

三、因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施

有別於過去常見的經濟衰退模式，本次疫情所造成的大封鎖(Great Lockdown)對各國景氣衝擊快速且巨大；OECD 預估**本(2020)年全球 GDP 將因此萎縮 6%**，帶來自 1930 年代大蕭條(Great Depression)以來最嚴重的衰退。對此，各國政府無不傾力推出各項激勵經濟措施，以期降低疫情衝擊。在降息幅度受限下，本次主要央行採行的**寬鬆措施**較先前全球金融危機時期之**規模更大且更「非傳統」**；若干國家另輔以**實施暫時性放寬銀行資本提列要求**，甚或**限制銀行盈餘分配**等金融政策¹，希冀支持特定信用市場、**促進銀行正常貸放**，將對長期經濟的損害降至最低。

主要央行採的措施不盡相同，可歸因於**各經濟體的金融結構存有差異**，貨幣政策之主要傳遞管道不一；再者，鑒於**風險分攤考量**，以及各國**法規**對央行貨幣政策操作的規範不一，**政策工具執行的設計也不盡相同**；例如，**Fed** 部分融通機制**透過特殊目的機構**(special purpose vehicle, **SPV**)代為執行，**BoJ** 則未**透過 SPV**，直接購買標的資產。

主要央行接連實施更大規模的寬鬆措施，引發部分人士疑慮，擔憂其對未來經濟金融產生負面影響。舉例而言，更多非傳統措施及疫後經濟趨勢變化，**已掀起不同通膨走向之討論**。再者，數家央行較以往**更直接涉入信用市場**(如購買非投資等級公司債)，**充當信用配置者**(allocator of credit)，且被質疑藉由**擴大資產購買計畫**(即所謂的**QE**)融通**政府債務**，恐**損及央行獨立性**(independence)，並因**過度涉足風險**而**提高財務與信用風險**；另長期間高度寬鬆措施，恐**不利金融市場運作機制及企業汰劣存優法則**。當未來經濟逐漸回到正軌，各界也將關注**央行能否維持獨立性**，有序進行貨幣政策正常化。

本文擬先介紹**近期主要央行推出的寬鬆措施**，及其與以往作法之異同處；接著，再探討**渠等寬鬆措施彼此間不盡相同的原因**，並歸納**此次更大規模的寬鬆措施引發部分人士之擔憂**；最後，**強調**各國情況不盡相同，**沒有一體適用的因應措施**，供各界參考。

¹ 例如，Fed 與其他美國監管機關發表聲明，鼓勵金融機構使用資本與流動性緩衝、修訂貨幣市場共同基金流動性機制與就業保護方案流動性機制參與銀行之流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)規範，以及暫時放寬「補充性槓桿比率」(Supplementary Leverage Ratio)規範；至於歐元區方面，許多國家則調降逆循環資本緩衝比率(countercyclical capital buffer rate)、對銀行逾期放款推出監理彈性措施，以及要求銀行暫停股利發放與買回庫藏股等。

(一) 主要央行紛紛採較以往更寬鬆、更激進的措施

1. 近期美、歐、日、韓等央行推出之措施與規模

(1) 鑑於 COVID-19 疫情重創全球經濟，各國央行迅速採行大規模寬鬆措施救市，包括**下調政策利率**、**擴大 QE** 及**推出多項流動性與信貸支持機制**等(表 1)。

表 1 自新冠肺炎疫情以來，Fed、ECB、BoJ 及 BoK 寬鬆措施簡介*

政策	Fed**	ECB	BoJ	BoK
政策利率	共 降息 150bps (聯邦資金利率目標區間降至 0%~0.25%)	邊際放款利率、主要再融通操作利率及隔夜存款利率分別仍 維持在 0.25%、0%及-0.5%	短期政策利率及 10 年期 JGB 殖利率分別仍 維持在 -0.1%及 0%附近	共 降息 75bps (基準利率由 1.25%降至 0.5%)
QE 措施	1. 持續購入所需之規模 2. 購買標的除原本之美國公債及機構房貸抵押擔保證券外，新增 機構商業不動產抵押貸款擔保證券	1. 增加 QE 規模 1,200 億歐元 2. 設立 1.35 兆歐元之 因應流行病緊急購買計畫 ；取消其 33%個別國家債券的購買額度上限	1. 移除 JGB 購買額度上限 2. 商業本票及公司債 購買上限提高至 20 兆日圓 3. 股票 ETF 及 J-REIT 購買上限各增至 12 兆及 1,800 億日圓	1. 宣布兩次各 1.5 兆韓元公債購買計畫 2. 金額無上限之附買回操作 (BoK 副總裁 Yoon Myun-Shik 稱其為某種 QE)
流動性與信貸支持機制	推出 9 項措施 (前 6 項 透過 SPV) ² ： 1. 商業本票 融資機制 2. 定期資產擔保證券 貸款機制(1,000 億美元) 3. 初級市場公司 融通機制(5,000 億美元) 4. 次級市場公司 融通機制(2,500 億美元) 5. 市政債 流動性機制(5,000 億美元) 6. 中小企業 貸款方案(6,000 億美元) 7. 主要交易商 融通機制 8. 貨幣市場共同基金 流動性機制 9. 就業保護 方案流動性機制	放寬及推出 3 項措施 ： 1. 長期再融通 操作 2. 定向長期再融通 操作 3. 因應流行病緊急長期再融通 操作	推出並擴大 2 項措施 (總金額為 90 兆日圓)： 1. 因應新冠肺炎疫情之 企業金融支援特別操作 2. 中小企業資金支援措施	放寬及推出 3 項措施 ： 1. 銀行中介放款 支援機制(增加 10 兆韓元， 總額增加至 35 兆韓元) 2. 支持以公司債為擔保之 貸款機制(10 兆韓元) 3. 與政府共同計畫設立 SPV ，購買公司債及 商業本票

* 資料截至本年 6 月 16 日。

**另 Fed 為提供境外美元流動性，與 BoC、BoE、BoJ、ECB 及 SNB 共 5 家央行啟動常設美元流動性交換額度(額度無上限)，再與 BoK 等其他 9 家央行簽訂臨時美元流動性交換額度(總額度達 4,500 億美元)；此外，Fed 亦與他國央行及貨幣當局承作暫時性附買回協議機制。

² 關於 Fed 的這些融通機制與 SPV 的進一步介紹，請參閱本次理監事會後記者會參考資料「美國 Fed 因應新冠肺炎疫情所推出緊急融通機制之介紹」乙文。

(2) 值得注意的是，Fed 已調降政策利率至零利率，而 ECB 及 BoJ 因在疫情發生前已實施負利率而未再進一步降息，渠等皆轉向以擴大 QE 或其他融通機制為主。

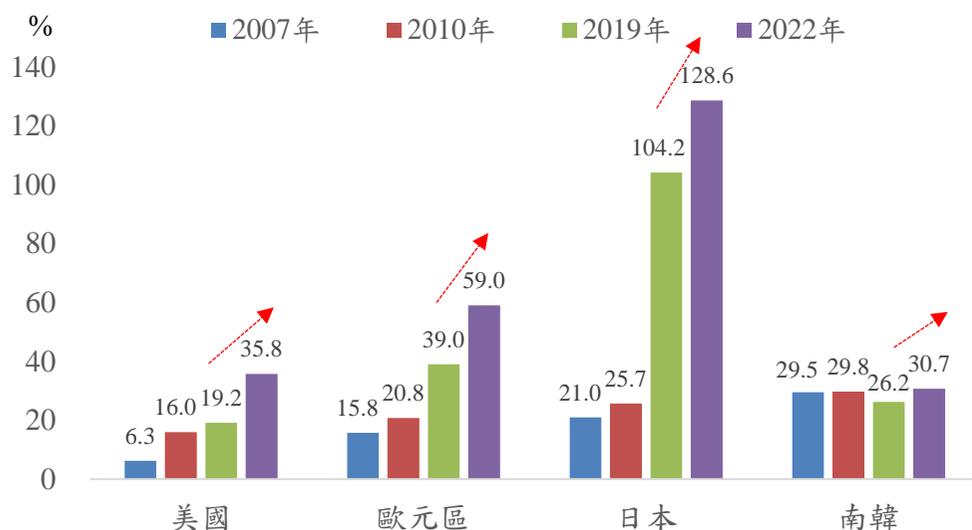
(3) 各界多預估主要央行資產負債表規模對 GDP 比率將因本次寬鬆措施而大幅攀升，且增幅更勝全球金融危機時期；如 Fed 將由 2019 年之 19.2% 升至 2022 年之 35.8%，同期間 ECB 由 39.0% 升至 59.0%，BoJ 由 104.2% 升至 128.6%，BoK 則由 26.2% 升至 30.7% (圖 1)。

2. 本次寬鬆措施規模大於之前景氣衰退時期的主因

(1) 新冠肺炎疫情對實體經濟衝擊快又大，有別於過去常見的經濟衰退模式

— 由於金融監理失當等因素，2008 年美國爆發次貸風暴，全球經濟隨之陷入衰退；本次經濟衰退則源於疫情直接衝擊實體經濟³，且因新冠病毒傳播速度極快、範圍遍及全球，導致經濟成長率迅速下滑且幅度較過去更大 (圖 2)。

圖 1 主要央行資產負債表規模對 GDP 比率*



*美、歐、日數據為 JP Morgan 估算；南韓數據則為本行估算，另 2022 年 BoK 資產規模對 GDP 比率係假設該行因應疫情之相關機制均被使用至渠等規模上限。
資料來源：JP Morgan、Bloomberg

圖 2 本次主要經濟體經濟衰退較全球金融危機時大且快*



*以各經濟體實質 GDP 年增率表示；負號代表衰退。
資料來源：IHS Markit

³ 如許多企業(特別是中小企業與旅遊、航空等服務業)及家庭受到疫情衝擊，頓時收入驟減，或面臨裁員與破產窘境。

— 此次各國為控制新冠肺炎疫情擴散，實施多項禁止人員、物品自由移動之措施，以致對全球經濟衝擊**從供給面快速延伸至需求面**。

- 供給面衝擊：封城、邊境管制等規定造成許多廠商被迫停工、甚至關廠，以致**生產供應鏈中斷**，同時亦造成**全球貿易量劇降**。
- 需求面衝擊：隔離、旅遊禁令等防疫作法，使得部分企業暫停營運，進而**實施無薪假或開始裁員**，家計單位收入銳減，導致**消費、投資皆減少**。

(2)過去慣用的政策工具，其可施展空間相對有限，且其政策效果存在較長時間落後問題，較不符當前所需

— 主要央行政策利率已接近或低於零，渠等能再降息空間已不大

- 以 Fed、ECB、BoJ 及 BoK 為例，儘管本年當地經濟衰退程度幾已確定將較 2008 年全球金融危機時期更加嚴重，但**目前該等央行降息幅度卻遠小於當時危機期間**(表 2)，此可歸因於彼等政策利率現已接近有效利率底限(effective lower bound, ELB)。

表 2 全球金融危機與新冠肺炎疫情期間主要央行降息幅度*

單位：bps

期間**	Fed	ECB	BoJ	BoK
全球金融危機	-525 (5.25% →0~0.25%)	-325 (4.25% →1.0%)	-40 (0.5% →0.1%)	-325 (5.25% →2.0%)
新冠肺炎疫情	-150 (1.5%→ 0~0.25%)	0 (維持在 -0.5%)	0 (維持在 -0.1%)	-75 (1.25% → 0.50%)

*負號表示降息；括號內為該期間政策利率高點降至低點。另 Fed 於 2008 年 12 月將聯邦資金利率目標由單一值改為區間值。

**全球金融危機期間以 2007 年初至 2010 年底計算；新冠肺炎疫情期間以本年初迄今計算。

資料來源：各央行官網、Bloomberg

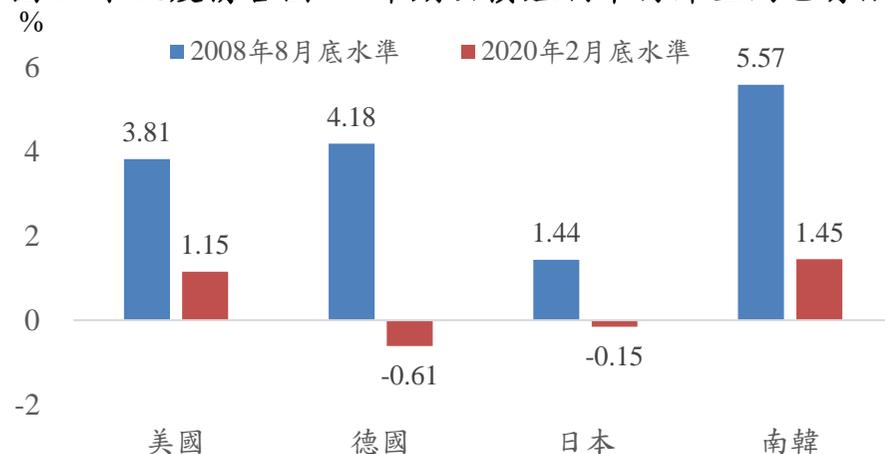
— 長期低利率環境下，各國央行再透過 QE 壓低中長期公債殖利率之幅度亦有限

- 全球金融危機時期，當一國政策利率降至有效利率底限時，主要央行多改以**購買中長期政府公債**，以期**壓縮期限溢酬**(term premium)，藉以降低較長期資金成本以激勵經濟成長。
- 新冠肺炎疫情時期，儘管多家央行續購公債，惟**期限溢酬已處於低檔**，採用以往 QE 作法能再降低中長期利率的效果有限；以美國 10 年期公債殖利率為例，2008 年雷曼兄弟申請破產前為 **3.81%**，本次美國疫情爆發前為 **1.15%**(圖 3)。

— 在降息與 QE 成效恐不若以往的情況下，多家央行直接介入信用市場以期壓低信用溢酬

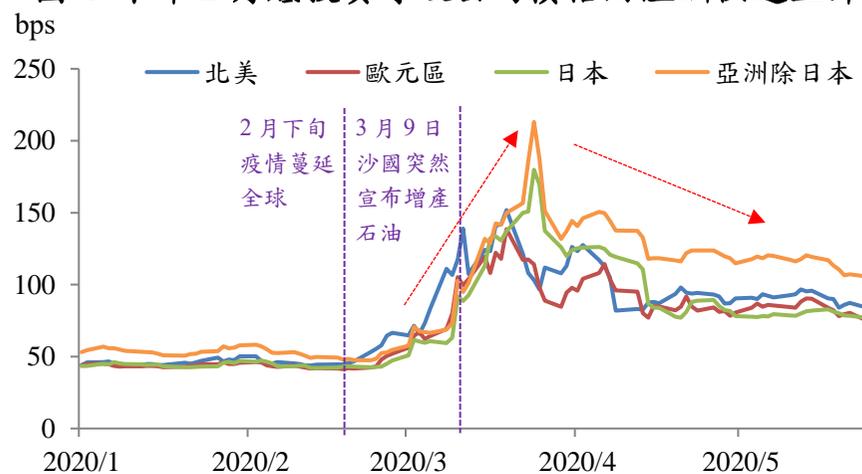
- 因本次疫情直接衝擊實體經濟，幾乎各產業皆受到波及，中小企業所受影響尤為嚴重，以致**企業信用溢酬飆升**(圖 4)，加重企業融資成本。
- 本次多家央行實施寬鬆措施的重點**除了改善市場流動性外**，亦透過**直接金融或間接金融方式**對企業及家計單位進行融通，**縮短貨幣政策傳遞的時間落後(time lag)問題**。
- 由於此次主要央行提供**更多直接支持信用市場之措施**，包括**擴大實施對象與擔保品範圍**⁴，故本年第 2 季起企業的信用溢酬逐漸降回較低水準(圖 4)。

圖 3 本次疫情各國 10 年期公債殖利率再降空間已有限



資料來源：Bloomberg

圖 4 本年 2 月底投資等級公司債信用溢酬快速上升



資料來源：Bloomberg

⁴ 如購買公司債、接受更多種類及評等更低之資產作為擔保品，並向不同規模之機構提供融資。

(二)各國央行所採措施之比較：考量金融結構、法律授權範圍，以及風險分攤等因素而有所不同

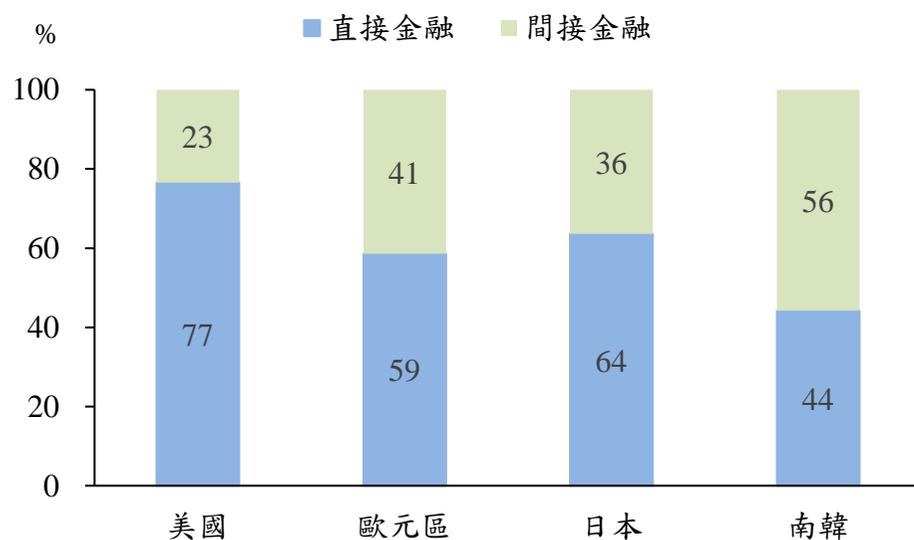
1. 經濟體對直接與間接金融的依賴程度，影響其寬鬆措施之設計

(1) 美國資本市場深且廣，直接金融比重將近 8 成；至於歐、日及南韓，則分別為 59%、64% 及 44% (圖 5)。

(2) 鑑於各經濟體對直接與間接金融依賴程度不一，貨幣政策的主要傳遞管道亦不盡相同，進而影響此次疫情各國央行所實施的寬鬆措施。

- 除傳統貨幣政策的降息外，Fed 推出之 QE 及流動性與信貸支持機制偏重採直接金融方式，包括購買商業本票、資產擔保證券、公司債及市政債等機制，其中多項機制透過 SPV 運作。
- 與美國相比，歐、日及南韓貨幣政策較仰賴金融中介機構傳遞至實體經濟，故因應此次疫情衝擊，該等央行偏向以間接金融方式實施寬鬆措施(表 3)。

圖 5 各經濟體直接與間接金融比重*
(至 2019 年 12 月底)



*2019 年德國直接與間接金融比重為 49% 與 51%。

資料來源：以 Bloomberg、BIS、ECB 數據推估

表 3 各國央行採行之 QE 及相關融通機制

國家	與直接金融相關的措施	與間接金融相關的措施
美國	擴大 QE 措施	主要交易商融通機制
	商業本票融資機制	貨幣市場共同基金流動性機制
	定期資產擔保證券貸款機制	就業保護方案流動性機制
	初級市場公司融通機制	中小企業貸款方案
	次級市場公司融通機制	
歐元區	擴大 QE 措施	放寬長期再融通操作條件
	因應流行病緊急購買計畫	第三輪定向長期再融通操作 因應流行病緊急長期再融通操作
日本	擴大 QE 措施	企業金融支援特別操作 中小企業資金支援措施
南韓	融資予 KDB 旗下的 SPV，購買公司債及商業本票	金額無上限附買回操作
		銀行中介放款支援機制
		支持以公司債為擔保之貸款機制

資料來源：各央行網站

2. 各國資產購買機制或融通機制的執行方式有所不同，有些採 SPV 模式，有些則是由央行直接操作

(1) Fed 及 BoE 透過 SPV 分別執行融通機制或資產購買機制，南韓亦欲仿效美國模式，設立 SPV 購買當地的公司債與商業本票；惟各國的 SPV 設計仍有所不同。

— 設立 SPV 常見的目的之一，即是將持有資產的財務風險移轉；公部門所設立的獨立機構，對公部門所購買的資產進行圈護(ring-fencing)，將與政府間的風險分攤(risk sharing)安排加以明確化(表 4)。

— 此外，央行也可能因法律上不允許購買特定資產或進行特定信用融通，轉而透過 SPV 之第三方機構，以簡單且便捷地，來達成政策執行目標；例如，Fed 即受到「聯邦準備法」對其在公開市場購買標的之高度約束。

(2) 至於 ECB 與 BoJ 不採 SPV 方式，而是直接購買或融通具信用風險之債權。

表 4 各國採行資產購買及相關融通機制時的風險分攤設計

採 SPV 模式		直接操作		
政府完全承擔風險	央行與政府分攤風險		央行完全承擔風險	
英國	美國	南韓	歐元區	日本
<p>1. 設立 BoE 子公司— BoE 資產購買基金有限公司 (BEAPFF)，BoE 作為 BEAPFF 的代理人。</p> <p>2. BEAPFF 持有資產的利潤與損失，全歸英國財政部。</p>	<p>1. 各個 SPV 由美國財政部提撥約 10% 的資金進行股權投資，其餘 90% 則由 Fed 融資⁵。</p> <p>2. 由美國財政部的股權資金優先承擔資產損失，其餘由 Fed 承擔。</p> <p>3. 若產生利息收入等利潤，Fed 最後仍將上繳美國財政部。</p>	<p>1. SPV 擬設置在南韓開發銀行 (KDB) 下，由 KDB 管理。</p> <p>2. SPV 資金來源有 80% 為 BoK 的貸款(屬優先受償貸款)、10% 係經 KDB 發行債券取得(屬次順位貸款)，其餘 10% 則是透過南韓政府預算所取得的股權投資。</p> <p>3. 政府與 KDB 首先承擔 20% 的信用風險，BoK 承擔其餘 80%。</p>	<p>「歐洲中央銀行體系及歐洲中央銀行條例議定書」第 18 條指出，ECB 為達成其職責及執行任務，得於金融市場從事(現貨與期貨)買賣斷交易；與信用機構及其他市場參與者從事信用操作，放款時並應有適足之擔保品。</p>	<p>根據「日本銀行法」第 33 條第 1 款，BoJ 可買賣商業本票、公債及其他債券；另第 43 條第 1 款指出，為達到其職責，BoJ 得在首相或財務大臣同意後承作該法案中未明列之操作⁶。</p>

⁵ 其中，如初級市場公司融通機制及次級市場公司融通機制，係委託美國投資管理公司貝萊德(BlackRock)旗下的金融市場顧問單位負責。

⁶ 2001 年 BoJ 首次 QE 措施即在公開市場上直接購買商業本票、資產擔保證券、公司債及不動產抵押證券等具信用風險之債權；2013 年 QQE 措施另增購股票 ETF 及不動產投資信託(J-REIT)等權益型商品。

(三)各界關注此次寬鬆措施對未來經濟金融的可能副作用

1. 貨幣政策與財政政策界限趨向模糊，易產生政府債務貨幣化之疑慮⁷

(1) 本次主要央行推出的數項融通機制須面臨較高的信用風險並落入信用選擇難題，不僅有違「巴治荷原則」(Bagehot's Dictum)⁸，更承擔部分財政當局的紓困責任。

— 目前在 Fed 購買的公司債 ETF(iShares iBoxx High Yield Corporate Bond ETF)中，已有 4 家企業申請破產⁹。

(2) 主要經濟體財政當局大舉發債以支應經濟激勵措施，政府債務對 GDP 比率勢必進一步攀升；預期央行資產負債表規模將隨之擴大，無疑碰觸央行融通政府債務的傳統禁忌。

2. 高度寬鬆的貨幣政策恐不易退場，且似有損金融市場運作機制及企業汰劣存優法則

(1) 當政策利率逼近零利率底限時，主要央行改採 QE 提供貨幣寬鬆力道，惟大規模購買的資產恐難縮減，變成「永久的遺產」(lasting legacy)¹⁰。

(2) 主要央行實施 QE 而握持大量債券，易降低市場交易量與價格波動度，損及金融市場運作機制，從而造成資本低效率配置；另長期維持低利率及融通非金融企業，恐衍生更多殭屍企業(zombie company)，不利經濟活力¹¹。

3. 未來貨幣政策正常化能否不受政治力干擾，攸關央行獨立性的維護

此次主要央行部分決策被外界解讀曾受政治力與市場左右¹²，若政治人物與金融市場日益習於要求央行以寬鬆

⁷ 近期有關政府債務貨幣化、財政赤字貨幣化，乃至於主張央行應無限量印鈔支應政府支出的現代貨幣理論(MMT)等議題，業已在國際間引發廣泛討論。

⁸ 「巴治荷原則」係由 19 世紀初的經濟思想家 Walter Bagehot 所提出，Bagehot 主張，當央行扮演最後貸款者角色時，為極小化道德風險，大抵應符合以下原則：(1) 旨在處理流動性短缺(illiquidity)，而非無力償付(insolvency)問題；(2) 應施以懲罰性利率；(3) 應有品質佳的擔保品；(4) 應有貸放條件限制。

⁹ 4 家申請破產企業分別為 Hertz Global Holdings Inc.、J.C. Penney Co.、Neiman Marcus Group Inc. 及 Whiting Petroleum Corp.，參見 Timiraos, Nick and Sam Goldfarb (2020), "Federal Reserve Discloses Holdings of \$1.3 Billion in Exchange-Traded Funds," *The Wall Street Journal*, May 29。

¹⁰ Boesler, Matthew and Yuko Takeo (2020), "The Fed Is Buying \$41 Billion of Assets Daily and It's Not Alone," *Bloomberg*, Apr. 21。

¹¹ 參見中央銀行(2016)，「主要國家負利率政策實施現況及其影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3月24日；中央銀行(2019)，「全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響」，央行理監事會後記者會參考資料，12月19日；Markets Committee (2019), "Large Central Bank Balance Sheets and Market Functioning," BIS, Oct. 10。

¹² 如川普總統數次要求 Fed 實施更多寬鬆措施，包括應接受負利率禮物；ECB 總裁 Christine Lagarde 曾表示縮小歐元區內的主權債利差不是該行責任，但隨後對此道歉並推出因應流行病緊急購買計畫；BoJ 總裁黑田東彥與安倍晉三會晤後，則誓言將推出更多支持經濟的措施，以因應疫情；參見 Wingrove, Josh (2020), "Trump Hails 'Gift' of Negative Rates That Fed Officials Dismay," *Bloomberg*, May 12；Pope, Stephen (2020), "ECB Gives A PEPP Talk To Counter The Coronavirus," *Forbes*, Mar. 19；Takemoto, Yoshifumi and Tetsushi Kajimoto (2020), "BOJ's Kuroda Meets with PM Abe and Vows Response to Coronavirus," *Reuters*, Mar. 12。

貨幣政策營造經濟榮景，難免侵蝕其長久建立的良好聲譽¹³。

4. 央行如涉入高風險市場，特別是介入股市，可能造成央行與企業的雙輸局面

- (1) 若央行涉入處理信用風險的領域，而非因應流動性風險與市場功能受損風險，則可能損及其獨立性與自主性 (autonomy)；此外，面臨虧損時，可能傷害央行的可信度 (credibility)¹⁴。
- (2) 央行透過購買公司債支持企業，也就是讓央行做決定支持哪些企業，充當信用配置者，這原應屬於政府的職能，將損及央行的獨立性，恐帶來不可避免的政治後果¹⁵。
- (3) 尤其，央行介入股市雖有短期提振效果，長期而言對總體經濟助益不大，且不利市場運作與公司治理¹⁶
 - 一般咸認，BoJ 購買股票 ETF，短期內雖有助於緩解股市跌勢，惟長期而言，仍無法協助日本實現 2% 的通膨率目標；尤有進者，還加惠那些收取高昂管理費的大型基金管理公司，阻礙 ETF 的價格競爭。
 - 此外，對一般企業而言，央行對特定企業的持股比例過高，恐不利彼等達成董事會多元化、運用庫存現金等有助於公司治理及發展的目標。
- (4) 央行應關注金融市場功能，而不應被視為拉抬資產評價者，此可能引發龐大的道德風險 (moral hazard)，且可能損害市場功能；若大眾已習於相信央行將支撐市場，則可能鼓勵大量的風險承受 (risk taking)¹⁷。
 - BoJ 持有的股票 ETF 已約占整體該 ETF 市場的 90%。
 - 如按 BoJ 資產購買計畫持續進行下，BoJ 恐成為許多企業的最大股東，嚴重扭曲日本股票市場，妨礙日本金融體系的長期健全發展。

¹³ 以 Fed 為例，其在二戰壓低長期利率以融通軍事費用與支持經濟復甦，直至 1951 年才成功要求杜魯門政府同意終止該政策，與財政部簽訂「財政部-聯邦準備協定」(Treasury-Federal Reserve Accord)，奠定 Fed 獨立性。

¹⁴ Jeffery, Christopher (2020), "El-Erian on Covid-19 Policy Risks, 'Zombie' Markets And Central Bank Capture," *Central Banking*, Apr. 14; Sano, Hideyuki and Tomo Uetake (2020), "Bank of Japan Credibility At Risk As Its Stock Portfolio on Verge of Losses," *Reuters*, Mar.10。

¹⁵ Cairns, Patrick (2020), "Mervyn King: Central Banks Risking Their Independence," *Investment Trust Insider*, May 26。

¹⁶ Anstey, Chris and Toru Fujioka (2020), "When the Federal Reserve Buys ETFs, Thank the Bank of Japan," *Bloomberg*, Apr.6; Lee, Min Jeong and Toshiro Hasegawa (2020), "When Will BOJ Slow ETF Buying? Some Say When Nikkei Tops 20,000," *Bloomberg*, Apr.; Lee, Min Jeong and Toshiro Hasegawa (2020), "BOJ's Massive ETF Buying Seen Benefiting Japan's Biggest Brokers," *Bloomberg*, May。

¹⁷ 投資基金橡樹資本管理公司(Oaktree Capital Management)創辦人 Howard Marks 指出，當市場參與者健全地抱持對損失的恐懼時，市場方可最佳地運作。

5. 更多非傳統措施及可能的經濟趨勢轉變，引發不同通膨走向之看法(表 5)

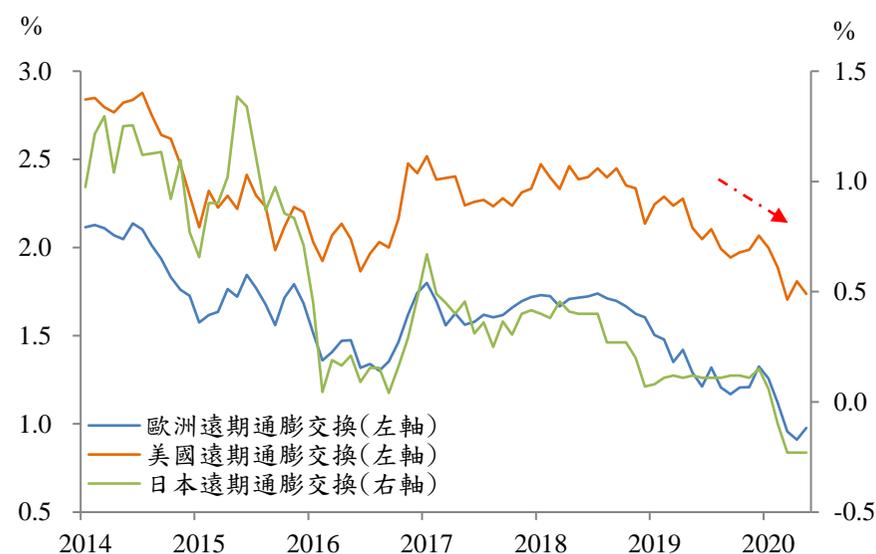
(1) 若干論者認為，除了此次更寬鬆的措施外，**疫後可能出現供應鏈多元化**，亦恐促使**通膨上揚**，改變 1990 年以來通膨走低之趨勢。

(2) 惟部分人士認為，疫情對**需求衝擊大於供給**，故市場仍預期**通膨趨緩**(disinflation)甚或**通縮**(deflation)，而非**通膨上升**(圖 6)。

表 5 通膨走向之看法

主張	通膨上揚 ¹⁸	通膨趨緩甚或通縮 ¹⁹
代表人物	<ul style="list-style-type: none"> 前 IMF 首席經濟學家 Kenneth Rogoff 前摩根史丹利首席經濟學家 Stephen Roach 	<ul style="list-style-type: none"> 前 IMF 首席經濟學家 Oliver Blanchard PIIE 所長 Adam Posen
立論	<ul style="list-style-type: none"> 美中貿易衝突升溫及本次疫情暴露供應鏈中斷的風險，各國基於國家安全考量，評估將部分供應鏈遷出中國大陸、移回母國，助漲反全球化浪潮，恐導致生產成本提高，進而推升通膨 高負債經濟體央行若為此升息將削減經濟動能，易造成停滯性通膨(stagflation)。 	<ul style="list-style-type: none"> 大流行疫情常伴隨預防性儲蓄增加，將拉低消費與投資等總合需求，且該效應較為持久，故決策者面臨的挑戰是維持需求避免通縮，而非通膨。 先進經濟體因不易出現超額需求與資本外逃情形，故未來通膨大增機率不高。

圖 6 遠期通膨交換率走低，隱含歐美日通膨預期下降*



*此處遠期通膨交換係指 5 年後的 5 年期通膨交換(inflation swap forward 5y5y)，該商品價格常被用來衡量市場通膨預期走勢。

資料來源：Bloomberg

¹⁸ Rogoff, Kenneth (2020), "A Coronavirus Recession Could be Supply-Side with a 1970s Flavour," *The Guardian*, Mar. 3 ; Roach, Stephen (2020), "A Return to 1970s Stagflation is Only a Broken Supply Chain Away," *Financial Times*, May 6。

¹⁹ 根據研究報告分析過去 15 次大流行疫情對長期經濟影響，以每次至少造成 10 萬人死亡為研究對象，從 14 世紀黑死病至 2009 年 H1N1 禽流感等，指出大流行疫情常伴隨預防性儲蓄增加；參見 Jordà, Òscar et al.(2020), "Longer-Run Economic Consequences of Pandemics," *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2020-09, Mar. ; Blanchard, Olivier (2020), "High Inflation is Unlikely but not Impossible in Advanced Economies," PIIE, Apr. 24 ; Posen, Adam (2020), "Coronavirus Stimulus Inflation Risk Depends on Politics, not Economics" *Nikkei Asia Review*, May 21。

(四) 結論

1. 為舒緩新冠肺炎疫情在短期間對經濟造成之巨大傷害，主要央行即果決地採較全球金融危機時期更大規模、更寬鬆的貨幣信用政策，特別著重於對中小企業與家計部門的金融支持
 - (1) 本次疫情快速擴散至世界各地，其對經濟之損害從封城、停工、生產供應鏈中斷等**供給面衝擊**，延伸至隔離、減薪、消費與投資信心不足等**需求面重創**。
 - (2) 在**政策利率已接近有效利率底限**及**公債殖利率曲線低且平坦**的環境下，主要央行推出多項非傳統寬鬆措施，如購買非投資等級公司債、地方政府債券並提供貸款給中小企業等，以求**及早改善資金需求者信用溢酬攀升**之窘境，並維持銀行的正常貸放。
2. 各國依自身的情況，所採行的因應措施不盡相同；例如，因對直接與間接金融的依賴程度互異，貨幣政策主要傳遞管道不同，加以考量風險分攤或法律議題，因此設計出的融通機制有別
 - (1) **Fed 較重視貨幣政策在資本市場的傳遞效果**，推出之 QE 及**流動性與信貸支持機制**偏重採直接金融方式；**ECB 與 BoJ 貨幣政策則多仰賴金融中介機構**的傳遞效果，偏向以間接金融方式實施寬鬆措施。
 - (2) 至於台灣，金融體系是以間接金融為基礎，本行貨幣政策鬆緊多透過銀行傳遞至實體經濟，故為緩和疫情衝擊，本行及時調降政策利率、充分支應金融體系流動性，並透過銀行向中小企業提供優惠融通²⁰。
 - (3) 在考量風險分攤或法律因素，**Fed 與 BoE 透過 SPV 分別運作多項融通機制及資產購買計畫**，**南韓亦仿效 Fed 作法**，欲透過 SPV 購買公司債與商業本票，惟三者設計上有所不同，**風險完全移轉或部分移轉**；至於 **ECB 與 BoJ 則是未透過 SPV 直接操作，完全由央行承擔風險**。

²⁰ 關於本行因應新冠肺炎疫情所採的措施，請參閱本次理監事會後記者會參考資料「本行因應新冠肺炎疫情所採對策及與 Fed 措施之比較」乙文；至於台灣金融政策的因應方面，金管會亦於本年 5 月 26 日宣布，祭出四大監理寬容措施，包括：(1) 巴塞爾資本協定第三版(Basel III)最終改革文件延後至 2023 年實施；(2) 關於 Basel III 最終改革文件對於「以住宅用不動產為擔保之暴險」採用貸放餘額對抵押不動產貸放價值之比率適用不同之風險權數(LTV 法)延後至明(2021)年 6 月實施；(3) 系統重要性銀行內部管理資本增提 2%延後至明年實施；(4) 實施紓困授信放款採預期信用損失評估處理原則，以釋放銀行的資本需求與內部資源的暫時措施。

3. 各界關注此次大規模寬鬆貨幣信用政策對未來經濟金融的可能副作用，尤其是涉入高風險市場，如何限縮損失、避免僅是拉抬資產價格，恐是彼等所面臨的難題
- (1) 若干論者憂心貨幣政策與財政政策界限似趨向模糊，甚至有政府債務貨幣化之情事；央行施行的措施，應是貸款工具(lending tools)，而不是支出工具(spending tools)，央行似無權向特定群體提供資金；貸款與支出間的差別，在於貸款係會 100% 確定償還，但若這些所謂的「貸款」無法被完全償還，央行恐是跨越職責的紅線。
 - (2) 主要央行所採的資產購買計畫，短期間雖有助緩解融資市場的壓力、提升流動性，惟若資產持有期間過長、購買規模過於龐大，恐帶來諸多副作用；持續低利率的環境與政治壓力可能延遲未來貨幣政策正常化過程，恐將損及金融市場運作機制及企業汰劣存優法則。
 - (3) 央行購買風險性資產(尤其是股票)，可能被誤認為拉抬資產價格者或信用配置者，損及央行的獨立性，還面臨財務與信用風險問題，外界質疑的聲浪很大；鑒於此，若干央行如涉入高風險市場，係透過 SPV 持有相關資產，進行風險分攤，限縮可能的損失；惟 Fed 近期因委託最大的 ETF 基金管理公司貝萊德負責 SPV 下若干機制的資產購買，也飽受爭議，如何避免 SPV 資產管理者的利益衝突，恐是央行所面臨的另一難題。