

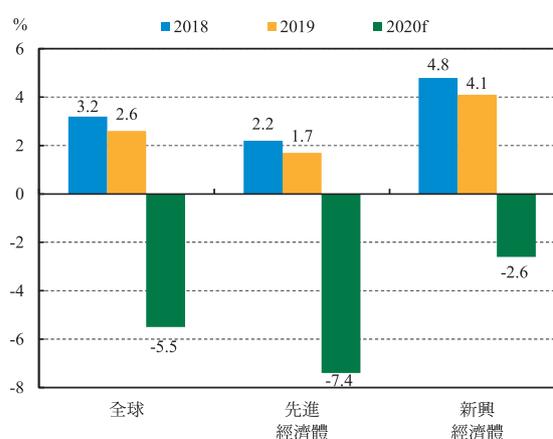
貳、潛在影響金融體系之總體環境

一、國際經濟金融情勢

(一) 國際經濟金融情勢

2020年初以來，美中簽署第一階段貿易協議，英國亦正式脫離歐盟，並進入11個月過渡期，惟中國大陸爆發新冠肺炎疫情，不僅對其經濟形成下行壓力，亦造成嚴重外溢效應，影響其他經濟體，並擴散至全球，致國際金融市場波動加劇，促使主要經濟體紛紛採行寬鬆性貨幣、擴張性財政政策及穩定金融市場等相關措施，以因應新冠肺炎疫情對其經濟成長及金融穩定之威脅。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2020f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

1. 疫情大幅削弱全球經濟復甦動能，且原油價格崩跌將使通膨走緩

2019年受美中貿易緊張情勢持續升溫¹⁷影響，全球貿易量及投資成長率均下滑，年底兩國貿易衝突雖有所趨緩¹⁸，惟貿易不確定性已損及商業信心並拖累出口，全球經濟成長率由上(2018)年之3.2%降至2.6%(圖2-1)。

2020年初，全球第二大經濟體中國大陸¹⁹爆發新冠肺炎疫情，其後在全球迅速蔓延，重創各國經濟成長動能。中國大陸因應疫情採取封城、停工等措

¹⁷ 2019年5月美國針對自中國大陸進口2,000億美元家具及家電等商品調升關稅，稅率由10%調至25%，以及2019年8月針對自中國大陸進口3,000億美元消費性產品加徵15%關稅等；中國大陸亦提出加徵關稅反擊或向世貿組織提起訴訟。

¹⁸ 美中於2019年12月就貿易談判達成第一階段協議並於2020年1月簽署，協議內容涉及七大項，主要重點包括中國大陸承諾2021年底前加購2,000億美元美國商品與服務，並針對市場准入、智慧財產權保護與匯率操縱等做出相對應之努力，美方則調降部分關稅。

¹⁹ 以IHS Markit資料庫之名目GDP估算，2019年中國大陸GDP占全球比重約16.5%，為全球經濟成長之最大貢獻來源。

施，使海內外旅遊大幅減少、進口需求下降，並引發生產面「斷鏈」問題；其他主要經濟體為遏阻疫情，亦擴大採取嚴格之人流管制，拖累企業營運與民眾消費，恐引發需求面「斷單」效應。IHS Markit預測²⁰ 2020年全球經濟將陷入衰退，成長率預估將降至-5.5%；其中美國、歐元區及日本等先進經濟體成長率預估將降至-7.4%；新興經濟體受油價崩跌及全球需求大幅走弱之影響，經濟成長率預期將下滑至-2.6%(圖2-1)。全球經濟前景除受新冠肺炎疫情威脅外，尚面臨貿易衝突仍未完全平息、地緣政治衝突升溫及氣候變遷等因素帶來之下行風險。

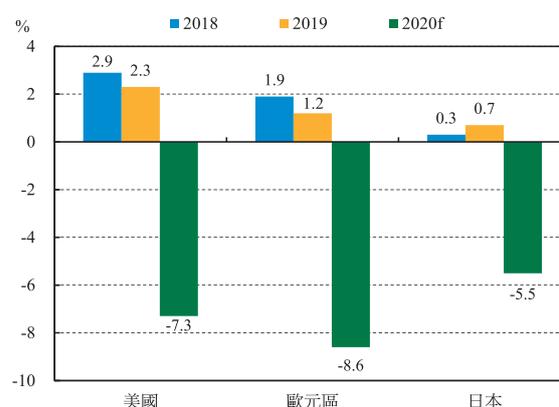
(1) 先進經濟體將陷入衰退

● 隨新冠肺炎疫情升溫，美國經濟將出現2010年以來首度衰退

2019年美國隨川普政府減稅及擴大支出政策²¹ 帶來之財政激勵效益逐漸消退，消費需求減少，加以美中貿易爭端損及出口與固定投資，經濟成長力道減弱，全年經濟成長率由上年之2.9%下降至2.3%(圖2-2)。

2020年以來隨新冠肺炎疫情加劇，美國成為全世界確診病例數最多國家，IHS Markit預測疫情將使其失業率由2019年之3.7%急遽上升至14.7%(圖2-3)，進一步削弱民間消費，並延緩企業投資，預估全年經濟將出現2010年

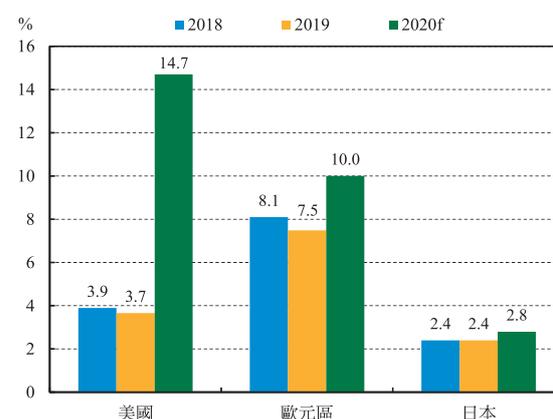
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2020f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2020f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

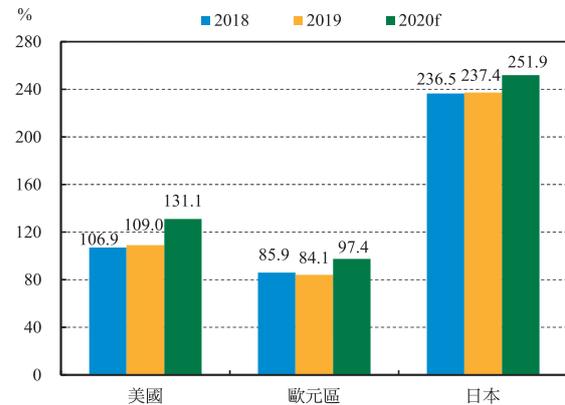
²⁰ 同註1。

²¹ 美國2017年12月公布「減稅及就業法案」最終版本，自2018年初起實施，預期10年內減稅約1.5兆美元，主要包括大幅降低企業稅(稅率由級距最高35%調降至單一稅率21%)，並對個人所得實施暫時性減稅(效期至2025年)。

以來首度負成長7.3%。

財政方面，因美國實施總額達3.6兆美元、史上最大之財政刺激方案²²，以因應新冠肺炎疫情衝擊，加上減稅法案及社福支出增加，IMF預測²³其財政赤字對GDP比率將由2019年5.8%大幅上升至15.4%，政府債務餘額對GDP比率亦由2019年之109.0%提高至131.1%(圖2-4)。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2020f為IMF預測值。

資料來源：IMF (2020), *Fiscal Monitor*, April。

● 歐元區亦為疫情重災區，將嚴重打擊其經濟成長

2019年因歐洲的汽車排放標準日益嚴格²⁴，歐元區最大經濟體德國之汽車製造業生產低迷，加上全球因貿易衝突使需求走弱及英國脫歐不確定性尚存²⁵等內外因素，歐元區經濟成長率大幅滑落至1.2%。鑑於歐元區亦屬肺炎疫情重災區之一，疫情將嚴重損害其貿易、觀光業與金融市場，尤以義大利為甚，債務違約風險恐升高，IHS Markit預測歐元區2020年經濟成長率將大幅萎縮至-8.6%(圖2-2)，並拖累其勞動市場，推升失業率至10.0%(圖2-3)。

財政方面，自疫情爆發以來，歐盟推出財政刺激方案以援助成員國受影響之企業或勞工²⁶，在各國紛紛擴大財政支出之情況下，IMF估計2020年歐元區政府債務對GDP比率將由2019年之84.1%攀升至97.4%²⁷(圖2-4)。

²² 詳見本章「主要經濟體因應新冠肺炎疫情之措施」乙節。

²³ IMF (2020), *Fiscal Monitor*, April.

²⁴ 歐盟自2018年9月起實施全球輕型車測試規範(Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure, WLTP)，許多汽車大廠因無法符合新規範而出現缺貨情況，影響製造業生產。

²⁵ 自2019年1月15日起，英國國會3度否決前任首相梅伊(Theresa May)提出之脫歐協議，後來2019年7月強森(Boris Johnson)繼任首相，英國國會幾經折衝才通過脫歐協議，2020年1月31日正式脫歐，進入為期11個月的過渡期，雙方須就雙方人員往來、自由貿易協定(FTA)及漁權等議題進行談判。

²⁶ 同註22。

²⁷ 同註23。

● 疫情重創日本出口與觀光產業，經濟成長將陷入衰退

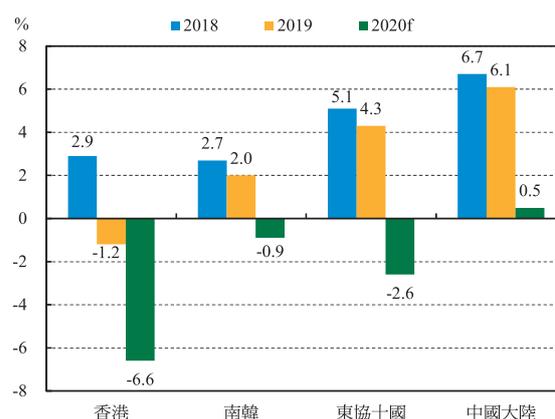
2019年前3季日本民眾為避開消費稅調漲²⁸影響提前消費，經濟穩健成長，惟第4季消費稅調漲影響發酵使經濟成長趨緩；全年經濟成長率由2018年之0.3%略升至0.7%(圖2-2)。2020年除消費稅調升影響外，新冠肺炎疫情更重創日本出口與觀光產業，加以東京奧運延期造成之負面效益，IHS Markit預測日本經濟成長率將大幅下滑至-5.5%(圖2-2)，失業率則升至2.8%(圖2-3)。

財政方面，因2020年4月日本宣布總額達117兆日圓之緊急紓困計畫以因應疫情²⁹，加以政府預算中養老金及醫療保健支出等社會福利費用仍高達35.81兆日圓，日本財政赤字將再度惡化，IMF預測政府債務餘額對GDP比率將升高至251.9%³⁰(圖2-4)。

(2) 多數亞洲經濟體之經濟成長下滑

2019年受全球貿易動能放緩及美中貿易爭端未解等影響，多數亞洲新興經濟體經濟成長走弱。其中，以出口為導向之南韓經濟成長率降至2.0%，香港經濟則受社會動盪³¹及美中貿易衝突影響，創下2008年金融危機後首度負成長；東協十國整體經濟成長率下降至4.3%，尤以新加坡及泰國經濟成長下降幅度較大；中國大陸因國內需求放緩與出口疲軟，以及美國加徵關稅帶來之壓力，2019年經濟成長率降至6.1%(圖2-5)，創1990年以來最低水準。

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2020f為IHS Markit預測值。

2. 東協十國包括汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

²⁸ 2019年10月，日本將消費稅稅率自8%調高至10%。

²⁹ 同註22。

³⁰ 同註23。

³¹ 主要因2019年香港部分民眾反對「逃犯條例」修訂草案，引發大規模社會運動。

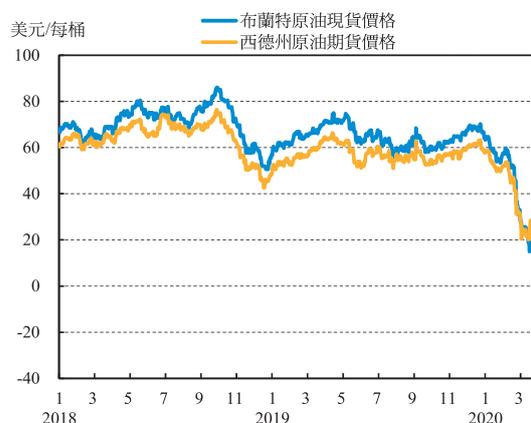
展望2020年，肺炎疫情衝擊中國大陸內需並重創製造業生產活動，2月製造業採購經理人指數(PMI)更驟降至35.7之歷史新低，IHS Markit預測中國大陸全年經濟成長率將大幅降至0.5%(圖2-5)。亞洲經濟體中，經濟高度依賴陸客觀光者如泰國、菲律賓等，或貿易往來及產業鏈與中國大陸緊密相連者如香港、南韓、印尼等，均可能受疫情之負面外溢效應拖累，IHS Markit預測香港、南韓及東協十國經濟成長率將分別大降至-6.6%、-0.9%及-2.6%。

(3) 原物料價格重挫，全球通膨將走低

2019年油價呈區間震盪走勢³²(圖2-6)，布蘭特原油(Brent crude oil)現貨全年平均每桶油價由2018年之71.19美元跌至64.37美元(西德州原油期貨走勢雷同)，金屬價格亦下跌，食品價格則呈上漲走勢³³。整體而言，因原油等大宗商品價格震盪走低，全球CPI年增率降至2.6%，其中先進經濟體大幅降至1.4%，新興經濟體多數通膨走緩，惟受中國大陸豬瘟疫情擴大物價漲幅之影響，整體CPI年增率上升至4.0%(圖2-7)。

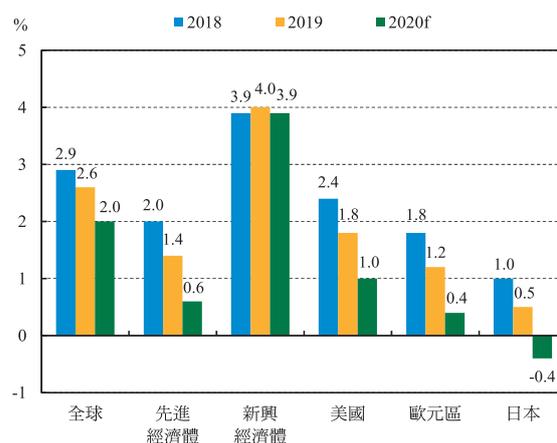
2020年初以來，新冠肺炎疫情升溫衝擊國際原油需求，國際油價反轉下跌，加以受石油輸出國組織(Organization of the Petroleum Exporting Countries,

圖 2-6 國際原物料價格



資料來源：EIA、Bloomberg。

圖 2-7 全球消費者物價指數年增率



註：1. 2020f為IHS Markit預測值。

2. 日本CPI年增率預測值降至負值，主要因觀光娛樂產業受疫情重創，預估收入將向下修正。

資料來源：IHS Markit (2020/5/15)。

³² 2019年上半年因產油國啟動新一輪減產措施及美國加強對伊朗制裁，國際油價走升，下半年先因美中貿易爭端惡化及美中製造業疲軟等負面因素，油價反轉下跌，嗣因沙烏地阿拉伯石油設施遭襲及美中達成第一階段貿易協議等因素，油價再度回升。

³³ 聯合國糧食及農業組織計算之食品價格指數，由2018年之168.4攀升至2019年之171.4。該指數係計算穀物、植物油、乳製品、糖及肉類等五個商品類別價格指數之加權平均數而得。

OPEC)與俄羅斯減產談判破局，致部分產油國提高供給³⁴，以及歐、美加強旅遊禁令，降低原油需求等因素影響，使油價崩跌³⁵，嗣後產油國雖達成大規模減產協議³⁶，惟減產幅度遠低於原油需求下滑幅度，2020年4月20日西德州中級原油(West Texas Intermediate Crude, WTI)期貨5月合約價每桶重挫至-37.63美元(圖2-6)，創歷史最低點³⁷。其餘大宗商品亦因疫情擴散需求大減，價格大幅走低，IHS Markit預測全年原物料價格將維持低點，全球通膨將降至2.0%，其中先進經濟體通膨降幅較明顯，CPI年增率將下降至0.6%，新興經濟體略降至3.9%³⁸ (圖2-7)。

2. 受疫情影響，全球金融情勢趨緊，金融市場劇烈震盪

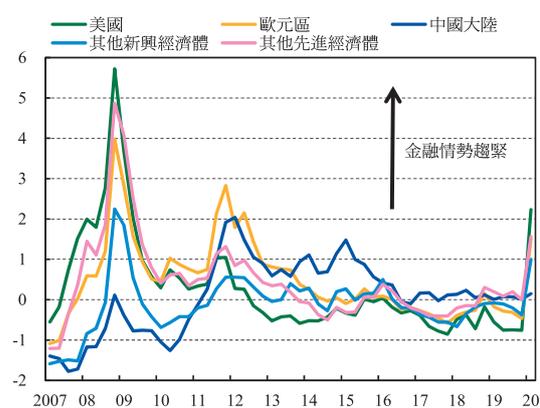
(1) 金融情勢轉趨緊縮

2019年受美中貿易衝突不確定性及全球經濟放緩影響，主要經濟體貨幣政策轉趨鴿派，其中美國及歐元區等先進經濟體金融情勢再呈寬鬆走勢，其他先進經濟體則續呈緊縮；中國大陸因股市下滑致金融情勢趨緊，其他新興經濟體則變化不大(圖2-8)。

2020年初以來，隨著新冠肺炎疫情急遽升溫，全球金融市場風險性資產面臨大量拋售壓力，

使股價大跌與公司債利差擴大，主要經濟體(中國大陸除外)金融情勢多快速緊

圖 2-8 各國金融情勢指標



註：1. 金融情勢指標係金融情勢偏離整體資料平均之標準差。
2. 其他先進經濟體包括澳洲、加拿大及英國等11個經濟體。
3. 其他新興經濟體包括巴西及印度等6個經濟體。
資料來源：IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April。

³⁴ OPEC與俄羅斯於2020年3月商討擴大減產協議，以因應肺炎疫情造成之原油需求下降，惟俄羅斯拒絕配合減產致協議破局，沙烏地阿拉伯遂宣告發動價格戰，大幅調降外銷油價以搶奪市占且擬提高產量。

³⁵ 布蘭特原油現貨價格已由2020年1月6日每桶70.25美元高點暴跌至3月31日之每桶19.19美元，下挫幅度超過70%。

³⁶ OPEC與俄羅斯等產油國於2020年4月12日達成協議，5月及6月每日共減產970萬桶原油，7月起再逐漸降低減產幅度。

³⁷ 西德州原油期貨價格跌至負值主要係因5月到期的期貨合約須於4月21日進行交割，惟奧克拉荷馬州庫欣之儲油槽已快達儲油極限，無法再接受5月交割所致。負油價非市場常態，5月期貨平倉後，4月24日6月期貨價格已回到每桶16.94美元。

³⁸ IHS Markit預估中國大陸2020年CPI年增率持平於2.9%，與上年相當。

縮(圖2-8)。全球金融情勢趨緊將使企業部門因融資成本增加而減緩投資，並使個人延緩消費，加上疫情恐使經濟成長大幅放緩³⁹，將急遽推升全球經濟金融風險。

IMF指出⁴⁰，金融情勢趨緊將使脆弱度較高之企業部門與投資管理公司面臨更高風險⁴¹；銀行則受惠於2008年金融危機以來監管趨嚴，資本適足性與流動性均提升，有助於對疫情之因應，惟應注意授信違約之挑戰；壽險公司則面臨固定收益商品及股權投資損失等問題。

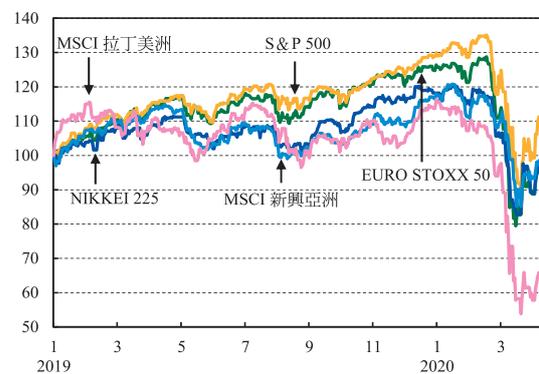
(2) 2020年初以來全球金融市場波動加劇，市場恐慌情緒蔓延

● 疫情引發全球股市重挫，美股更多次觸發熔断機制

2019年全球股市除5月與8月受美國宣布將對中國大陸進口商品加徵關稅而短暫下跌外，全年多呈上揚走勢(圖2-9)。

2020年1月全球股市延續2019年走勢持續上漲，美股更於2月初升抵歷史高點；惟2月下旬起，因新冠肺炎疫情迅速蔓延與國際油價崩跌，加以長期低利率環境使全球槓桿比率居高不下等因素，導致投資人恐慌情緒加劇，全球股市

圖 2-9 國際股價指數表現

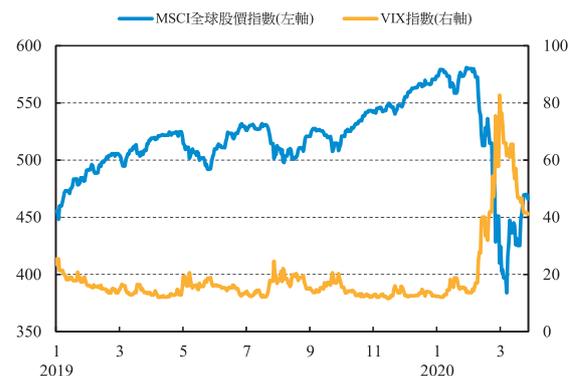


註：1. 2019年1月1日=100

2. EURO STOXX 50為歐元區12個主要經濟體之50檔股票指數。

資料來源：Bloomberg。

圖 2-10 全球股價指數與VIX指數



註：1. MSCI全球股價指數係摩根史丹利(Morgan Stanley)所編製之證券指數，涵蓋股票均為大型企業股。

2. VIX指數(又稱恐慌指數)係芝加哥選擇權交易所波動率指數，反映投資者對股票市場的心理預期，該指數愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇。

資料來源：Bloomberg。

³⁹ 根據IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April之模型估計，2020年全球經濟成長率有5%機率低於-7.4%。

⁴⁰ IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April.

⁴¹ 部分企業部門於2008年金融危機後累積過多債務，投資管理公司則在疫情爆發前已面臨高槓桿、期限與流動性錯配等問題，兩者脆弱度均較高。

反轉重挫(圖2-9)，3月間美股更多次觸發熔断機制⁴²，VIX指數⁴³一度飆升至82.69之歷史新高(圖2-10)；同月23日MSCI全球股價指數跌至384.04(圖2-10)，為2016年以來低點。嗣後隨主要經濟體陸續推出因應疫情措施⁴⁴，VIX指數回降至40上下，全球股市亦略回溫，惟3月底MSCI全球股價指數僅442.35，較2月高點581.02下跌約24%(圖2-10)。

● 近期各經濟體匯率波動度驟升，新興經濟體貨幣則大幅走貶

2019年先進與新興經濟體貨幣對美元匯價走勢分歧，其中先進經濟體主要貨幣大致呈區間震盪走勢，新興經濟體美元指數前3季受美中貿易衝突升溫影響，隨人民幣貶值而震盪走升，惟第4季因美中貿易衝突趨緩等因素反轉下滑(圖2-11)。

2020年2月以來因疫情擴散，市場預期美國Fed將大幅降息，先進經濟體美元指數一度下挫，但3月中旬隨疫情急遽升溫，美元指數反轉走升，嗣後隨美國Fed宣布無限量購債而回降；波動度則較2019年大幅走升⁴⁵(圖2-11)。

同期間，新興經濟體受原油價格崩跌及疫情蔓延影響，貨幣大幅貶值，新興經濟體美元指數快速走升，其後，美國Fed為維持金融市場順利運作及貨幣政策有效傳遞宣布無限量購債，促使該指數回降(圖2-11)。IMF警告⁴⁶，疫情與大宗商品價格走弱將引發投資人拋售新興市場金融資產，自疫

圖 2-11 先進及新興經濟體美元指數走勢



註：先進及新興經濟體美元指數係美國Fed編製，分別包含7個及19個主要貿易對手國貨幣之加權平均匯率，基期為2006年1月(=100)。

資料來源：美國Fed。

⁴² 同註3。

⁴³ 同註2。

⁴⁴ 同註22。

⁴⁵ 先進經濟體美元指數標準差由2019年之0.74上升至2020年第1季之2.22。

⁴⁶ 同註40。

情爆發以來已有超過1,000億美元資金撤出新興經濟體，規模相當於該等經濟體整體GDP之0.39%⁴⁷，係2008年以來最大規模資金外流(圖2-12)，在新興經濟體債務水準過高之情況下，資金外流恐造成貨幣續貶，並推升其金融脆弱度。

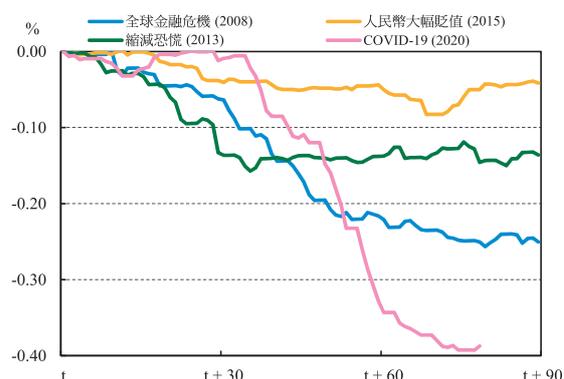
● 主要經濟體公債殖利率降至新低，恐加劇負利率債券問題

2019年隨全球景氣趨緩且通膨溫和，主要央行釋出貨幣政策轉趨寬鬆立場訊息，帶動長期公債殖利率一度走低，其後因美中達成第一階段貿易談判協議等正面消息而反轉走升。2020年2月以來，隨肺炎疫情升溫，全球對主要經濟體公債之避險需求增加，帶動該等

經濟體公債殖利率轉趨下滑，其後因疫情益趨嚴峻且國際油價暴跌，3月9日美國、英國及歐元區等國公債殖利率降至近5年新低，其後隨各國政府陸續推動財政刺激政策而略回升(圖2-13)。

2014年以來主要央行為提振景氣紛紛採行負利率政策，導致全球負殖利率債券規模大增，隨肺炎疫情蔓延全球，各國長期公債殖利率觸及歷史低點，恐擴大負殖利率債券所引發之負面影響(專欄1)。

圖 2-12 新興經濟體資金流出走勢



註：1. 數據係外國人累積投資金額對GDP比重。

2. t係事件爆發首日。

3. 本圖新興經濟體係指中國大陸、巴西、匈牙利、印度、印尼、南韓、墨西哥、巴基斯坦、菲律賓、卡達、斯里蘭卡、南非、臺灣、泰國、烏克蘭及越南等16國。

資料來源：IMF (2020), *Global Financial Stability Report*, April。

圖 2-13 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

⁴⁷ 同註40。

(3) 高收益公司債利差擴大，違約率可能上升

2008年全球金融危機後，長期寬鬆貨幣政策引導借貸成本走低，增加各經濟體舉債誘因。根據國際金融協會(Institute of International Finance, IIF)統計，2019年底全球債務規模已達255兆美元，相對GDP達322%，較2007年增加40個百分點，其中非金融部門之公司債務74.2兆美元，較2007年增加70%⁴⁸。

圖 2-14 美國高收益公司債利差



資料來源：Bloomberg。

2020年2月下旬以來，因新冠肺炎疫情蔓延，加上市場信用及流動性風險走升，投資等級公司債利差快速擴大，主要係市場憂心恐有大規模BBB等級公司債因疫情遭降等所致。高風險信貸市場⁴⁹中，美國高收益公司債利差升抵2008年金融危機以後新高(圖2-14)，當中尤以能源及航空旅遊業升幅最為明顯。IMF警告⁵⁰，目前全球債務過高且預期未來企業部門收益將大幅下滑，預估美國高收益債違約率將升至8%-10%以上⁵¹，恐對金融市場產生不利衝擊。

⁴⁸ IIF (2020), *Global Debt Monitor: COVID-19 Lights a Fuse*, April.

⁴⁹ 高風險信貸市場包括高收益債、槓桿貸款及私募債券，根據IMF統計，全球高風險信貸市場規模已達9兆美元。

⁵⁰ 同註40。

⁵¹ 在悲觀情境下，違約率將上升至超過12%，超越2008年金融危機水準。

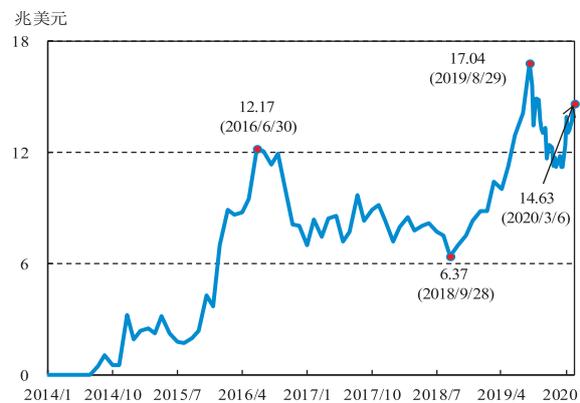
專欄1：負殖利率債券現象之探討

負殖利率債券係指投資人在債券到期收回的名目本金加利息，小於期初支付金額。本專欄探討近年造成全球負殖利率現象的原因，以及該現象若持續擴增對經濟金融的可能影響。

一、負利率政策引發負殖利率債券現象

2008年全球金融危機後，歐洲央行(ECB)與日本央行(BOJ)等大型經濟體央行陸續採行負利率政策，希望透過壓低實質利率、推升通膨預期，達到提振經濟之目的。瑞典¹、瑞士及丹麥等歐元區鄰近國家為抵銷ECB政策的外溢效果，避免熱錢湧入推升本國貨幣，亦跟進採行。2019年8月底全球負殖利率債券曾創17.04兆美元之歷史新高(圖A1-1)。歐元及日圓負殖利率債券仍為大宗，分別占54.9%及41.63%²。

圖A1-1 近年全球負殖利率債券規模



資料來源：Bloomberg。

二、全球債市負殖利率現象擴大之原因

債券殖利率降至負值之原因，大致可歸納為景氣循環因素與長期趨勢因素。

(一) 景氣循環因素

1. 經濟成長放緩與通膨下滑，壓抑當地公債殖利率

一國公債殖利率大致反映市場對該國未來經濟成長與通膨之預期。歐、日等地區或國家經濟成長放緩且通膨下滑，導致當地公債殖利率易跌難漲。

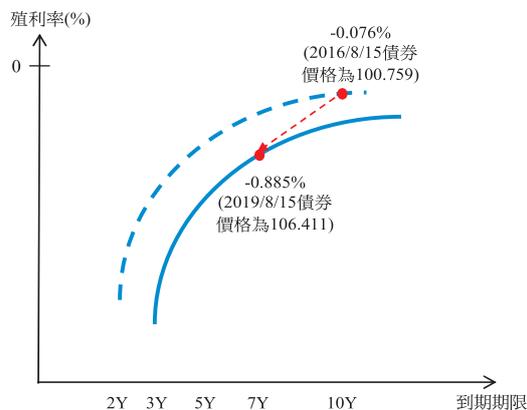
2. 負利率政策觸發負殖利率債券現象

先進經濟體透過非傳統性寬鬆貨幣政策壓低長短期利率，ECB及BOJ為強化政策力道，更進一步採行負利率政策，觸發負殖利率債券現象。

3. 投資負殖利率債券仍有獲利機會

大多數情況下債券殖利率曲線之斜率為正值，若市場預期該曲線下移機率將因央行維持寬鬆貨幣政策而攀升，投資人可透過滾動向下(roll down)策略賺取資本利得(圖A1-2)，亦可透過利差交易策略(carry trade)賺取長短期利差(圖A1-3)。

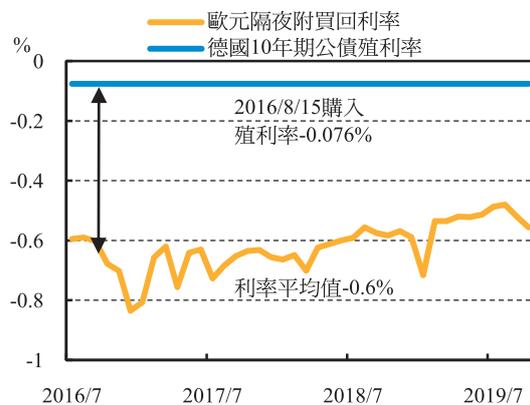
圖A1-2 滾動向下策略



註：本圖假設若2016年購入10年期德國公債，3年後(成為7年期公債)受益於殖利率曲線維持正斜率且下移，市價仍上漲(亦即殖利率下跌)。

資料來源：Bloomberg。

圖A1-3 利差交易策略



註：本圖假設若2016年購入殖利率-0.076%之10年期德國公債，並以其為擔保品承作附買回交易(利率平均值為-0.6%)，仍可獲得約0.5%之利差收益。

資料來源：Bloomberg。

(二) 長期趨勢因素

1. 潛在經濟成長率下降，帶動實質中性利率走低

人口老化與少子化導致勞動人口減少³，又全球資本財累積不足與技術進步放緩致潛在經濟成長率下降，帶動實質中性利率⁴走低，形成債券殖利率下行壓力。

2. 結構性因素拉低均衡通膨率，間接壓縮債券通膨貼水而壓抑殖利率

全球供應鏈興起及線上銷售模式盛行，持續提供物美價廉產品⁵，以及人口高齡化等結構性因素造成通膨預期下滑，甚至壓低均衡通膨率⁶。

3. 安全性資產需求增加且供給相對受限，使高信評債券殖利率易跌難漲

安全性資產多以先進經濟體公債為主，惟近年多數先進經濟體財政紀律趨嚴致公債發行量增速趨緩，但金融危機後銀行業法規趨嚴而對安全性資產⁷之需求增加，又央行現恐難以縮減資產負債表規模，加劇該等國家公債稀缺性問題，導致公債價格偏高(殖利率偏低)。

三、負殖利率債券規模增加對經濟金融之影響

(一) 傳統的儲蓄與投資行為改變，恐不利有效需求增加

研究指出⁸，日本較長天期利率降至極低水準或負值時，家計單位未雨綢繆致消費未受激勵反而儲蓄增加(2014年調升消費稅除外)，另利率偏低亦衝擊仰賴固定收益的民眾，這現象也發生在歐元區(圖A1-4)。

(二) 低生產力企業獲得利息補貼而不易被市場淘汰，不利潛在經濟成長率

過度壓低利率很可能讓經營不善之企業取得極低利率融資，而不易被市場淘汰，並提高新創企業進入市場門檻及降低市場活力，不利生產力提升。目前美、德兩國之企業新設與解散比率雙雙出現下滑。

(三) 貨幣政策易面臨有效利率下限困境

BIS等研究⁹指出，主要經濟體觸及有效利率下限之機率偏高，若無其他政策搭配，單靠貨幣政策難以提振景氣。

(四) 變相鼓勵非銀行部門從事高風險投資，易形成資產泡沫

家計部門為追求比存款利率更高的報酬，將更多資金轉移至高風險資產如不動產¹⁰等，而保險業等機構投資人為履行給付義務，增加買入私募股權等其他替代投資(圖A1-5)，除大幅推升部分資產價格外，亦讓自身更易受到金融市場波動之衝擊。

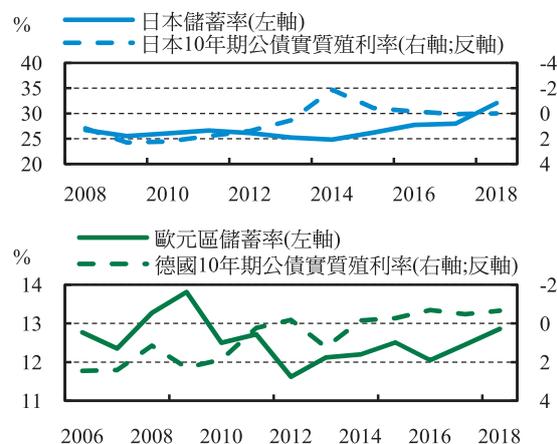
(五) 公債及貨幣市場流動性降低，可能損及金融市場運作機制

負殖利率公債規模伴隨QE及負利率政策的推出而增加，降低長期投資者交易該等債券意願，因而衝擊其流動性。例如日本公債次級市場交易量相對其在外流通餘額比率，由2011年第2季之7.68%大幅降至2019年第4季之1.45%。

四、結語

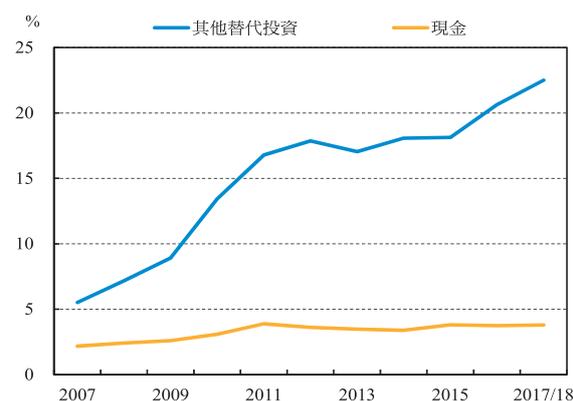
近年全球債市負殖利率現象益加普遍，除以歐元及日圓等幣別之債券為主外，同時蔓延至更長天期債券。若負殖利率債券現象延續過久，恐不利於經濟金融穩定，應密切注意其後續發展。

圖A1-4 日本與歐元區公債殖利率與儲蓄率變化



資料來源：Bloomberg。

圖A1-5 大型退休基金之另類投資比重



註：1. 統計樣本為全球700家大型退休基金，資產總規模約13兆美元。

2. 其他替代投資包括私募股權及房地產等。

資料來源：IMF (2019), *Global Financial Stability Report*, October。

- 註：1. 瑞典央行於2019年12月19日宣布調升附買回利率1碼，從-0.25%調升至零，終止其長達5年的負值。瑞典是危機後全球第一個採用負利率政策的國家，曾於2009年7月~2010年9月將存款利率調降至-0.25%，並在2015年2月跟進ECB調降附買回利率，由零降至-0.10%。
2. 依全球負殖利率債券規模指數Bloomberg Barclays Global Agg Negative Yielding Debt Index進行幣別拆解，2020年3月6日，歐元與日圓所占比重分別為54.9%及41.63%。
3. IMF估計，歐洲55-64歲的高齡工作人口占比每上升1個百分點，總要素生產力會下降0.8個百分點，其進而預測未來20年當地總要素生產力每年將下降0.2個百分點。參見Aiyar, Shekhar et al. (2019), “The Impact of Workforce Aging on European Productivity,” *IMF Working Paper*, December。
4. 實質中性利率(real neutral rate)係指在通膨與通膨預期穩定於目標值、產出缺口為零且中期亦將維持於零的情況下之利率水準。參見Archibald, Joanne and Hunter, Leni (2001), “What Is the Neutral Real Interest Rate, and How Can We Use It?” *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 64, September。
5. Byrne, David M. and Carol A. Corrado (2017), “The Increasing Deflationary Influence of Consumer Digital Access Services,” *Federal Reserve, Finance and Economics Discussion Series*, 2020-21, January.
6. 均衡通膨率(equilibrium inflation rate)係指可避免通縮風險且不會產生惡性通膨之物價成長率。參見Jacques de Larosière (2019), “Tackling ‘Dead-end’ Monetary Policy,” *Central Banking*, October。
7. Stubbington, Tommy (2019), “Why the Global Shortage of Safe Assets Is Getting Worse,” *Financial Times*, November.
8. Miwa, Takashi et al. (2019), “Deeper Minus Rates, Household Concerns,” *Japan Economic Weekly, Nomura Research*, October.
9. Brunnermeier, Markus and Yann Koby (2017), “The Reversal Interest Rate: An Effective Lower Bound on Monetary Policy,” *Working Paper*, May; Franta, Michal (2018), “The Likelihood of Effective Lower Bound Events,” *BIS Working Papers*, No.731, June.
10. 近期丹麥銀行業甚至推出負利率房貸業務，吸引民眾貸款購屋，無形中助漲當地房價。