

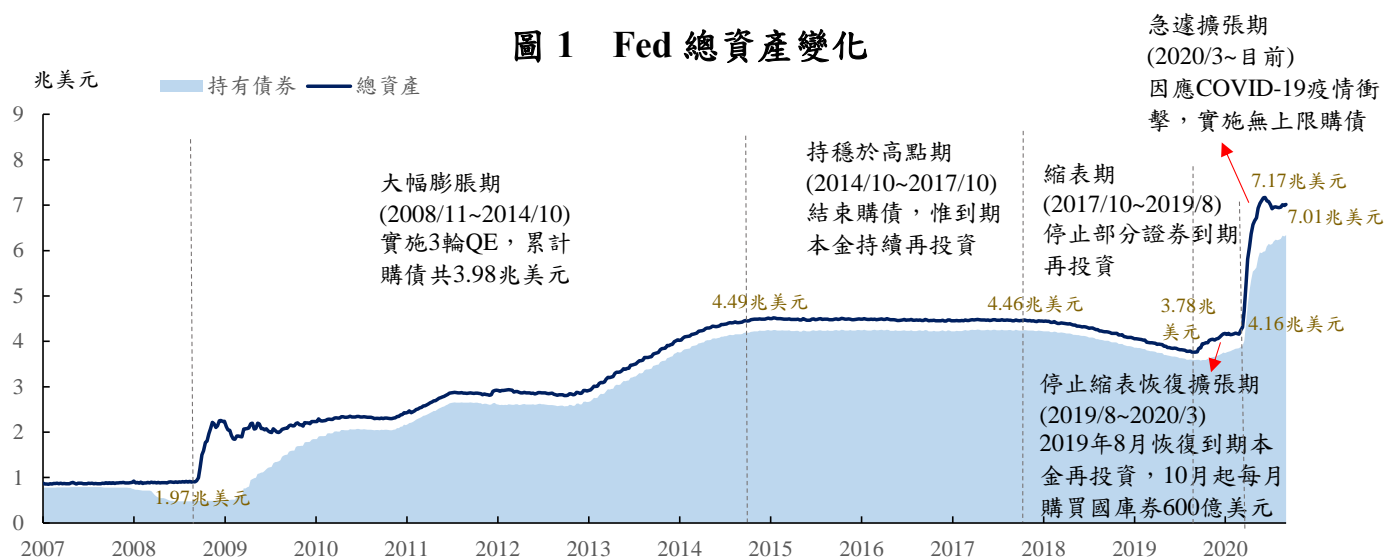
五、Fed 資產負債表近期擴張情形、可能影響與問題

本(2020)年3月以來美國聯準會(Fed)為因應 COVID-19 疫情之救市措施，導致其資產規模急遽擴張至歷史新高，雖有助恢復金融信心，惟亦引發影響金融穩定、擴大貧富差距、引燃高通膨之質疑。在全球經濟金融高度整合下，Fed 貨幣政策在驅動全球金融循環扮演關鍵角色，而美國龐大的消費需求則為許多國家的外銷市場，2008 年全球金融危機、2009 年經濟大衰退(Great Recession)及 2013 年 Fed 量化寬鬆(quantitative easing, QE)退場政策訊息，透過金融及貿易管道衝擊全球各地經濟金融皆為例證。本文擬簡介爆發疫情以來，Fed 資產擴張情形與全球金融危機時期之不同，並分析此次擴張之可能影響及外溢效應，進而探討其對全球經濟金融所帶來的隱憂。

(一)COVID-19 疫情下，Fed 資產擴張規模及速度遠超過 2008 年全球金融危機期間

1. Fed 資產於全球金融危機後之 6 年間擴增逾倍，COVID-19 疫情後僅 3 個月即由 4.16 兆美元遽增至 7.17 兆美元

(1)自 2008 年全球金融危機之後，Fed 實施 3 輪 QE 因應金融市場動盪及經濟衰退，總資產由 2008 年 10 月底之 1.97 兆美元膨脹至 2014 年底之 4.49 兆美元，在 6 年間擴增逾倍(圖 1)。



資料來源：Refinitiv Datastream

- (2)2014 年底至本年 3 月，為順應經濟與金融市場變化，歷經資產負債表正常化、再度擴張等不同階段。
- (3)本年 3 月因美國 COVID-19 疫情嚴峻，Fed 採行無限量 QE 並推出一系列緊急融通機制，資產規模在短短 3 個多月從 2 月底之 4.16 兆美元急遽升至 6 月上旬之 7.17 兆美元之歷史新高，之後略降至 7 兆美元左右(圖 1)。
- (4)Fed 資產規模對 GDP 比率亦從 2019 年底的 19.4%快速升至目前的 35.9%，已遠高於金融危機前的 6%。隨著 Fed 資產規模急遽擴張至歷史新高，負債面亦相對產生變化(詳附錄 Fed 負債面結構之變化)。

2. 全球金融危機後 Fed 資產轉變為幾乎以美元債券為主，公債占比即逾半，目前購債計畫仍延續此結構

- (1)全球金融危機前，Fed 持有債券僅占其資產約 25%，實施 3 輪 QE 後該占比躍升至 94%，成為最主要的資產項，且多數為公債及房貸抵押擔保證券(MBS)，至本年 2 月底前，持有債券占比幾乎均維持在 90%以上(表 1)。
- (2)本年 3 月 15 日，為因應疫情，Fed 宣布將增購至少 5,000 億美元公債及至少 2,000 億美元機構房貸擔保證券(agency MBS)，23 日再宣布無限量 QE 措施大量購債，目前資產架構仍延續以持有債券為主，尤其公債占比逾半之情形，惟因同時亦推出多項支援市場流動性及信用機制(詳下節分析)，致持有債券占比略降至 80%~90%之間(表 1)。
- (3)Fed 持有之公債於 2008 年 10 月至 2014 年 10 月間增加約 2 兆美元，本次 3 月 Fed 宣布大額購債措施以來，僅約 6 個月時間，Fed 持有之公債增量亦達 1.87 兆美元，與 3 輪 QE 下之公債增量接近(表 1)。

表 1 Fed 資產主要組成項占比

時間	2008 年 10 月底		2014 年 10 月底		2020 年 3 月 11 日*		最新(2020/9/9)	
	金額(億美元)	占比	金額(億美元)	占比	金額(億美元)	占比	金額(億美元)	占比
持有債券	4,900	24.89%	42,192	94.04%	38,972	90.38%	63,456	90.51%
公債	4,760	24.20%	24,616	54.86%	25,230	58.51%	43,936	62.67%
MBS	0	0.00%	17,179	38.29%	13,718	31.82%	19,496	27.81%
機構債	140	0.69%	397	0.88%	23	0.05%	23	0.03%

註：*3 月 11 日資料為 Fed 宣布大額購債措施前之最新數據。

資料來源：Fed

3. 與全球金融危機時期相比，本次緊急融通機制範圍擴增至企業與地方政府等，並由金融市場擴及實體經濟

(1)全球金融危機爆發時，Fed 之支持市場流動性及信用措施，端視經濟與金融市場之變化，漸次於 2007 年底至 2008 年底間推出，除貼現窗口融通條件之彈性調整與增設與外國央行之暫時性美元流動性交換額度外，另推出針對主要交易商、資產擔保證券、商業本票及貨幣市場基金之緊急融通機制。

(2)本次疫情於 3 月大規模擴散後，Fed 除於 3 月中旬前宣布降息及購債措施外，**3 月至 4 月間即宣布重啟因應全球金融危機時曾使用之與外國央行之美元流動性換匯機制與緊急融通機制**等措施，並**新設針對美國公司債及其 ETF、市政債，以及中小企業等融通機制**，除**更迅速地對金融市場提供信用與流動性援助**外，並**進一步擴及實體經濟**。

(3)**各項信用及流動性機制中以央行流動性交換及就業保護方案流動性機制(PPPLF)之使用量最大**(圖 3)：

—與外國央行之流動性交換自本年 3 月中旬起規模暴增，最高於 5 月下旬達到 4,489 億美元，之後逐漸下降，目前約在接近千億美元左右。

—總計**緊急融通機制共有 9 項**¹，致 Fed 資產中與信用及流動性機制對應之規模明顯上升至 6 月 10 日 6,400 億美元之高點，隨後逐漸降至 9 月上旬的 2,700 億美元(圖 2、3)。實際使用情形遠低於起初推估之總規模 2.82 兆美元。其中**配合政府之就業保護方案(PPP)**²**所推出之就業保護方案流動性機制(PPPLF)**，因 PPP 借款人在一定條件下無須還款的特殊性，致**使用量最大**，規模於 7 月 29 日達到最高之**708 億美元**。

➤ **就業保護方案流動性機制(PPPLF)主要為增強 PPP 之有效性**，及為信貸市場**提供流動性**；參與 PPP 之合格金融機構得以其所貸放之 PPP 貸款為擔保品向 Fed 申請融通。

¹ 9 項融通機制分別為商業本票融資機制(CPFF)、中小企業貸款方案(MSLP)、定期資產擔保證券貸款機制(TALF)、主要交易商融通機制(PDCF)、就業保護方案流動性機制(PPPLF)、初級市場公司融通機制(PMCCF)、次級市場公司融通機制(SMCCF)、市政債流動性機制(MLF)及貨幣市場共同基金流動性機制(MMLF)，詳見中央銀行(2020)，「美國 Fed 因應新冠肺炎疫情所推出緊急融通機制之介紹」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 18 日。

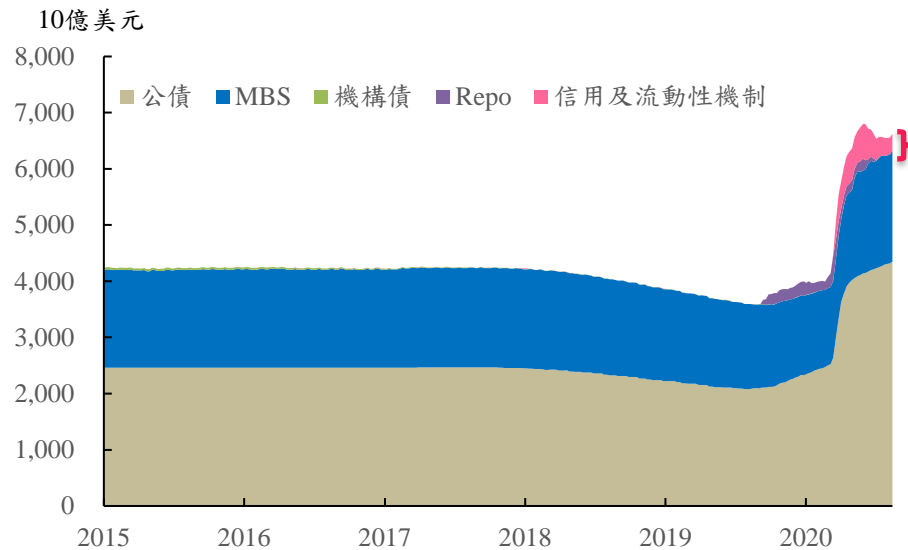
² 小型企業管理局(Small Business Administration, SBA)依據 CARES Act，設立「就業保護方案」(Paycheck Protection Program, PPP)，PPP 為 SBA 主辦之貸款方案，作法為透過金融機構向符合資格之小型企業提供 SBA 保證之貸款。

- PPP 之借款人若將該筆資金用於工資(至少 60%)、租金等，且滿足相關雇用條件，則可向政府申請豁免還款，因此性質上近似紓困，惟 PPPLF 之融資係完全由 PPP 貸款作為擔保，而 PPP 貸款本息完全由小型企業管理局(SBA)保證，因此 PPPLF 並不會使 Fed 出現損失。

—在 Fed 透過特殊目的機構(SPV)運作的 6 項緊急融通機制當中³，使用量較大者為公司融通機制(CCF)。

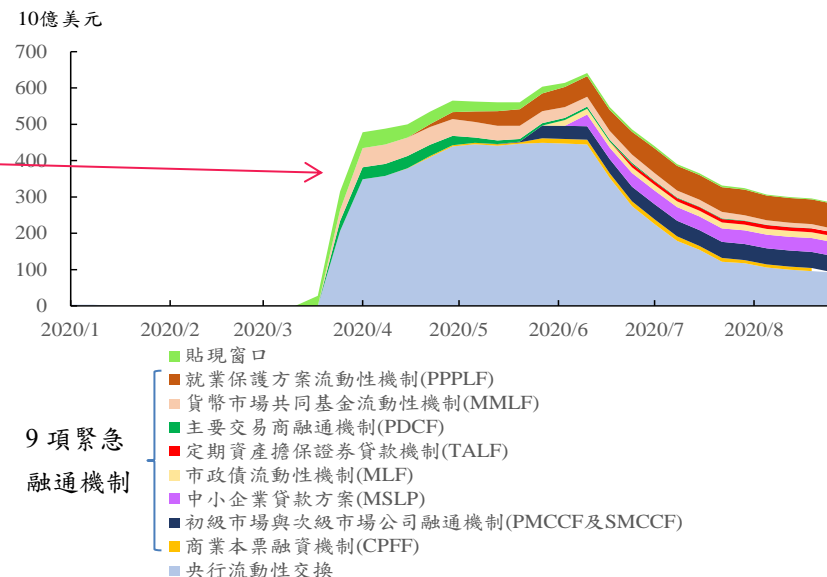
- 公司融通機制(CCF，包括初級市場及次級市場)係針對美國企業，購買資產類型包含公司債、貸款或公司債 ETF，目前在 Fed 資產負債表上之規模約為 448 億美元⁴。
- 不過，有論者指出，Fed 透過公司債支持企業，恐是充當信用配置者，損及獨立性；再者，CCF 係委託貝萊德(BlackRock)負責投資管理，但鑒於貝萊德是最大的基金管理公司，利益衝突難以避免⁵。

圖 2 Fed 資產主要組成項



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 3 Fed 資產項之信用及流動性機制規模



資料來源：Refinitiv Datastream

³ 包括 CPFF、TALF、MLF、初級市場 CCF、次級市場 CCF 及 MSLP 等 6 項機制。透過 SPV 運作，主要是為符合聯邦準備法等相關規範之要求，除可避開公開市場操作標的限制外，亦旨在確保納稅人不致遭受損失。

⁴ CCF 於 Fed 資產負債表所列示之金額係包含購買資產 128 億美元及財政部注資之 320 億美元。

⁵ 詳見中央銀行(2020)，「因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 18 日。

(二) Fed 資產負債表擴張之影響及外溢效應

1. 此波金融情勢回穩及資產價格攀升之速度，皆較全球金融危機時期更加迅速

(1) 疫情衝擊一度導致恐慌指數(VIX)於本年3月中旬飆升至1990年指數編製以來最高，金融情勢急遽緊縮，在Fed積極擴大貨幣寬鬆穩定市場，加以政府實施大規模財政紓困措施等激勵下，市場恐慌情緒快速下降，**金融緊縮情勢快速回穩**，而**金融危機時期則情況嚴重，且恢復期較慢**(圖4)。

(2) Fed 宣布史無前例的無上限購債措施，並快速推出擴及多類資產之信用與流動性工具，除提振金融市場信心，並在短時間內挹注市場大量流動性，促使**美國3大股價指數回升速度亦較金融危機時期更為快速**(圖5)，並**透過全球風險胃納**(投資人承擔風險的能力及意願)**的擴增及資本外移追逐更高收益，帶動全球股市隨之走高**(圖6、圖7)。

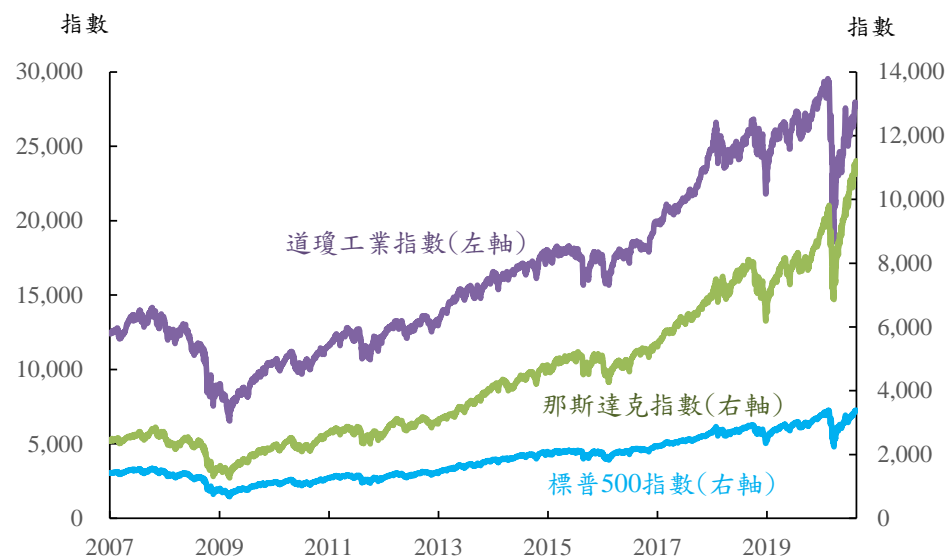
圖4 美國金融情勢與恐慌指數



註：Chicago Fed 金融情勢指數(Adjusted National Financial Conditions Index, ANFCI)由金融市場變數(如公債殖利率、信用利差、股價指數與 VIX 指數)及實體經濟變數(如企業、消費者信貸條件等)構成。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖5 美國主要股價指數

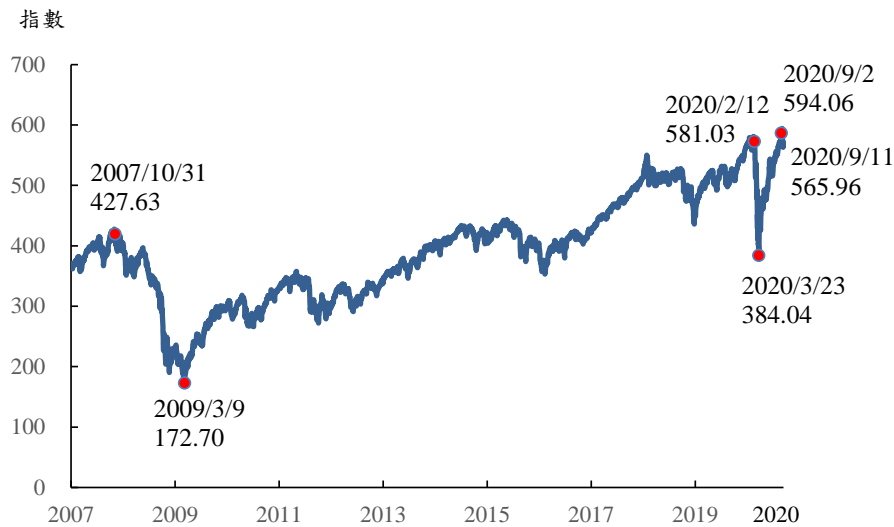


資料來源：Refinitiv Datastream

— MSCI 全球股價指數在本年 2 月中至 3 月下旬下跌逾 30%，時隔約半年即已突破疫情爆發前水準，與全球金融危機時期相較，反彈速度極快。

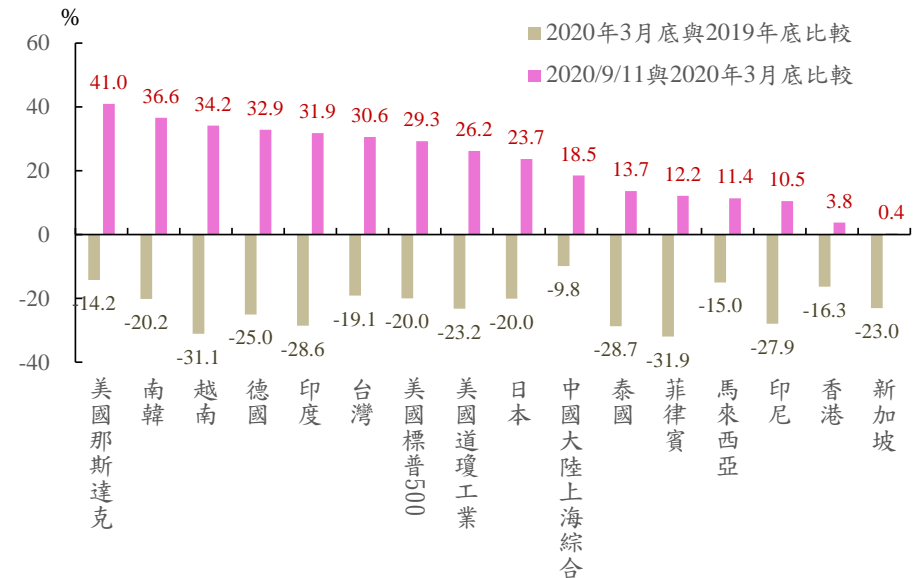
— 全球主要經濟體股市跟隨美股自低點大幅反彈，亞洲經濟體股市亦多上揚，南韓、越南、印度及台灣漲幅均逾 30%。

圖 6 MSCI 全球股價指數走勢



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 7 全球主要經濟體股價指數漲跌幅



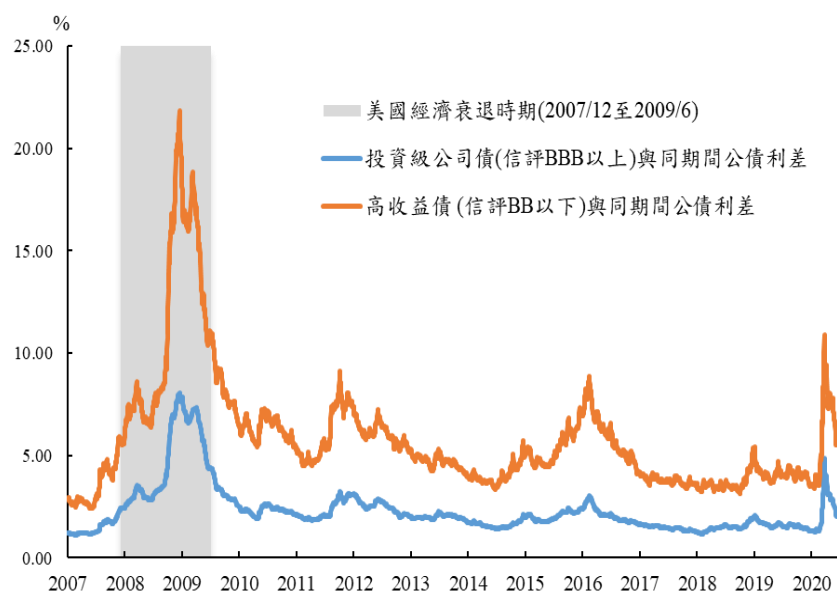
資料來源：Refinitiv Datastream

2. Fed 緊急融通措施迅速穩定公司債市場，緩解企業融資壓力

(1) 疫情導致較低評級之公司債面臨降評或違約風險，致與同期間公債之利差大幅攀升，Fed 於本年 5 月開始執行公司融通機制(CCF)，買進包括投資級與垃圾級債券之公司債指數型基金(ETF)及個別公司債，促使**公司債與公債利差迅速縮減**，**企業融資壓力下降**⁶(圖 8)。

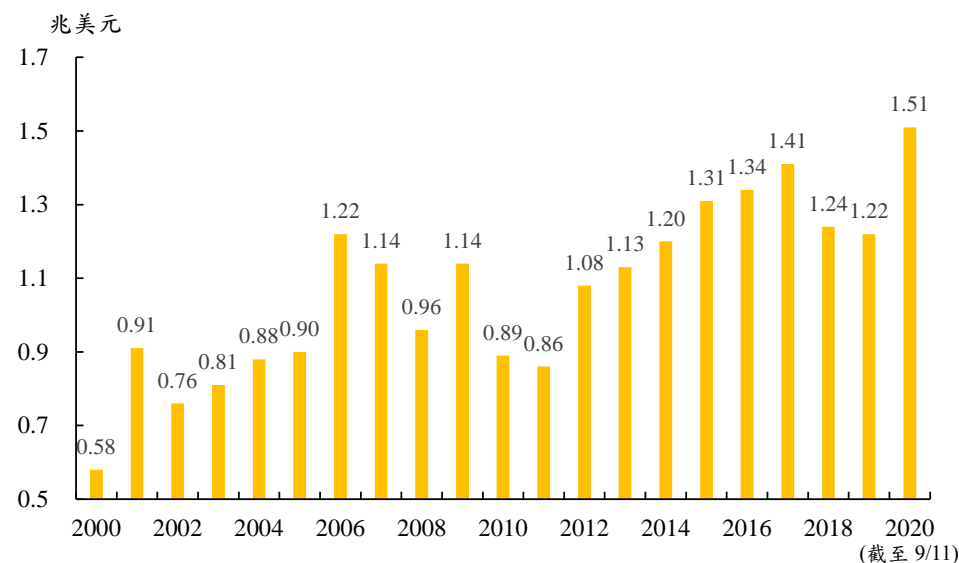
(2) 在 Fed 積極救市下，**企業發債規模創新高**。美國**本年投資級公司債的發行規模**，截至 9 月 11 日已達 **1.51 兆美元**，**遠超過其他年之全年總額**(圖 9)；上半年垃圾級公司債發行額約 1,800 億美元，高於 2015 年創下的上半年發行規模最高紀錄⁷。

圖 8 美國公司債利差變動



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 9 美國投資級公司債發行金額



資料來源：Bloomberg

⁶ Fed 迅速介入公司債市場，相較於金融危機時期，公司債與公債利差擴大的幅度較小、回落的速度亦較快。

⁷ 參見 Wirz, Matt (2020), "Fed Backstop Fueled Corporate Bond Surge," *The Wall Street Journal*, Jun. 30。

3. 美元流動性大增致國際資金回流新興市場

(1) 本年 3 月疫情全球擴散導致美元避險需求急增，美元指數遽升、國際資本大量撤離新興市場，新興市場發行的美元債券價格則重挫(圖 10、圖 11)。

(2) 在 Fed 持續釋出大規模流動性致全球資金充沛，促使美元流動性大增、美元指數反轉走低⁸，加上市場對全球風險性資產需求強勁增長下，資金開始回流新興市場，新興市場資本流動指數逐漸回升至接近疫情爆發前水準，並大幅推升新興市場美元債券價格(圖 10、圖 11)。

圖 10 Bloomberg 新興市場資本流動指數走勢



註：指數由 Bloomberg 依據 Goldman Sachs 商品指數、MSCI 新興市場股價指數、EMBI 債券利差相對價值及新興市場外匯利差交易指數等編製而成，權重分別為 10%、30%、30%、30%。指數上升代表資本流入，下降代表資本流出。

資料來源：Bloomberg

圖 11 Bloomberg Barclays 新興市場美元債券總報酬指數走勢



註：該指數用以衡量投資級之美元計價新興市場公債、機構債與公司債報酬表現。

資料來源：Bloomberg

⁸關於近期國際匯市變化及主要經濟體貨幣對美元走勢分析，請參閱本次理監事會後記者會參考資料「一、國際經濟金融情勢及展望」乙文。

(三) Fed 資產負債表擴張對全球經濟金融帶來之隱憂

1. Fed 挹注過多流動性引發金融市場泡沫化之疑慮，及助長殭屍企業、拖累生產力成長之隱憂

(1) 在 Fed 持續向市場挹注大量流動性下，**美股背離經濟基本面帶動全球股市同步走高**，全球股票市值對 GDP 比率迅速攀升，**超越全球金融危機爆發前之水準**(圖 12)，引發部分學者及市場人士擔憂金融市場面臨泡沫化⁹。

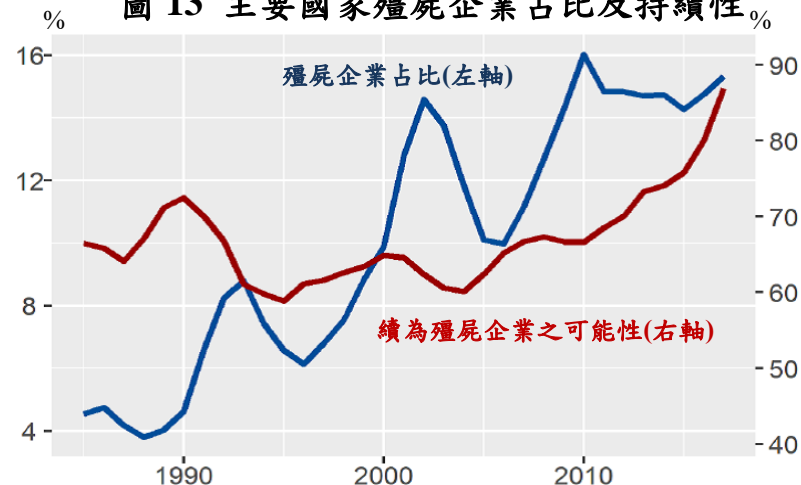
(2) 2008 年全球金融危機以來，寬鬆的金融情勢使更多殭屍企業(zombie company)¹⁰存活(圖 13)致主要經濟體生產力成長緩慢，是全球經濟陷入低成長困境的原因之一。本年 Fed 為因應疫情強化寬鬆的金融情勢，**鼓舞投資人持續搶進包含垃圾等級之公司債**，無視於企業違約或信評調降情況大增，**恐助長殭屍企業盛行**，並**拖累生產力成長**。

圖 12 全球股票市值對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 13 主要國家殭屍企業占比及持續性



註：隨著全球金融情勢大抵維持寬鬆態勢，14 個先進經濟體之殭屍企業家數占企業總數比率呈上升趨勢(藍線)，與此同時，殭屍企業在未來仍無法擺脫現況的可能性也持續上升(紅線)。

資料來源：Banerjee, Ryan and Boris Hofmann (2020), "Corporate Zombies: Anatomy and Life Cycle," BIS Working Papers, Sep.

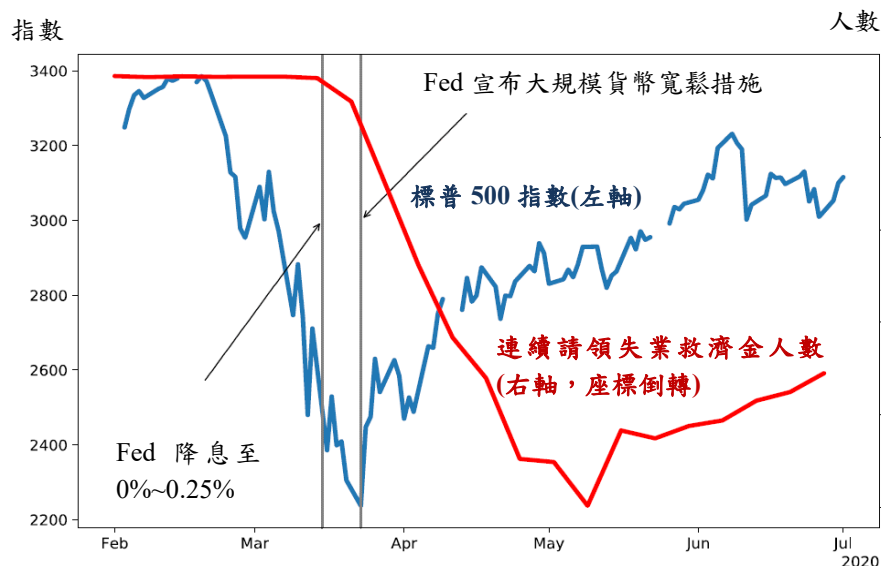
⁹ 包括 Oxford Economics 首席經濟學家 Adam Slater 等人均曾發表類似意見，參見 Wirz, Matt (2020), "Fed Backstop Fueled Corporate Bond Surge," *The Wall Street Journal*, Jun. 30; Slater, Adam (2020), "Soaring Corporate Debt is a Risk to Global Growth," Jul. 2。

¹⁰ 意指企業已負債累累並經營不善，但仍能取得金融機構長期持續的貸款或政府的支持而免於倒閉。若政府或金融機構放棄對殭屍企業的支持，可能影響金融體系運作或造成失業的增加，因此必須長期支應其需要，這些企業如同恐怖電影中的吸血殭屍，因而被稱為殭屍企業。

2. 恐擴大貧富差距，削減消費成長動能，不利未來經濟成長

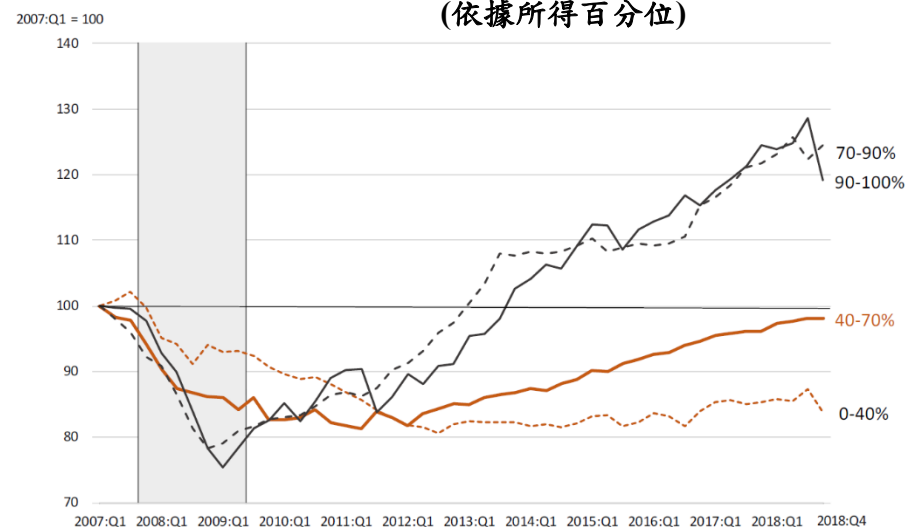
- (1) Fed 推出大規模的救市措施後，股市迅速彈升，其他金融資產亦呈相似走勢，但持續請領失業救濟金人數則以相當緩慢的速度下降，這種**金融市場與實體經濟呈兩極化的 K 型復甦**(圖 14)，恐進一步擴大美國貧富差距。
- (2) 在全球金融危機及大衰退過後的十年，**美國中等所得家庭**(家庭所得分配級距¹¹40%~70%)的**財富仍未回復到衰退前的水準**，但所得分配級距在**前 10% 富人的財富卻是擴增 19%**(圖 15)，**主因即是前者難以自股票上漲受益**¹²。
- (3) 金融資產價格衝高、就業市場緩慢恢復恐致美國貧富差距進一步擴大，可能**限縮整體消費支出**，進而影響美國**長期經濟展望**。而美國民間消費全球占比高達 30.6%，其消費需求減弱恐將連帶**削弱全球經濟成長力道**。

圖 14 美國金融市場與實體經濟呈 K 型復甦



資料來源：Caballero, Ricardo J. and Alp Simsek (2020), “Monetary Policy and Asset Price Overshooting: A Rationale for the Wall/Main Street Disconnect,” NBER Working Paper, Aug.

圖 15 美國家庭財富變化
(依據所得百分位)



資料來源：Brainard, Lael (2019)

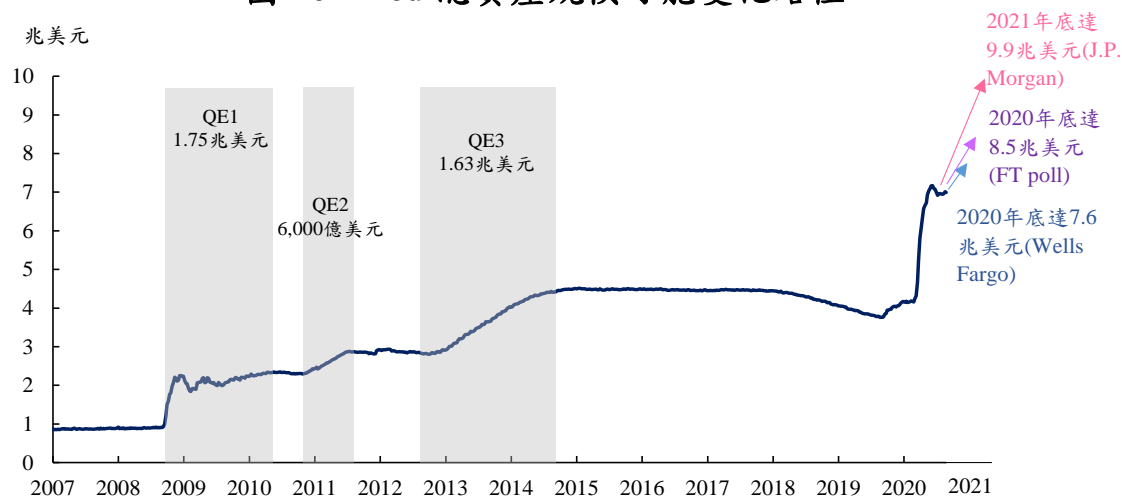
¹¹ 將全國家庭依其可支配所得大小排序後，再將戶數 100 等分(每等分均包含全國 1%的家庭)，百分位越高表示所得越高者。

¹² 2009 年大衰退後，中等所得家庭之股市參與率持續下降，其 2018 年持有總商業資產(股票及基金)僅 6%，富人則逾 75%；參考 Brainard, Lael (2019), “Is the Middle Class within Reach for Middle-Income Families?” Remarks by Member of Board of Governors of the Federal Reserve System, May。

3. Fed 龐大的資產負債表或再擴增並維持高檔，未來一旦開始考慮縮表，恐將再次對全球金融市場造成巨大影響

- (1)2013 年 5 月 22 日，在 Fed 資產規模為 3.4 兆、向銀行體系挹注之流動性約 1.9 兆之際，時任 Fed 主席 Ben Bernanke 在美國國會聽證會釋出縮減 QE 購買規模(tapering)訊息時，一度衝擊全球金融市場，並造成新興市場國家的股、匯市出現反轉下跌走勢。
- (2)目前 Fed 資產規模高達 7 兆美元，且依照 Fed 目前的購債步調(每月購入約 800 億美元公債及 400 億美元之機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)，機構商業不動產抵押貸款擔保證券(agency CMBS)的操作規模則為每週為 2.5 億~5 億美元)，以及持續運用緊急融通機制買入公司債、市政債等，其資產規模將進一步擴增；若干國際銀行即預估 Fed 資產可能於明(2021)年底達 10 兆美元(圖 16)。
- (3)相較於 2013 年，Fed 的資產規模更加龐大、握持資產種類更多元，未來 Fed 一旦開始考慮縮表，2013 年縮表恐慌(taper tantrum)事件可能再度重演，且對全球金融市場衝擊的幅度恐更劇烈。

圖 16 Fed 總資產規模可能變化路徑



資料來源：Politi, James (2020), “Federal Reserve Extends Emergency Lending Facilities by 3 Months,” Jul. 28；Jackson, Jordan (2020), “The Fed’s Balance Sheet: To Infinity and Beyond,” J.P. Morgan Asset Management, May 23；Bryson, Jay H. et al. (2020), “Implications of Fed Balance Sheet Growth,” Wells Fargo Special Commentary, Aug. 3

4. 流動性遽增引發通膨大幅走高擔憂，惟若干數據及 Fed 改採平均通膨目標，皆隱含通膨低迷不振恐為當前的隱憂

(1) Fed 為因應疫情在極短期間向市場挹注 3 兆美元流動性，致貨幣總計數 M2 年增率從本年 3 月的 6% 迅速攀升至 5 月的 22%，其後至今維持在 22~23% 的高水位(圖 17)，依據費雪方程式 $MV=PY$ ，如貨幣所得流通速度(V)不變，過多的貨幣(M)在實質產出(Y)無太大變動下，恐致物價(P)飛漲。

(2) 美國的 M2 所得流通速度(V)呈長年下滑趨勢，在經濟衰退期間降幅更為明顯。本年因防疫封鎖及居家令等措施致交易活動停擺，導致 V 在本年上半年急遽下滑(圖 18)。在 M2 年增率急遽成長之際，V 迅速滑落，這也說明為何 Fed 自 2008 年以來已實施三輪 QE，但通膨卻難以達成 2% 目標的原因之一(圖 20)。

(3) M2 年增率攀升另一原因，為民眾儲蓄率大增(圖 19)，而預防性儲蓄即為可能原因之一。

— 美國政府為支持受疫情重創的家庭，除提供每週額外 600 美元的失業救濟金，並對一般民眾每人發放 1,200 美元現金，在經濟封鎖期間，民眾因花費減少使銀行存款大幅增加，致儲蓄率在 4 月飆升至 33.7% 的歷史新高。

— 5 月起經濟漸次解封後，儲蓄率雖下降，但仍遠高於過去的水準，顯示疫情及高失業率衝擊民眾消費信心，致民眾偏向窖藏更多現金以備不時之需，而消費需求的減弱，將增加通膨下行壓力。

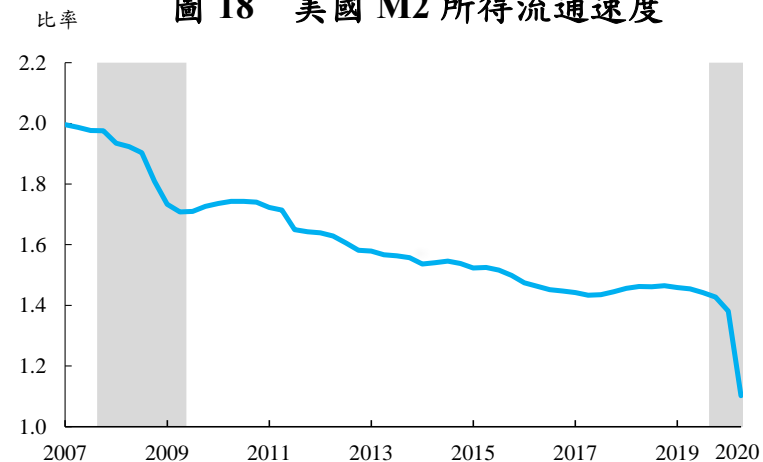
圖 17 美國 M2 年增率



註：灰色陰影為經濟衰退期。

資料來源：St. Louis Fed

圖 18 美國 M2 所得流通速度



註：灰色陰影為經濟衰退期。

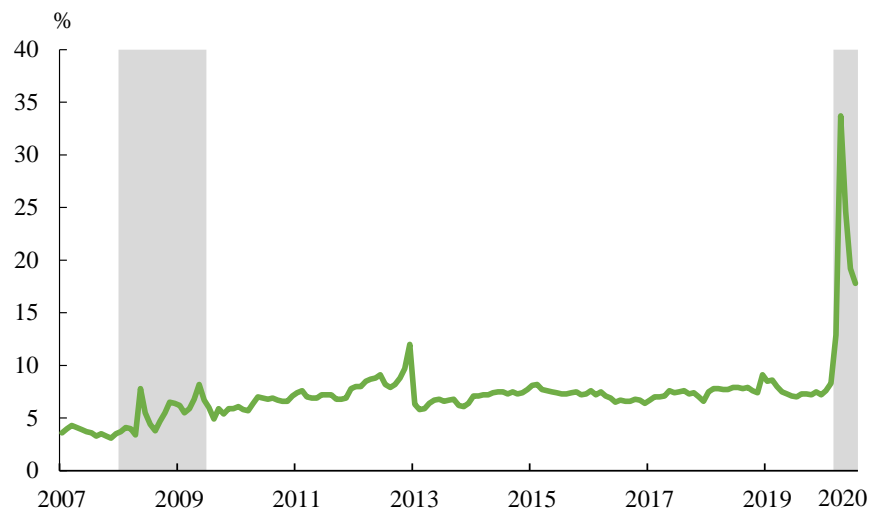
資料來源：St. Louis Fed

(4) Fed 改採 2% 平均通膨目標，明言將在未來一段時間內致力推升通膨，亦隱含目前不認為通膨將有過度增溫疑慮。

— 本年 8 月 27 日，FOMC 宣布修訂之「長期目標與貨幣政策策略聲明」開始生效，其中物價穩定目標方面，未來將力求達成通膨在一段時間內平均為 2%。因此，在通膨率一直低於 2% 的時期之後，Fed 可能在一段時間內力求使通膨率略高於 2%。

— 由於美國通膨率長期間低於 2% 目標水準(圖 20)，因此，Fed 改變通膨目標的達成方式可能意指，將在未來一段時間內致力推升通膨，亦隱含目前不認為通膨將有過度增溫之疑慮。

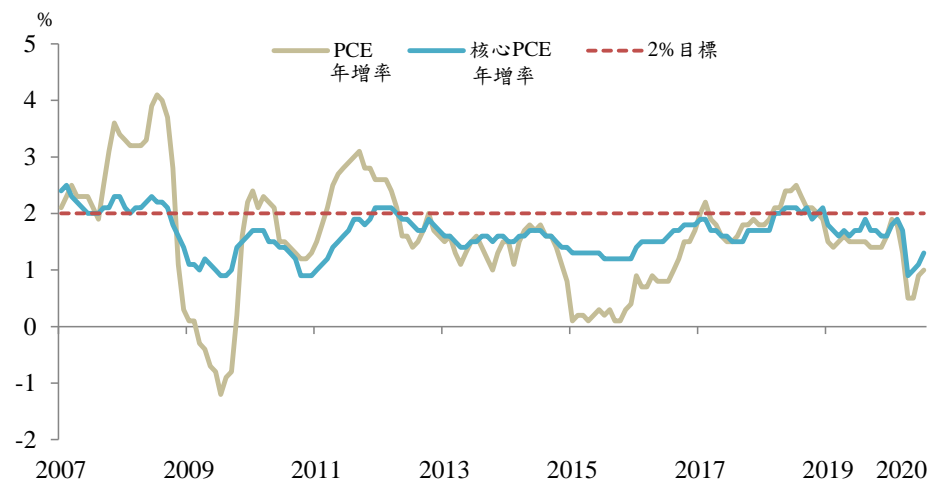
圖 19 美國個人儲蓄率



註：灰色陰影為經濟衰退期。

資料來源：St. Louis Fed

圖 20 美國通膨走勢



註：Fed 設立之 2% 通膨目標，主要係以個人消費支出(personal consumption expenditures, PCE)物價指數年增率衡量。

資料來源：美國商務部

(四)結論

Fed 為因應本次疫情危機創下多項紀錄，在**疫情爆發後短短兩個月時間**，即**重啟**因應全球金融危機時曾使用之多項**緊急融通措施**，及針對公司債及市政債等**推出新工具**，其**緊急救援機制之多樣性**，加上**創紀錄之資產購買**，除**迅速穩定美國金融市場**，並因 Fed 貨幣政策在全球金融循環扮演關鍵角色，透過影響全球風險胃納及跨境資本移動，**使得全球金融情勢回穩**，及**股、債等資產價格攀升**之速度跟隨美國腳步，且**皆較全球金融危機時期更加迅速**。

學理指出，Fed 資產擴張如肇致貨幣總計數大幅成長，**將帶來高通膨隱憂**，然而近期美國 M2 所得流通速度下滑、儲蓄率攀升及 Fed 改採 2% 平均通膨目標，加以 Fed 自 2008 年以來實施三輪 QE 但仍不易拉升通膨率等經驗，亦讓**各界對於未來通膨將大幅走高、抑或持續低迷，存在歧見**。惟**全球金融情勢過度寬鬆恐引發泡沫化疑慮、助長殭屍企業、拖累生產力成長，金融市場與實體經濟呈 K 型復甦亦恐擴大貧富差距、削減消費成長動能**，復以**未來縮表恐慌事件亦可能再度重演**等，均將是**威脅全球金融穩定及經濟復甦而必須密切關注之風險**。

附錄 Fed 負債面結構之變化

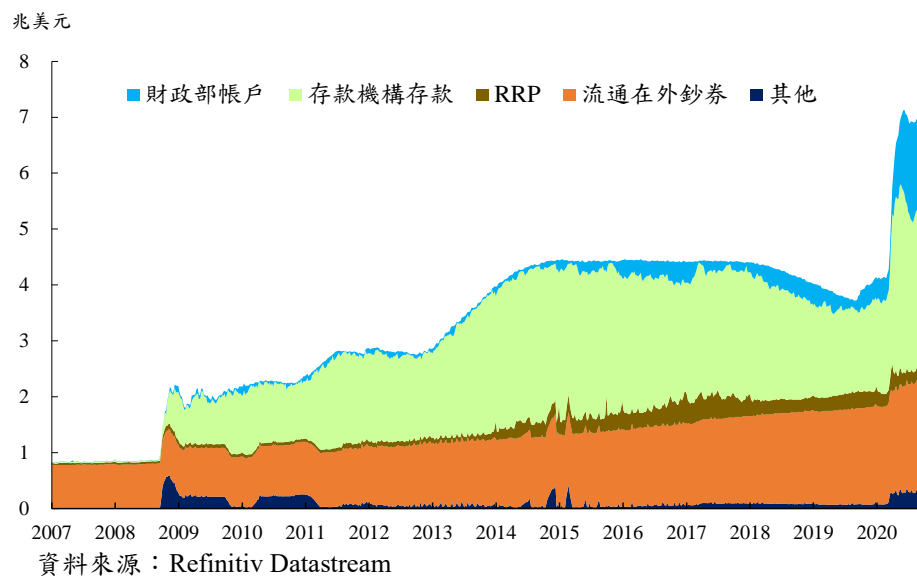
1. 負債結構從流通在外鈔券為主，轉為流通在外鈔券與銀行準備金並列為主要項目(附圖 1、附圖 2)。

—2008 年**全球金融危機前**，Fed 負債項以**流通在外鈔券**為主，占總負債與資本額**比重約 90%**，**存款機構存款(即銀行準備金)**僅約**3%**，平均規模約在 100 億~200 億美元之間。

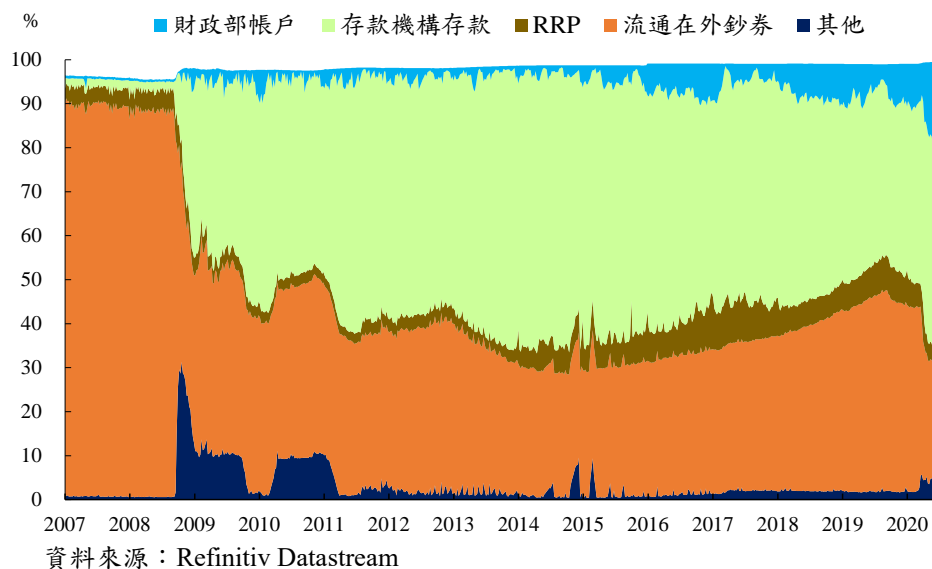
—**全球金融危機後**，負債項結構大幅改變，**銀行準備金規模快速攀升**，在 Fed 總資產大幅膨脹期(2008/11~2014/10)後期及持穩於高點期(2014/10~2017/10)，存款機構存款占總負債及資本額之**比重均逾 50%**，至**縮表期(2017/10~2019/7)**後逐漸降至**40%**左右，此外，**附賣回(RRP)及財政部帳戶(TGA)**¹³規模亦明顯增加；流通在外鈔券雖呈緩步成長趨勢，惟占比已大抵降至 50%以下。

—**疫情爆發以來**，**銀行準備金規模再度上升**，惟**占比無明顯變化**，**財政部帳戶規模及占比則均大幅提升**。

附圖 1 Fed 負債面主要組成項



附圖 2 Fed 各負債組成項相對總負債與資本額比



¹³ 財政部帳戶(TGA)為財政部的主要支付帳戶，帳戶餘額受稅收及各類政府支出(如社福金、政府員工薪資及公債付息等)所影響。

2. 無限量 QE 促使銀行準備金規模大幅擴增(附圖 3)。

- 全球金融危機期間，Fed 透過**信用融通機制**與**資產購買計畫**增加銀行流動性，加以 2008 年 10 月起，**Fed 對存款機構在 Fed 之存款支付利息**，使其在 Fed 的存款大幅增加，最大擴張至 2014 年 10 月之 2.82 兆美元之相對高點後略下降，惟平均規模仍接近 2.5 兆美元，至 2017 年 10 月 Fed 啟動縮表後方明顯下滑，最低於 2019 年 9 月降至 1.39 兆美元。
- 本年疫情爆發以來，受 Fed 推出**無上限購債**影響，**銀行準備金**規模快速增加，由本年 2 月底之 1.68 兆美元**擴增**至 5 月底之 3.32 兆美元，目前略降至 2.91 兆美元。

附圖 3 美國存款機構在 Fed 之存款



資料來源：Refinitiv Datastream

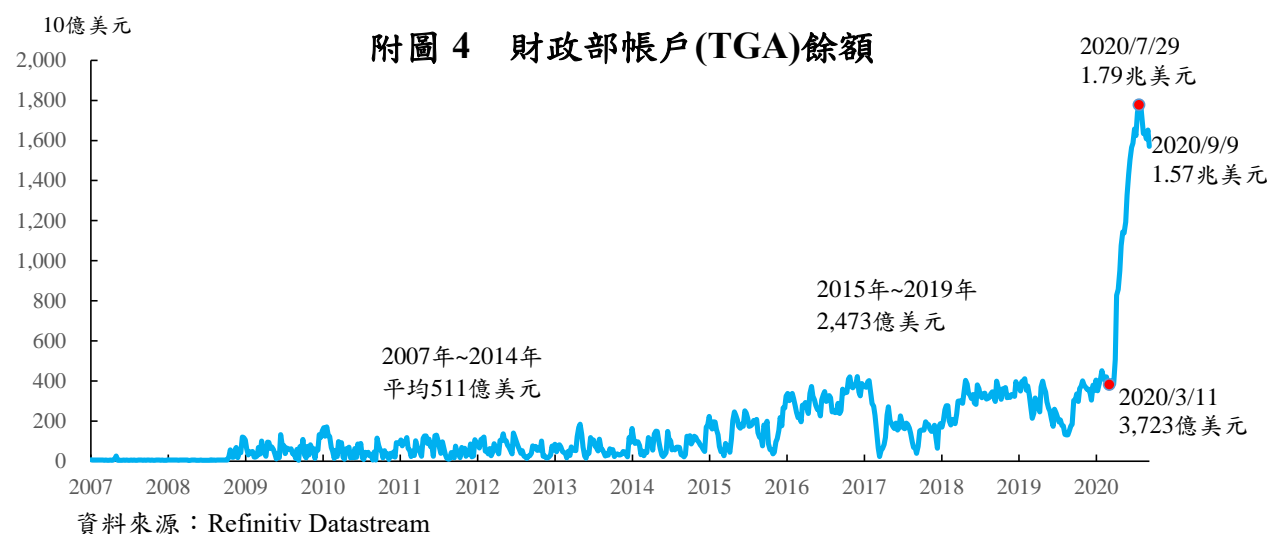
3. 為提升短期利率的控制能力，RRP 自 2013 年起明顯增加(附圖 1)。

—Fed 於 2013 年 9 月起試行隔夜附賣回操作(ONRRP)¹⁴，並將主要貨幣市場基金等非存款機構納入 ONRRP 合格交易對手名單，使其成為 Fed 用來強化調控短期利率效果的輔助工具，因此自 2013 年起 RRP 操作規模增加。

4. 政府推出大規模紓困措施，致財政部帳戶(TGA)規模大幅擴增提升(附圖 4)。

—2015 年之前財政部帳戶(TGA)大多在 2,000 億美元以下，2007 年~2014 年平均規模 511 億美元。2015 年起，因財政部決定提高帳戶現金餘額，維持在一週之帳戶流出量，且不低於 1,500 億美元，避免遭遇突發狀況時喪失支付能力，致 TGA 規模上升，2015 年~2019 年平均規模 2,473 億美元。

—疫情爆發以來，TGA 為因應政府大規模紓困措施而攀升至 7 月底 1.79 兆美元，之後漸下降至約 1.57 兆美元。



¹⁴ 2008 年 10 月後，Fed 主要透過調整超額準備金付息利率(IOER)將聯邦資金有效利率(EFFR)維持在接近目標利率之水準或目標區間內。理論上，IOER 係央行收回流動性的措施，為政策利率目標區間下限，惟因非存款機構無法獲得 IOER 利息，會以低於 IOER 的利率拆出資金賺取報酬，而存款機構此時可以較低利率拆入資金後，存入 Fed 準備金帳戶獲得 IOER 隔夜利息，賺取額外報酬，因此拆出資金意願下降，導致非存款機構成為聯邦資金市場的主要參與者。在市場結構改變下，IOER 反而成為政策利率目標區間上限，Fed 遂於 2013 年 9 月推出 ONRRP 協助控制 EFFR。