

四、後疫情時代主要經濟體貨幣政策與財政政策的協調問題

上(2020)年**新冠肺炎(COVID-19)危機**來襲，為全球經濟帶來莫大挑戰。為提供總體經濟所需的支持，**貨幣當局與財政當局**竭盡所能、共同採取行動；惟兩者的**連結與合作日增**，亦使貨幣政策與財政政策的**傳統界限趨於模糊**。

新冠肺炎危機爆發，使全球金融危機以來貨幣政策空間縮減的問題，益顯嚴峻。近期危機期間，**全球財政支出規模更甚以往**，從而引發**政府債務過高等隱憂**；**主要央行進一步採貨幣寬鬆與更廣泛的融通機制**、乃至**強化與財政當局的合作**，已使**貨幣政策與財政政策的連結益加緊密**，引發**不利於長期經濟與金融穩定等疑慮**。

新冠肺炎危機帶來前所未見的挑戰，惟亦開啟了重思貨幣政策與財政政策角色、組合與分界的新契機。本文擬由新冠肺炎危機期間，貨幣政策與財政政策的協調日增談起；接著引介貨幣政策與財政政策過度連結，恐衍生的若干疑慮；進而探討後疫情時代，貨幣政策與財政政策妥適的政策組合、如何維持適當分際等，俾供各界參考。

(一)新冠肺炎危機期間，貨幣政策與財政政策的協調更甚以往

1. 新冠肺炎危機與全球金融危機有所不同，各國財政與貨幣當局已採空前的因應措施，以減緩衝擊

(1)**全球金融危機與新冠肺炎危機的起源、影響與主管當局的金融管制態度等**，皆**不盡相同**(表 1)。

- 有別於全球金融危機是金融體系的問題影響更廣泛的經濟，**新冠肺炎危機則是對經濟的廣泛影響蔓延至金融體系**。
- 相較於全球金融危機時期，新冠肺炎危機期間，**全球貿易的復甦速度較快、經濟成長反彈力道預估較大**。另一方面，**新冠肺炎危機爆發後，股市反彈較快且屢創新高，貨幣總計數與銀行信用成長快速**，與全球金融危機期間有別。
- 此外，鑑於全球金融危機係因金融體系的問題而起，全球金融危機後，為修補管制不足的缺失，金融管制趨嚴；至於**新冠肺炎危機期間，銀行資本相對充足，為維持信用流動，國際間金融管制當局則放寬或延後實施相關管制**¹。

¹ 全球金融危機以來，為彌補銀行體系的脆弱性，採較嚴格的金融管制措施(如巴塞爾資本協定第三版(Basel III)，提高銀行的資本提列與流動性管理要求等)；新冠肺炎危機期間，國際間若干金融管制當局放寬資本提列與流動性管理要求，甚至延後 1 年實施新版 Basel III 等，以擴充銀行業的營運能力。

表1 全球金融危機與新冠肺炎危機的比較：起源、影響與復甦速度等

兩次危機 比較內容	全球金融危機	新冠肺炎危機
起源	金融體系的問題影響更廣泛的經濟。	類似於天然災害對實體經濟的衝擊，對經濟的廣泛影響蔓延至金融體系。
GDP	2009年全球 GDP 下跌1.74%，2010年成長4.23%，反彈力道較小。	上年全球 GDP 下跌3.73%，預估本(2021)年成長4.97%，反彈力道較大。
全球貿易	全球商品貿易量下滑12.8%，復甦時間花費25個月。	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 上年全球商品貿易量下滑5.3%，但於上年11月即恢復至疫情前水準，復甦時間僅花費10個月。 ➢ 服務貿易表現依然低迷，部分係因諸多國家的旅遊禁令，限制了觀光旅遊業的復甦。
失業率	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2009年全球失業率為7.33%。 ➢ 就美國而言，2007年11月失業率為4.7%，之後持續飆升，於2009年10月達最高點10%；直至2013年12月，才降至6.7%。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 上年全球失業率為8.09%。 ➢ 就美國而言，上年3月失業率僅4.4%，隨疫情轉趨嚴峻，於上年4月飆升至14.8%；本年2月，失業率已降至6.2%。
不確定性	2008年10月，全球經濟政策不確定性指數(GEPU)為204。	上年5月，全球經濟政策不確定性指數高達437。
股市*	2008年9月9日~2009年3月9日，MSCI 全球指數重挫45%；經過13個月後，才完全回補跳空缺口。	MSCI 全球指數於上年初(上年1月21日~上年3月23日)重挫33%，惟5個月後即回補跳空缺口，如今已再漲15%。
貨幣總計數	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 美國：全球金融危機後，M2成長率曾由5%~6%，幾度短暫升至約10%；嗣後則維持為平均5%左右的水準。 ➢ 日本：全球金融危機後，貨幣供給並無大幅增加，M3成長率僅約1%~2%。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 美國：疫情爆發後，M2成長率自上年3月即升至10.2%，上年5月更跳升至逾20%；之後持續增加，本年1月已達25.8%。 ➢ 日本：疫情爆發後，M3自上年5月開始明顯增加；本年2月，M3成長率已飆升至8%，創下自2003年4月開始統計以來的最高餘額紀錄。
銀行信用	相較於全球金融危機前(2007年8月~2008年8月)，全球金融危機爆發後(2008年10月~2008年12月)，美國、歐元區的銀行信用均呈萎縮。	相較於新冠肺炎危機前(2019年1月~2020年1月)，新冠肺炎危機爆發後，美國(2020年3月~2020年5月)、歐元區(2020年3月~2020年4月)的銀行信用則均呈增加。
金融管制態度	全球金融危機係因金融體系的問題而起，為修補管制不足的缺失，金融管制趨嚴。	新冠肺炎疫情期間，銀行資本已相對充足，為維持信用流動，國際間金融管制當局則放寬或延後實施相關管制。

*指數漲跌，以收盤價為計算基準。

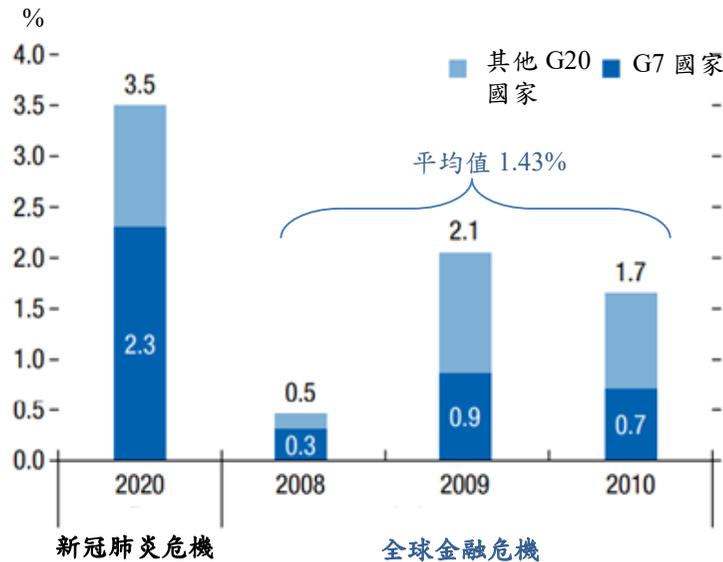
資料來源：國際組織、各國官方網站等

(2) 新冠肺炎危機爆發後，各國更迅捷地推出較全球金融危機期間更強力的財政政策、貨幣政策措施。

一與全球金融危機期間相較，近期各國政府的財政支持措施規模更大，且相對偏重於對家計部門與企業的援助。

- 新冠肺炎危機爆發以來，各國政府已採一系列大規模的財政支持措施；至上年底，全球財政支持規模已達14兆美元²；此外，上年4月初，G20國家的財政支持規模對GDP比率即已達3.5%，高於2008~2010年全球金融危機期間的平均值1.43%³(圖1)。
- 此外，相較於全球金融危機期間，近期各國政府的財政措施較偏重於援助受衝擊的家計部門與企業；至於全球金融危機的起源則為金融面，當時的措施除減稅、移轉支出外，尚包括向問題金融機構提供援助等(表2)。

圖1 G7、G20 國家財政支持規模對 GDP 比率



資料來源：IMF (2020)

表2 兩次危機期間，主要國家所採財政措施之比較

	全球金融危機	新冠肺炎危機
主要財政措施內容	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 針對問題金融機構：充實銀行資本，對銀行直接注資，提供銀行債務保證 ➢ 擴大公共支出(特別是基礎建設投資)等 ➢ 減稅 ➢ 提高對中低收入戶的移轉支出 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 針對企業雇主與員工：薪資補貼、以就業保護為條件的可免除貸款、貸款補助 ➢ 針對家計部門：失業救濟金、現金移轉、遞延繳稅，以及疾病、家庭與育兒津貼 ➢ 病毒檢測、疫苗研發

² IMF (2021), "Government Support Is Vital as Countries Race to Vaccinate," *IMF Fiscal Monitor Update*, Jan. 20.

³ IMF (2020), "Chapter 1: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic," *IMF Fiscal Monitor*, Apr. 6.

一為因應新冠肺炎危機，**主要央行不僅重啟且擴大全球金融危機時期採用的貨幣政策工具**，更進一步推出**範圍更廣的信用融通機制**⁴。

- 鑑於**降息空間有限**，新冠肺炎危機爆發後，主要央行除**迅速調降政策利率**外，更**擴大資產購買計畫**或泛稱的**量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)**措施、**加快購債速度**⁵；在此情況下，**主要央行的資產規模對 GDP 比率大幅攀升**，約達**全球金融危機爆發前的4~6倍**，且**新冠肺炎危機期間的擴增速度亦遠高於全球金融危機時期**(圖2)。
- 此外，為**提供金融體系更廣泛的融通**、**強化對實體經濟的流動性支持**，**主要央行亦針對中小企業等推出範圍更廣的信用融通機制**，尤以**Fed 為最**⁶(表3)。

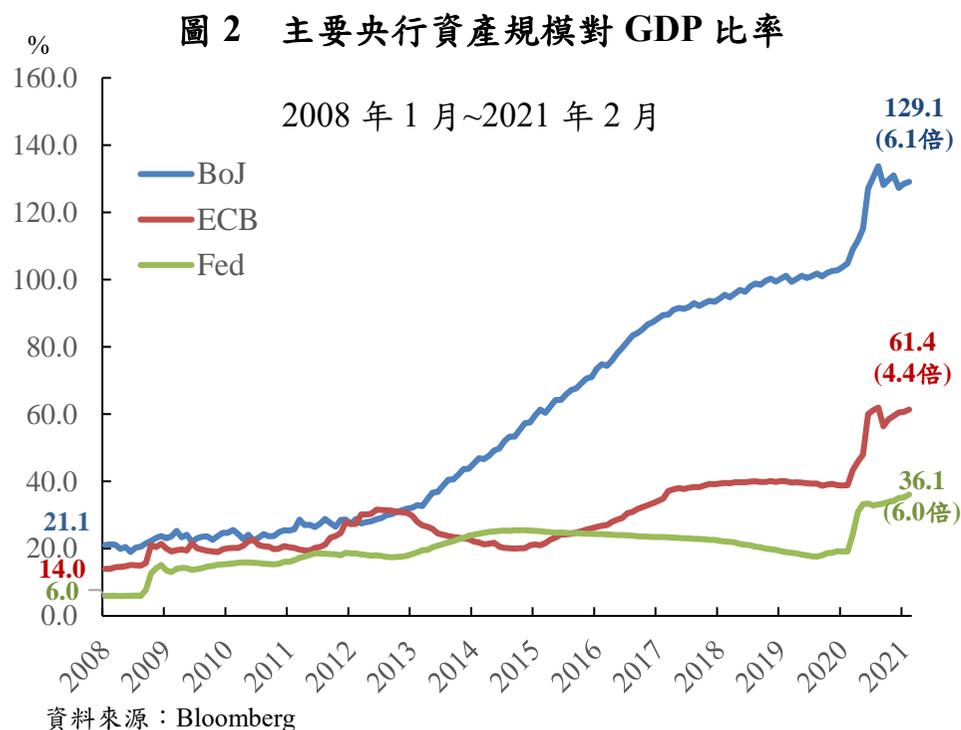


表 3 新冠肺炎危機期間，主要央行所採 QE 及信用融通機制

國家	QE 措施	信用融通機制
Fed	持續購入所需規模；另除購買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	商業本票融資機制
		定期資產擔保證券貸款機制
		初級市場公司債融通機制
		次級市場公司債融通機制
		市政債流動性機制
		中小企業貸款方案
ECB	擴大 QE 措施 因應流行病緊急購買計畫	主要交易商融通機制
		貨幣市場共同基金流動性機制
		就業保護方案流動性機制
		長期再融通操作條件
BoJ	移除 JGB 購買額度上限 提高商業本票及公司債購買上限 增加股票 ETF 及 J-REIT 購買上限	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
		企業金融支援特別操作
		中小企業資金支援措施

資料來源：各央行官網

⁴ 詳請參閱中央銀行(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。

⁵ Fed於上年3月下旬以每日750億美元的速度購買公債，較全球金融危機期間的步調(每月最高1,200億美元的購買速度)為快。

⁶ 關於Fed信用融通機制的進一步介紹，請參閱中央銀行(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. 為因應新冠肺炎危機，貨幣政策與財政政策全力施為，兩者的連結加深、協調合作日增

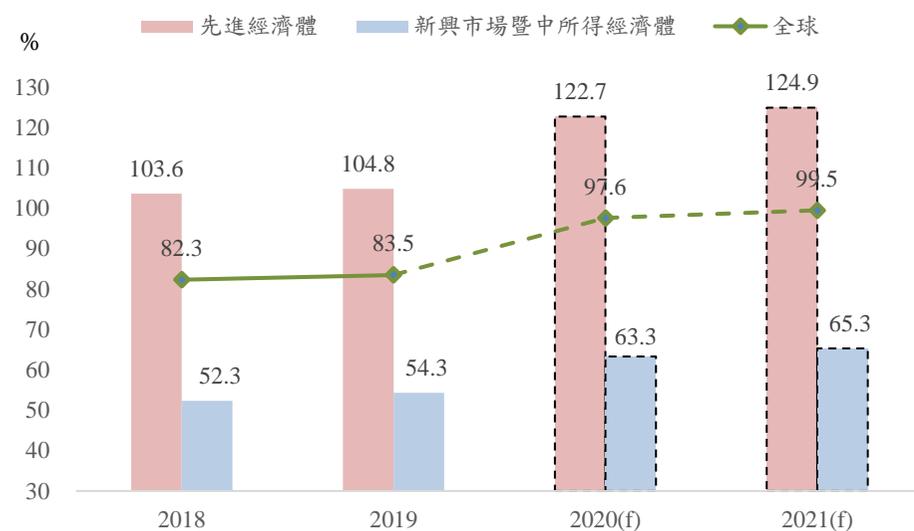
(1) 為緩解疫情衝擊，各國推出**大規模的財政救助、紓困方案或激勵措施**，**全球政府債務對 GDP 比率大幅攀升**(圖 3)。

— 上年**全球政府債務對 GDP 比率**預估為**97.6%**，較 2019 年增加 14.1 個百分點。

— 其中，**上年先進經濟體**的政府債務對 GDP 比率預估較 2019 年**增加 17.9 個百分點至 122.7%**；另**新興市場暨中所得經濟體**的政府債務對 GDP 比率預估亦較 2019 年**增加 9 個百分點至 63.3%**，且料將持續增加。

(2) **主要央行擴大 QE**，使彼等**持有的政府債券大增**；相關資料顯示，近期主要央行在次級市場大量購買政府債券⁷(圖 4)；**主要央行雖係基於穩定考量而購債**，惟此舉已**加深了貨幣政策與財政政策的連結**。

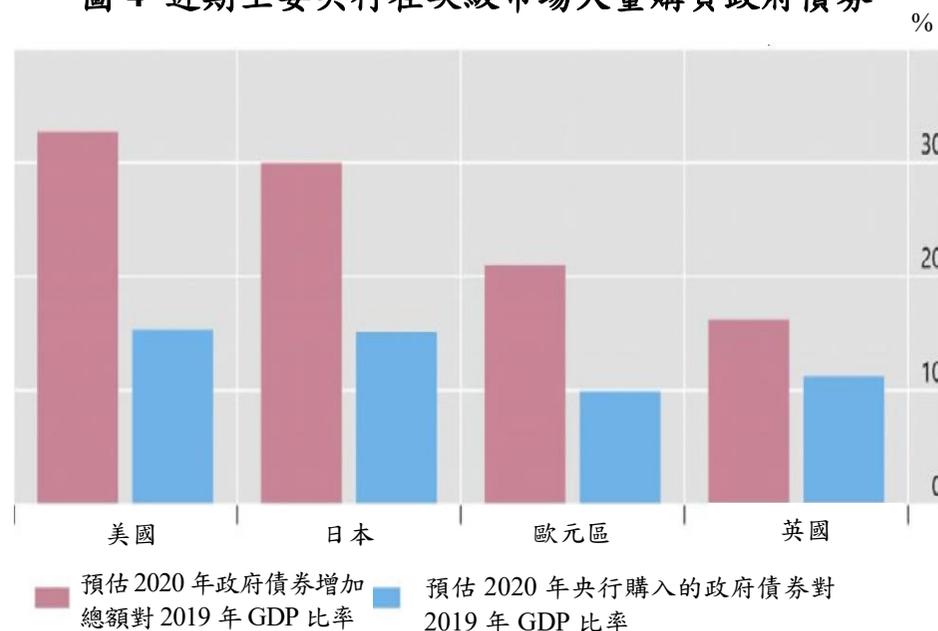
圖 3 全球政府債務對 GDP 比率



註：2020~2021 年為預估數。

資料來源：IMF(2021)

圖 4 近期主要央行在次級市場大量購買政府債券



資料來源：Carstens (2020)

⁷ Carstens, Agustín (2020), “Maintaining Sound Money Amid and After the Pandemic,” Speech at the Progress Foundation 50th Economic Conference on “Sound Money - A Noble Goal Under Constant Fire,” Zurich, Oct. 8.

(3) 新冠肺炎危機期間，**主要央行及若干亞洲開發中國家的央行與財政當局之協調合作程度提高。**

央行	與財政當局協調合作的相關內容
Fed	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 採寬鬆性貨幣政策，有助於美國政府取得成本較低廉的資金；此外，在新冠肺炎疫情衝擊下，為提供流動性所推出的多項融通機制，均與美國財政部合作，由美國財政部注資以強化信用保護等。 ➢ 論者指出⁸，近期Fed 與美國財政部的協調合作程度，堪稱達二戰以來最高⁹。
BoE	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 上年4月9日與英國財政部共同宣布，暫時擴展英國政府動用BoE 透支(overdraft)的籌資機制(Ways and Means facility, W&M facility)(簡稱W&M 機制)，以支應疫情期間英國政府額外的資金需求。 ➢ 非傳統性寬鬆措施亦與英國財政部緊密合作，例如BoE 實施資產購買機制(Asset Purchase Facility, APF)所衍生之損失，係由英國財政部承擔。
BoJ	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 與日本財務省於上年5月22日發表聯合聲明，承諾彼此將攜手合作，以協助受疫情衝擊的企業取得資金、維持金融市場穩定，並支持經濟復甦。 ➢ BoJ 保證將日本10年期公債殖利率維持於接近零，有助於壓低政府借款成本¹⁰。
亞洲開發中國家央行 (如印尼、菲律賓、馬來西亞、印度等)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 已立法明定，在特定條件下，允許央行在初級市場購買公債。 ➢ 以印尼為例，上年3月，印尼總統 Joko Widodo 簽署法令(效期至明(2022)年)，當市場無法完全吸納政府發行之公債時，允許印尼央行於初級市場購入政府公債；上年印尼央行已從初級市場購買約473.42兆印尼盾的公債，該行表示本年將會持續購債¹¹。

資料來源：各國央行官網或相關報導

⁸ Timiraos, Nick and Jon Hilsenrath (2020), "The Federal Reserve Is Changing What It Means to Be a Central Bank," *The Wall Street Journal*, Apr. 27.

⁹ 第二次世界大戰時，Fed 壓低利率以協助融通戰爭支出與經濟復甦，Fed 於 1951 年成功地要求杜魯門(Truman)政府同意結束該政策；1951 年 3 月 19 日，美國 Fed 與財政部達成「財政部-Fed 協定」(Treasury-Fed Accord)，將政府債務管理與貨幣政策分離、極小化公共債務貨幣化。不過，在接下來數年內，Fed 仍間歇地直接購買美國財政部發行的短期票券，直至 1981 年才終止。

¹⁰ Moss, Daniel (2020), "Japan Is Going for Broke. Minus the Broke Part," *Bloomberg*, May 29; Fujioka, Toru and Sumio Ito (2020), "Abe, Kuroda Pledge Joint Japan Action to Keep Businesses Afloat," *Bloomberg*, May 22.

¹¹ King, Rachael (2021), "Bank Indonesia Resumes Monetary Easing," *Central Banking*, Feb. 18.

(二)全球政府債務大增、貨幣政策與財政政策過度連結，已衍生若干疑慮

1. 伴隨全球政府債務大增，公共債務可持續性能否維持、如何尋求妥適的債務退場策略，已成重要課題¹²

(1)各國可持續的債務水準不盡相同，傳統觀念認為，富裕國家安全債務水準為 GDP 的 60%，新興經濟體則為 40%；惟近期亦有論者指出，當利率低於經濟成長率，只要預算赤字不過於龐大，債務規模相對於經濟規模仍可維持穩定，或可重新考量財政限制(fiscal limits)問題。

(2)一國的**公共債務可持續性**(public debt sustainability)能否維持，最終仍取決於**經濟成長與利率的關係**，以及**妥適的債務退場策略**是否可得；為確保公共債務可持續性，各國應**建立中期的財政架構**，相關措施包括：**增加財政收入的措施、明智的公共支出及結構性改革**等。

2. 一般咸認，央行永久性地提供政府貨幣融通，恐引發惡性通膨、導致財政紀律化蕩然無存，並非高債務問題的解方

(1)或有論者倡議，當前似可訴諸類如**財政赤字貨幣化**(monetization of fiscal deficit)、**現代貨幣理論**(Modern Monetary Theory, MMT)等，由央行提供政府**貨幣融通**(monetary financing)的方式，來**解決高債務問題**。究諸實際，該等策略並非良方；尤其是，**極具爭議的 MMT**，其實**既不現代、無關貨幣**，亦**非屬理論**，**實務上恐不可行**。

(2)一般咸認，以**央行貨幣永久性地融通財政赤字**，恐**破壞財政紀律化、侵蝕央行獨立性**(independence)、**傷害其控制通膨的可信度**(credibility)，甚至恐引發**惡性通膨、匯價遽貶、實質薪資下降與經濟衰退等不利結果**¹³；**1930年代的日本、1970~1990年代的智利與祕魯、2000年代的阿根廷**，以及**近期的委內瑞拉**，足堪印證¹⁴。

¹² Hakura, Dalia (2020), "What Is Debt Sustainability?" *IMF Finance & Development*, Sep.; IMF (2020), "Analyze This! Debt Sustainability," Video at IMF Website, Jul. 28; IMF and World Bank (2020), "Public Sector Debt Definitions and Reporting in Low-Income Developing Countries," *IMF Policy Papers*, Feb. 11; Maki, Sydney (2021), "World's \$281 Trillion Debt Pile Is Set to Rise Again in 2021," *Bloomberg*, Feb. 18; The Economist (2021), "Should Governments in Emerging Economies Worry About Their Debt?" *The Economist*, Feb. 13.

¹³ Bailey, Andrew(2020), "Andrew Bailey: Bank of England Is Not Doing 'Monetary Financing'," *Financial Times*, Apr. 5; Mayeda, Andrew and Katia Dmitrieva (2019), "Top IMF Economist Says No Free Lunch From Modern Monetary Theory," *Bloomberg*, Apr. 9; Summers, Lawrence (2019), "The Left's Embrace of Modern Monetary Theory Is A Recipe for Disaster," *The Washington Post*, Mar. 4; The Economist (2020), "China's Economists Debate Deficit Monetisation," *The Economist*, May 28.

¹⁴ Edwards, Sebastián (2019), "Modern Monetary Disasters," *Project Syndicate*, May 16; Miller, Rich and Enda Curran (2016), "Helicopter Cash Clues Lie in Life and Death of Japanese Viscount," *Bloomberg*, Jul. 19; Shizume, Masato (2009), "The Japanese Economy during the Interwar Period: Instability in the Financial System and the Impact of the World Depression," *Bank of Japan Review*, May.

3. 近期貨幣政策與財政政策的連結加深，已引發央行獨立性與可信度受損等疑慮，恐為經濟與金融穩定帶來隱憂¹⁵

(1) 全球低利率環境已使政府借款成本降低，加以主要央行擴大 QE、大量購買政府債券，似無異於提供政府隱性的貨幣融通(covert monetary financing)¹⁶，無形中已加深貨幣政策與財政政策的連結。此外，若干主要央行為因應危機而推出廣泛的融通機制，與財政部的合作益加緊密，更進一步模糊兩者的界限。

(2) 論者擔憂，貨幣政策與財政政策的過度連結，可能使貨幣寬鬆退場不易，甚至恐使貨幣政策淪為受財政支配(fiscal dominance)，不僅削弱貨幣政策的自主性(autonomy)及央行可信度，且不利於長期經濟與金融穩定。

— 若貨幣政策與財政政策變得密不可分，恐加深寬鬆性貨幣政策退場的難度，從而可能使經濟落入某種形式的債務陷阱(debt trap)。

— 伴隨貨幣政策、財政政策的界限趨於模糊，對財政支配的隱憂日增，恐損及大眾對央行抗通膨的可信度、不利央行獨立性的維持，從而可能導致匯價走貶、長債殖利率上升，進而驅動總體經濟與金融的不利反饋循環。

(3) 貨幣政策有其侷限，若未能適時退場，長期貨幣寬鬆恐引發損及經濟成長、弱化金融體系韌性(resilience)等風險。

— 貨幣政策的有效性可能遞減¹⁷，且主要央行的 QE 恐引發分配不均擴大等副作用。此外，貨幣政策無法解決結構性因素所致的問題，例如源自於供給面的人口老化、創新不足等結構性瓶頸所致之長期停滯(secular stagnation)問題。

— 論者憂心，若貨幣寬鬆持續過久，恐導致資源錯置(misallocation)、助長殭屍企業(zombie company)存活，從而可能拖累創新、不利經濟成長。此外，其亦可能鼓勵過度的風險承受(excessive risk-taking)、加劇金融脆弱性(financial vulnerabilities)，進而弱化金融體系韌性；近期金融市場與實體經濟似已出現脫鉤情形，更加深了這些憂慮。

¹⁵ 同註 7；Bingham, Gavin, Paul Fisher and Andrew Large (2021), “The Covid Crisis, Central Banks and the Future,” *Central Banking*, Feb. 15.

¹⁶ 論者指出，央行直接提供政府信用往往被視為貨幣融通，在法律上被禁止；惟央行在次級市場購買公債，則可被接受；兩者間的分界，似未非常明確。

¹⁷ Borio, Claudio (2020), “When the Unconventional Becomes Conventional,” Speech at “The ECB and Its Watchers XXI”, Sep. 30.

(三)後疫情時代，貨幣政策與財政政策亟須妥適搭配並維持適當界限

1. 為因應未來挑戰，貨幣政策與財政政策妥適搭配、重建政策緩衝，至關重要

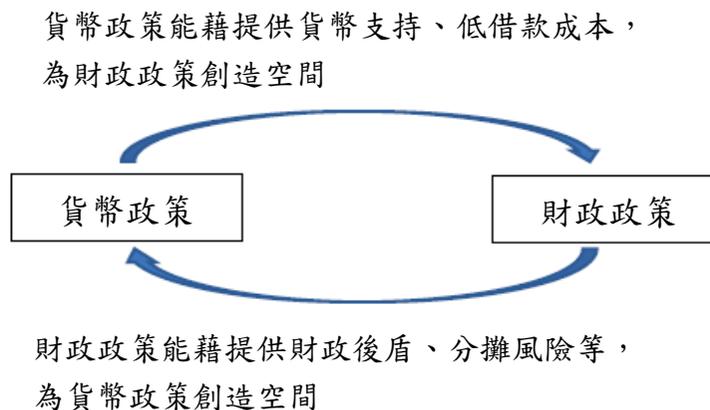
(1) 貨幣政策與財政政策如能妥適搭配，可為彼此創造政策空間；兩者相輔相成，有助於提升政策成效(圖5)¹⁸。

— 貨幣政策有助於為財政政策創造空間：貨幣政策藉由維持低借款成本，放寬了政府的融資限制；此外，貨幣政策亦可透過對政府債務提供有效的支持，以穩定政府債券市場。

— 財政政策亦可為貨幣政策創造空間：當機率極低、惟可能產生嚴重傷害的尾部事件(tail events)發生時，若財政當局能為貨幣當局提供後盾，有助於使貨幣當局有效率地部署非傳統性貨幣政策或其他融通機制、擴充央行承受風險的能力，為貨幣政策創造較大空間。

(2) 在當前環境下，尤應善用貨幣政策與財政政策的互補性，以提供經濟必要的支持。至於兩者的合作能否成功，在很大程度上，仍取決於彼等對長期目標（如物價穩定、公共債務可持續性）的可信承諾。

圖5 貨幣政策與財政政策妥適搭配，有助於為彼此創造政策空間



資料來源：Bartsch et al. (2020)

¹⁸ Bartsch, Elga et al. (2020), “Stronger Together? The Policy Mix Strikes Back,” *VoxEU*, Dec. 15; Bartsch, Elga et al. (2020), “It’s All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together,” *Geneva Reports on the World Economy* 23, Dec. 14.

2. 貨幣政策與財政政策仍應維持適當界限，政策可信度是施政奏效的關鍵¹⁹

(1) 相互支持的貨幣政策與財政政策仍須保持適當界限，奠基於穩固的制度性架構，以維持長久的政策可信度。

— 具可信度的政策制約(credible policy anchors)，需要良好設計的制度性架構。若通膨預期未受制約，則央行對政府債務的貨幣支持無法成功；若公共債務可持續性岌岌可危，則財政當局對央行的財政支持，亦無法運作。

— 為遏止財政支配的範圍擴張、維持央行可信度，須遵循下列兩大條件：

- 政府須維護財政可持續性：若大眾對財政可持續性的信心產生動搖，彼等對央行可能須提供政府支持的預期恐將浮現，從而可能損及央行的可信度；因此，政府須預先採取行動，以確保財政可持續性的維持。
- 央行應聚焦於其物價穩定等職責，不應提供政府債務融通，以維持其可信度：若央行能確保決策自主性，且採行與其法定職責一致的舉措，則不致淪為受制於財政支配的貨幣融通。在此，央行的可信度資本(credibility capital)扮演關鍵角色；在先進經濟體，央行暫時跨越貨幣政策與財政政策的界限，或屬可能，因彼等能仰賴長久以來所建立的高可信度；相對地，許多新興經濟體央行則可能無法如此。

(2) 疫情後經濟情勢一旦恢復正常，貨幣政策與財政政策仍應本於其職責，維持較明確的分際。

— 在危機期間，貨幣政策與財政政策提振經濟的主要目標一致，惟若未來主要央行基於抗通膨等理由，而須緊縮貨幣政策時，兩者政策走向可能分歧。

— 對貨幣當局與財政當局而言，因應危機的暫時性最適行動不宜轉為永久性模式；若永久地陷入兩者參雜的機制，不僅在本質上不可持續，且可能引發立即性的危機；尤其是，一旦實體經濟與金融市場預期此種機制轉變，恐付出政策工具有效性喪失的代價。

¹⁹ Borio, Claudio (2020), “When the Unconventional Becomes Conventional,” Speech at “The ECB and Its Watchers XXI”, Sep. 30; Borio, Claudio (2020), “The Covid-19 Economic Crisis: Dangerously Unique,” Speech at National Association for Business Economics, Perspectives on the Pandemic Webinar Series, Jul. 2; Bartsch, Elga et al. (2020), “Stronger together? The Policy Mix Strikes Back,” *VoxEU*, Dec. 15.