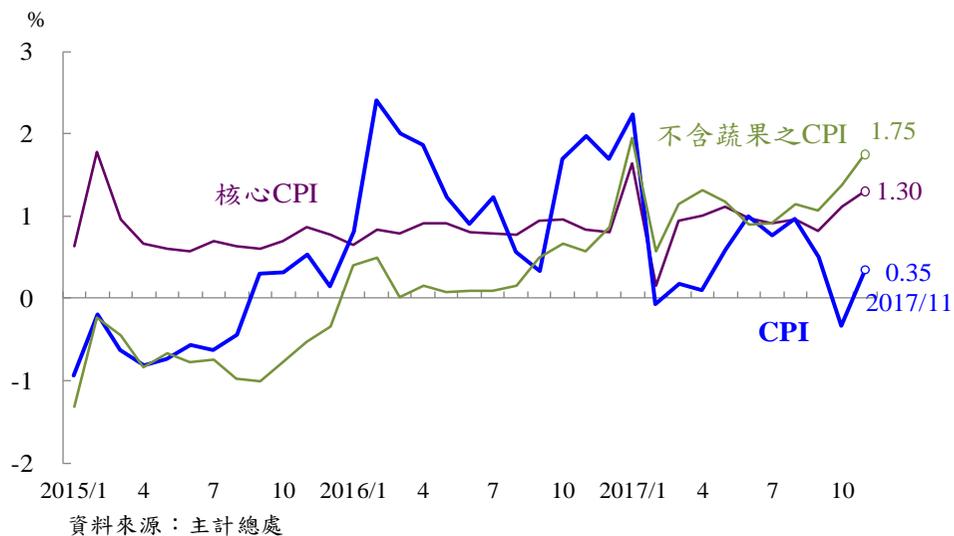


二、國內物價情勢與展望—當前物價穩定，通膨展望溫和

2000 年以來，全球通膨率普遍下滑(詳附件 全球通膨率走低的原因)。台灣屬小型開放經濟體，又缺乏天然資源，國內通膨率除深受天候因素影響外，易受國際物價波動衝擊。上次理事會會議以來，國際原油等商品價格翻揚，推升國內進口物價，惟新台幣對美元升值減輕輸入性通膨壓力；尤以上(2016)年同期受颱風影響，基期較高，蔬果價格大幅下跌，致消費者物價(CPI)漲幅較低；不含蔬果之CPI年增率則維持在1%以上(圖1)。

預期上述供給面受天候影響之短期因素將逐漸消退，加上菸稅調高之遞延效應持續，以及明(2018)年基本工資與軍公教薪資調升，可能帶動薪資上揚，增加通膨壓力，未來幾個月CPI年增率可望回升至1%左右，明年全年則略高於1%，核心CPI年增率亦將略高於本年之1%，通膨展望溫和。本行將持續密切關注物價情勢之發展，採行妥適貨幣政策因應。茲將當前物價情勢及展望進一步分析如次：

圖1 物價指數年增率



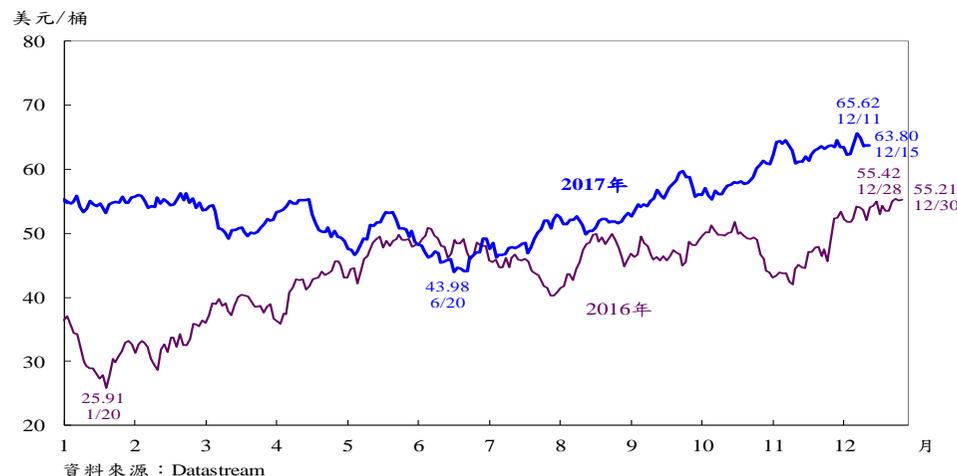
(一)近月國際原油等原物料價格走升，惟預期明年油價漲幅溫和

台灣屬小型開放經濟體，加以天然資源缺乏，生產所需主要原物料大多仰賴進口，尤其原油、燃氣等能源幾乎全靠進口，物價變動深受國際商品及原物料行情影響¹；例如，國內油品價格調整深受國際油價變動影響，占 CPI 權重達 3.5% 之油料費變動往往主導 CPI 年增率的走勢。

1. OPEC 減產及地緣政治風險干擾，油價走升，明年將略高於本年

(1)本(2017)年 9 月以來，由於沙烏地阿拉伯及 OPEC 部分成員國原油產量減少，美國原油受颶風影響減產，OPEC 與俄羅斯擬延長減產協議期限，加以中東地緣政治風險²，致國際油價回升；12 月 11 日布蘭特(Brent)原油價格曾升至 65.62 美元/桶，係 2015 年 5 月 22 日以來新高，近日則略回降(圖 2)。

圖 2 布蘭特原油價格



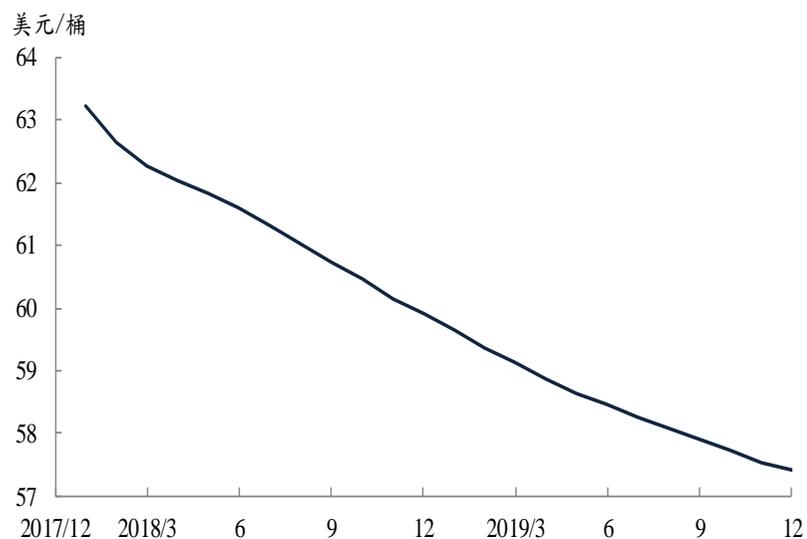
¹ 進口物價指數按用途別分類，農工原料、資本用品及消費用品權重分別占 78.12%、13.05% 及 8.83%。根據 Granger 因果關係檢定結果顯示，在樣本期間 (1986M1~2016M12) 下，進口物價月增率顯著 Granger 領先 CPI 月增率。

² 本年 10 月以來，伊拉克政府與庫德族衝突，且沙烏地阿拉伯之王儲廢立及經濟改革引發政局動盪。

(2)未來各月布蘭特原油期貨合約價格逐月走低，至明年底約在每桶 60 美元左右(圖 3)。

(3)11 月底 OPEC 與俄羅斯將減產協議延長至明年底，加以主要經濟體景氣復甦較預期強勁，全球油市供需逐漸恢復平衡，國際主要機構預測明年油價平均高於本年 5.01%(表 1)。

圖 3 12 月 15 日各月布蘭特原油期貨合約價格



資料來源：Reuters 資料庫

表 1 布蘭特原油價格預測

預測機構	預測日期	預測值 (單位：美元/桶)		漲跌幅 (%)
		2017年	2018年	
IHS Markit	2017/11/23	52.9	54.2	2.46
Bank of America Merrill Lynch	2017/11/27	54.4	56.0	2.94
美國能源資訊署 (EIA)	2017/12/12	53.9	57.3	6.31
The Economist Intelligence Unit (EIU)	2017/12/13	54.5	59.0	8.26
平均值		53.9	56.6	5.01

資料來源：上述各預測機構

2. 國際原油等商品價格走升，惟穀物期貨價格低檔震盪

(1) 9月以來，由於中國大陸經濟表現優於預期，以及IMF等國際機構上修本年及明年全球經濟成長率預測值，加以美元走弱，帶動黃金、銅、鋁、原油等商品及原物料價格走升；惟11月下旬之後，因咖啡、糖及小麥等農產品價格走跌，RJ/CRB商品期貨價格指數回降(圖4、圖5)。

圖4 JOC-ECRI 工業原料價格指數



註：工業原料包含鋼鐵、銅、鋁、鋅、鎳、原油及乙烯等18種原物料。

資料來源：Bloomberg

圖5 RJ/CRB 商品期貨價格指數

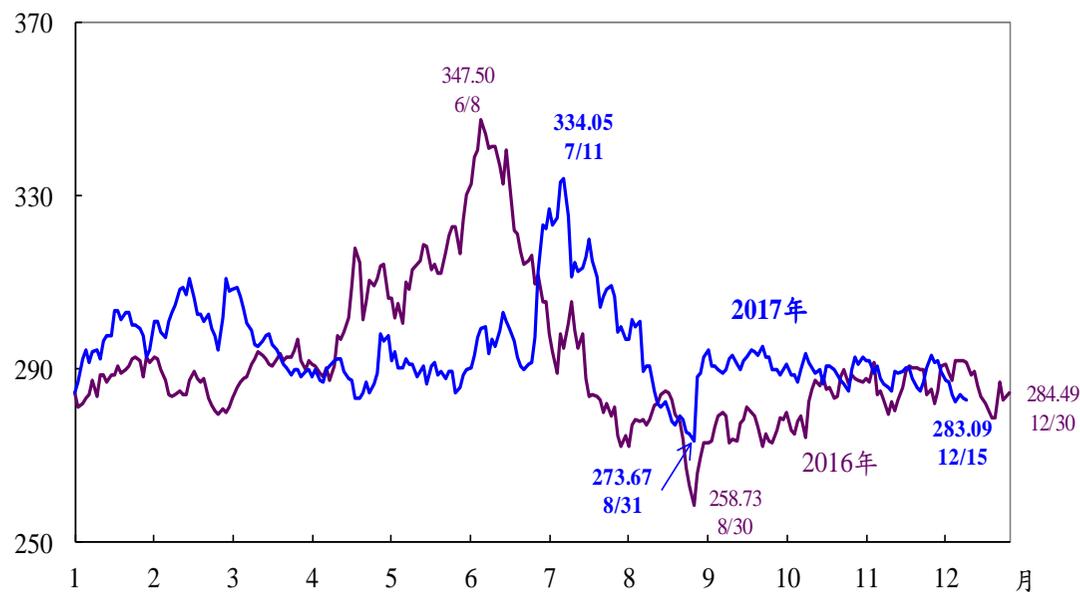


註：RJ/CRB指數含能源、金屬及穀物類等19項商品。

資料來源：Bloomberg

(2)本年7月初，受美國及澳洲小麥產區嚴重乾旱影響，小麥價格大漲，CRB 穀物期貨價格走升至7月11日 334.05 之本年新高；嗣因美國農業部預估穀物產量及庫存高於市場預期，加以美國及巴西等穀物產區天候良好有利收成，穀物期貨價格回跌，並維持低檔震盪(圖 6)。

圖 6 RJ/CRB 穀物期貨價格指數



註：穀物類包括黃豆、小麥及玉米。

資料來源：Reuters資料庫

(二)近月原油及菸價調高，推升國內物價，惟漲幅有限，主要係基期較高之短期性因素所致

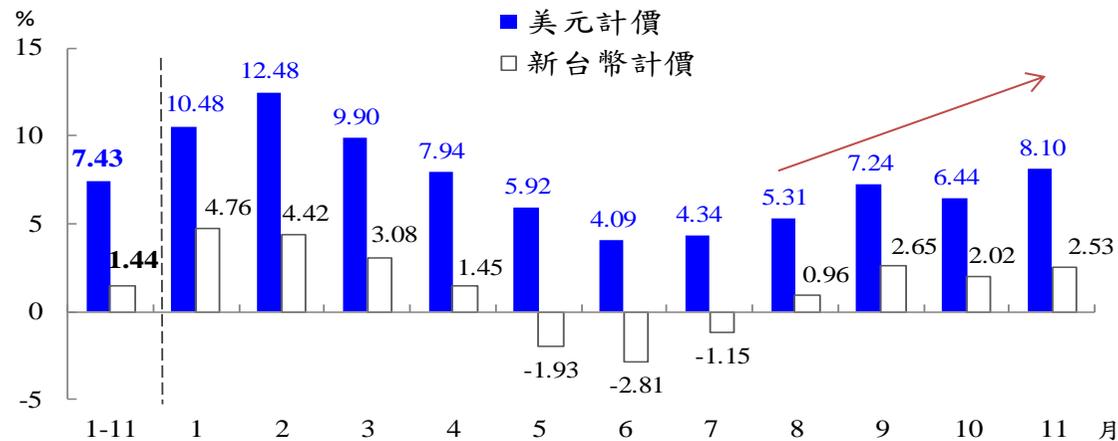
近月菸稅調高效應發酵，加以進口原油價格翻揚，推升國內物價；惟新台幣對美元升值，減緩通膨壓力，復因上年同期蔬果價格基期偏高，致CPI年增率較低；不含蔬果及能源之核心CPI年增率則在1%以上。

1. 國際原油等商品價格回升，惟新台幣對美元升值減輕輸入性通膨壓力

(1) 9月以來，隨國際原油等商品價格翻揚，以美元計價之進口物價指數年增率回升；惟新台幣對美元維持升值趨勢，致以新台幣計價之進口物價指數年增率續呈減緩(圖7)，減輕輸入性通膨壓力。

(2) 1至11月，以美元計價之進口物價指數年增率為7.43%，惟新台幣對美元升值6.13%，致以新台幣計價之進口物價指數年增率降為1.44%(圖7)；以新台幣計價與美元計價之進口物價年增率相差5.99個百分點，估計CPI年增率因而減緩0.36個百分點。

圖7 本年進口物價指數年增率



資料來源：主計總處

2. 本年以來基本民生費率普遍穩定亦有助平抑通膨

本年 1 至 11 月，基本民生費率略有漲跌，以醫療費用上漲 1.91%，對 CPI 年增率貢獻 0.06 個百分點最大；跌幅最大者則為電費之-2.63%，其次為通訊費之-1.60%，二者對 CPI 年增率貢獻同為-0.05 個百分點；合計基本民生費率(占 CPI 權重 16.62%)對 CPI 年增率貢獻為 0，亦即不影響 CPI 漲跌(表 2)。

表 2 本年 1 至 11 月基本民生費率

項目	學雜費	運輸費	通訊費	醫療費用	水價	電價	合計	CPI
占 CPI 權重(%)	4.97	2.24	3.49	3.36	0.36	2.20	16.62	
年增率(%)	0.16	1.58	-1.60	1.91	0.45	-2.63		0.57
對CPI年增率貢獻(百分點)	0.01	0.03	-0.05	0.06	0	-0.05	0	

資料來源：主計總處

3. 近月 CPI 上漲主因香菸、外食費及油料費等價格上漲

- (1)每包香菸之菸稅於本年 6 月間大幅調高 20 元，在舊款菸陸續售完下，零售通路逐漸反映菸稅調漲新菸售價，9 月起香菸價格年增率明顯走升，11 月為 27.27%，係近 15 年來單月新高(圖 8)。
- (2)基本工資調高及勞基法新制實施，增加餐飲業者人事成本，加以食材成本上揚，外食價格反映成本陸續調漲，外食費年增率走升；9 月以來，漲幅皆在 2% 以上(圖 8)。

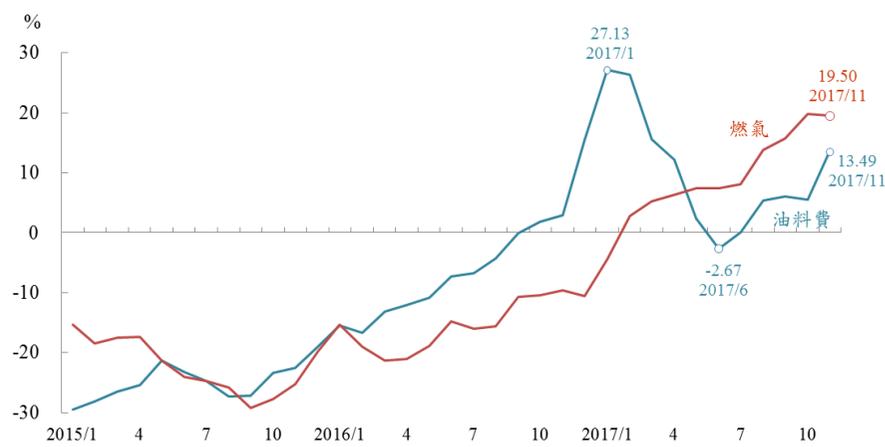
(3)國內油料費隨國際油價上漲而調高；11 月年增率升為 13.49%，係本年 4 月以來最高。中油公司亦陸續調漲天然氣及液化石油氣價格，燃氣價格年增率逐月上升。9 月以來，漲幅介於 15% 至 20% 之間；10 月為 19.77%，係 1991 年 7 月以來最高，11 月則略回降(圖 9)。

圖 8 香菸及外食價格年增率



資料來源：主計總處

圖 9 油料及燃氣價格年增率



資料來源：主計總處

4. 近期 CPI 年增率較低，主因比較基期高，蔬菜價格下跌

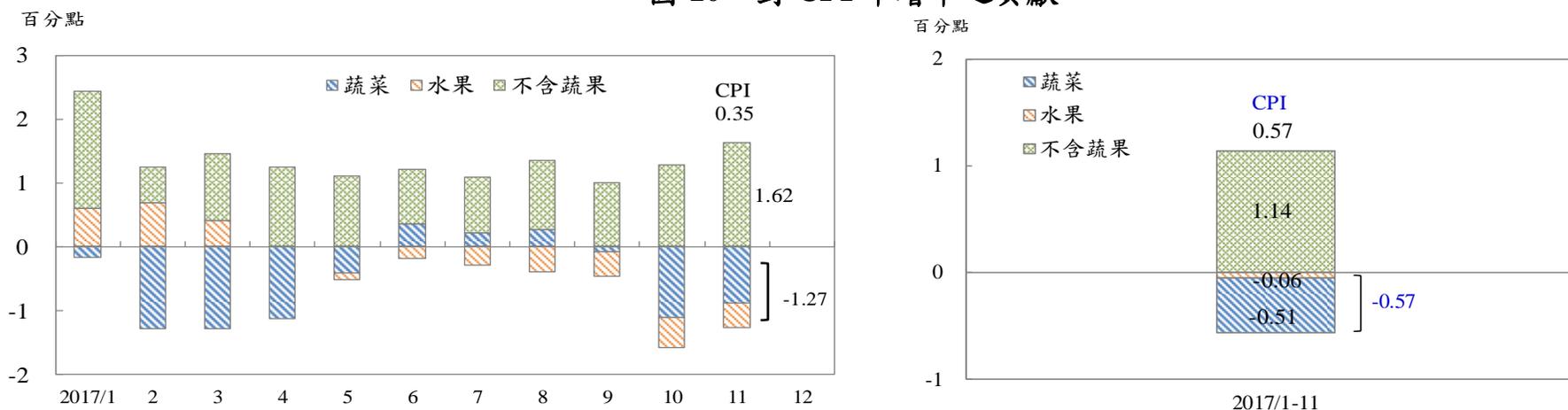
(1) 9 月以來 CPI 年增率減緩，至 10 月為 -0.33%，11 月略回升至 0.35%，惟漲幅仍低，主因上年同期有梅姬、莫蘭蒂等颱風陸續來襲影響，蔬菜、水果價格因比較基期較高而大跌³，合計使 CPI 年增率下降 1.27 個百分點(圖 10)，抵消油料費、香菸及外食費等上漲之影響。

³ 台灣幅員較為狹小，且蔬菜、水果占 CPI 權重較大(分別為 1.97%、2.26%，合計為 4.23%)，易受天候影響致價格大幅波動，對 CPI 造成顯著影響。

(2) 1 至 11 月平均 CPI 年增率為 0.57%，漲幅亦低；主因上年第 1 季遭逢百年寒害、下半年重大風災兩害等天候影響，蔬果價格高漲；本年初以來，則天候相對良好，無較大災害，蔬果價格較上年同期下跌，合計使 **CPI** 年增率下降 **0.57** 個百分點(圖 10)，抵消 CPI 大部分漲幅。

—**不含蔬果**之 CPI 年增率為 **1.22%**(對 CPI 年增率貢獻 1.14 個百分點)，不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率則為 **0.99%**，漲幅皆屬溫和。

圖 10 對 CPI 年增率之貢獻



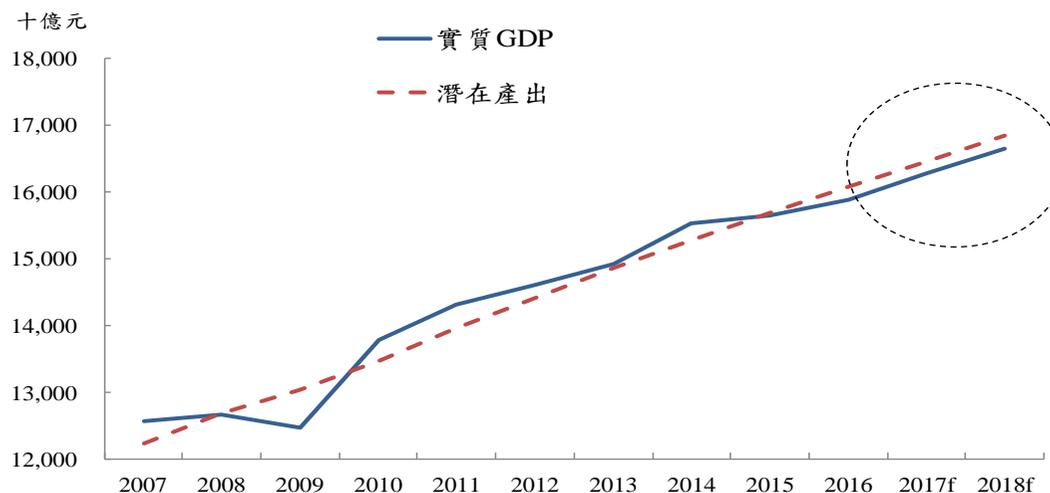
資料來源：主計總處

(三)國內通膨展望溫和穩定

當前物價穩定，明年通膨展望溫和，貨幣政策重要參考指標之核心通膨亦將持穩。

1. 本年 12 月，由於蔬菜進入冬季盛產期，量增價跌，加以部分服飾年終降價促銷，本行預期 CPI 較上月回降，惟 CPI 年增率可望升至 1% 左右，本年全年則為 **0.61%**；主要機構預測平均值為 0.65%。
2. 展望**明年**，雖然菸稅調高之遞延效應將持續至 10 月，加以基本工資及軍公教薪資調升，可能帶動薪資上揚，增加通膨壓力；惟國際穀物期貨價格維持低檔，且預期原油價格漲幅溫和，加上國內有效需求和緩，**產出缺口仍為負**(圖 11)，本行預測 **CPI 年增率為 1.12%**，主要機構預測之平均值為 1.08%(表 3)；近期 **Consensus** 發布之明年台灣 CPI 通膨率預測數平均值則為 **1.2%**(表 4)。

圖 11 產出缺口



資料來源：本行自行估算

表 3 主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率之預測

單位：%

預測機構 (預測日期)	央行 (2017/12/5)	台綜院 (2017/12/14)	主計總處 (2017/11/24)	台經院 (2017/11/15)	Goldman Sachs (2017/12/11)	BoA Merrill Lynch (2017/12/11)	IHS Markit (2017/12/15)	平均值 (不含央行)
2017年	0.61	0.64	0.62	0.75	0.80	0.50	0.56	0.65
2018年	1.12	0.88	0.96	0.80	1.30	1.30	1.22	1.08

表 4 Consensus 發布之本年及明年台灣 CPI 通膨率預測值

單位：%

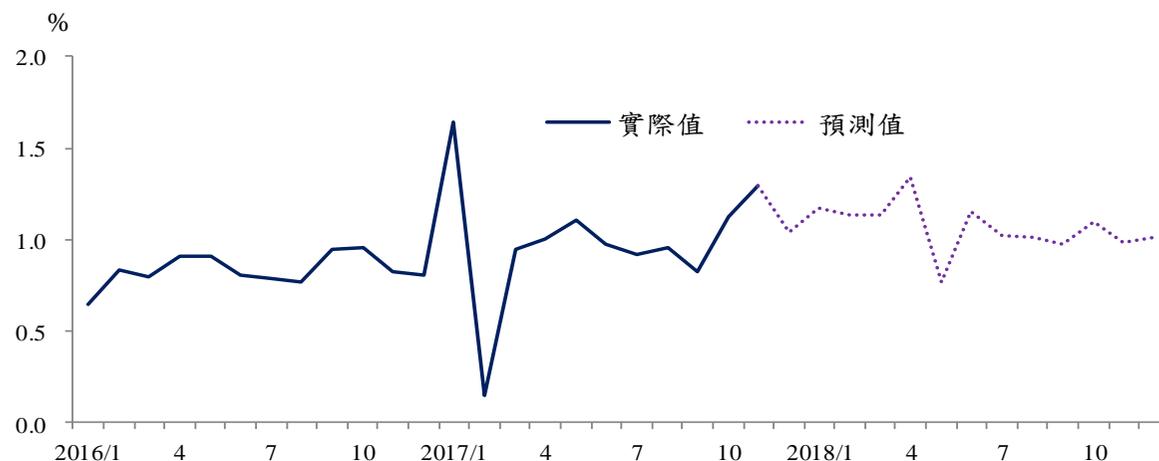
	2017 年	2018 年
16 家預測機構 12 月發布的預測數平均值	0.6	1.2
各預測機構 2017 年 11 月發布的預測數平均值	0.7	1.2
各預測機構 2017 年 10 月發布的預測數平均值	0.8	1.3
各預測機構 2017 年 9 月發布的預測數平均值	0.9	1.4
最高數值(2017:HSBC ; 2018:Credit Suisse)	0.9	2.0
最低數值(2017:Capital Economics ; 2018: Oxford Economics)	0.5	0.6
中位數(2017 ; 2018:Citigroup)	0.6	1.3

資料來源：“Asia Pacific Consensus Forecasts”, Consensus Economics Inc., 2017 年 12 月 4 日發布之 16 家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測

3. 核心通膨展望亦屬平穩

台灣屬**小型開放經濟體**，物價易受進口原物料行情及天候影響，短期呈現較大波動。蔬果與能源價格的大部分變動非本行所能控制，故**剔除蔬果及能源之 CPI**(即核心 CPI)波動幅度較 CPI 小，是**本行執行貨幣政策的重要參考指標之一**。根據本行核心物價預測模型⁴，預測**明年核心 CPI 年增率為 1.1%**，略高於本年之 1%(圖 12)。

圖 12 核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處、本行估算

⁴ 本行核心物價預測模型除考量核心物價的持續性效果外，產出缺口、單位產出勞動成本、進口物價(剔除原油)、貨幣總計數 M2、長短期利差(反映通膨預期)、股價指數等亦為影響核心物價之因素。至於模型外因素如菸稅與健康捐、水費、電費、營業稅等制度面因素則可能影響核心通膨的預測準確度。

(四)與主要國家比較，台灣物價漲幅相對平穩

維持物價穩定係本行貨幣政策法定目標之一。物價穩定有助於維持民眾購買力，可降低未來經濟之不確定性，有助民間部門安排生產、消費、儲蓄與投資等經濟活動，是經濟永續成長之基礎。與主要國家比較，近年台灣物價漲幅相對平穩(表 5)。

表 5 主要國家 CPI 年增率

單位：%

地區別	2014年	2015年	2016年	2017年1-11月*	2017年11月	IHS Markit預測	
						2017	2018
全球	2.87	2.38	4.79	-	-	3.23	4.63
美國	1.63	0.13	1.27	2.12	2.10	2.14	1.77
歐元區	0.44	0.02	0.24	1.55	1.50	1.47	1.61
瑞士	-0.02	-1.14	-0.43	0.51	0.80	0.52	0.51
日本	2.73	0.80	-0.12	0.41	-	0.44	1.02
中國大陸	1.99	1.44	2.01	1.53	1.70	1.73	2.63
台灣	1.20	-0.31	1.40	0.57	0.35	0.56	1.22
南韓	1.28	0.70	0.96	1.99	1.30	2.04	2.91
香港	4.43	3.00	2.42	1.44	-	1.50	2.07
新加坡	1.03	-0.52	-0.53	0.61	-	0.49	0.84
印尼	6.42	6.38	3.53	3.83	3.30	3.84	4.60
馬來西亞	3.16	2.10	2.09	3.96	-	3.79	1.84
菲律賓	4.18	1.43	1.78	3.16	3.30	3.17	3.47
泰國	1.90	-0.90	0.19	0.66	0.99	0.70	1.37
越南	4.10	0.63	2.67	3.62	2.62	3.54	4.11

資料來源：各國政府統計、IHS Markit (2017.12.15)

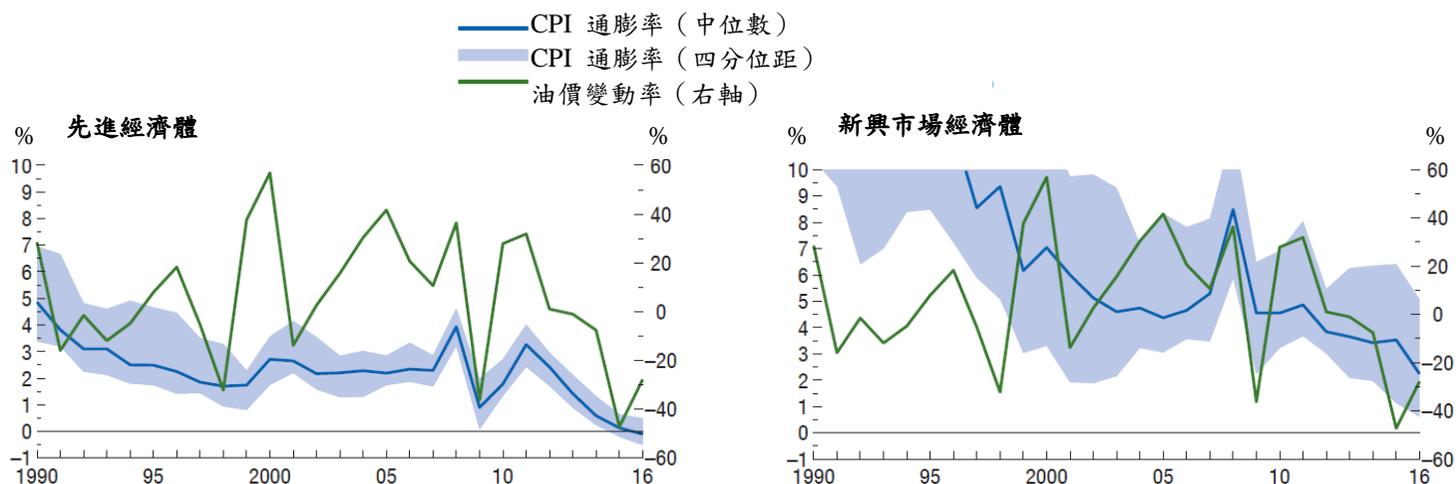
*：尚未發布11月資料之國家或地區係1-10月平均值。

附件 全球通膨率走低的原因－兼論最適通膨率可能低於 2%的看法

1. 2000 年以來全球通膨率普遍下滑

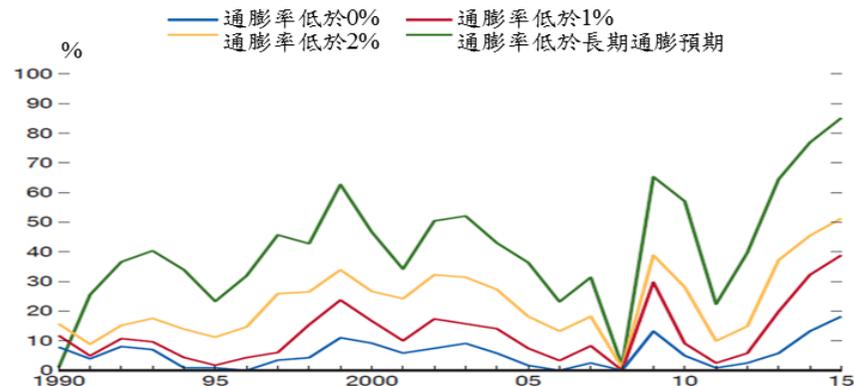
- 近期全球**先進經濟體**與**新興市場經濟體**的通膨率普遍下滑，降至近歷史低點(圖 1)；這是各個國家、各個部門、按不同指標衡量都普遍存在的現象⁵。

圖 1 近期全球通膨率普遍下滑：先進經濟體 vs. 新興市場經濟體



資料來源：Haver Analytics、IMF(2016)

圖 2 許多經濟體面臨低通膨，甚至通縮的情形



資料來源：Consensus Economics、IMF(2016)

- IMF 以逾 120 個經濟體為樣本研究指出，截至 2015 年，許多經濟體面臨低通膨，甚至通縮的情形(圖 2)。
- 逾 85% 的經濟體，通膨率低於長期通膨預期(圖 2 綠線)。
- 逾 50% 的經濟體，通膨率低於 2%(圖 2 黃線)；將近 40% 的經濟體，通膨率低於 1%(圖 2 紅線)。
- 此外，約有 20% 的經濟體陷入通縮(圖 2 藍線)。

⁵ IMF (2016), "Subdued Demand: Symptoms and Remedies," *World Economic Outlook*, Oct.

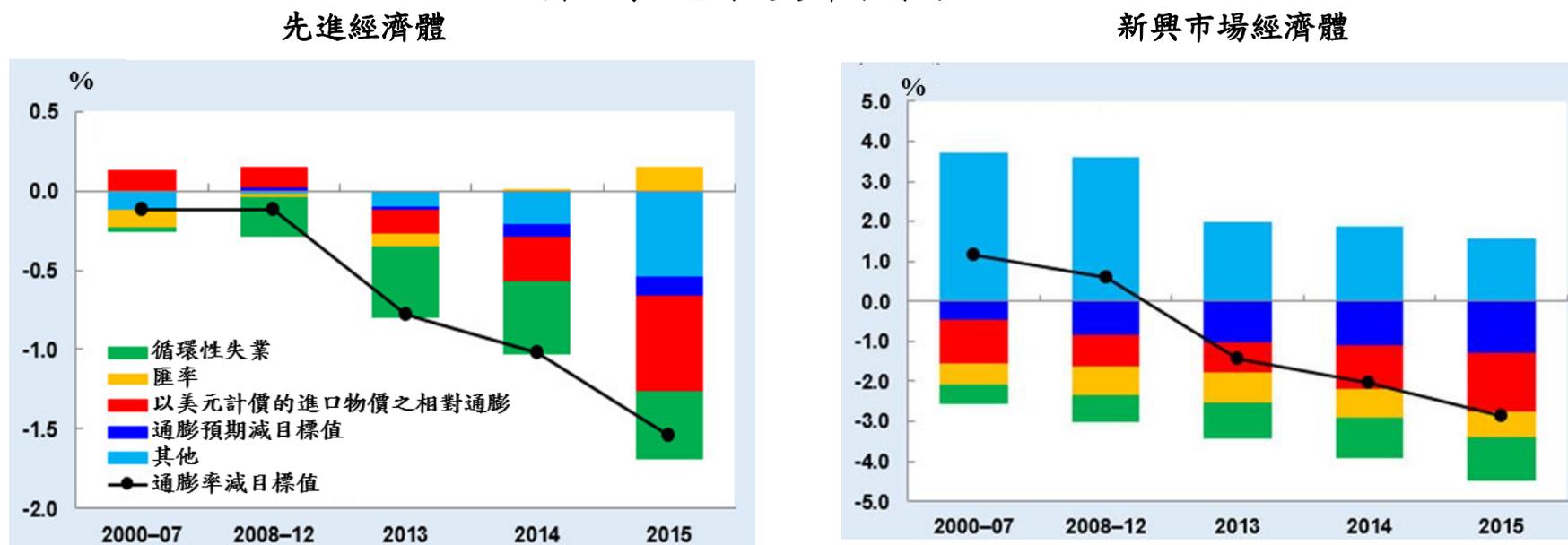
2. 促使全球通膨率下滑的原因

近年各國通膨普遍下滑，是許多國家央行及國際組織致力探討的議題。目前國際間大抵認為，多數國家的通膨預期仍受央行目標的制約(anchor)，拉低近年通膨率主要是循環性因素；另外，結構性因素亦可能是重要原因，且或將繼續影響未來全球通膨走勢。

(1) 循環性因素：源自需求面疲弱的經濟產能閒置及進口物價疲弱

- IMF 於 2016 年 10 月發布的「全球經濟展望報告」分析指出，需求疲軟、持續的產能閒置，以及進口物價下滑，是近年全球通膨下滑最重要的兩個因素，這在先進經濟體尤為明顯(圖 3)。

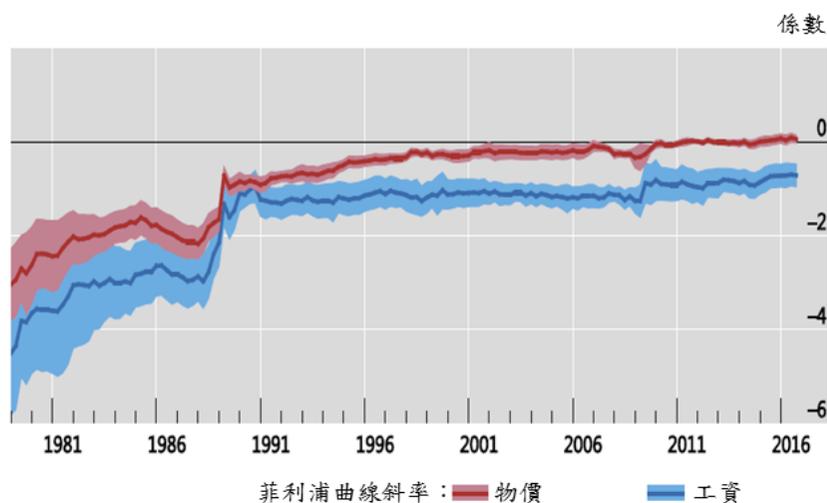
圖 3 導致全球通膨率下滑的主因



註：目標值係指，2000~2007 年的平均長期通膨預期。IMF 將台灣歸類為先進經濟體。
資料來源：IMF (2016)

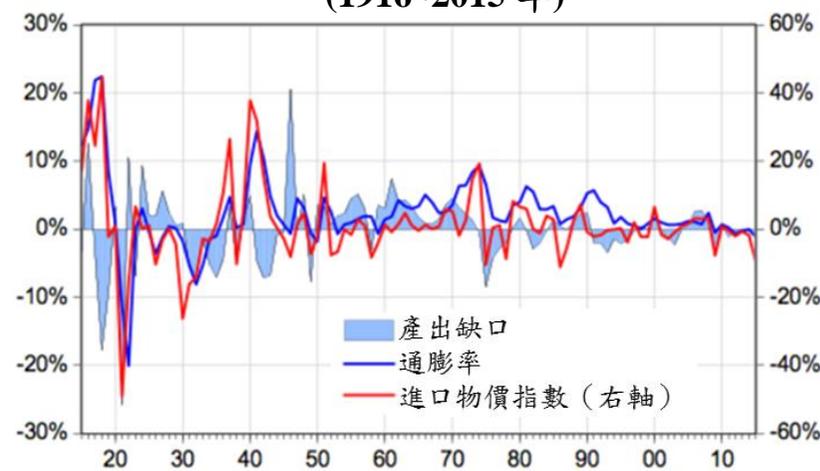
- 最近幾年，許多經濟體經濟明顯復甦，失業率回落至全球金融危機前水準、經濟閒置產能減少，但通膨率卻仍繼續維持低檔，這讓國際間開始質疑菲利普曲線(Phillips Curve)所描繪的失業與通膨的關係已瓦解、菲利普曲線平坦化，使通膨難以伴隨景氣復甦明顯上揚⁶；此議題已是當前國際間熱烈探討的問題。
 - BIS 貨幣暨經濟部門主管 Claudio Borio 指出，觀察現實世界可見，產能閒置與通膨的連結關係相當微弱的情況，已持續數十年之久；圖 4 即是例證之一，G7 的物價及工資對於勞動市場趨緊，似不再充分回應。
 - Gerlach(2016)指出，瑞士的菲利普曲線自 1994 年後轉趨平坦；圖 5 可見，瑞士的產出缺口、通膨及進口物價指數過去多呈同向移動，但近期波動幅度趨緩。

圖 4 平坦化的菲利普曲線



資料來源：Borio (2017)

圖 5 瑞士的產出缺口、通膨及進口物價指數 (1916~2015 年)



資料來源：Gerlach (2016)

⁶ 相關研究包括：Borio, Claudio (2017), “Through the Looking Glass,” Lecture at the Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF), Sep. 22 ; Gerlach, Stefan (2017), “The Swiss Phillips Curve, 1916-2015,” VOX: CEPR’s Policy Portal, Jun. 5 ; Gerlach, Stefan (2016), “The Output-Inflation Trade-Off in Switzerland, 1916-2015,” CEPR Discussion Paper, No. 11714, Dec. ; Blanchard, Oliver, Eugenio Cerutti and Lawrence Summers (2015), “Inflation and Activity – Two Explorations and their Monetary Policy Implications,” IMF Working Paper, WP/15/230。

(2)可能的結構性因素：供給面的全球化及技術進步

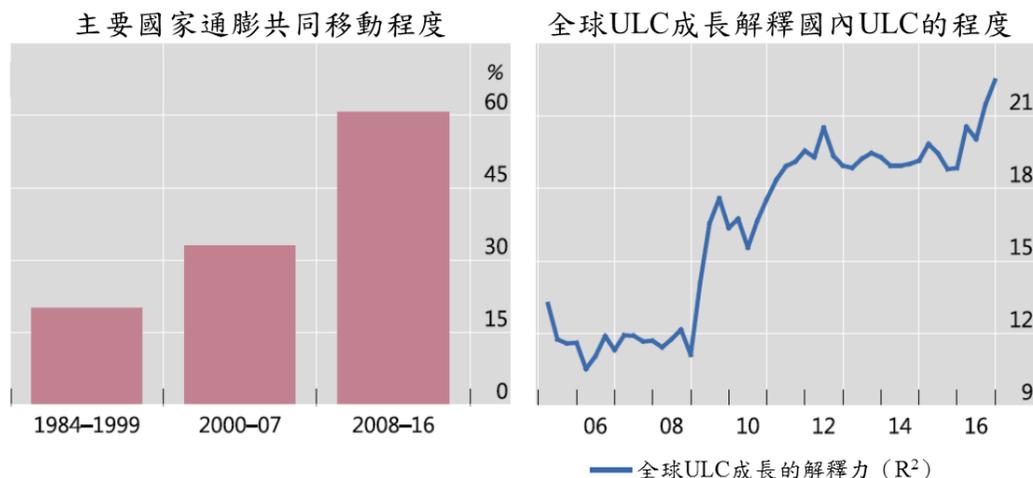
■ 全球化：全球價值鏈是全球化影響一國國內通膨的可能管道⁷。

➤ 許多研究結果顯示，一國通膨內的全球成分，有日益增加的傾向。

—圖 6 左顯示，主要國家通膨共同移動(co-movement)的程度愈來愈高。

—圖 6 右可見，先進國家國內單位勞動成本(ULC)的成長，可由全球 ULC 成長來解釋的程度亦愈來愈高。

圖 6 國內通膨及 ULC 成長，全球成分日益增加



資料來源：Borio (2017)

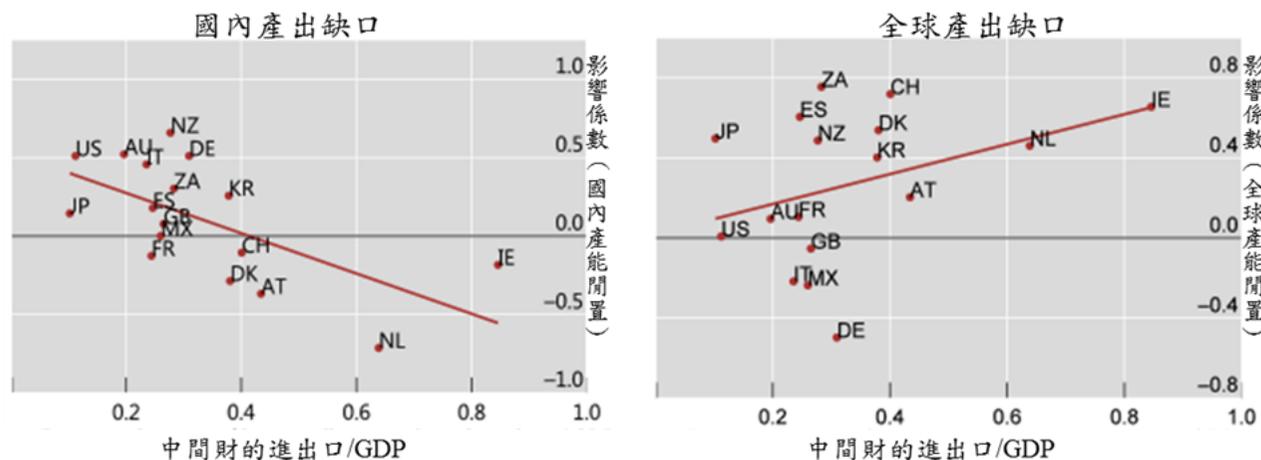
➤ 全球價值鏈(Global Value Chain, GVC)參與度提高，助長通膨全球化現象。

—全球價值鏈興起，中間財及最終財的國際競爭加劇，意味著國外的物價壓力可透過相關管道擴散至本國。

⁷ Borio, Claudio (2017), "Through the Looking Glass," Lecture at the Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF), Sep. 22 ; Auer, Raphael, Claudio Borio and Andrew Filardo (2017), "The Globalisation of Inflation: the Growing Importance of Global Value Chains", *BIS Working Papers*, No. 602 .

- BIS 實證研究顯示，一國參與 GVC 的程度越高，其國內通膨對於國內產出缺口較不敏感(圖 7 左)；但對於全球產出缺口的敏感度則會提升(圖 7 右)。
- 假設其他條件不變，若一經濟體的**國際貿易對 GDP 比率**較同儕高出 10 個百分點，同樣面臨全球產出缺口增加 5 個百分點的情況下，該經濟體的**通膨率**將較同儕國家**增加 1/3 個百分點**。

圖 7 國內通膨對國內(外)產出缺口之敏感度



資料來源：Auer et al. (2017)

■ 技術進步：全球化對通膨的影響，亦適用於技術進步

- 全球化發展與技術進步雖是緊密關連，但更深入來看，兩者運作的方式其實非常相似。
 - 如同全球化，技術進步亦侵蝕勞工的議價能力，在此，機器人可像是全球化下的外國勞工。
 - 技術進步亦削弱既有廠商的定價能力，方法是透過技術，削減成本、提供更便宜的商品；提供新商品、淘汰舊商品；技術讓比價更容易，進而讓價格更透明。
- 自 1980 年代以來，全球化是影響通膨的一大衝擊；然而，展望未來，取而代之的將是技術進步的影響力。

■ 零售市場結構改變：電子商務興盛抑制通膨上升⁸

- 電子商務興盛抑制通膨上升，一般稱之為亞馬遜效應(Amazon Effect)；理論上，網路零售透過兩種途徑抑制通膨上升速度：
 - 相同商品在網路商店的平均售價低於實體商店，使消費者得以較低的支出取得相同商品。
 - 來自網路競爭對手的壓力，迫使實體商店降價，使店家失去定價能力。
- 實證研究結果：目前相關報告的分析結果差異甚大，有些並不具統計顯著性；有些則指出廠商定價能力實與時俱進；亦有確認亞馬遜效應者⁹。
- 亞馬遜效應近來日益受到各國央行的關注，例如¹⁰：
 - Fed 主席 Janet Yellen 於本年 9 月表示，網路零售帶來的競爭加劇，已削減零售商的利潤，並抑制零售商在需求增加時調高價格的能力；她於本年 10 月更指出，在許多國家，網路購物可能會持久地壓低通膨率。
 - BoJ 官員於本年 7 月表示，日本消費者普遍認為物價不會上漲，這樣的預期心理難以動搖，而亞馬遜正強化了這種心態。

⁸ Hatzius, Jan et al. (2017), “The Amazon Effect in Perspective,” *Goldman Sachs Global Economic Research*, Sep. 30 ; Luzzetti, Matthew, Justin Weidner (2017), “Inflation Does not Die of Old Age: What Demographics Mean for US Inflation,” *Deutsche Bank Research*, Oct. 11 ; Smialek, Jeanna (2017), “Who Killed U.S. Inflation? Here Are Suspects in Yellen's Mystery,” *Bloomberg*, Sep. 23 。

⁹ 例如，高盛研究顯示，網路購物價格競爭至多讓美國核心通膨減少 0.1 個百分點、並且讓核心個人消費支出(PCE)物價通膨減少 0.25 個百分點。

¹⁰ Pymnts (2017), “Why The Amazon Effect Complicates The Fed’s Interest Rate Decisions,” *Pymnts*, Dec. 12 ; Fujikawa, Megumi (2017), “Monetary Policy in Japan Has a New Problem: Amazon,” *The Wall Street Journal*, Jul. 18 。

■ 人口年齡結構改變：人口老化會對通膨率產生負面影響¹¹

➤ 人口老化拖累通膨下降的兩種常見理論：

— 由供需變動觀察：平均年齡較高的家計單位，消費通常小於平均年齡較低的家計單位，人口老化將使總需求減少。此外，平均年齡較高的家計單位可能會試圖延長自身的職涯，使得勞動供給較預期增加。在勞動供給增加且總需求減少的情境下，通膨將有下降的壓力。

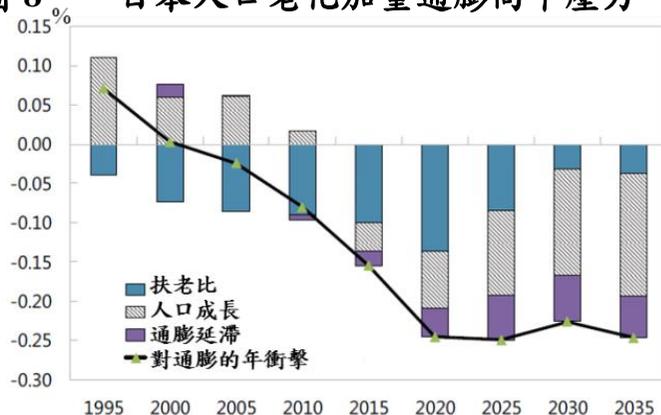
— 人口老化將使勞動力及生產力成長率下降，拖累 r^* (中性實質利率) 下降，限制央行寬鬆貨幣政策拉抬通膨的能力。此外，平均年齡較高的家計單位通常較富裕，偏好儲蓄而非投資，亦為通膨帶來下降壓力。

➤ 實證結果：許多相關實證研究均支持，人口老化導致通膨率下滑。

— 多數研究認為，人口老化確實導致通膨率下滑；日本就是典型的案例。

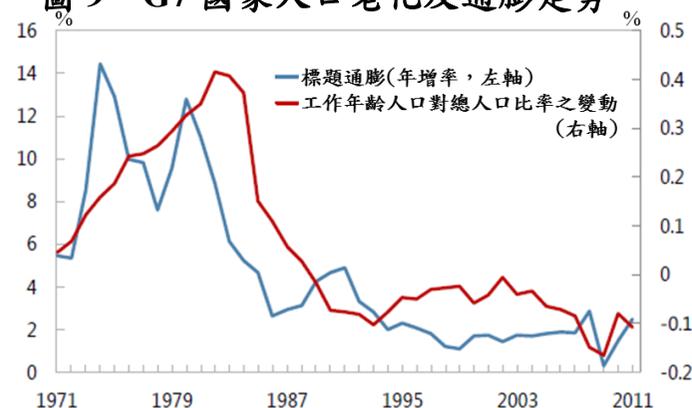
— 例如，IMF 研究指出¹²，人口老化加重日本通膨向下滑落的態勢明顯(圖 8)；G7 國家情況類似(圖 9)。

圖 8 日本人口老化加重通膨向下壓力



資料來源：Liu, Yihan and Niklas Westelius (2016)

圖 9 G7 國家人口老化及通膨走勢



資料來源：Liu, Yihan and Niklas Westelius (2016)

¹¹ Yoon, Jong-Won, Jinill Kim and Jungjin Lee (2014), "Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy," *IMF Working Paper*, WP/14/210, Nov. 24 ; Hatzius, Jan et al. (2017), "The Amazon Effect in Perspective," *Goldman Sachs Global Economic Research*, Sep. 30。

¹² Liu, Yihan and Niklas Westelius (2016), "The Impact of Demographics on Productivity and Inflation in Japan," *IMF Working Paper*, No. 16/237, Dec. 8。

(3)瞭解通膨率下滑的供需因素，有助於適當的決策

- 就通膨減緩的壓力係源自全球化或技術進步等動力來看，這大抵是有益的發展，這反映的是，有益的供給面發展，而不是破壞性的需求面疲弱。
- 事實上，通膨率走低(disinflation)的成因不盡相同，可區分為良性(good)及惡性(bad)(表 1)¹³：

表 1 通膨率走低的成因：良性 vs. 惡性

	良性的通膨率走低	惡性的通膨率走低
成因	良性的供給面衝擊：競爭、科技及創新帶來生產力提高，或者生產因素(如石油)價格下跌。	需求面萎縮：投資、消費不振。
示意圖	<p>The diagram shows a downward-sloping AD curve and two upward-sloping AS curves. The initial equilibrium is at the intersection of AD and AS, corresponding to price P_0 and output y_0. A rightward shift in the AS curve to AS' moves the equilibrium to the intersection of AD and AS', corresponding to a lower price P_1 and higher output y_1. A blue arrow labeled "供給面衝擊" (Supply shock) points from AS to AS'.</p>	<p>The diagram shows a downward-sloping AD curve and one upward-sloping AS curve. The initial equilibrium is at the intersection of AD and AS, corresponding to price P_0 and output y_0. A leftward shift in the AD curve to AD' moves the equilibrium to the intersection of AD' and AS, corresponding to a lower price P_1 and lower output y_1. A red arrow labeled "需求面衝擊" (Demand shock) points from AD to AD'.</p>

¹³ Borio, Claudio and Andrew Filardo (2004), "Back to the Future? Assessing the Deflation Record," *BIS Working Papers*, No. 152 ; The Economist (2015), "The Good and the Bad," *The Economist*, Jan. 7 .

■ 一般認為，通膨率走低若肇因於良性的供給面衝擊，即使物價下跌，但因產出仍增加，因此不需多慮。

- BoE 總裁 Mark Carney 曾於 2015 年 2 月 12 日指出¹⁴，當時英國的低通膨現象，主因油價大幅下跌；他盛讚此係極為有利經濟成長的現象，而非英國將邁向長期通縮(deflation)。
- BIS 發布的報告指出¹⁵，如基於油價、生產力提高的物價下跌，能提升人民實質所得、擴大總合需求，並有助擴大長期潛在成長。

¹⁴ Giles, Chris (2015), “Bank of England Says UK Inflation Could Fall below Zero,” *Financial Times*, Feb. 12。

¹⁵ Borio, Claudio, Magdalena Erdem, Andrew Filardo and Boris Hofmann (2015), “The Costs of Deflations: a Historical Perspective,” *BIS Quarterly Review*, Mar. 18。

3. 政策涵義

- 通膨率走低係全球的共同現象。
- 由於全球化及技術進步等實質因子對通膨有重大影響，貨幣政策影響通膨的能力大為降低。
 - 1990 年代以來，全球化及技術進步等實質因子，透過影響工資設定行為及價格設定行為，確實對通膨帶來持久性下滑的影響。
 - 對於小型開放、參與 GVC 程度愈高的經濟體，全球化對國內通膨的影響也愈大。
 - 此外，主要國家亦面臨菲利普曲線的平坦化問題，導致通膨不易受經濟情勢變化影響。
 - 上述這些因素，都將降低貨幣政策對通膨的影響效果。
- 欲帶動物價上升及經濟成長的良性循環，有賴全面性的政策組合。
 - 由於影響通膨的因素包括貨幣面與實質面，因此欲拉抬通膨與促進經濟成長，亟須採全面性的政策組合。
 - 全面性的政策組合中，除貨幣政策與財政政策外，亦須採有助於解決薪資停滯的所得政策。
 - 除有利於成長的貨幣情勢外，尚須採擴張性財政政策(在仍有財政空間時)、支持需求的結構性改革，此有助於減緩持續的疲弱需求及低通膨可能帶來的風險。
 - 薪資停滯的國家，亦可考慮採行所得政策(例如日本、南韓等政府都力促民間企業加薪)，以帶動健全的「薪資—物價盤旋上升」(wage-price spiral)，也就是由薪資成長、帶動需求增加，進而推動物價上升的良性循環。

■ 就理論與實務而言，最適通膨率有可能低於 2%：

- 理論上，通膨率目標應設在能使民眾福祉最大化之處，惟不同經濟文獻常得出不同結果。
 - 過去文獻大多認為，美國最適通膨率為個人消費支出(PCE)物價指數年增率略低於 2%。
 - 依據 Kansas City Fed 研究員以 New-Keynesian 模型估算，則在 0.7%~1.4%之間¹⁶。
- 實務上，採行通膨目標化機制的國家，平均而言，係將通膨率目標訂在 1%~3%，中間值則落在 2%；惟亦有國家(如瑞士)係將通膨率目標訂在低於 2%。
 - 採通膨目標化機制的國家，多將通膨目標訂於 1%~3%(中間值落在 2%)；此大抵可歸因於，2%是一般民眾較能接受的通膨水準，高於此一水準，可能會引發民眾的憂心¹⁷。
 - 至於瑞士央行，則將通膨率目標訂在低於 2%(瑞士央行將物價穩定定義為，以 CPI 計算的通膨率低於 2%)。

¹⁶ Billi, Roberto M. and George A. Kahn (2008), “What Is the Optimal Inflation Rate?” *Kansas City Fed: Economic Review*, 2nd quarter。

¹⁷ Hammond, Gill (2011), *State of the Art of Inflation Targeting – 2011*, BOE Centre for Central Banking Studies, Handbook No. 29。