

通膨中的冷暖

文／楊雅惠

所謂通貨膨脹，英文“*Inflation*”，原意為充氣、膨脹，現已成為專有名詞，係指在一定期間物價水準持續上漲的現象，即「物價膨脹」。由於物價膨脹常因通貨數量過多，以過多貨幣追逐有限物資而造成物價持續上漲，故一般常以通膨一詞稱之。

通膨中的各國差距

通貨膨脹警報在2021下半年開始敲鑼，不少國家皆在物價攀升中苦鬥，米珠薪桂，然各國通膨幅度不同，人民痛苦程度冷暖有別。以消費者物價指數（*Consumer Price Index*，以下簡稱CPI）年增率觀察，示如圖1，世界主要經濟體之物價亦有類似趨勢，皆在2020年落入低谷，至2021年下半年開始爬升，2022年進入通膨熱度期，2023年則尚待觀察。至2023年1、2月之通膨率，顯示歐洲（英國、歐元區）高於美國，又高於亞洲（南韓、日本、臺灣）。英國、德國等大國的民眾已為難忍的物價走上街頭抗議。此外，拉丁美洲的阿根廷通膨數據更令人咋舌，2023年在100%左右盤旋，難以想像其民眾手捧賤價的貨幣，左支右絀，羅掘俱窮，徒然呻吟之中，如何握住生活的夢想與動力。

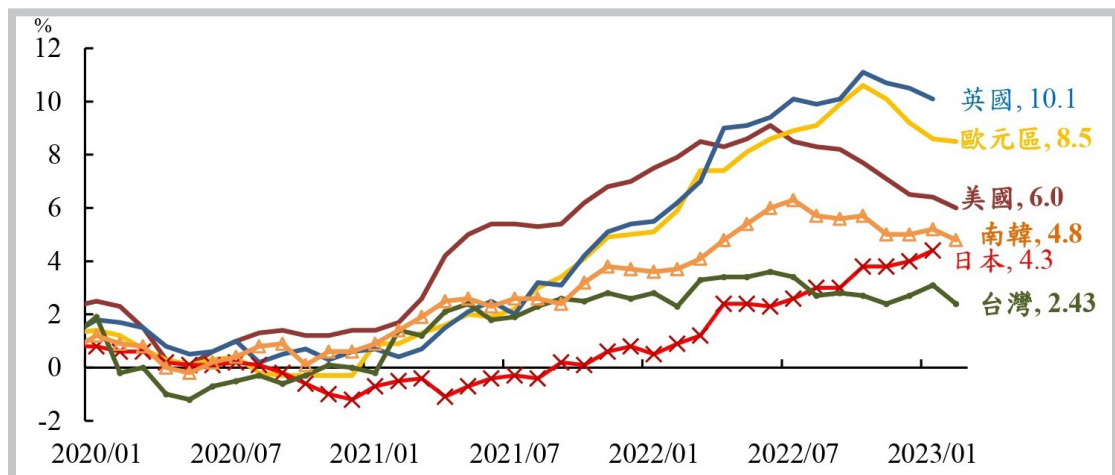


圖1：世界主要經濟體通膨率

註：1.除英國、日本為2023年1月數據，其餘經濟體為2023年2月數據。

2.各經濟體通膨率為消費者物價年增率。

資料來源：央行理監事會後記者會參考資料，2023年3月23日，引自Refinitiv Datastream (2023/3/23)

所得分配兩端

貧富差距的懸殊，牽動著社會負面抑鬱的情緒，代代難以抒解。通膨有如天上張起的烏雲，白雲蒼狗形狀不一，雲影並未平均覆蓋大地，低所得者常在大片烏雲下找傘，高所得者則可占到兩片黑雲的間隙，頂多在小雨珠

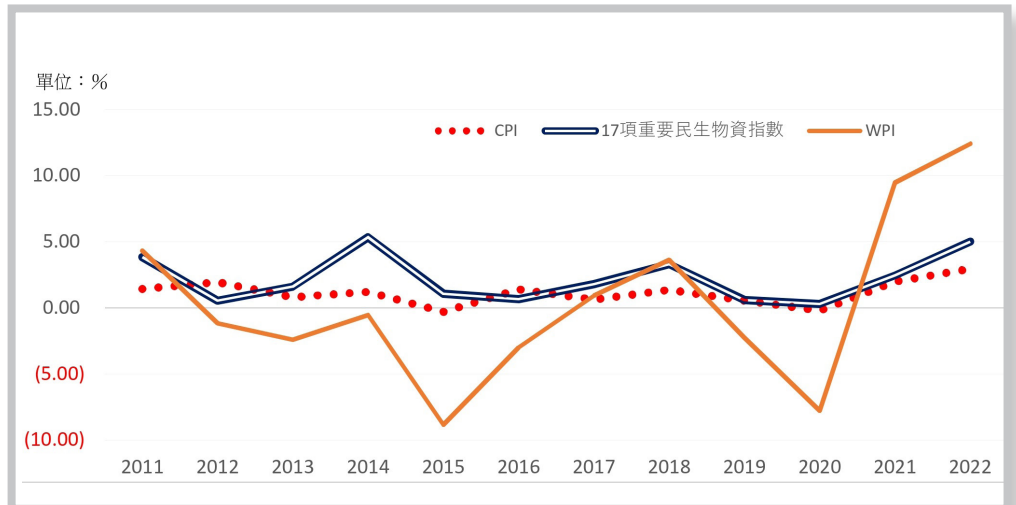


圖2：物價上漲率：CPI & WPI & 17項重要民生物資
資料來源：中華民國統計資訊網

間沾點清涼。以今年前2月而言，臺灣的低所得家庭CPI年漲2.99%、直逼3%，中所得家庭漲了2.74%，高所得家庭則為2.67%，漲幅相對較低。

從CPI所衡量的項目組成可解釋上述差異，CPI包括食衣住行四大類，以及醫療保健、教養娛樂及雜項等七項，各有高低不等的漲幅。CPI於2020、2021年這兩年分別漲幅1.97與2.95%，其中2021年漲幅最高者為交通及通訊類，達6.08%，2022年漲幅最高者為食物類，達5.66%。食物與交通乃是每日生活必然接觸，一出門就荷包失血，此類開銷占低所得者總開銷比例，比高所得比例為高，受到的影響比高所得者為大，加深了貧富差距的負面感受。

2022年喧騰不已的雞蛋短缺問題更凸顯問題。國際型高病原性禽流感爆發流行，光是臺灣因禽流感撲殺的蛋雞至少超過22萬隻，美國50州逾4000萬隻產蛋雞死亡。雞蛋缺貨，蛋價上漲率高達30.46%，確實令家庭主婦們眉頭深皺，一籌莫展。為呈現一般民生物資的價格實況，政府針對民眾購買頻度較高而與日常生活息息相關的物資臚列17項，如米、豬肉、雞肉、雞蛋、鮮奶、麵包、沐浴乳、衛生紙等進行統計，得到的資料顯示：2022年漲5.02%，2023年4月漲了7.35%，創下逾14年新高紀錄。鎮日在柴米油鹽中傷神的低所得者，捉襟見肘，看到含著金湯匙高所得者悠適度日，心中自是怏怏不樂，抑鬱難解。

生產者與消費者的對立

市場交易買賣雙方，對價格走勢的期望總是對立。走到菜市場與餐廳，消費者與菜販及餐廳老闆都有話要說。消費者抱怨不斷調高的新標價，而賣菜小販與餐廳老闆也嘀咕著食材上漲而理直氣壯地抬高了售價。食品餐飲業只是其一，其他行業更難逃通膨侵蝕。且檢視廠商的進貨成本，通常觀察批發價格，稱為躉售物價指數（Wholesaler Price Index, 簡稱WPI），其年增率

由2020年負值-7.77%，到2021年轉為正值9.46%，2022年更增至12.42%，也呈現通膨態勢。

WPI一般被視為CPI先行指標，理論上當WPI漲跌，CPI則反應其升降之勢，批發價上升會提高零售價，反之當批發價下跌則零售價亦應調降。然而，觀察近10年WPI與CPI之變動，圖2顯示出三種物價指數變動率，皆未緊密相連，CPI最為平緩，WPI最為震盪。造成WPI與CPI物價未能同步有幾種可能原因，其一，物價有向下調整僵硬性，廠商吝於拉回已經調高的售價，硬要消費者接受高價。其二可能在產銷過程中，部分批發價格漲跌已由零售商吸收掉，以免降低消費者之購買意願。另一項重要原因，在於CPI多是衡量服務類項目，WPI包括則包括農林漁牧業產品、土石及礦產品、製造業產品、水電煤氣。以2022年而言，WPI出現漲幅超過20%項目為土石及礦產品、石油及煤製品、水電煤氣，對生產面的影響層面甚廣，恐不亞於消費者的苦楚^[1]。

借貸雙方與金蟬脫殼

存錢在銀行，可定期領取利息，利率依銀行之牌告名目利率。然而，物價上漲時，則要扣除預期物價上漲率，得到實質利率，此為費雪方程式（Fisher Equation）。實質利率在通膨下可能出現負值。歷年來實質利率最大負值出現在兩次石油危機，1973~1974，以及1979~1980期間，其餘年度大致平穩，至2022年又出現負值實質利率。表1資料顯示，以一年期定存利率計算實質利率，2021年以來便是負數，2022年為-1.813%，此數字對借貸雙方感受可說有冷暖之別，2023年的走勢尚待觀察。

負值實質利率下，對存款者而言，表面上領到利息，實質上反而倒貼借款者，

表1：臺灣實質利率（2019~2022）

單位：%

| 年/月 | i：名目利率 | GCPI：消費者物價上漲率 | r：實質利率 |
|---------|--------|---------------|--------|
| 2019 | 1.035 | 0.55 | 0.485 |
| 2020 | 0.802 | -0.23 | 1.032 |
| 2021 | 0.755 | 1.97 | -1.215 |
| 2022 | 1.137 | 2.95 | -1.813 |
| 2023/01 | 1.45 | 3.05 | -1.6 |
| 2023/02 | 1.45 | 2.42 | -0.97 |
| 2023/03 | 1.575 | 2.35 | -0.775 |

1.i：名目利率；採用臺灣銀行牌告利率之一年期定存存款利率，取自中央銀行網站

2.GCPI：消費者物價上漲率；消費者物價總指數，取自中華民國統計資訊網

3.r：實質利率； $r = i - GCPI$

讓借款者表面依約付息，卻未實質上付出成本。這現象，曾被蔣碩傑教授（1918-1993）援引孫子兵法三十六計中的「金蟬脫殼」抨擊之^[2]。他反對政府1960年代以來一直刻意壓低銀行利率，讓容易獲貸的大企業在通膨下享受實質低利率的好處，猶如「五鬼搬運」。蔣教授筆鋒犀利，這種引喻確實讓若干企業家頗為不悅，議論紛紛，倒也醒目地點出借貸雙方在通膨下的利與損。

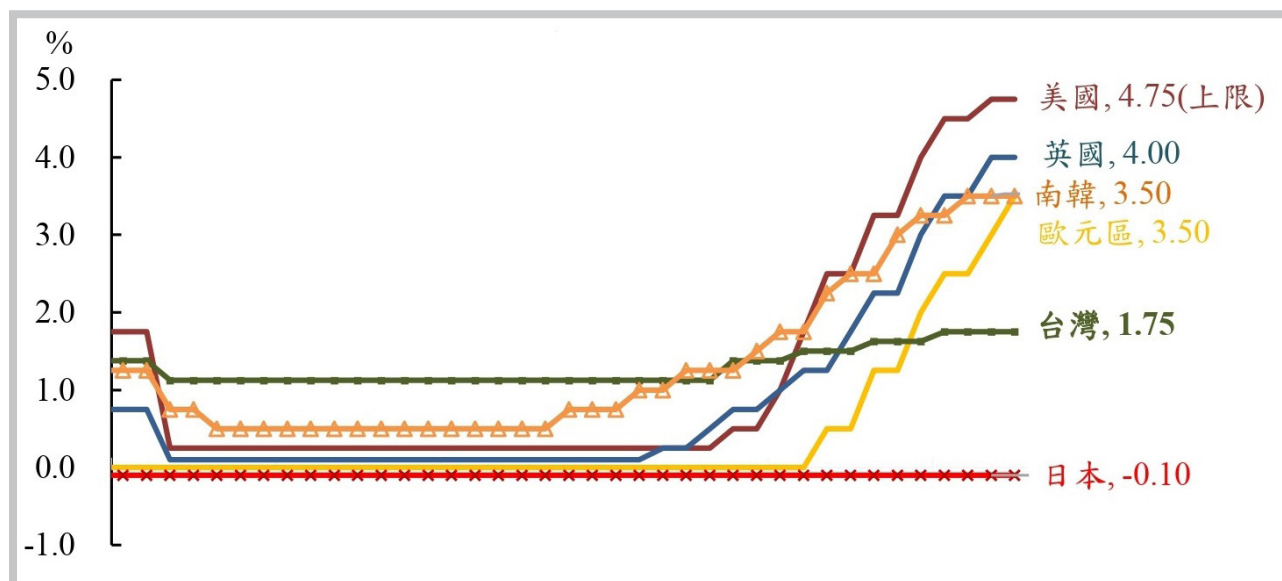


圖3：世界主要經濟體央行政策利率

註：美國政策利率為上下限目標區間，圖中以上限表示；歐元區政策利率取主要再融通操作利率。

資料來源：央行理監事會後記者會參考資料，112年3月23日，引自各央行網站、Refinitiv Datastream (2023/3/23)

抗通膨的後遺症疑慮

通膨來襲，中央銀行責無旁貸，各國對貨幣政策拿捏鬆緊各有斟酌。多數國家採取升息之緊縮貨幣政策，如圖3所示，美、英、韓、歐元、臺灣，其升息趨勢如出一轍，少數國家如日本則未跟進而是祭出負政策利率。以美國聯準會而言，鷹派與鴿鷹對壘，鷹派主張採取強力緊縮措施，首要之務是壓制通膨的囂張氣焰，其他問題可暫時擱置；鴿派則主張溫和的改革步調，避免墜入經濟蕭條。由於通膨數字令人恐慌，美國聯準會猛爆式升息，政府下重藥後不久便產生後遺症，考驗著市場對央行能力的信心。



圖4：2023年3月10日，矽谷銀行在遭遇擠兌之後宣布倒閉，這是自2008年金融危機後第二大的銀行倒閉案，同時也是美國史上第三大銀行倒閉案。圖為位於美國加州的矽谷銀行總部。（取自維基百科，Minh Nguyen, CC BY-SA 4.0, <https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=129577575>）

2023年第一季就出現了後遺症。美國聯準會自2022年至2023年3月升息9次共19碼，讓若干機構來不及因應，甚至引發了矽谷銀行在財務調度困難中擠兌倒閉。3月，美國有3家銀行倒閉，歐洲的瑞士信貸也不支倒地，使得聯準會放慢腳步，5月只調息1碼。除了擔憂金融失序，另一個可能後遺症是通貨緊縮政策是否招致經濟蕭條的惡果。根據各經濟預測數據指出，2023年成長率不佳，要到年底或2024年方可見正向亮麗數據。因此，央行每一次開會，都會拿出經濟預測數據，石慶數馬，千思百慮才敲下重錘，就是要避免閃失。只要通膨的熙攘噪音未止，央行的警戒未除，其他部會也在拼經濟的重擔下分頭佈陣，甚至對各行各業進行管價制量措施。社會資源的分配有形無形地重新洗牌。

物價上漲，並不是完全不宜，事實上溫和的物價上漲，可提升廠商生產意願，促動社會經濟動能。但若持續性物價上漲造成通貨膨脹，則非社稷之福。通膨拉大了貧富距離，攪動了產銷通路，塗改了借貸損益，混亂了政策步調。這一番折騰難以速癒，將持續在春去秋來之間張牙舞爪，吾人須在航程中揚起耐心的船帆，做好適切的應變，期能安度汪洋，等待雨過天青雲破處，候鳥啼報佳音時。

註

- [1] WPI內容又可歸類成國產內銷、國產外銷、進口品等，以進口品的波動幅度最高，若把此項剔除，或可較為平緩。2023年起主計總處已如此統計，期與國際統計方式相銜。
- [2] 參見蔣碩傑（1982），〈紓解工商業困境及恢復景氣途徑之商榷〉，工商時報，7月18-20日。摘錄自其著作《台灣經濟發展的啟示——穩定中的成長》，天下叢書，1985，頁121-142。



楊雅惠 小檔案

學歷：臺大商學系 1978 年畢業

臺大經濟學碩士、博士

美國哈佛大學經濟系訪問學人

現任：考試院考試委員

臺大財務金融系兼任教授

曾任：金融監督管理委員會委員

中央銀行理事

中華經濟研究院研究員兼臺灣經濟所所長

興趣：音樂、文學。合唱團指揮，獲金韻獎作詞作曲獎，曾辦鋼琴獨奏暨獨唱音樂會。