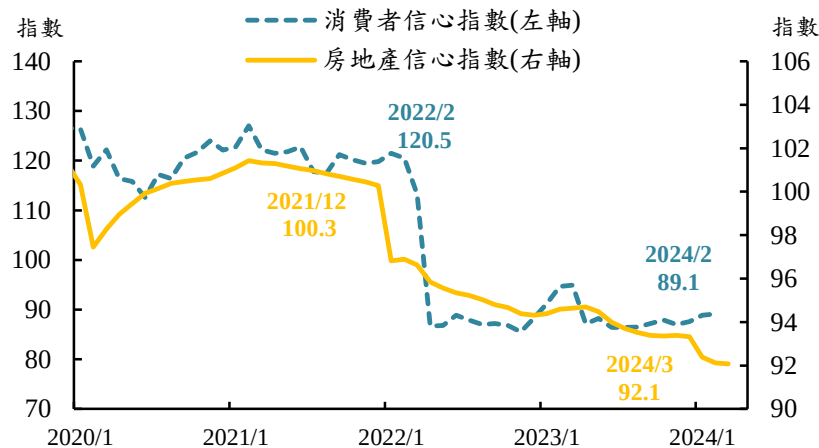
- (1)近年中國大陸經濟成長已不若過去高速成長時期，尤其近年來美中貿易衝突、「三道紅線」、嚴格封城與清零政策等，經濟接連受到衝擊，迄今經濟復甦仍不穩定。
- (2)近年房市景氣不振，持續拖累經濟成長，加以社會大眾預期就業市場狀況不佳，消費者信心下滑，進一步使得消費需求疲弱。

中國大陸經濟成長率



資料來源：LSEG Datastream

中國大陸房地產及消費信心指數

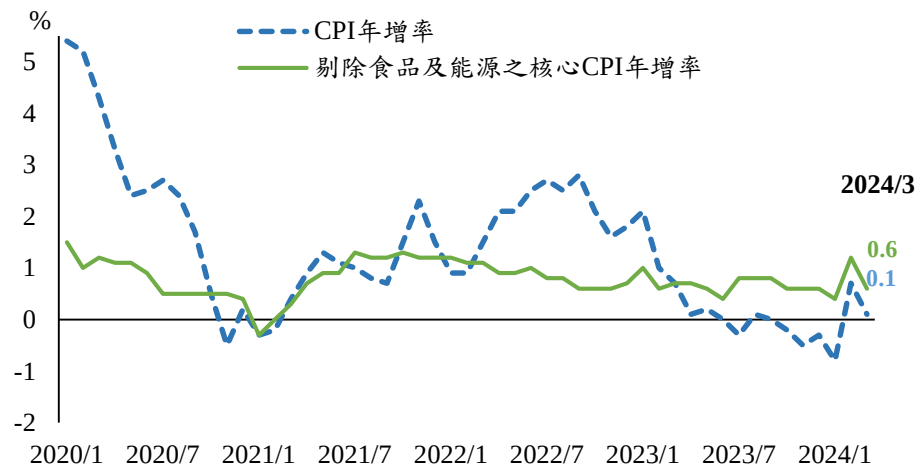


資料來源：LSEG Datastream

(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**。

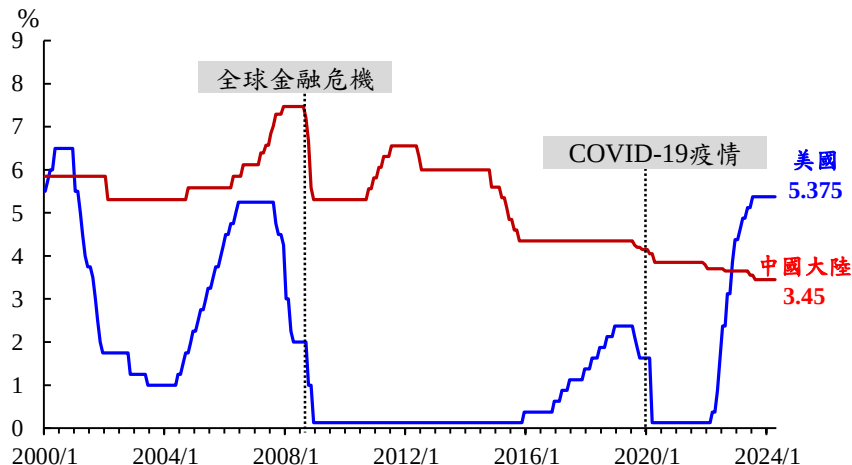
(4)中國大陸資本管制程度高，PBoC對外維穩人民幣，對內則配合財政激勵措施操作結構型貨幣政策工具，惟**寬鬆貨幣政策仍面臨效果鈍化之挑戰**。

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

中國大陸與美國政策利率



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

資料來源：LSEG Datastream

### (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

| 主要央行        | Fed                                                                                                                                                        | ECB                                                                                                                                                 | BoJ                                                                                                                                | PBoC                                                                                                                                                           |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 貨幣政策面臨之主要挑戰 | <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> | <p>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</p> <p>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</p> <p>3. ECB政策走向仍受Fed貨幣政策外溢效果所影響</p> | <p>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</p> <p>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</p> <p>3. 日本經濟能否持續達成通膨與薪資成長之良性循環</p> | <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> |
| 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                                                                                                                                             |

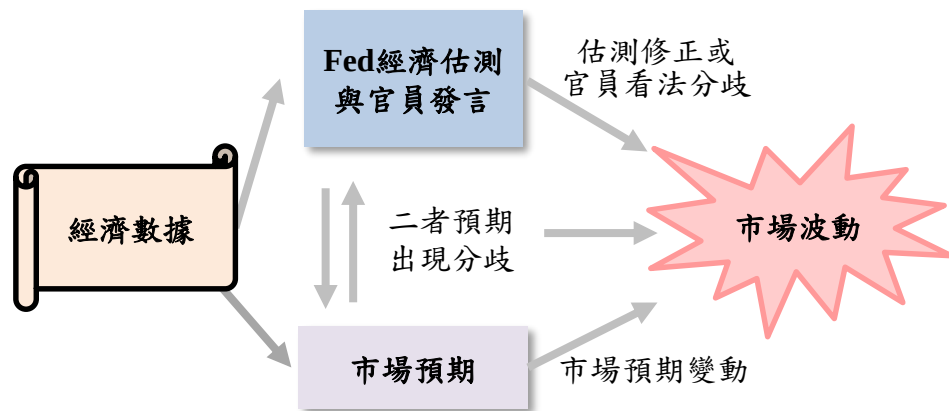


## 五、美國經濟數據、Fed經濟估測及市場預期交互影響之探討

(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

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

經濟數據、Fed經濟估測與市場預期交互影響



資料整理：本行

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

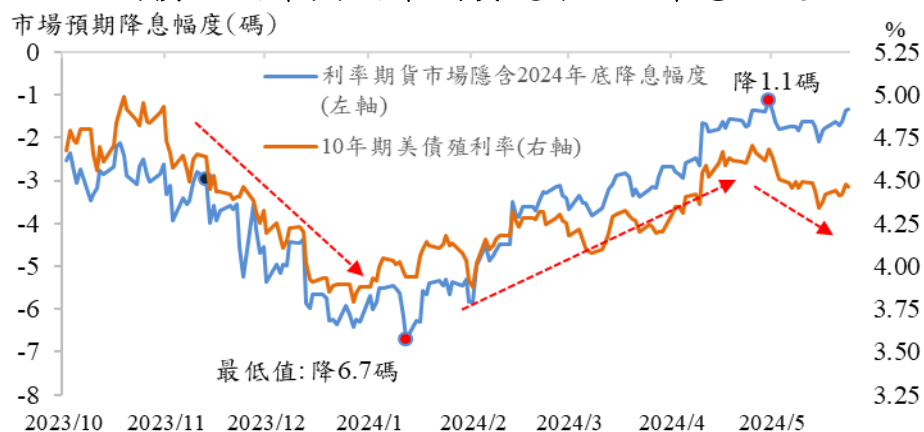


## (二) 上年11月迄今美國公債殖利率轉折變化及對全球匯市、股市之影響

### 1. 近期美國公債殖利率之三階段轉折變化

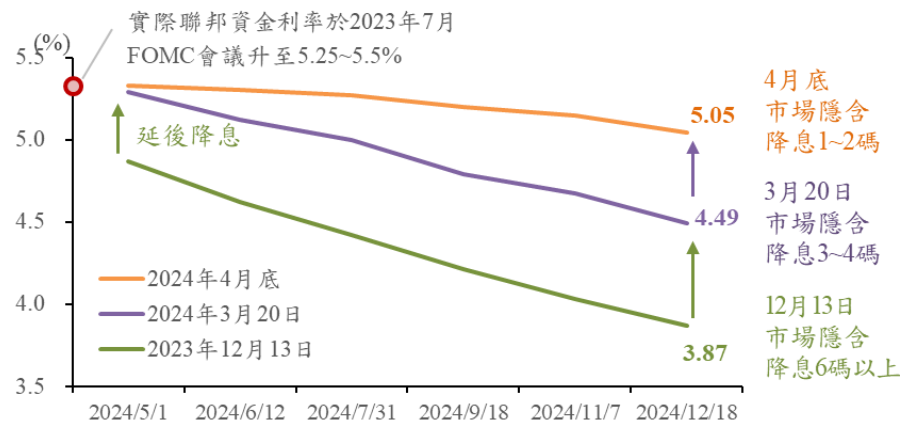
- (1) 第一階段(2023年11月至2023年12月)：上年12月政策利率點陣圖(dot plot)暗示2024年全年降息幅度3碼，惟**市場過度反應**，**預期全年降息將超過6碼**，使長率自高點回落。
- (2) 第二階段(2024年1月至2024年4月)：美國經濟數據展現韌性，加以Fed官員表示無降息之急迫性，**市場延後Fed首次降息時點及縮減降息幅度之預期**，長率回升。
- (3) 第三階段(2024年5月迄今)：數據出現放緩徵兆，而**Fed官員發言分歧**，長率區間盤整。

美債殖利率與利率期貨隱含Fed降息幅度



資料來源：Bloomberg

2024年市場隱含年底聯邦資金利率



資料來源：CME

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

## 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

自上年11月迄今**全球匯市**仍受**美債殖利率**所影響；**股市**則受**AI產業財報激勵**，持續熱絡上漲：

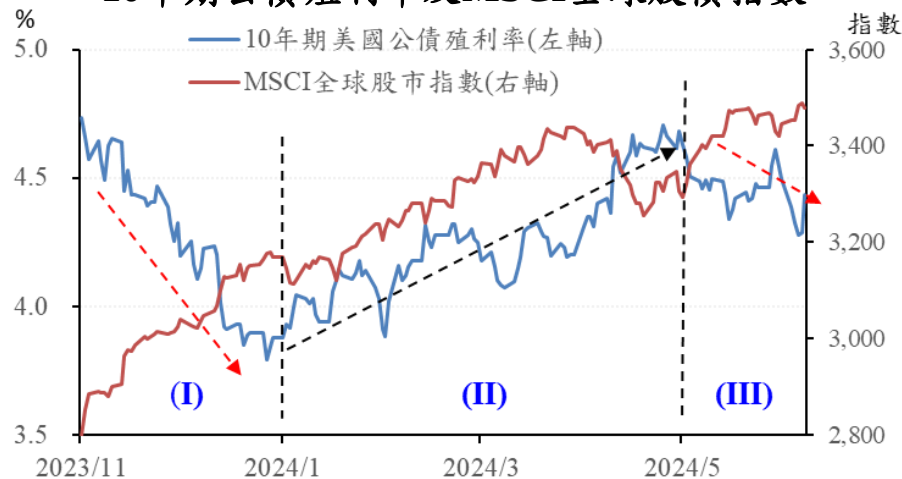
- (1) 第一階段：長率下降，美元指數下跌；股市因市場預期Fed將降息而上揚。
- (2) 第二階段：經濟數據展現韌性，長率上升，推動美元走強；股市反映新興科技可能推升生產力及帶動產業獲利而亦呈現上揚。
- (3) 第三階段：長率及美元指數下跌；股市則因市場預期Fed降息幅度擴大而上揚。

### 10年期公債殖利率及美元指數



資料來源：Bloomberg

### 10年期公債殖利率及MSCI全球股價指數



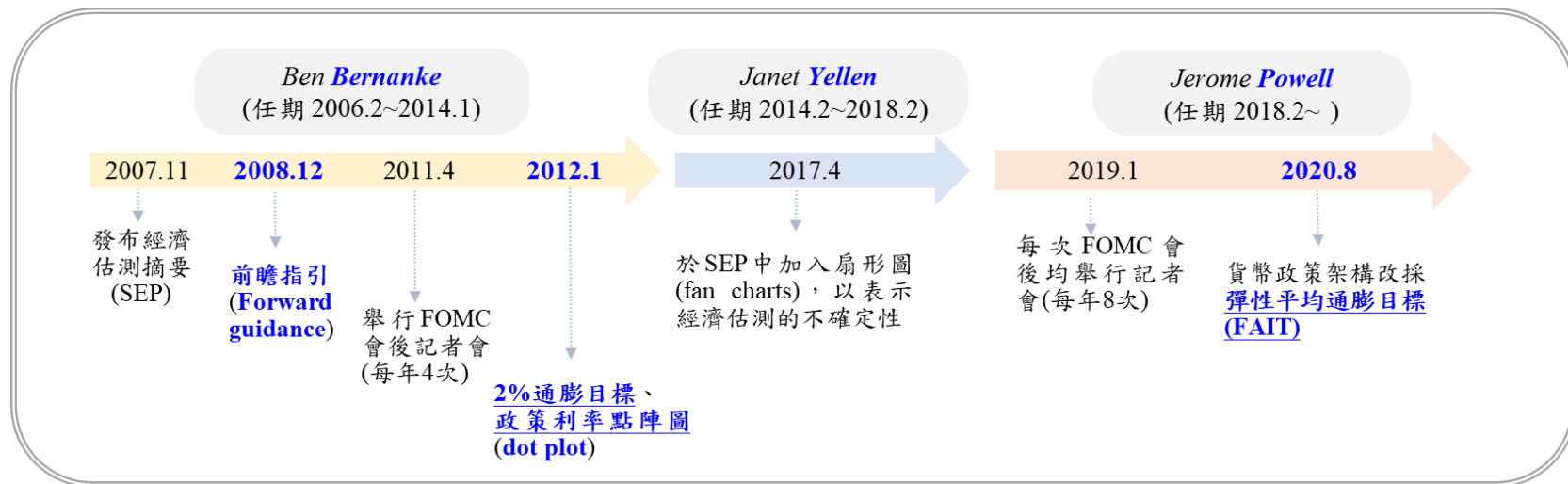
資料來源：Bloomberg

### (三) Fed經濟估測摘要(SEP)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

- (1)2007年開始發布經濟估測摘要。
- (2)2008年運用「**前瞻指引(forward guidance)**」傳達寬鬆貨幣政策之意向。
- (3)2012年採用**通膨目標(inflation targeting)**，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。

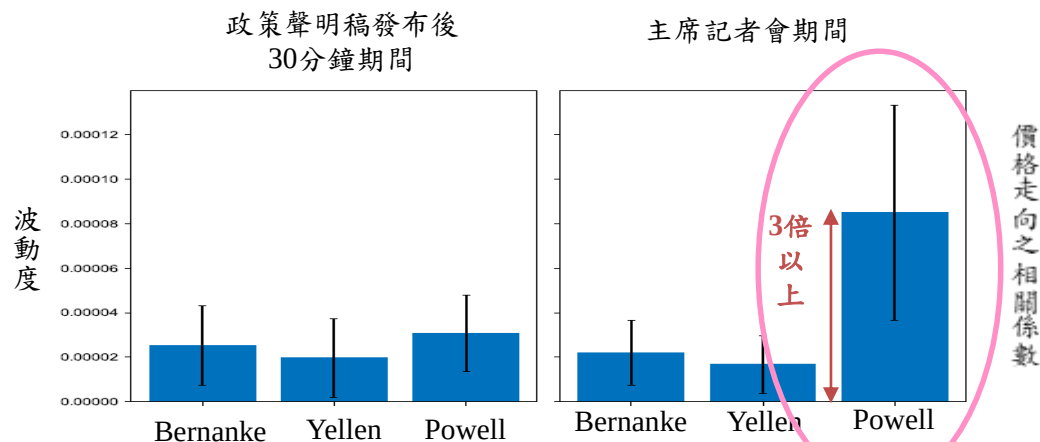
Fed引導市場預期方式之演變



## 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

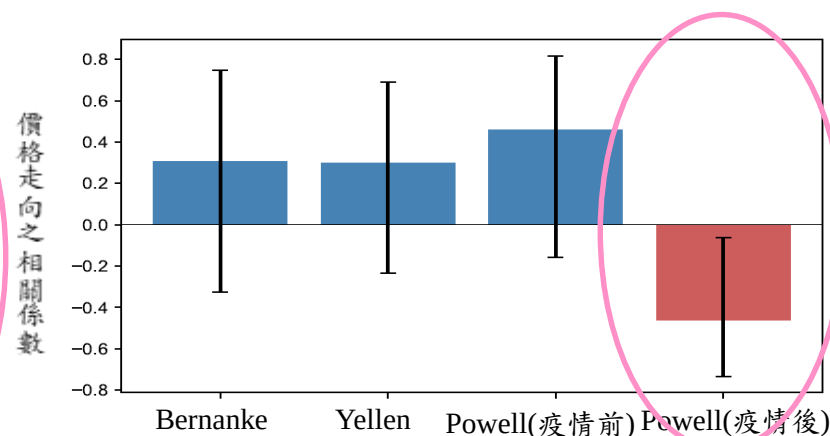
- 在全球金融危機或疫情期間，「前瞻指引」可引導市場預期來錨定長期利率水準，惟在貨幣政策正常化時期，則較不適用。
- 疫情後，Fed改依「經濟數據進行決策(data dependent)」，反使大眾不易推敲貨幣政策的下一步。**Fed釋出之決策訊息與市場預期出現落差時，金融市場反應更為劇烈**，如股市在主席記者會期間之反應更加敏感。

FOMC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)

股價對FOMC政策聲明稿與  
股價對主席記者會反應方向之相關係數



資料來源：Narain and Sangani (2023)

## (四)當前Fed貨幣政策溝通策略之建議與挑戰

為穩定市場預期，使大眾正確解讀Fed釋出之政策訊息，以提高政策溝通成效，近期Fed官員省思如何強化溝通並提出建議。

### Fed 提出如何強化溝通措施之建議

- 讓外界了解政策反應函數(如泰勒法則)，並納入經濟前景不同的可能情境
  - 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」。
- 提供經濟估測摘要及政策利率點陣圖更詳盡之說明
  - 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，讓大眾更加了解Fed估測未來政策利率時所依據的想法。
  - 向市場傳達點陣圖在發布後，效力將隨時間而遞減，無需將點陣圖視為承諾或計畫。
- 增進FOMC政策聲明稿之清晰度及改善Fed官員之演講方式
  - 充分說明經濟情勢與利率決策間的關係。
  - 降低過多互相衝突訊息所產生之困惑或混淆。

## (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。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年發生縮減恐慌(taper tantrum)現象。
2. 美國經濟不確定性高於疫情前，不利Fed與市場對經濟數據之解讀，及判斷未來經濟前景趨勢，亦使Fed對外溝通的困難度提高。
3. 為引導市場參與者正確解讀Fed政策訊息，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。
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。

## 六、近期全球股市變動分析—兼論ETF熱潮對台股之影響

### (一)本年以來全球股市創新高

1. 美國Fed明確停止升息基調並可望轉趨寬鬆，美國經濟展現韌性，加以AI熱潮發酵，美股上揚帶動本年全球股市齊漲。



資料來源：Bloomberg



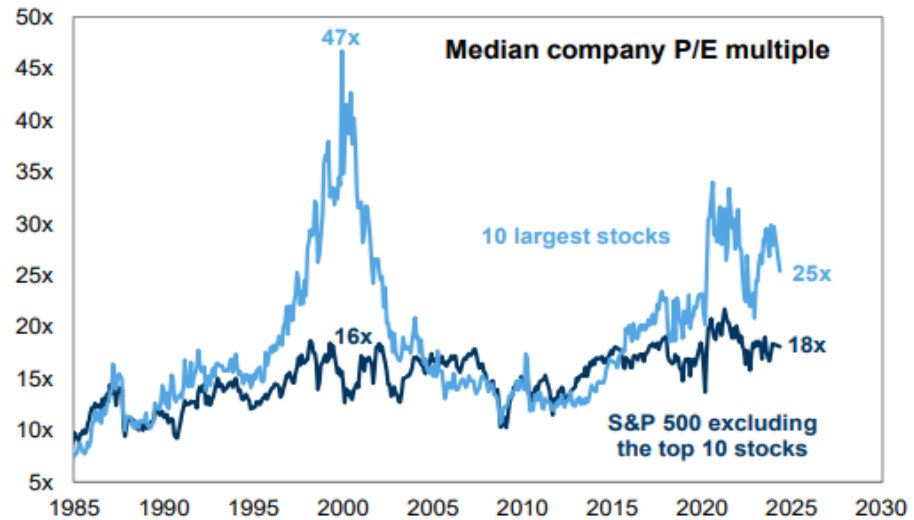
2.當前主要國家股市與美股連動更為緊密，近期多數科技公司財報表現優異，帶動美股頻創高，並拉升**本益比**，惟仍**低於2000年網路泡沫**時期。

2000年網路泡沫與目前股市背景比較

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

資料來源：Bloomberg、本行設算

美國S&P500指數本益比

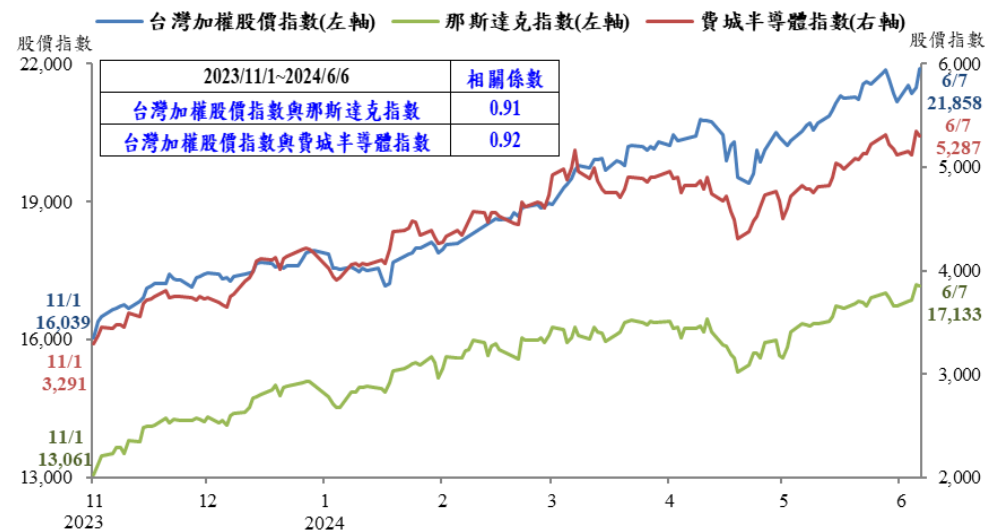


資料來源：高盛證券研究報告(2024.5.13)



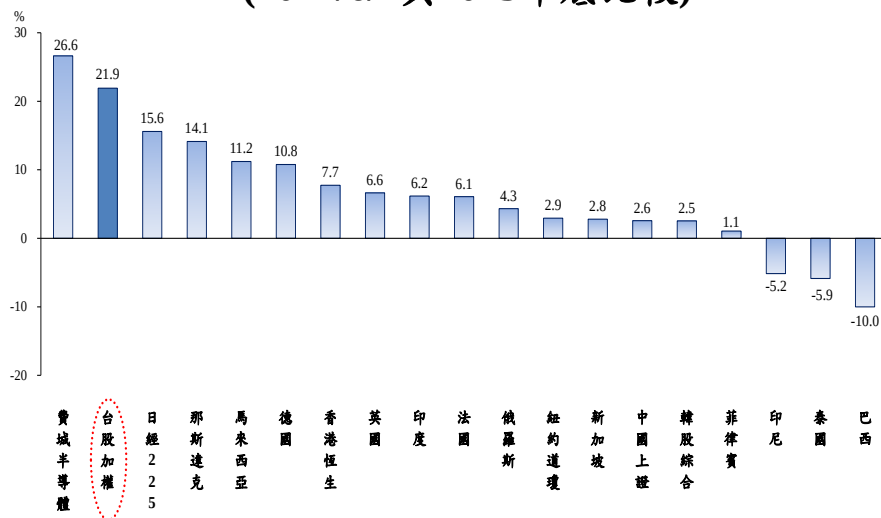
3.在**全球股市走揚**、科技業受惠**AI議題**、國內高股息**ETF熱銷**等利多因素帶動下，台股本年以來漲幅僅次於美國費半。

台股及美股走勢



資料來源：Bloomberg

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

## (二) ETF熱潮對台股之影響

1. 台灣**ETF市場蓬勃發展**，近年國內股票型ETF規模成長遠超過台股市值增幅，占台股比重亦逐漸上升。

台股ETF規模與市值占比

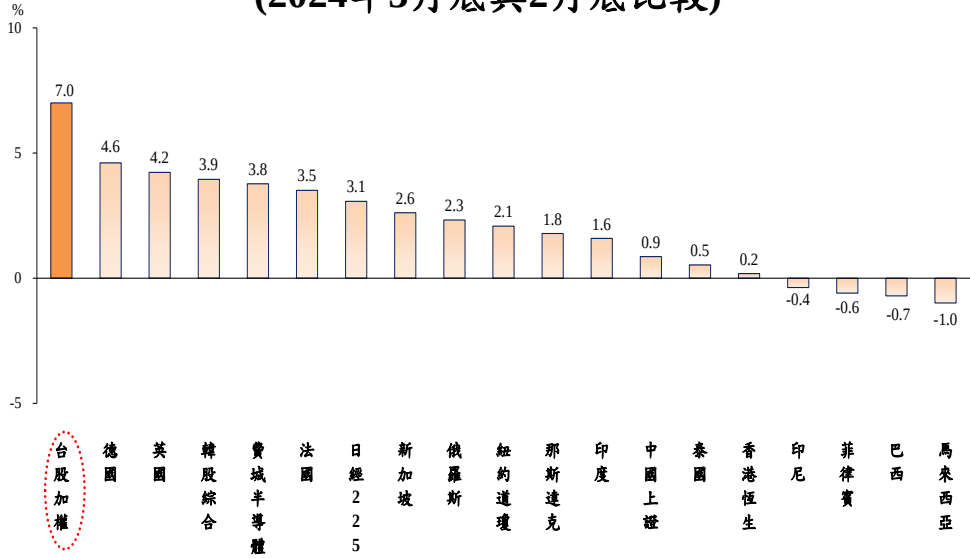
| 日期<br>(期底)                  | 國內股票型ETF<br>(億元) | 國外股票型ETF<br>(億元) | 債券型ETF<br>(億元) | 其他ETF<br>(億元) | ETF淨值合計<br>(億元) | 台股市值<br>(億元) | 國內股票型ETF占台股市值<br>(%) |
|-----------------------------|------------------|------------------|----------------|---------------|-----------------|--------------|----------------------|
| 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(%)<br>(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

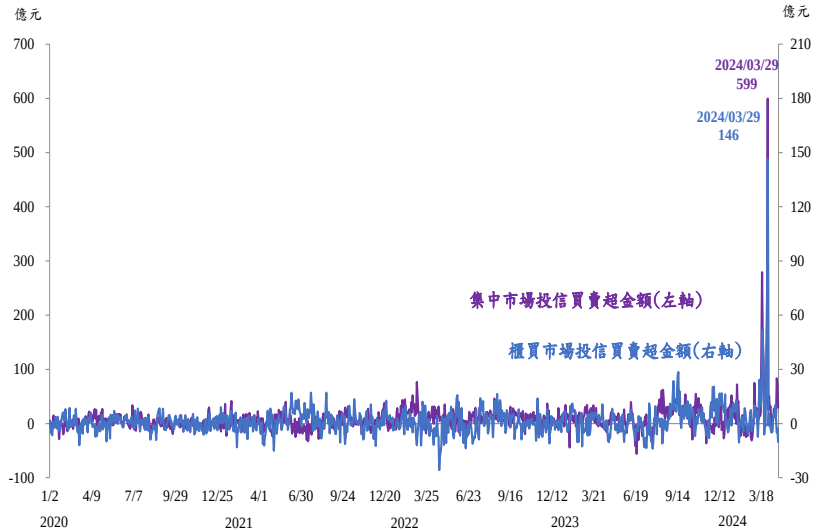
2.近期ETF募資熱潮，促使投信法人及散戶資金積極投入股市，推升台股本年3月漲幅領先主要國家股市。投信亦因被動建倉加碼購入ETF成分股，買超金額創歷史新高。

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

投信買賣超金額



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。

(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) 本年3~4月間台股**ETF募集熱絡**，促使投信法人加碼買進ETF成分股，致**投信法人及散户**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。

(2) 國人投資高股息ETF大多著重在高配息，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。

## 七、本行數位貨幣(CBDC)議題委外問卷調查結果之說明

### (一)國際間CBDC研究緣起及最新發展趨勢

- 1.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發展**，共同建構出健全支付體系。
- 2.無論未來金融科技如何發展，**央行貨幣仍是貨幣體系之定錨(anchor)**，確保商業銀行貨幣對央行貨幣依1：1進行兌換，以維持貨幣單一性(singleness of money)。此外，**央行貨幣可作為最終清算資產**，有助於促進支付系統健全運作。
- 3.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**。我國自2019年起開始研究CBDC(即數位新臺幣)，**目前處於原型建構階段，與全球先進國家同步**。
- 4.本行刻正進行廣泛溝通、精進平台設計及研議法律架構三項工作，有關**廣泛溝通之工作，業於2024年4月順利完成**。

## (二)本行以所規劃之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**：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。

2.發行初期**不計息**，但保留付息功能。

3.依**身分驗證程度**分為**不記名與記名錢包**。

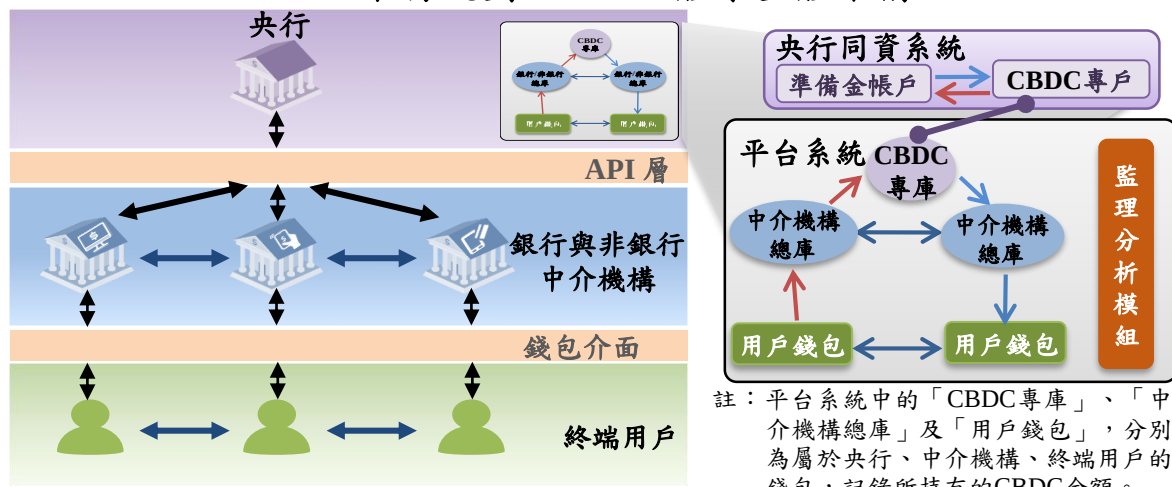
4.**隱私與個資保護**：

(1)開立**不記名錢包**，只需提供**手機號碼**。

(2)開立**記名錢包**，由中介機構執行KYC，並妥善保管用戶個資。**本行僅能查閱去識別化之用戶交易資料**。

5.**資安管理**：平台**整體安全採縱深防禦架構**；**交易安全採公私鑰機制**(視需要採憑證機制)，用戶交易皆須**簽署數位簽章**，經平台系統驗證。

本行規劃之CBDC體系整體架構



註：平台系統中的「CBDC專庫」、「中介機構總庫」及「用戶錢包」，分別為屬於央行、中介機構、終端用戶的錢包，記錄所持有的CBDC金額。

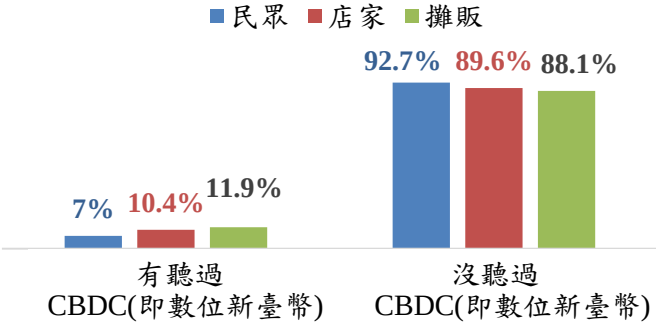
- 註：1.「CBDC專庫」係指央行在CBDC平台之專屬錢包，用以發行及贖回CBDC；「中介機構總庫」係指央行為中介機構在CBDC平台開立的錢包，用以接收央行發行之CBDC，以及在中介機構間進行資金移轉。
2. 運作流程說明：央行依中介機構請求，在同資系統將準備金兌成CBDC並轉入CBDC專戶，同時平台將等額CBDC入至CBDC專庫，之後再分配至中介機構總庫；中介機構依用戶請求，將CBDC提供至用戶錢包。

### (三) CBDC委外問卷調查結果的重點

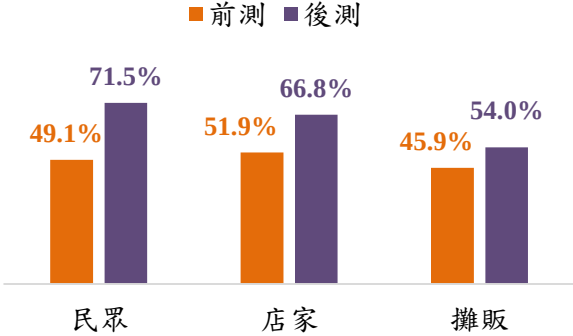
#### 1.一般大眾

- (1)一般大眾對CBDC認知度不高，但若提升認知度與理解度，將提升使用意願。
- (2)民眾同意將個人開戶資料保存於央行之比例達7成；5成願意將去識別化交易資料供央行研究之用，4成不願意。
- (3)民眾認為若有資安認證或在追查非法活動時，才調用資料，可降低擔憂程度。

一般大眾對CBDC之認知度

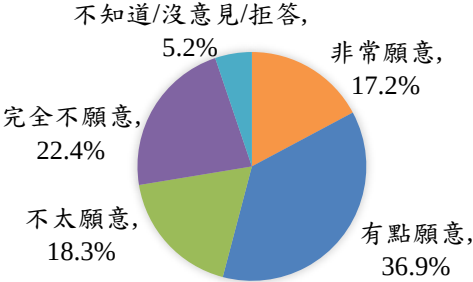
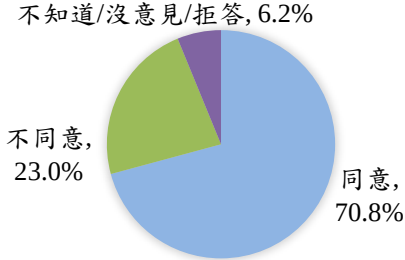


一般大眾願意使用CBDC的意願



註：「前測」係指在問卷開頭，由訪談員先詢問民眾使用CBDC之意願；「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。

是否同意央行保存民眾開戶資料？ 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：

- (1)金融機構均認為本行規劃之CBDC架構與設計妥適。
- (2)基層金融機構因規模較小、競爭力較弱，認為如有配套措施或可降低其對CBDC發行所帶來影響的擔憂程度。

## 3.政府機關：

- (1)受訪機關多認為CBDC對其機關專責業務具有正面的助益。
- (2)受訪機關提出幾項導入CBDC之可行配套措施，依序為先進行區域性示範、補助、宣導、與各機關事先進行意見交流及提供教育訓練等，均值得參考。

## 4.專家學者：

- (1)經濟金融學者認為，可擔任CBDC中介機構者依序為銀行、電支機構、基層金融機構。
- (2)法律學者認為CBDC具法償效力，原則不得拒收，但有6成學者認為符合一定條件者得以拒收。
- (3)資通訊科技學者認為可研究採用強化資安技術，如多因子身分認證、數位簽章等；保護個資隱私技術，如零知識證明\*、差分隱私技術\*\*等；提升交易安全技術，如後量子密碼學等，以提高大眾信任。

\*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。

\*\*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。



## (四)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。
- 2.本行將根據本次委外問卷調查結果，**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**。
- 3.**配合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**。
- 4.俟上述工作完成後，再研議評估是否推行試點計畫\*。

\*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。

簡 報 完 畢  
謝 謝！

