

行政院及所屬各機關出國報告書
(出國類別：其他)

參加德國學術暨政治基金會舉辦之
「第五屆東亞金融與貨幣政策」研
討會出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：楊佳侑/經濟研究處副研究員

派赴國家：德國

出國期間：111年5月18日至5月21日

報告日期：111年8月

目錄

壹、前言	1
貳、日本的經濟情勢與貨幣政策	2
一、日本經濟情勢及未來之潛在風險	2
二、日本物價情勢及未來通膨上升之可能性	4
三、日本央行的貨幣政策	7
參、其他小型開放經濟體之貨幣政策及通膨情勢	9
一、新加坡	9
二、南韓	12
肆、台灣的通膨動態及貨幣政策	15
一、台灣通膨概況	15
二、貨幣政策及通膨預期	16
三、全球通膨再起對台灣通膨之影響	24
四、因應政策	29
伍、心得與建議	30
一、心得	30
二、建議事項	30
參考文獻	32

壹、前言

職奉准於民國 111 年 5 月 18 日至 5 月 21 日參加德國「學術暨政治基金會」(Stiftung Wissenschaft und Politik, SWP) 舉辦之「第五屆東亞金融與貨幣政策」(The 5th Ludwigshafen Conference on the Currency Area East Asia) 研討會，為期 1 日，參加成員共 15 位，除本行外，另包括德國、日本、南韓、新加坡等多個國家代表。

本研討會主題為「東亞通膨及通縮」(Inflation and Deflation in East Asia)，由德國學術暨政治基金會 Hanns Günther Hilpert 博士、路易港市商業及社會大學 Frank Rövekamp 教授，以及歌德法蘭克福大學 Moritz Bälz 教授擔任主持人，並邀請上述各國代表學者專家擔任主講人。演講內容包含歐元區的貨幣政策及現今通膨情勢、物價穩定與中央銀行法，以及東亞(南韓、新加坡、日本及台灣)各國的貨幣政策及通膨情勢。

本報告分為伍部分，第壹部分為前言；第貳部分介紹日本的經濟情勢與貨幣政策；第參部分說明新加坡及南韓的貨幣政策及通膨情勢；第肆部分分析台灣的通膨動態及貨幣政策，並以實證方式檢視油價衝擊對台灣物價之影響；第伍部分為心得與建議。

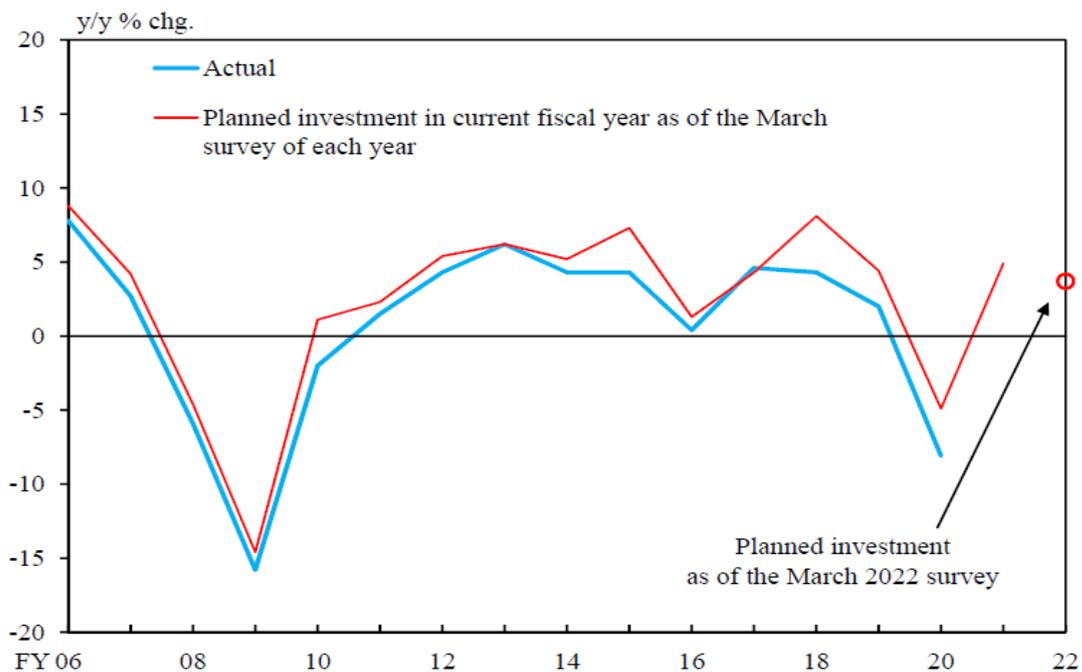
貳、日本的經濟情勢與貨幣政策

一、日本經濟情勢及未來之潛在風險

由於全球新冠肺炎疫情趨緩，且多數先進經濟體因選擇與疫情共存，而開始解封，使肺炎疫情對經濟活動衝擊的影響逐漸降低。以日本為例，受到新冠變種病毒的衝擊，日本的染疫案例在本(2022)年第1季迅速飆升，並嚴重影響民間消費，惟3月過後案例明顯下滑，有利經濟活動復甦。日本央行(Bank of Japan, BoJ)對本年第二季的日本經濟情勢之分析如下：

- (一) 民間消費：日本4-5月適逢「黃金週」長假，民眾出遊及外食意願提高，致旅遊、餐飲等相關服務類消費出現回溫。
- (二) 企業固定投資：數位轉型及氣候變遷等因素，帶動民間固定投資需求，進而創造良性的經濟成長循環，惟全球晶片短缺及塞港等不利條件，使部分企業延後其投資計畫，導致企業固定投資的成長有限(見圖1)。

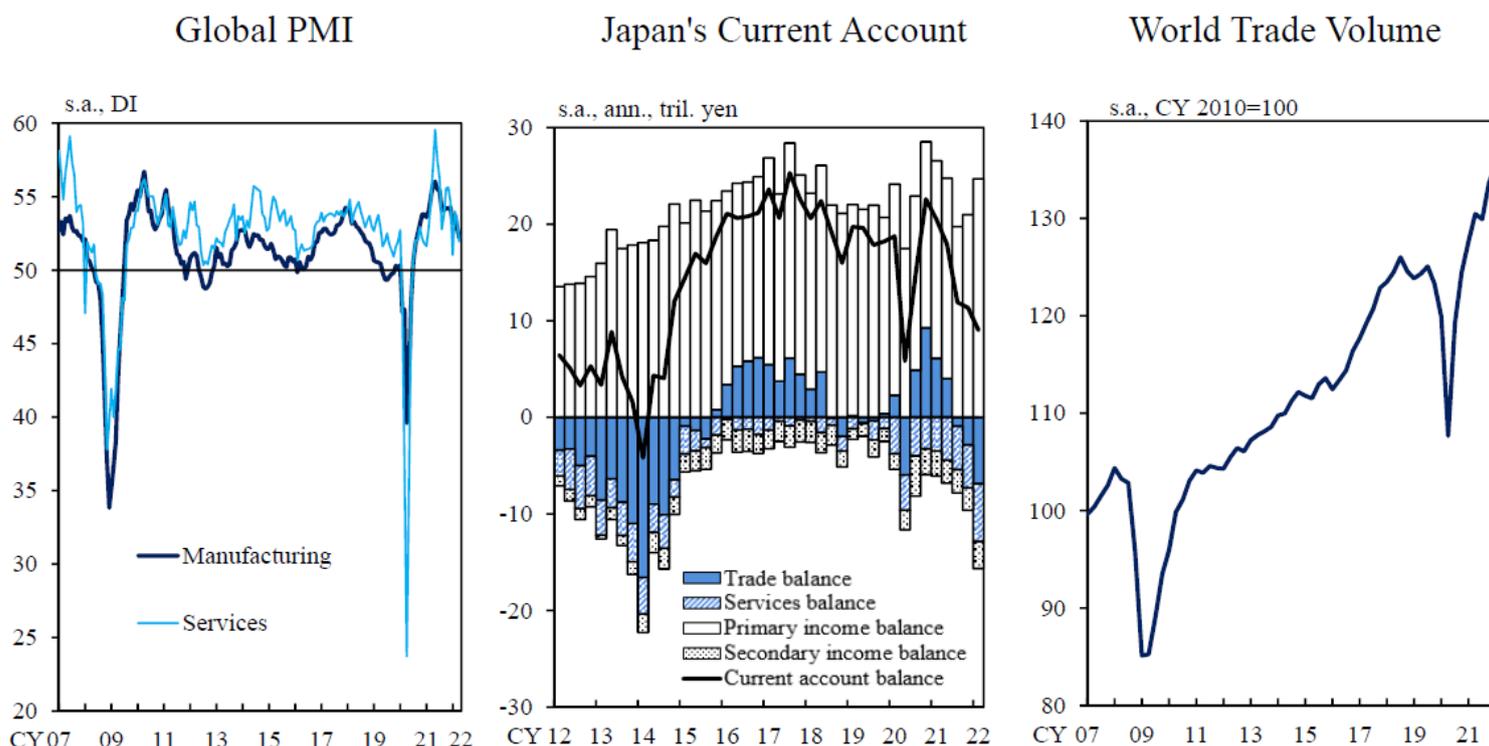
圖 1 日本短觀調查(Tankan)－企業固定投資



資料來源：BoJ

(三) 出口：近期全球製造業與服務業採購經理人指數(Purchasing Managers' Index, PMI)皆續處擴張狀態，全球製造業及服務業信心維持穩健，續推升日本出口成長，惟進口物價因國際原物料價格攀升亦大幅成長，故商品貿易仍呈入超(見圖2)。

圖 2 全球 PMI 指數及日本貿易情勢



資料來源：S&P Global Market Intelligence、日本財務省、BoJ

此外，BoJ亦針對日本未來的經濟展望，提出兩項值得關注的下行風險因素：

(一) 主要經濟體恐陷衰退：主要經濟體，如歐元區、中國大陸及美國近期的不確定風險擴大，其經濟成長若進入衰退，恐拖累全球經濟成長。

1. 歐元區：歐元區的能源(石油及天然氣)進口主要仰賴俄羅斯，且烏、俄兩國為全球穀物出口大國，故烏俄戰爭使歐元區的物價大幅飆漲；戰爭的長期化將加重歐元區經濟成長的下行

風險。

2. 中國大陸：中國大陸政府為控制新冠肺炎疫情擴散，仍採取嚴格的清零政策，許多大城市因疫情封城使當地經濟活動停滯。中國大陸作為世界工廠，其產能受當地疫情反覆，不利全球供應鏈，恐拖累全球經濟成長的步調。
3. 美國：美國政府於疫情期間，祭出大規模的財政激勵及貨幣寬鬆政策，使資產價格大幅攀升，隨著經濟活動限制逐步鬆綁、國際原物料價格走高，以及勞動力短缺，商品及服務價格亦快速飆升。美國聯準會(Fed)後續的緊縮政策動向，將係未來全球經濟成長的重要關鍵。

(二) 新冠肺炎疫情再起：本年上半年的新冠變種病毒衝擊再次顯示，儘管疫情對日本經濟的影響愈來愈低，且民眾已接受與病毒共存之事實，但疫情反覆仍可能削弱民間消費的復甦力道，或使服務類消費的成長持續遞延。

二、日本物價情勢及未來通膨上升之可能性

日本消費者物價指數(CPI)年增率長期偏低且有通縮疑慮，即便本年年初許多先進經濟體已深受高通膨率困擾，日本仍處於低通膨狀態；BoJ的寬鬆貨幣政策亦未能使通膨率達到2%的目標。對此，BoJ副總裁兩宮正佳(2022)曾針對日本低通膨的現象，提出三個主要原因：

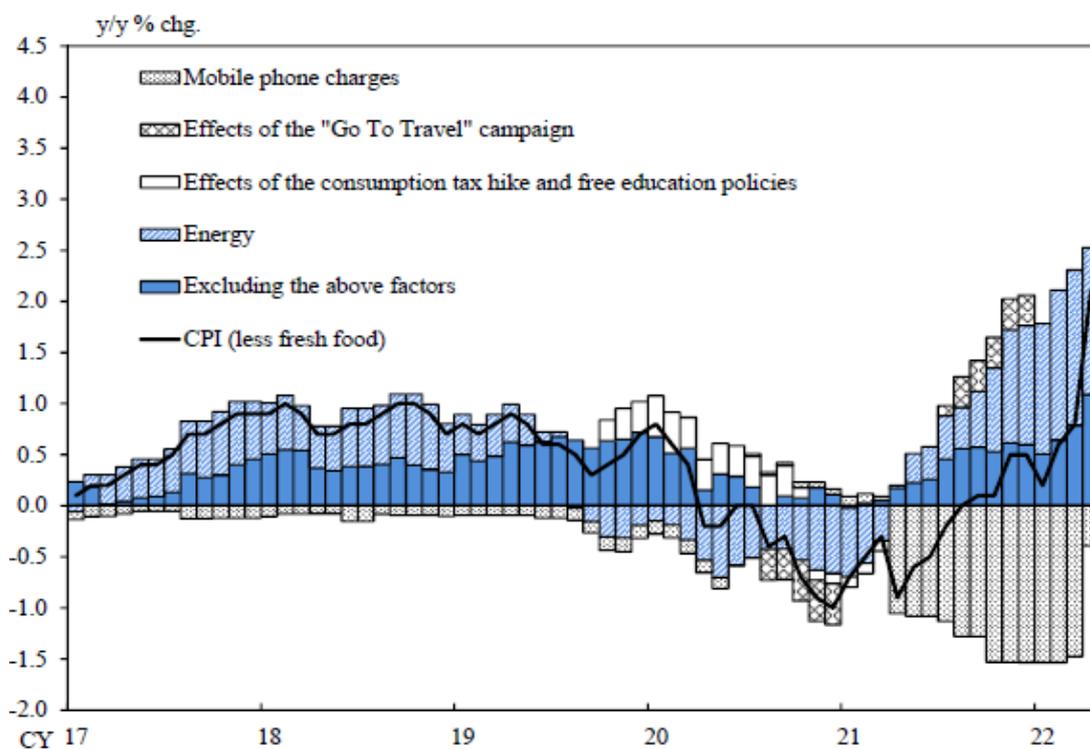
- (一) 日本家計單位的風險趨避心態制約民間消費成長，加以實質GDP尚未回復至疫情前水準，使日本整體需求處於疲弱，以致商品價格的漲幅不如歐、美國家明顯。
- (二) 日本企業文化看重長期合作關係，為維持與商業夥伴的信任基礎，對價格調整的看法較為保守；即便生產成本提升，企業仍傾

向維持價格，以守護商業信譽，故日本商品價格存在更深的僵固性。

(三)日本CPI組成項目的權重與主要經濟體差異大，例如房租費及通訊費用在服務類項目中的權數較高，惟兩者近年來的價格處於穩定，且不易準確估計，恐無法如實反映CPI的變動。

根據本年4月28日BoJ貨幣政策會議之「經濟及物價情勢之展望」報告顯示，日本4月核心CPI(剔除生鮮食物)年增率雖達2.1%，但主要係因能源(石油)價格的推升，貢獻約1.5個百分點(見圖3)。若剔除短期因素，如能源價格及通訊費用等，基本通膨(underlying inflation)則約為1.0%；換言之，4月核心CPI年增率僅達到通膨率目標的一半。其次，BoJ決策委員(4月)預測結果亦顯示，2024年CPI年增率的預測中位數為1.1%，代表該行達到通膨率目標的困難度仍高。因此，BoJ將持續採取寬鬆性的貨幣政策。

圖3 日本核心消費者物價年增率

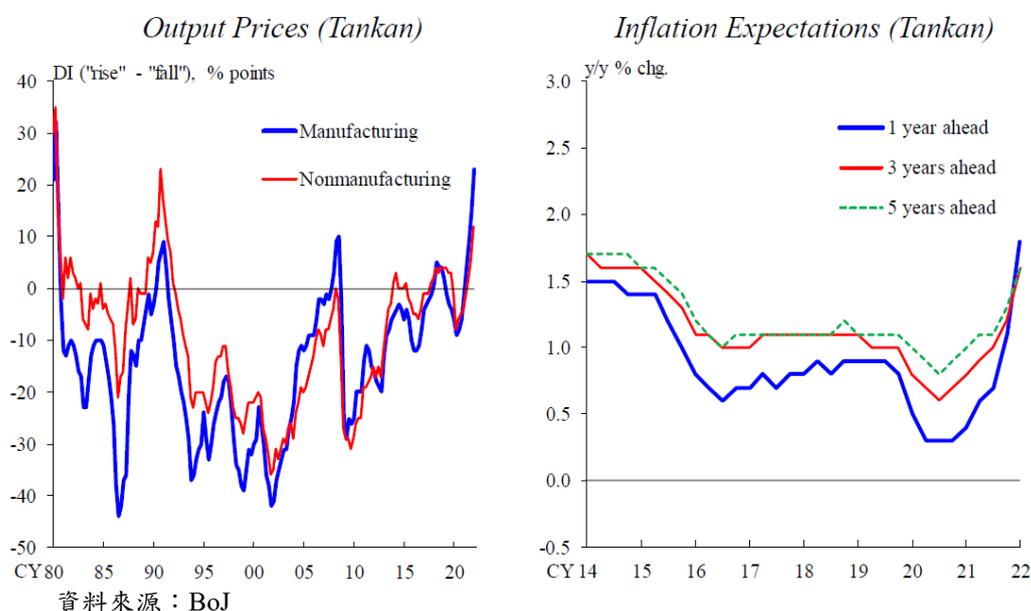


資料來源：日本總務省

對於未來物價的看法，BoJ決策委員安達誠司(2022)表示，疫情期間包含他在內的多數人皆預期，負產出缺口會因疫情而擴大，導致通縮壓力升高。然而，他自去年以來，開始相信日本物價壓力上漲的機率將愈來愈高，主要因素有二：(1)因生產成本墊高，企業會將部分上漲成本轉嫁至消費者；(2)企業對市場展望呈現樂觀，預期將調高銷售價格，以提升企業營收成長，進而帶動薪資上升，形成良性的物價成長循環。他個人認為，以上兩點因素將有助CPI年增率達到央行設定之通膨率目標2%。

為佐證該看法，安達誠司(2022)首先指出，外食及食品製造業的零售價格已反映成本上漲的趨勢，且許多其他產業亦跟進調整零售價格。若以BoJ 3月公布的短觀(Tankan)調查來看，製造業產出價格的擴散指數已達到1980年以來新高，非製造業則達到1991年以來新高(見圖4)；企業對未來整體物價的預期亦明顯上升。銷售價格的上漲主要係因成本推升(cost-push)導致，此現象即便在過去面臨原物料成本飆漲的通縮期間(如2007-2008)也未曾發生過。因此，推測企業已逐漸改變其訂價行為，不再依賴「薄利多銷」(low-margin, high-turnover)的行銷手法。

圖 4 日本產出價格及企業通膨預期



其次，企業的營運成長預期與薪資調漲在日本具有緊密的關聯，其原因在於，日本傳統的「應屆畢業生統一招聘」(新卒一括採用)制度及「年功序列型薪資」(年功序列型賃金)體系，使勞工薪資漲幅受到企業未來營運表現的影響。在上述的招聘及薪資制度下，日本青年勞工入行後的薪資普遍低於其勞動生產力，而較資深的中年勞工則領取高於其勞動生產力之薪資，形成員工對企業的「無形投資」(見えざる出資)；亦即，勞工初期藉由領取較低的薪資，對企業進行人力資本投資，並協助企業營運成長，以換取未來的高薪報酬。

為維持此制度，企業的營運成長為不可或缺的關鍵。然而，日本長期受到通縮影響，多數企業被迫調降營運展望，並以低薪招聘非正職員工及退休再就業人員等方式，大幅縮減人力支出，使日本的就業制度受到動搖。有鑑於此，安達誠司(2022)認為，企業的營運成長預期將成為薪資調升的重要因素，且對央行實現物價穩定目標亦有所貢獻。

三、日本央行的貨幣政策

由於日本近期面臨日幣貶值及原油價格上漲等挑戰，部分專家指出，日本經濟恐遭遇停滯性通膨(stagflation)風險；另有專家表示，為防範停滯性通膨，BoJ 或許該調整其貨幣政策。針對各方的意見，安達誠司(2022)表示，BoJ 將持續關注日本總體經濟情勢及各種可能風險，而他本人則認為，寬鬆性貨幣政策仍為目前最適的貨幣政策。

第一，貨幣政策應關注基本通膨趨勢，並致力將基本通膨率維持在2%左右，惟近期的基本通膨率(剔除短期因素之CPI)仍在1%左右。因此，現在採取緊縮性貨幣政策似乎為時過早。再者，外界關心的匯率及油價變數皆係由市場供需決定，無法以貨幣政策直接進行控制；

若企圖使用貨幣政策干預匯率及油價反而可能適得其反，使日本經濟陷入更艱難的困境。

第二，考量新冠肺炎疫情的影響仍存，且 GDP 尚未回復至疫情前水準，若此時改變貨幣政策方向，恐對經濟活動造成大規模的不良衝擊。尤其，企業及家計單位在疫情期間向金融市場借貸不少資金，以維持正常經濟活動；緊縮貨幣政策將使這些企業及家計單位面臨較重的債務負擔，進而導致私部門支出轉趨保守。

基於上述兩點因素，BoJ 於本年 4 月的貨幣政策會議中，決議維持極度寬鬆性貨幣政策，並持續朝 2% 的通膨目標前進。BoJ 將短期政策利率目標維持在 -0.1%，十年期政府公債殖利率目標仍設定在 0% 左右，變動幅度則在正負 0.25% 之區間。為控制殖利率，BoJ 近期亦提出於每個交易日，以固定利率無限量購買 10 年期政府債券，惟購買數量並未較先前明顯增加，顯示 BoJ 的操作方法已使市場投資人預期，10 年期公債殖利率不會超過 0.25% (黑田東彥，2022)。

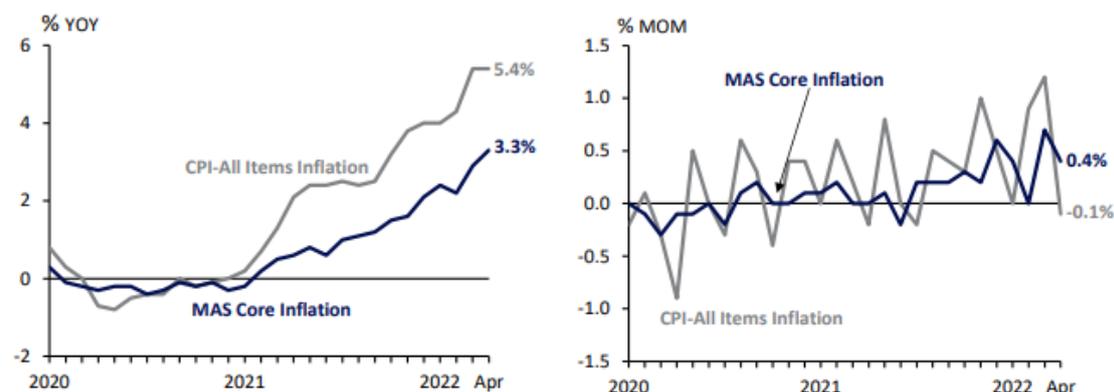
參、其他小型開放經濟體之貨幣政策及通膨情勢

一、新加坡

新加坡貨幣管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)的貨幣政策，係以達成中期物價穩定以協助經濟成長為目標。有鑑於新加坡極度缺乏天然資源，民生物資與經濟發展高度依賴進出口貿易，匯率為影響物價穩定的重要因素。因此，有別於多數央行以貨幣供給或利率調控執行貨幣政策，MAS採行以匯率為基礎的貨幣政策，以達成政策目標。換言之，MAS的貨幣政策主要係將新加坡幣與一籃貨幣之間的匯率維持在特定區間內，其外幣組合係以該國的主要貿易夥伴為基準，而外幣權重則係按雙邊貿易重要性衡量，但外幣組合及匯率區間等資訊皆不對外揭露。MAS長期透過釋出或收購美元等干預措施，使新加坡幣兌一籃貨幣的匯率維持在特定區間。

在物價方面，新加坡的通膨主要受全球通膨壓力及外在總體經濟衝擊等因素影響。近期該國通膨壓力的上升亦反映新冠肺炎疫情後供應鏈斷供及需求反彈等現象。後續由於俄烏戰爭的爆發，致國際糧食、能源等原物料的價格飆漲，進一步加劇新加坡物價上漲的壓力。根據本年4月份的消費者物價資料顯示，CPI年增率為5.4%，與上個月持平；核心CPI(剔除私人交通及住宿)為3.3%，較上個月增加0.4個百分點(見圖5)。

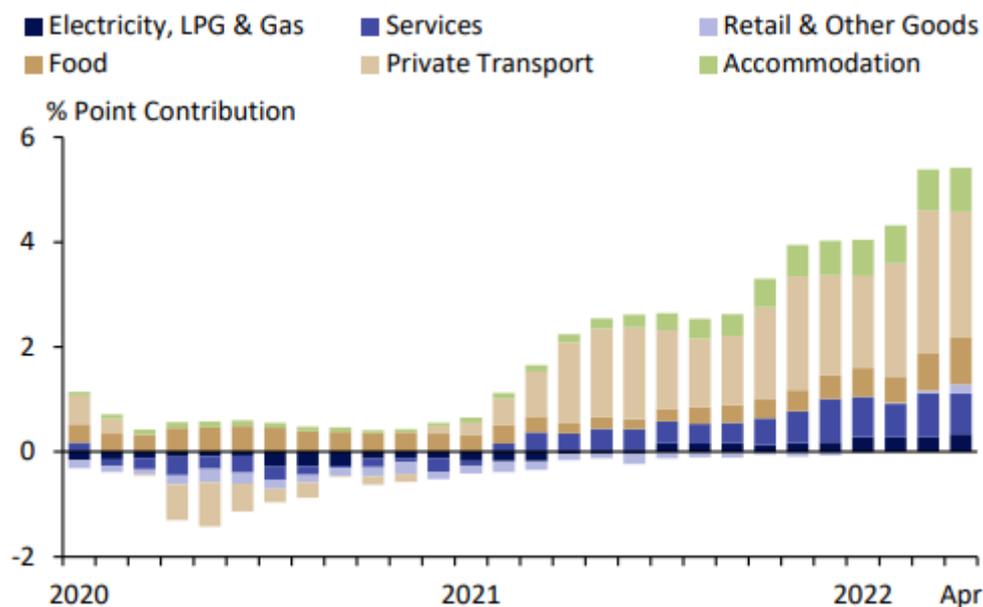
圖 5 新加坡消費者物價趨勢



資料來源：新加坡貿易與工業部(MTI)

核心CPI的上升，主要係反映食物、能源、零售及其他商品價格上漲。此外，電及瓦斯(能源)價格的漲幅最大，較上年同月成長19.7%，惟占整體CPI權重較低，故對CPI年增率影響不高。食物、住宿、服務、零售及其他商品價格則分別成長4.1%、3.9%、2.5%及1.6%。然而，由於私人交通費用的漲幅放緩，且占整體CPI權重較高，抵銷部分CPI的上漲壓力，使整體CPI年增率與上月持平(見圖6)。

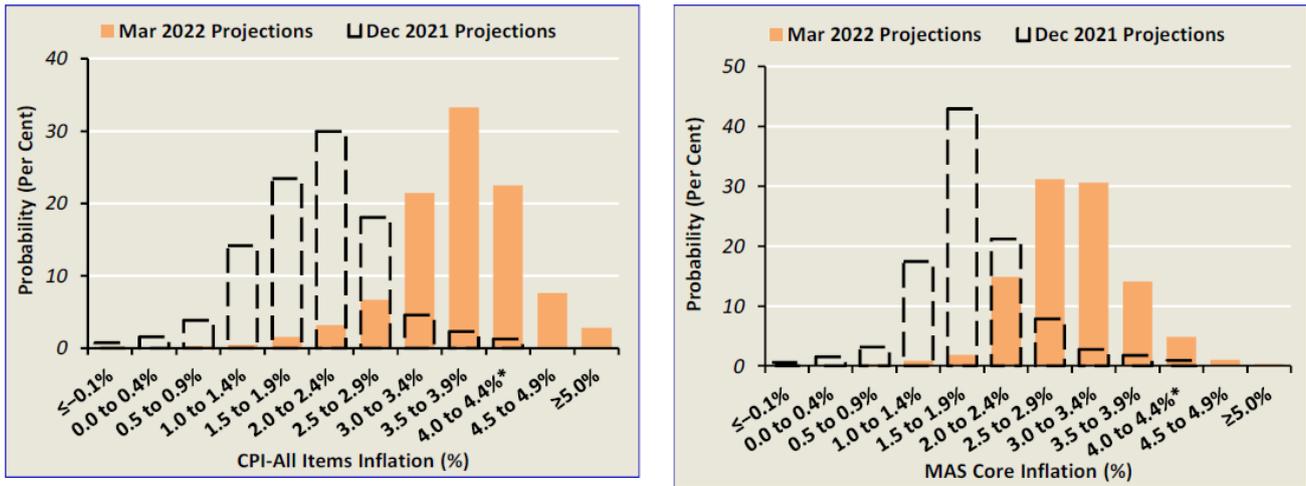
圖 6 新加坡 CPI 年增率－主要類別貢獻度



資料來源：MAS、MTI 估算

MAS於本年第一季(3月)公布之「專業預測人士調查」(Survey of Professional Forecasters, SPF)顯示，新加坡本年整體CPI年增率之中位數為3.6%，較上季(12月)調查上升1.5個百分點；核心CPI年增率之中位數為2.7%，較上季調查上升0.9個百分點。受訪者預測，本年整體CPI年增率有較高的機率落在3.5至3.9%之區間，惟上季調查機率最高之區間為2.0至2.4%。本年核心CPI年增率則有較高的機率落在2.5至2.9%及3.0至3.4%兩個區間，而上季調查機率最高之區間為1.5至1.9%(見圖7)。以上調查結果顯示，受訪者大幅調升對新加坡通膨之預測。

圖 7 新加坡 2022 年第一季通膨預期調查



資料來源：MAS

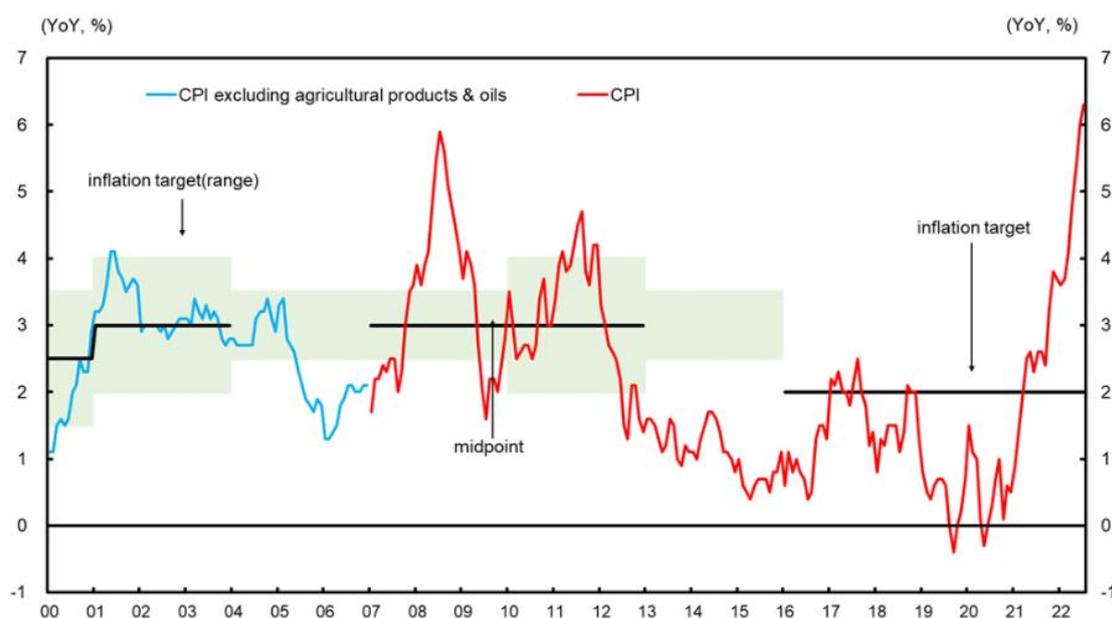
展望未來，在全球原物料價格上漲、供應鏈持續失衡的影響下，MAS預期外在通膨壓力恐不減反增。在國內的部分，勞動市場仍屬緊俏，有助薪資穩健增長；另在國內需求逐步回溫的情勢下，企業恐將上漲成本大幅轉嫁至消費者，進而將核心通膨推升至歷史新高。基於上述原因，MAS預期核心通膨在未來幾個月將持續上升，直至本年年底外在通膨壓力降溫後，才可望放緩。與此同時，由於私人交通及住宿價格短期內維持強勁成長，預期整體通膨率較核心通膨率為高；本年CPI年增率應介於4.5至5.5%之間，核心CPI年增率則介於2.5至3.5%之間。

為維持物價穩定，MAS仍於全球經濟前景尚未明朗的情況下，迅速於本年4月採行緊縮貨幣政策，提高新加坡名目有效匯率區間政策的中間價，並同時略微調高升值幅度，但匯率波動範圍的寬度則維持不變。有鑑於MAS的貨幣政策具有有效性，新加坡的通膨預期在過去十年維持在穩定的水準，使通膨不致失控。儘管近期SPF的通膨預期持續上升，但目前仍無足夠的證據顯示新加坡的通膨預期有失去制約(unanchored)的情況。

二、南韓

南韓央行(Bank of Korea, BoK)之貨幣政策係採通膨目標化架構(inflation targeting)，旨在實現穩定物價之中期目標。根據《南韓央行法》第6條第1項指出，通膨率目標係由BoK與南韓政府(企劃財政部)共同協商制定，並以CPI年增率為衡量基礎；如遭遇不可抗拒之因素(如非預期之國內外經濟衝擊等)，BoK貨幣政策委員會可與南韓政府協商調整通膨率目標。另BoK與南韓政府每兩年定期檢討貨幣政策架構，其檢討情況及結果須對外公布。舉例而言，BoK於2015年12月將通膨率目標自原先的2.5-3.5%調降至2%(見圖8)，其調整顯示BoK有意消除外界對於其通膨率目標操作的誤解。BoK前貨幣政策委員會成員Woosik Moon教授解釋(Moon, 2020)，原先的操作易造成外界認為BoK有意將通膨率目標定為3%，故以為採對稱性通膨率目標操作(中間值3%上下0.5個百分點)。

圖 8 南韓央行的通膨率目標及通膨率



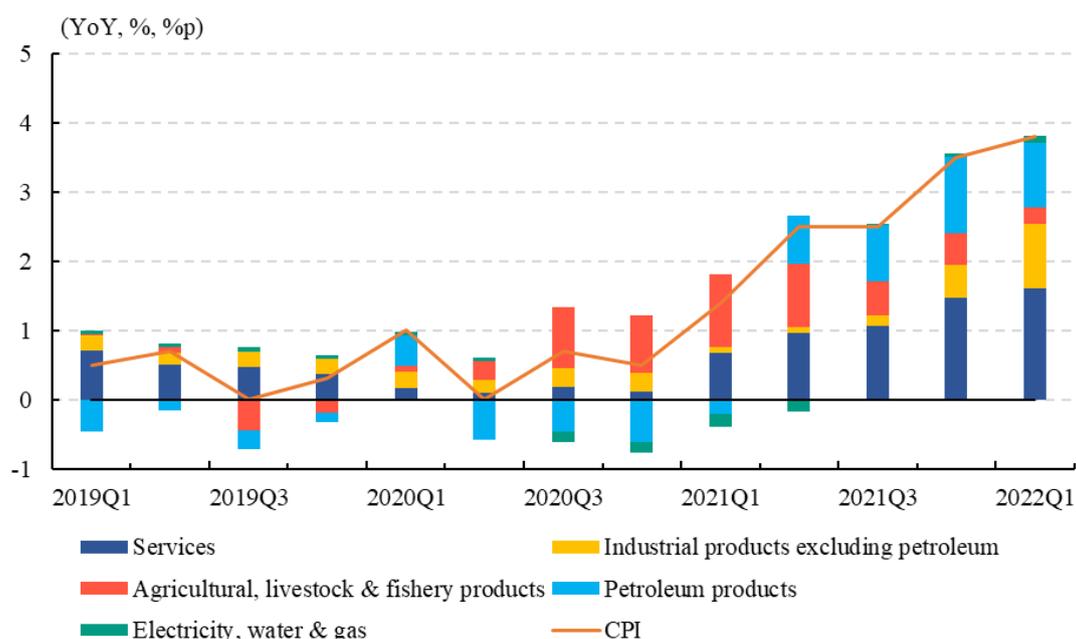
資料來源：BoK

由於此誤解，當2013-2015年的實際通膨率低於區間時，外界紛紛指責BoK失職。然而，當時BoK並無將通膨率維持在3%的意圖，即使

實際通膨率降至2%以下，該行仍視其操作結果為成功；相反地，若實際通膨率上升到4%以上，通膨率目標操作則為失敗。如此可見，BoK原先的不對稱性通膨率目標操作與許多先進經濟體不同，主要央行常以通膨率2%為目標，試圖確保中長期通膨率不會持續高或低於該目標。然而，BoK於2016亦開始仿效主要央行，改以通膨率2%為目標，實施對稱性通膨率目標操作。

在物價方面，南韓近期同樣面臨通膨壓力的問題，其CPI年增率自上年10月起，連續7個月在3%以上，主要係受到全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭等致石油與食物價格飆漲，以及經濟復甦帶動需求等因素影響；非能源進口價格則因韓元(兌美元)貶值，而持續攀升。另外，整體產業的勞動薪資受到製造業特別薪資(special wage payment)增長的影響，較上一季(去年12月)為高。在房租的部分，由於特殊租屋押金(jeonse)及月租費不斷上漲，導致當地房租價格快速上升。若依CPI組成項目觀察，本年第1季，農產品及肉類平均價格分別上漲-0.6%及9.3%；石油產品價格大漲22.5%；服務價格提升3.0%(見圖9)，主因房租、外食費及公共服務費價格走高。

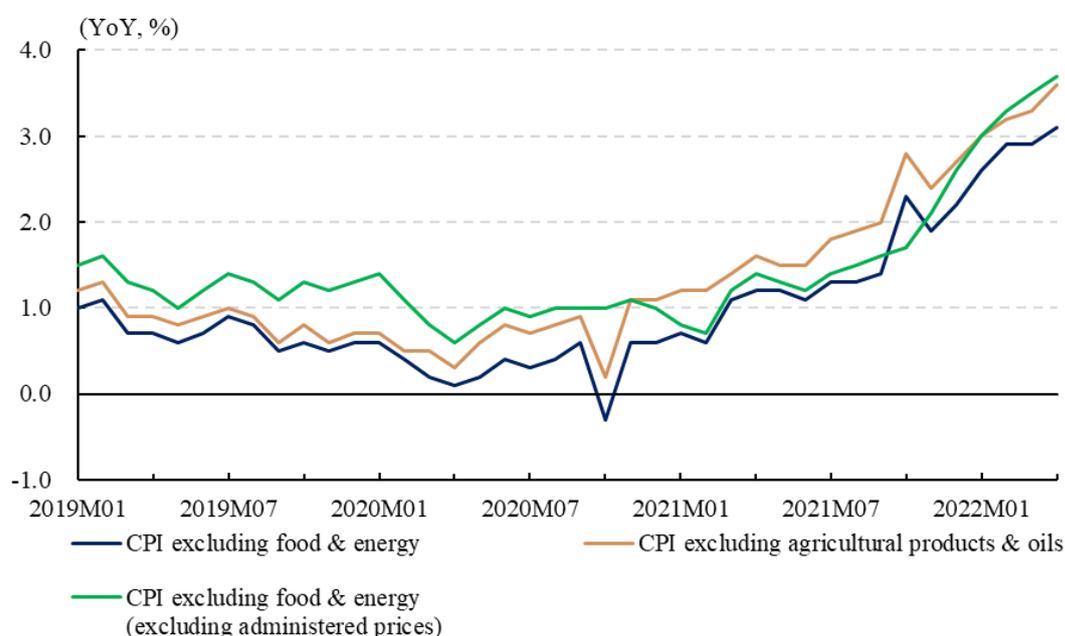
圖 9 南韓 CPI 年增率－主要類別貢獻度



資料來源：BoK

南韓核心CPI(剔除食物及能源價格)年增率於上年第4季突破2.0%，而本年第1季平均則為2.8%；惟考量部分商品及服務價格(如公共服務、水、電、瓦斯及菸草)易受到政府政策影響，因此，若進一步剔除政策因素，實際核心CPI，亦即不含操縱價格(administered prices)，應高於3%(見圖10)。另一方面，4月通膨預期調查顯示，民眾及專家對未來一年通膨預期皆逐步上升，落在3.1至3.7%之間，長期通膨預期則約為2.0%。

圖 10 南韓基本通膨趨勢



資料來源：BoK

展望未來，BoK預期本年CPI年增率將維持在較高水準，約4%左右，核心CPI年增率則預期維持在3%左右。隨著南韓經濟迅速復甦，需求面的通膨壓力逐漸升溫，BoK於本年4月宣布調升政策利率1碼，由1.25%提高至1.50%，俾利減緩國內通膨壓力。如同新加坡，南韓的中長期通膨預期並未明顯高於其通膨率目標2%，顯示近期的通膨風險仍屬可控。

肆、台灣的通膨動態及貨幣政策

一、台灣通膨概況

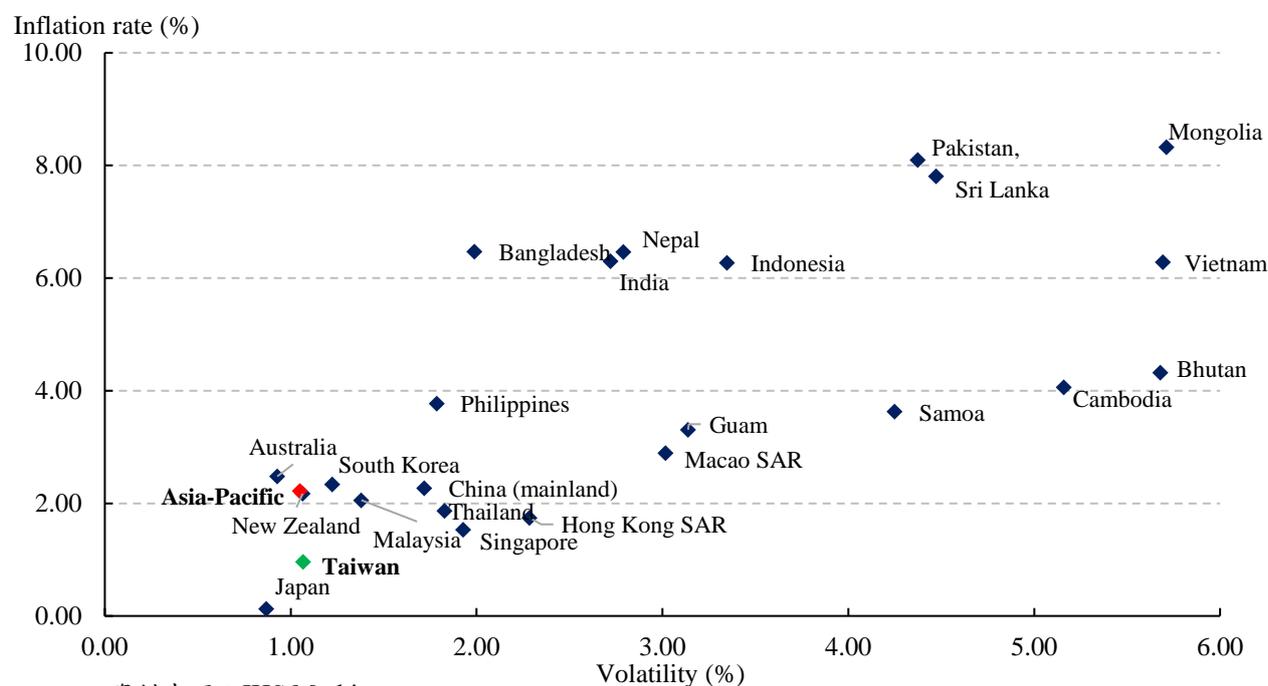
台灣屬小型開放經濟體，生產所需主要原物料大多仰賴進口，平均占總進口商品約七成，故國內物價經常受到國際原物料(如石油)行情的影響。以生產者物價指數(producer price index, PPI)為例，其變化趨勢大抵與國際能源及原物料價格之走勢相近，且波動幅度亦相當高。相較於此，台灣 CPI 的波動幅度則相對穩定，其因素之一在於，台灣生產之大宗產品(如電子資通訊產品)係以外銷為主，而其價格變動對 CPI 較無影響。其次，石油製品價格的波動雖大，惟其對 CPI 油料費的影響多為短暫。此外，因每年 6 月至 10 月間颱風及豪雨等天候因素，干擾蔬果供應，致短期物價較易呈現大幅波動。有鑑於此，剔除蔬果及能源價格之核心 CPI 較適合用於衡量台灣的長期物價走勢。

回顧過去 20 年，台灣處於低且穩定的通膨環境之下，CPI 及核心 CPI 平均年增率分別為 0.96%及 0.84%，且波動幅度皆不高(標準差分別為 1.07%及 0.75%)。與亞太地區之國家相比，台灣為少數通膨率及波動度皆遠低於 2%之經濟體(見圖 11)。由於長期處於低且穩定的通膨環境，除了 2008 年全球金融危機以外，台灣的短期(未來 12 個月)通膨預期多低於 2%，長期(未來 5 年或 10 年年平均)通膨預期亦維持在 1-2%之間。¹然而，近期國際通膨升溫，造成包含台灣在內等經濟體高度關注通膨對經濟活動的可能影響。國際油價於去年年初回升後，近三年來台灣的 CPI 通膨率首度在去年 4 月突破 2%，惟核心通膨率全年各月仍低於 2%以下。本年年初受俄烏戰爭的影響，CPI 及

¹ 此通膨預期係以 APCF 調查資料為基礎。

核心 CPI 皆突破 2% 以上，引發通膨壓力上升的趨勢。

圖 11 亞太地區經濟體之通膨情勢



為穩定物價，本行於本年 3 月及 6 月分別上調政策利率 0.25 及 0.125 個百分點。本行理事會認為調升政策利率，可宣示本行採取緊縮性貨幣政策之立場，亦有助強化政策效果，抑制國內通膨預期心理，達成維持物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。於此同時，行政院亦召開「穩定物價小組」會議，擬定相關物價穩定措施，如油氣緩漲機制、暫時性調降關稅及營業稅，以及防範人為操縱價格等政策，俾利維持物價與金融穩定。在上述政策啟動後，因俄烏戰爭無限期延長，且中國大陸封控措施持續惡化供應鏈瓶頸，民間部門對未來物價展望仍持悲觀看法，所幸目前尚未有證據顯示，近期短期物價波動造成長期通膨預期鬆動的現象。

二、貨幣政策及通膨預期

根據「中央銀行法」第 2 條，本行的經營目標除了穩定國內物價

之外，亦包含：(1)促進金融穩定；(2)健全銀行業務；(3)維護對內及對外幣值(新台幣匯率)之穩定；(4)於上列目標範圍內，協助經濟之發展。對內幣值穩定即是物價穩定，針對物價穩定的定義，台灣政府長期以來均將國內通膨(CPI 年增率)的國家發展目標訂在 2%以下²，且政府施政大抵接受低且穩定的物價定義為 2%以下，故本行中期監控物價穩定採行 CPI 年增率介於 0%~2%的區間定義。為達成以上貨幣政策目標，本行可利用多種貨幣政策工具，如貼現窗口制度、公開市場操作、存款準備金制度、日間透支機制、換匯交易及總體審慎措施。

各國央行將物價穩定列為重要目標(甚或唯一目標)之原因，在於低且穩定的物價可維護民眾的貨幣購買力，以及降低未來物價的不確定性；此舉有助民間部門規劃及執行生產、消費、儲蓄與投資等經濟活動，減少資源配置扭曲，且能間接促進經濟成長。簡言之，降低未來物價的不確定性，有利提升民間部門對利率、薪資、稅務及利潤等的可預期性。為確保物價維持穩定，自 1990 年以來，全球主要央行紛紛採行通膨目標化機制作為貨幣政策執行的策略，引導民眾對通膨率之預期趨近央行設定之通膨率目標。如同 Bernanke (2007)所述，通膨預期會影響實際的通膨，進而影響央行對物價的控制。事實上，不少實證文獻已指出，通膨預期的定錨效果(anchoring)愈好，通膨愈不受短期需求變動或油價衝擊等影響，而央行達到通膨率目標的機會則愈高。因此，良好的通膨預期定錨效果，代表民眾對未來物價的預期較不受短期衝擊影響(Bonatti et al., 2022)。

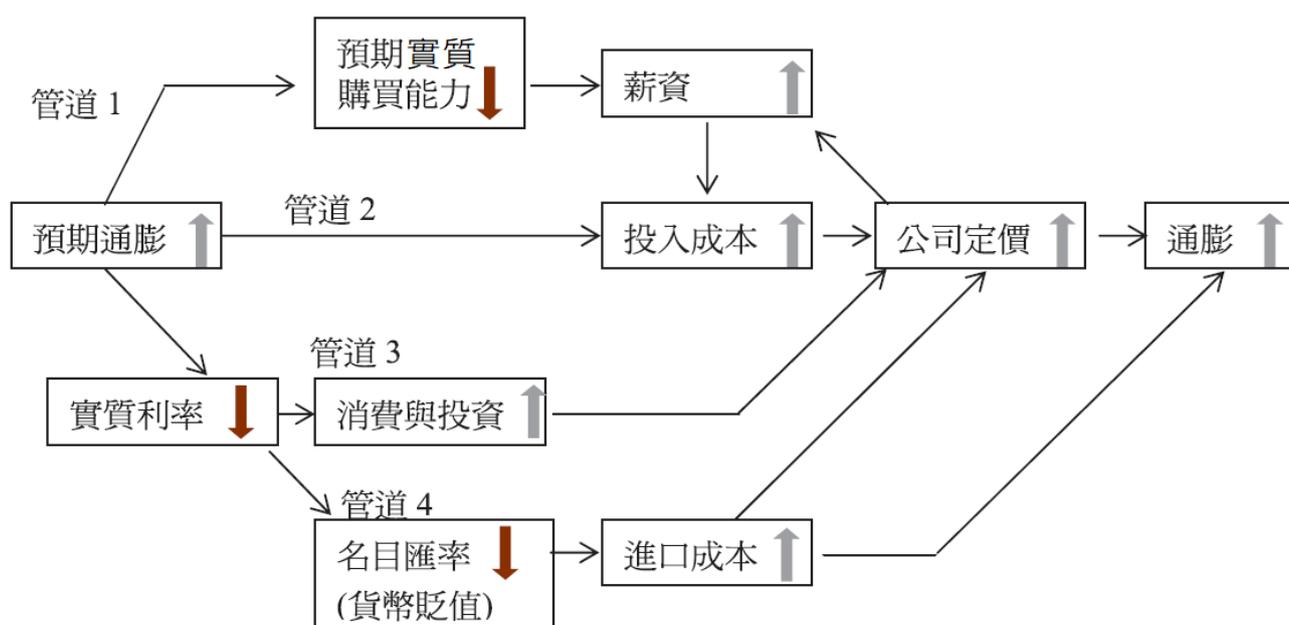
Manule and Pugh (2013)指出，通膨預期可透過 4 個傳遞管道影響

² 根據國發會於 109 年 7 月 13 日通過之國家發展計畫(110 至 113 年)所設定之總體經濟目標，110~113 年核心 CPI 上漲率區間目標為平均 1.0%~1.5%。

實際通膨(見圖 12)，詳細說明如下：

1. 薪資調升：家計單位因預期未來物價提高，將削減實質購買力，故要求更高的薪資以彌補購買力下降的損失；企業為因應投入成本的上漲壓力，透過調漲商品及服務價格，將部分成本壓力轉嫁至消費者。
2. 投入成本墊高：若企業預期未來物價上漲恐提升投入成本，可能將提高商品及服務的定價，進而影響整體消費者物價。
3. 加速消費及投資：通膨預期的上升使得實質利率下滑，若政策利率維持不變，且預期薪資提升的幅度小於物價上升之幅度，則家計單位及企業可能提前進行消費和投資，使總合需求上升。
4. 進口成本上漲：實質利率的下降使得本國貨幣貶值，進而導致進口物價提升，並影響消費者物價。

圖 12 通膨預期影響實際通膨的傳遞管道



資料來源：Manule and Pugh (2013)、張志揚(2014)

由於通膨預期為無法直接觀測之變數，經濟學家多採用以市場為基礎(market-based)或以調查為基礎(survey-based)的方法衡量通膨預期。前者係以金融商品(如抗通膨公債、通膨交換合約)交易價格推估市場投資人對未來物價走勢之預期；後者則係對家計單位、企業或專業預測人士進行調查，詢問受訪者對未來不同時點的物價走勢看法。台灣因缺乏 market-based 資料，故通膨預期的衡量仍以 survey-based 為主，如國泰金控的國民經濟信心調查，以及中央大學的消費者信心指數調查等。

然而，台灣的目前調查中，同時具備短、中、長期通膨預期之參考資料仍占少數，唯獨 Asia Pacific Consensus Forecasts (APCF)的調查資料較為齊全，且樣本期較長。根據 APCF 的資料顯示(見圖 13)，台灣的實際通膨(12 個月移動平均)及短期(未來 12 個月)通膨預期走勢相近，且通膨預期有略為領先實際通膨之現象。與短期通膨相比，台灣中長期的通膨預期較為穩定且通常介於 1 至 2%之間，顯示台灣的通膨預期之定錨效果良好，有助本行達成物價穩定之目標。

圖 13 台灣通膨及通膨預期走勢



資料來源：APCF (2022/4)

由於台灣的通膨預期定錨效果良好，短期的物價衝擊理應不會造成實際通膨永久性上升。為檢測此一假說，本文嘗試以張志揚(2014)的實證方法，並將樣本期間延長為 2003 年 1 月至 2022 年 3 月，再次檢視台灣通膨預期與總體變數的動態關係。本文所使用的 SVAR 模型可表示為： $Y_t = \theta_1 Y_{t-1} + \dots + \theta_p Y_{t-p} + \varepsilon_t$ ，且 $E(\varepsilon_t \varepsilon_t') = \Sigma$ 。其中， θ_j 為落後項係數； ε_t 為迴歸誤差，且誤差之間具相關性，亦即 Σ 為非對角矩陣。誤差項亦為結構式衝擊的線性組合： $A_0 \varepsilon_t = u_t$ 。由於 A_0 矩陣代表各變數間的同期影響效果，故本文根據經濟理論對該矩陣施加短期限制，簡化變數之間的同期關係。

本文以 Cholesky 分解以得到結構衝擊，模型內生變數包含國際原油價格(*OIL*)、產出缺口(*GAP*)、通膨預期(*EPI*)、通膨率(*CPI*)、新台幣名目有效匯率(*NEER*)及金融業隔拆利率(*SR*)。加入國際油價變數有助本文觀察外生變數衝擊對台灣總體變數之影響。Cholesky 分解依序可表示如下：

$$\begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{21} & 1 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{31} & \alpha_{32} & 1 & 0 & 0 & 0 \\ \alpha_{41} & \alpha_{42} & \alpha_{43} & 1 & 0 & 0 \\ \alpha_{51} & \alpha_{52} & \alpha_{53} & \alpha_{54} & 1 & 0 \\ \alpha_{61} & \alpha_{62} & \alpha_{63} & \alpha_{64} & \alpha_{65} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon^{OIL} \\ \varepsilon^{GAP} \\ \varepsilon^{EPI} \\ \varepsilon^{CPI} \\ \varepsilon^{NEER} \\ \varepsilon^{SR} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} u^{OIL} \\ u^{GAP} \\ u^{EPI} \\ u^{CPI} \\ u^{NEER} \\ u^{SR} \end{bmatrix}$$

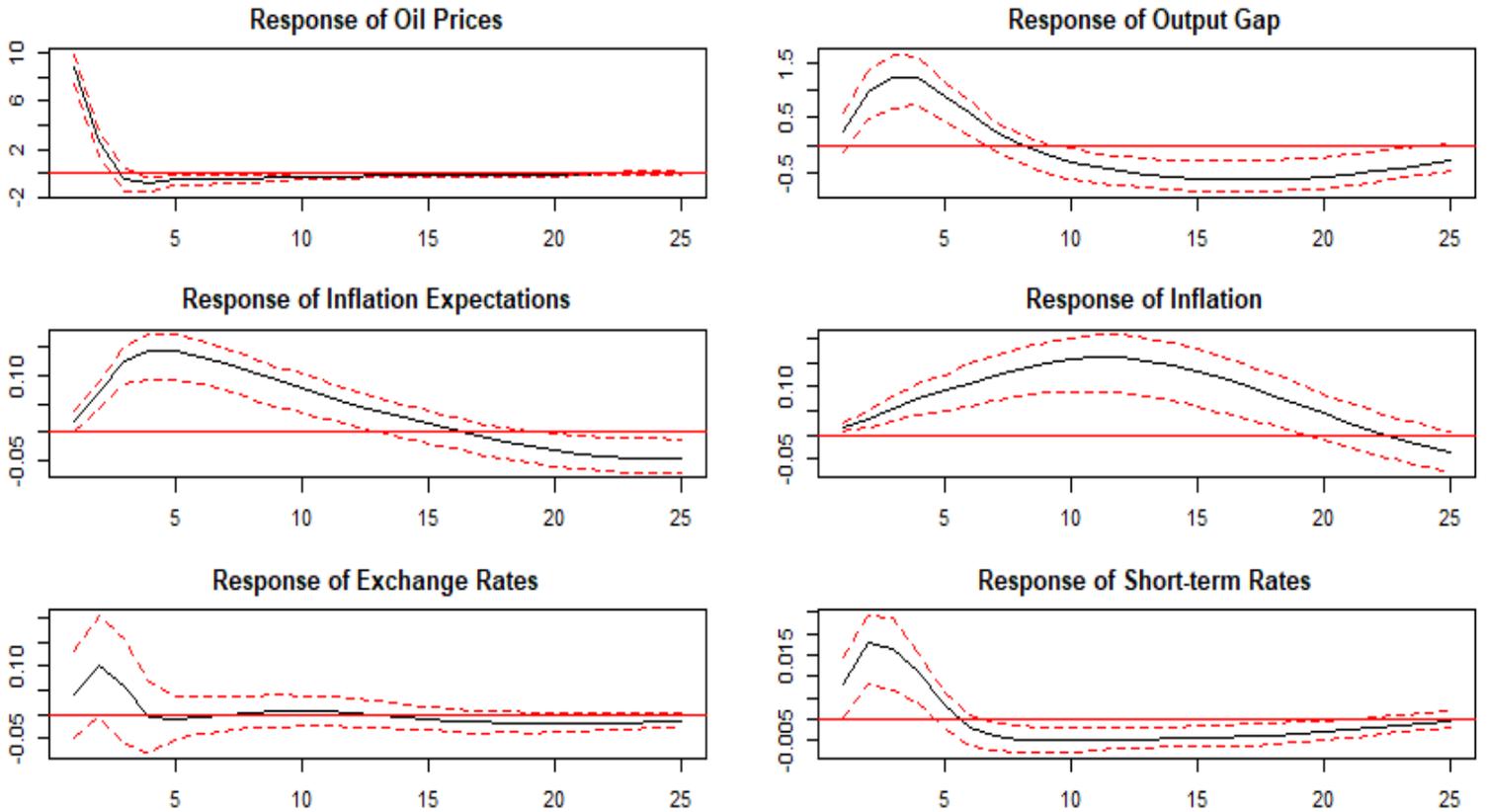
由變數進入 VAR 模型的順序可知，國際油價因不受本國總體變數之影響，故排列第一；產出缺口易受到當期油價衝擊，排列第二；通膨預期則受到實質面衝擊的當期影響，排列第三；通膨則根據新凱因斯菲利普曲線(new Keynesian Phillips curve, NKPC)的理論，設定當期通膨取決於當期通膨預期及邊際成本(以產出缺口代表)，故排列第四；

匯率會反映當期國內、外經濟情勢，排列第五；央行的利率決策則依照泰勒法則，對當期產出及通膨等變數作出反應，排列第六。

本文的資料來源包含行政院主計總處、APCF 調查資料、中央銀行金融統計月報、國際清算銀行公布之名目有效匯率，以及世界銀行公布之原物料商品價格資料庫。資料的處理方法則係參照張志揚(2014)，將 APCF 每個月提供之通膨預期值進行加權平均。產出缺口同樣係以工業生產指數作為代理變數，並以 Hodrick-Prescott filter 求得趨勢值。通膨率為消費者物價指數年增率之 12 個月移動平均，此計算方式與 Kim and Lee (2013)相同。在落後期的選擇方面，Akaike information criterion (AIC)及 Bayesian information criterion (BIC)皆顯示，最適落後期為 2 期。

圖 14 為台灣總經變數對國際油價衝擊之反應。結果顯示，當油價發生正向衝擊，產出缺口短期內出現正向且顯著的反應，並於第 10 期後轉為顯著負向反應。通膨預期在油價發生衝擊後，出現顯著的正向反應，此結果與預期相符；實際通膨亦立即顯著上升，惟其反應較通膨預期為慢，約延遲至少六個月左右才達到反應高峰，此結果可能反映國內價格僵固性(stickiness)的特性。在匯率方面，當國際油價上升時，匯率雖有短期上升反應但並不顯著，此結果與張志揚(2014)的實證結果有些許差異，可能顯示近年央行持續加強匯率穩定的成果。最後，隔拆利率對國際油價衝擊的反應為顯著上升，可能顯示央行的貨幣政策考量油價變動對國內經濟的潛在影響，故短期利率立即對油價做出反應。

圖 14 台灣總體經濟變數對國際油價衝擊之反應



註：本文假設國際油價非預期性上升 1 個標準差；虛線為拔靴法建構之 90%信賴區間。

另外，本文亦嘗試以變異數分解，分析有多少比例的預測誤差波動可被國際油價衝擊所解釋。結果顯示(見表 1)，產出缺口、通膨預期、通膨、匯率及隔拆利率的預測誤差初期大多被自身變動所解釋；然而，在後期的部分，油價衝擊對匯率以外的總體變數之解釋能力逐漸提升。尤其，在 12 期過後，油價對通膨預期及通膨的解釋比例分別達到約 40%及 30%。

表 1 變異數分解：產出缺口、通膨預期、通膨、匯率、隔拆利率

(A) 產出缺口(GAP)						
期間(月)	油價衝擊	產出缺口 衝擊	通膨預期 衝擊	通膨衝擊	匯率衝擊	利率衝擊
1	0.55%	99.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
4	16.29%	69.33%	3.34%	4.17%	1.11%	5.77%
8	18.83%	65.24%	3.27%	5.36%	1.23%	6.06%

12	19.15%	60.33%	4.07%	9.69%	1.16%	5.61%
16	21.01%	53.92%	5.51%	13.47%	1.10%	5.00%
20	23.25%	50.09%	7.07%	13.84%	1.04%	4.71%
24	24.37%	48.72%	7.75%	13.37%	1.01%	4.78%

(B) 通膨預期(EXP)

期間(月)	油價衝擊	產出缺口 衝擊	通膨預期 衝擊	通膨衝擊	匯率衝擊	利率衝擊
1	2.04%	2.72%	95.24%	0.00%	0.00%	0.00%
4	33.16%	9.70%	49.64%	4.12%	0.05%	3.32%
8	41.65%	10.96%	35.01%	8.07%	0.12%	4.19%
12	43.01%	11.97%	32.85%	7.54%	0.15%	4.47%
16	42.13%	12.34%	31.89%	8.63%	0.15%	4.85%
20	41.05%	11.91%	30.99%	11.07%	0.17%	4.81%
24	40.88%	11.50%	30.38%	12.50%	0.19%	4.55%

(C) 通膨(CPI)

期間(月)	油價衝擊	產出缺口 衝擊	通膨預期 衝擊	通膨衝擊	匯率衝擊	利率衝擊
1	3.00%	1.48%	0.09%	95.43%	0.00%	0.00%
4	8.10%	0.67%	1.11%	88.21%	0.46%	1.46%
8	18.18%	0.80%	7.07%	71.92%	0.73%	1.31%
12	27.94%	3.42%	13.27%	53.64%	0.65%	1.09%
16	32.51%	5.84%	15.50%	43.80%	0.58%	1.76%
20	33.20%	7.01%	15.67%	41.15%	0.54%	2.41%
24	32.49%	7.10%	15.34%	41.89%	0.54%	2.65%

(D) 匯率(NEER)

期間(月)	油價衝擊	產出缺口 衝擊	通膨預期 衝擊	通膨衝擊	匯率衝擊	利率衝擊
1	0.20%	2.68%	0.01%	0.48%	96.63%	0.00%
4	1.51%	4.20%	1.90%	1.88%	88.70%	1.81%
8	1.52%	4.21%	1.94%	2.04%	88.36%	1.94%
12	1.53%	4.25%	1.95%	2.16%	88.14%	1.97%
16	1.55%	4.25%	1.97%	2.28%	87.98%	1.98%
20	1.67%	4.25%	2.03%	2.36%	87.72%	1.97%
24	1.78%	4.27%	2.08%	2.39%	87.51%	1.97%

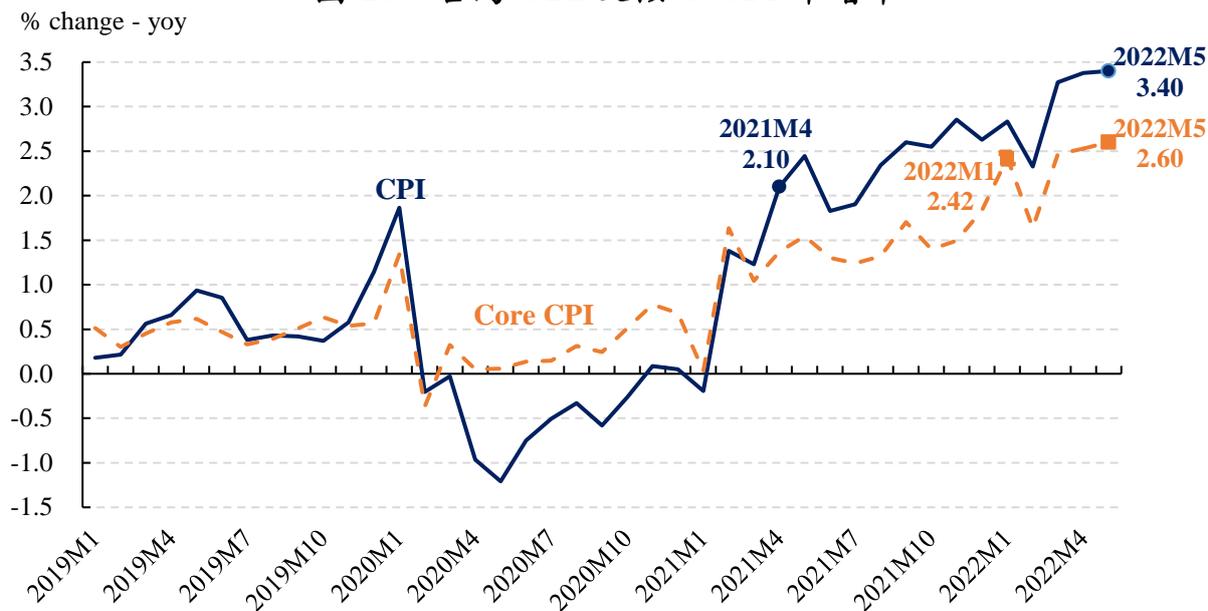
(E) 隔拆利率(SR)						
期間(月)	油價衝擊	產出缺口 衝擊	通膨預期 衝擊	通膨衝擊	匯率衝擊	利率衝擊
1	1.36%	9.23%	0.61%	0.36%	0.32%	88.11%
4	11.81%	11.19%	7.02%	1.35%	0.27%	68.36%
8	12.32%	11.05%	7.57%	1.86%	0.29%	66.90%
12	13.23%	10.74%	7.71%	3.67%	0.30%	64.34%
16	14.02%	10.66%	8.04%	4.28%	0.31%	62.69%
20	14.54%	10.75%	8.28%	4.28%	0.31%	61.84%
24	14.64%	10.81%	8.31%	4.32%	0.31%	61.61%

整體而言，本文的實證結果與張志揚(2014)一致：(1)國際能源價格為影響台灣通膨預期及通膨的重要因素之一，且以變異數分解的結果觀察，油價對通膨預期的影響力高於其他總體變數；(2)國內價格存在一定程度的僵固性，故油價衝擊發生時，通膨的調整速度較通膨預期為慢。此外，本文亦證實了原先的假說，一次性的油價衝擊並不會造成台灣的通膨率永久性上升。

三、全球通膨再起對台灣通膨之影響

全球物價過去十幾年大抵穩定，惟近期因國際需求回溫、供應鏈瓶頸及俄烏戰爭等因素，全球通膨壓力迅速竄升。對於貿易依存度高的台灣而言，全球物價飆漲將提高進口物價，使國內物價面臨上漲的壓力。以消費者物價為例，2021年4月台灣CPI年增率因國際原物料價格的大幅成長而達到2.10%，且下半年有連續5個月(8月至12月)皆超過2%(見圖15)；CPI全年平均年增率為1.96%，漲幅係2009年以來最高。反觀，核心CPI因剔除蔬果及能源價格，各月年增率仍維持在2%以下，全年平均則為1.33%，漲幅溫和。

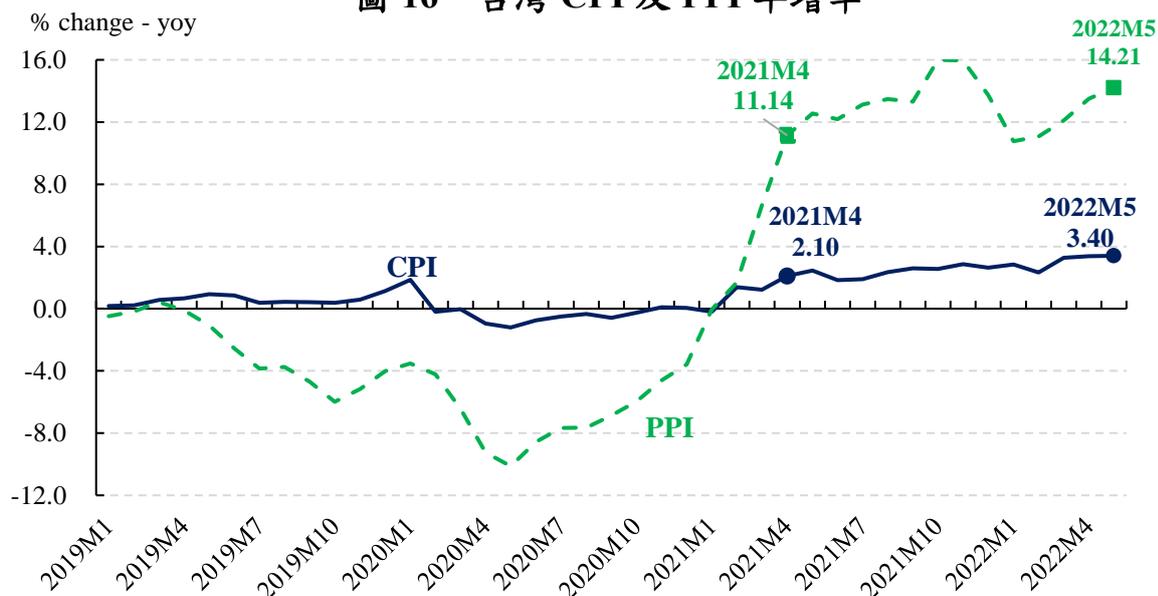
圖 15 台灣 CPI 及核心 CPI 年增率



資料來源：主計總處

在生產者物價的部分，台灣 PPI 年增率在 2021 年 4 月已飆升至 11.14%，且持續維持雙位數的成長，全年年平均為 10.81%。圖 16 為過去三年 CPI 及 PPI 年增率走勢圖³，圖中顯示，PPI 波動較 CPI 為高，且 PPI 年增率在 2019~2020 年之間，明顯低於 CPI 年增率；惟 2021 年上半年開始，兩者的走勢呈現反轉，PPI 的成長幅度及速度皆高於 CPI，使兩者的差距迅速擴大。

圖 16 台灣 CPI 及 PPI 年增率



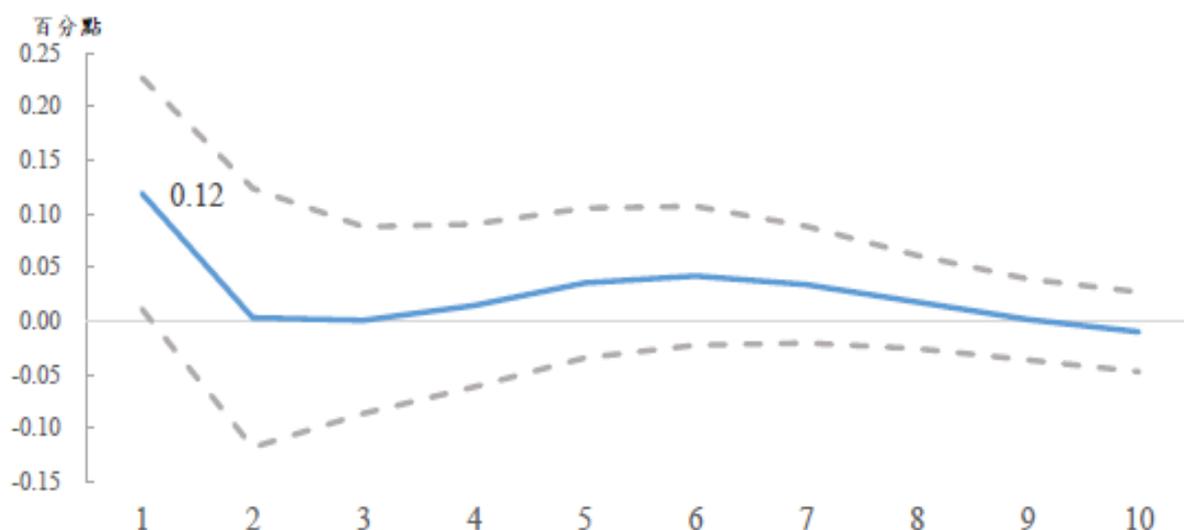
資料來源：主計總處

³ 2021 年以前之 PPI 以 WPI 國產品價格替代。

CPI 與 PPI 走勢的差異，主要係因兩者商品結構迥異所致，前者含價格平穩且權數高於商品類的服務類，漲跌幅度通常較小；後者的產品則大多以外銷為主(約 60%)，如價格長期下滑的電子資通訊產品，其餘商品涵蓋中間財(約 30%)及最終產品(約 10%)。然而，PPI 中間財需經過多層加工作業，製成最終產品，並藉由運輸、倉儲及管銷到達零售終端；因此，國產中間財對 CPI 的影響較為間接，且可能存在時間落後。PPI 最終產品對 CPI 的影響較為直接，其中，中油、台塑生產之油品因浮動油價機制，對 CPI 油料費的影響最為立即。

根據中央銀行(2022)的實證結果顯示，PPI 年增率對(CPI)通膨率之影響在當期即反應，但對未來通膨率則較無影響。採用 VAR 模型所估計之衝擊反應函數顯示(見圖 17)，當 PPI 年增率衝擊上升 1 個百分點，當期的 CPI 年增率將略微上升 0.12 個百分點，此後各期均無顯著的變動。

圖 17 台灣 CPI 年增率對 PPI 年增率衝擊之反應



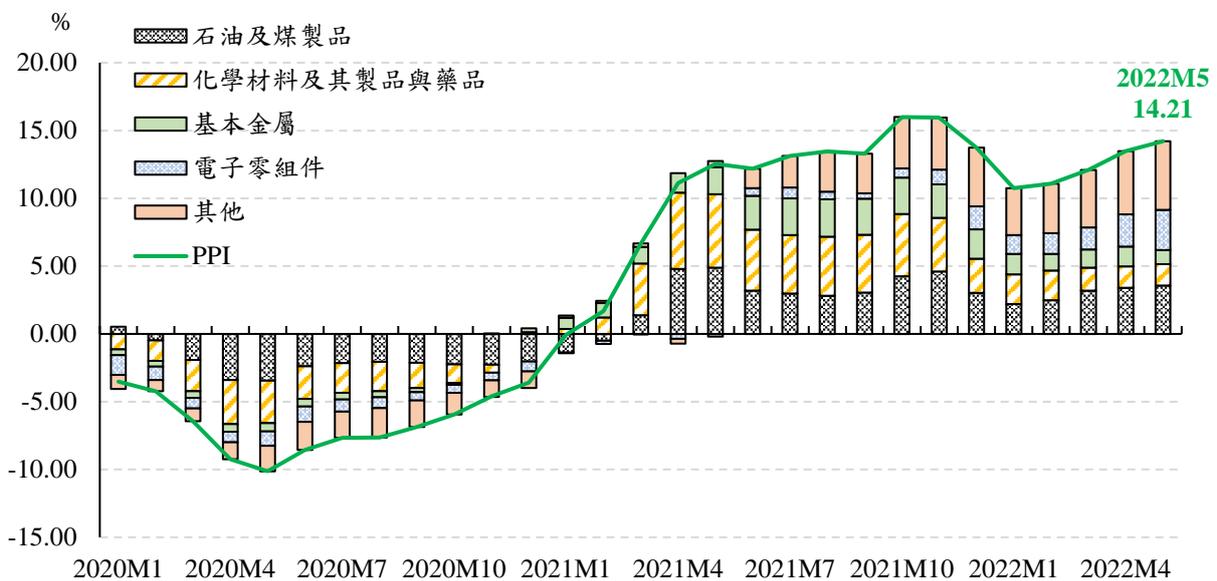
註：1.PPI 資料起點為 2021 年 1 月，2021 年以前的 PPI 係採用國產品 WPI。

2.藍色實線為衝擊反應結果，兩條灰色虛線為 95%信賴區間。

資料來源：中央銀行 2022 年 3 月理監事會後記者會參考資料，「從 CPI 與 PPI 之關係分析台灣本年通膨走勢」。

為進一步瞭解台灣近期的通膨壓力，本文將 PPI 及 CPI 年增率依項目別貢獻度進行拆解。如圖 18 所示，影響近期 PPI 年增率的主要商品包括石油及煤製品、電子零組件、化學材料及其製品與藥品，以及基本金屬。上述主要商品的價格變動可能係受低基期、供應鏈瓶頸及俄烏戰爭等因素影響，進而推升 PPI 價格上漲。其中，全球半導體晶片短缺，加以新興科技應用(5G、人工智慧、物聯網等)崛起，提高台灣電子資訊產品出廠價格。

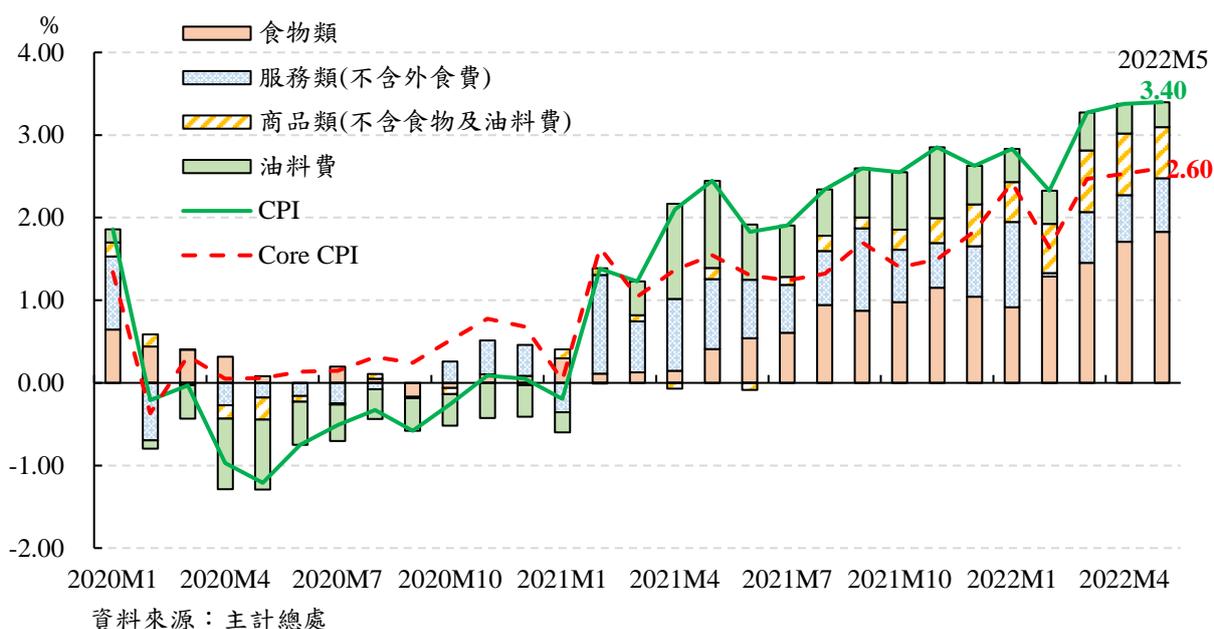
圖 18 台灣 PPI 年增率與主要商品別貢獻度



資料來源：主計總處

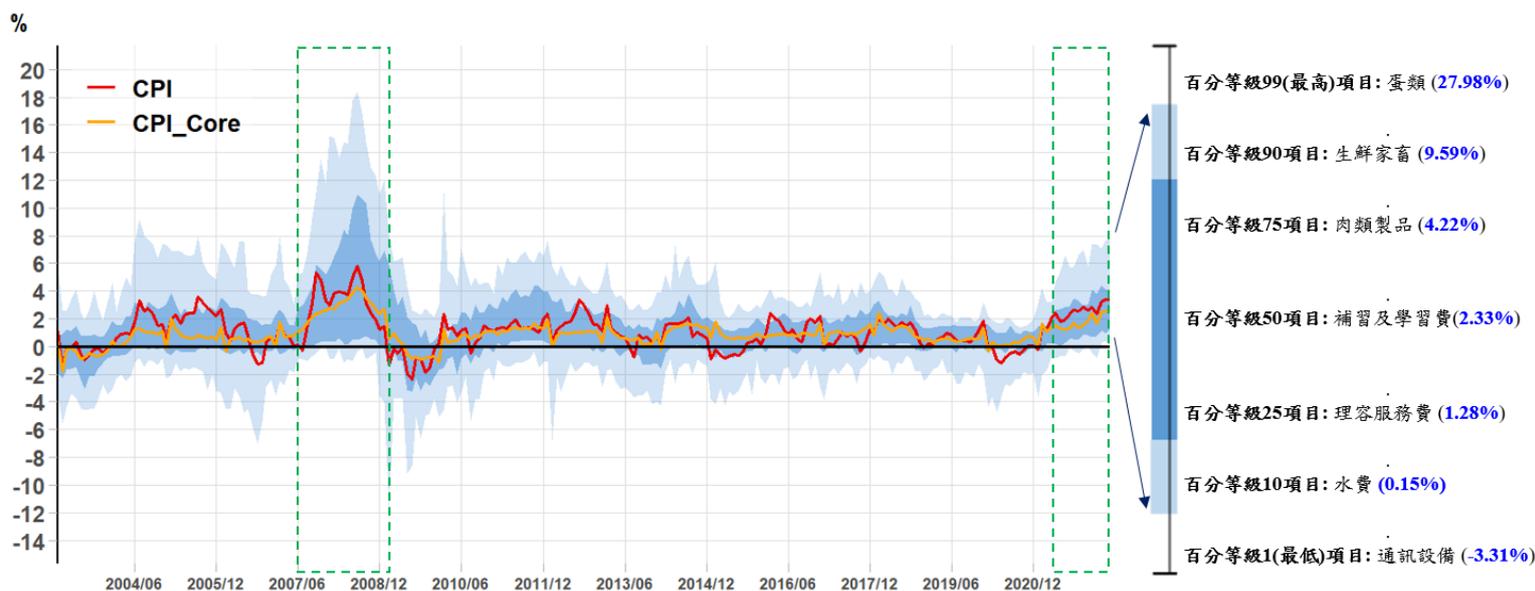
圖 19 則顯示近期 CPI 年增率之上升，主因為油料費居高，加以食物類(蔬菜、水果、肉類、蛋及外食費)因極端氣候及農業原物料價格上漲而持續走高；其次，服務類(不含外食費)受到國內旅遊團費及旅館住宿費等娛樂服務價格居高而攀升；商品類(不含食物及油料費)則因企業反映成本，陸續調高產品價格，使商品價格不斷提升。整體而言，台灣 CPI 之主要類別皆呈現上漲趨勢，並持續推升 CPI 及核心 CPI 價格上漲。

圖 19 台灣 CPI 年增率與主要類別貢獻度



觀察台灣 CPI 組成項目通膨分布走勢可知(圖 20)，近月高達九成商品呈現上漲趨勢；若以本年 5 月組成項目斷面分布為例，年增率較高之百分等級的第 75 至 90 項目，漲幅介於 4.07%~7.90%，年增率較低之百分等級第 10 至 25 的項目，漲幅介於 0.14%~1.21%，而年增率居中之百分等級第 25 至 75 的項目，漲幅介於 1.21%~4.07%。儘管 5 月多數項目呈現上漲情形，漲幅仍未大於 2008 年期間趨勢。

圖 20 台灣 CPI 各組成項目年增率散布情形



展望未來，由於糧食及原油等進口成本攀升，帶動國內相關商品價格調漲，加以天候影響蔬果產量，使蔬果價格居高。預期供應鏈瓶頸問題短期不易緩解，且中國大陸封控措施反覆，不利國際供應鏈復甦。同時，俄烏戰爭加劇國際原物料(如石油、小麥、基本金屬等)價格飆升，致台灣 CPI 及 PPI 年增率走升。截至本年 6 月為止，台灣 CPI 年增率已連續 3 個月超過 3%，而 PPI 持續以雙位數成長，且多數預測機構亦上調本年平均通膨預期至 3%，顯示台灣物價上漲壓力仍在。

四、因應政策

有鑑於國內通膨壓力持續上漲，本行理事會已於本年上半年調升政策利率兩次，以抑制國內通膨預期心理，維持物價穩定、協助整體金融穩健發展之政策目標。本年 3 月的理監事會，本行將重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升 0.25 個百分點。隨後本年 6 月，本行理事會考量國際商品價格持續走高，國內輸入性通膨壓力大，國內物價漲幅將續居高，故再次調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各 0.125 個百分點，並搭配新台幣存款準備率 0.25 個百分點。本行理事會認為調升本行政策利率，並搭配調升存款準備率，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。

貨幣政策雖對抑制需求面衝擊的物價上漲有效果，但以緊縮性貨幣政策因應供給面衝擊，恐減緩國內經濟成長。面對輸入性通膨壓力，政府單位可採機動調降物資關稅、貨物稅及營業稅等供給面措施因應；例如，行政院「穩定物價小組」協調財政部短期減免課徵牛肉、小麥進口關稅，以及汽柴油貨物稅。公平會及法務部亦會密切關注市場動態，防止業者聯合進行壟斷、囤積及哄抬物價等不法手段。

伍、心得與建議

本次研討會不僅提供本行與各國專家學者分享台灣的貨幣政策，以及物價穩定機制，且增加台灣與德國及東亞國家之間經濟領域交流的機會，有助台灣推動國際合作，並深化台德兩國關係。透過此次研討會的意見交流，可進一步瞭解各國當前通膨情勢，以及在面臨通膨壓力上升的情況下，各國提出相關的因應措施；整體而言，以上經驗分享均獲益良多。茲提出心得與建議事項如下：

一、心得

- (一) 近期國際物價壓力持續上漲，使得許多依賴原物料進口的小型開放經濟體，面臨輸入性通膨的挑戰。在高度不確定性因素的影響下，多數民眾對未來物價展望仍較悲觀，值得政府多加留意。
- (二) 全球經濟過去幾年歷經美中貿易戰、地緣政治紛爭、新冠肺炎疫情等重大事件，加上先進經濟體人口高齡化、政府債務高漲等問題，恐導致過去穩定或抑制通膨的長期結構因素鬆動。

二、建議事項

- (一) 高度仰賴進口之小型開放經濟體，易受到地緣政治及國際商品價格飆漲等不確定性因素之影響，進而導致國內通膨壓力升溫。另參考其他小型開放經濟體之經驗，分散進口品來源及提升國內自製率，亦有助減緩國際物價波動對國內經濟活動的影響。
- (二) 由於小型開放經濟體的通膨來源多為外來，因此對通膨的定義與處理宜採較具彈性的作法，如南韓央行及瑞士央行。

- (三) 此次國際物價上漲之因素眾多，主要受到供給面因素影響，貨幣政策雖能有效抑制需求面衝擊，惟供應鏈瓶頸等衝擊較適合訴諸供給面解方；例如，透過消除貿易壁壘或加速市場整合，以鼓勵進口來源多樣化，並增強供應鏈韌性。
- (四) 資產價格穩定雖非央行的最終政策目標，惟若出現資產價格極度飆升或暴跌之情形，恐影響金融市場及經濟活動的正常運作，故各國央行除致力於物價穩定目標的同時，亦須警惕資產價格上漲的趨勢，必要時應實施合宜的總體審慎政策，俾促進金融穩定。

參考文獻

- 中央銀行(2003),「中華民國中央銀行之制度與功能(92年版)」,中央銀行。
- 中央銀行(2022),「從CPI與PPI之關係分析台灣本年通膨走勢」,3月17日央行理監事會後記者會參考資料,中央銀行,2022年3月17日。
- 張志揚(2014),「台灣地區通膨預期與總體變數動態關係之探討」,中央銀行季刊,第36卷第4期,51-74頁。
- 日本銀行(2022),「經濟・物価情勢の展望」,2022年4月28日金融政策決定会,日本銀行,2022年5月2日。
- 黒田東彦(2022),「金融政策の考え方—「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて—」,きさらぎ会における講演,2022年6月6日。
- 安達誠司(2022),「わが国の経済・物価情勢と金融政策」,札幌市金融経済懇談会における挨拶要旨,日本銀行,2022年6月2日。
- 雨宮正佳(2022),「コロナショックと物価変動」,「コロナ禍における物価動向を巡る諸問題」に関するワークショップにおける開会挨拶,日本銀行,2022年3月29日。
- Bank of Korea (2022), “Monetary Policy Report – March 2022,” April 26, 2022.
- Bernanke, B. S. (2007), “Inflation Expectations and Inflation Forecasting,” Remarks at NBER Monetary Economics Workshop, July 10, 2007.
- Bonatti, L., A. Fracasso, and R. Tamborini (2022), “What to expect from inflation expectations: theory, empirics and policy issues,” Monetary

Dialogue Papers February 2022, European Parliament.

Kim, J., and J. Lee (2013), “How Important are Inflation Expectations in Driving Asian Inflation?” BIS Paper No.70f. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2249701>.

Manule, B., and A. Pugh (2013), “Do inflation expectations currently pose a risk to the economy?” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Second Quarter, 110-121.

Moon, W. (2020), “Inflation Targeting in Korea,” in *Monetary Policy Implementation in East Asia*, Chapter 3, 31-42, edited by Frank Rövekamp, Moritz Bälz, and Hanns Günther Hilpert. Switzerland: Springer.

Monetary Authority of Singapore and the Ministry of Trade and Industry (2022), “Consumer Price Developments in April 2022,” May 23, 2022.

Monetary Authority of Singapore (2022), “MAS Monetary Policy Statement – April 2022,” April 14, 2022.

Monetary Authority of Singapore (2022), “Survey of Professional Forecasters,” March 2022.