

三、主要經濟體貨幣政策

（一）先進經濟體央行實施超寬鬆貨幣政策

2020 年 Fed 為緩和疫情對經濟金融之衝擊，於 3 月兩度緊急調降聯邦資金利率目標區間共 1.50 個百分點至 0.00%~0.25%、宣布無限額增購規模足以支持市場機能順利運作之資產，且推出多項流動性及緊急融通機制；並於 8 月宣布調整貨幣政策架構，採行長期平均通膨率 2% 之彈性目標，12 月則增加購債計畫指引，將持續每月約 1,200 億美元之購債步調（Fed 資產負債表近期擴張情形詳專題一），直至充分就業與物價穩定目標之達成具顯著進展。

ECB 為因應疫情導致之經濟衝擊與高度不確定性，除維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別於 0.00%、0.25% 及 -0.50% 不變外，並擴大購債規模；3 月宣布資產購買計畫（Asset Purchase Programme, APP）維持每月 200 億歐元，2020 年底前額外加碼 1,200 億歐元，並新增 7,500 億歐元因應疫情緊急購買計畫（Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP），嗣後 PEPP 規模擴增至 1.85 兆歐元。此外再進行更多長期再融通操作（Longer-Term Refinancing Operation, LTRO），實施第三輪定向長期再融通操作（Targeted Longer-Term Refinancing Operation, TLTRO），且新增非定向之因應疫情緊急長期再融通操作（Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing

Operation, PELTRO），以更優惠的利率對銀行注入流動性，促其放貸並維持貨幣市場穩定。

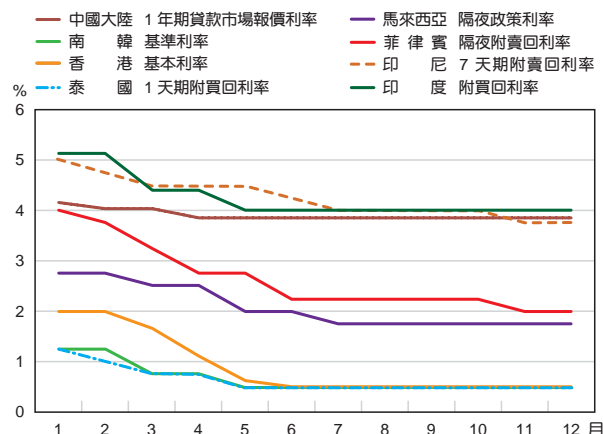
為因應疫情衝擊，BoJ 除維持短期政策利率（銀行存放央行之新增超額準備金利率）於 -0.10%，長期利率目標（10 年期公債殖利率）於 0% 左右不變外，並宣布無上限購買日本公債及美元融資供給操作，推出新型企業金融支援特別操作，規模達 90 兆日圓，且積極購買指數股票型基金（ETF）與不動產投資信託基金（J-REIT），年度購買上限分別達 12 兆日圓與 1,800 億日圓，以支援企業融資與金融市場穩定。

（二）亞洲經濟體央行調降政策利率

2020 年中國人民銀行因應疫情衝擊，運用多項政策工具維持市場流動性合理充裕，並引導銀行降低對企業之放款利率，主要包括定向調降法定存款準備率 3 次、進行公開市場逆回購及中期借貸便利（Medium-term Lending Facility, MLF）操作、增加再貸款及再貼現額度、將超額存款準備金付息利率由 0.72% 調降至 0.35% 等釋出資金，以及調降 MLF 利率，且引導 1 年期及 5 年期貸款市場報價利率（Loan Prime Rate, LPR）分別由 4.15% 及 4.80% 下調至 3.85% 及 4.65%。中國大陸經濟回穩，第 3 季起中國人民銀行政策轉向側重對小微企業的流動性支持措施，不再擴大寬鬆，貨幣政策轉趨中性。

為減緩疫情之衝擊及支持經濟，2020年南韓央行將基準利率由 1.25% 降至 0.50% 歷史低點，香港金融管理局（HKMA）貼現窗口之基本利率¹亦由 2.49% 降至 0.50% 歷史低點，新加坡貨幣管理局（MAS）則將新加坡元名目有效匯率（S\$NEER）政策區間升值幅度調整為零；泰國、馬來西亞、菲律賓、印尼及印度等其他亞洲經濟體央行，亦分別調降政策利率 0.50、1.75、2.00、1.25 及 1.15 個百分點至 0.50%、1.75%、2.00%、3.75% 及 4.00%。

2020 年亞洲經濟體之政策利率



註：2019年8月中國人民銀行進行貸款市場報價利率(Loan Prime Rate, LPR)機制改革，LPR成為銀行貸款之定價參考。自此，1年期LPR取代1年期貸款基準利率，成為各界關注中國人民銀行貨幣政策動向之重要利率。

資料來源：各經濟體官方網站。

¹ 根據預設公式，基本利率為Fed聯邦資金利率目標區間下限加 50 個基點，或隔夜及 1 個月香港銀行同業拆息的 5 天移動平均數之平均值，取較高者。

專題一

Fed 資產負債表近期擴張情形¹

自 2008 年全球金融危機之後，Fed 實施 3 輪量化寬鬆（Quantitative Easing, QE）因應金融市場動盪及經濟衰退，總資產已由 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，之後為順應經濟金融情勢變化，歷經資產負債表正常化、再度擴張等不同階段，惟資產規模大致維持在 4~4.5 兆美元之間。

2020 年 3 月以來，Fed 為因應 COVID-19 疫情之嚴重衝擊，推出無限量 QE，致其資產規模以前所未見的速度擴張，並達歷史高點。

一、Fed 因應 COVID-19 疫情措施致其資產僅 3 個月即倍增至逾 7 兆美元

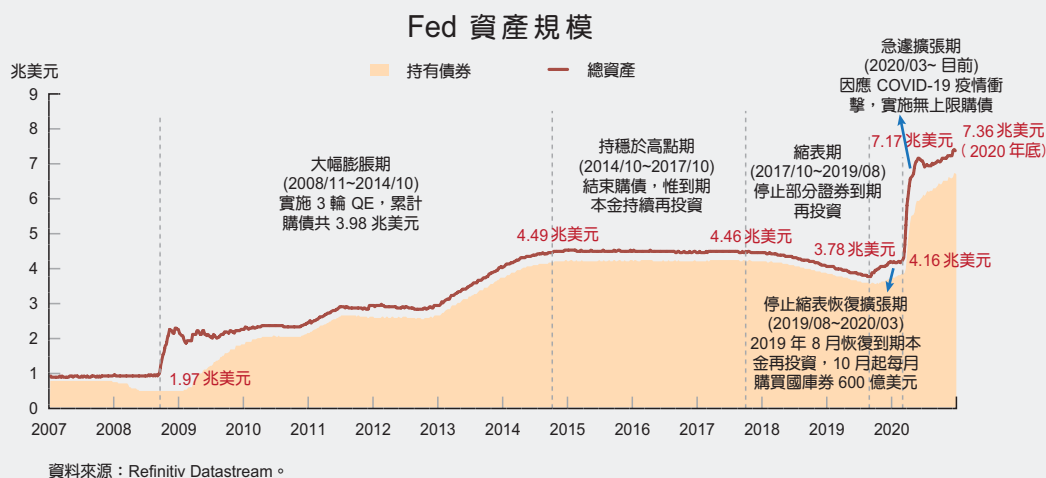
2020 年 3 月，美國 COVID-19 疫情嚴峻，Fed 採行無限量 QE，並推出一系列緊急融通機制，資產規模在短短 3 個多月，即由 2 月底之 4.16 兆美元急遽升至 6 月上旬之 7.17 兆美元新高，並在短暫回降後持續擴增，2020 年底達 7.36 兆美元，對 GDP 比率亦升高至 35.2%，遠高於金

融危機前的 6%。

（一）2020 年底 Fed 資產以美元債券為主且公債占比逾 6 成

2008 年 10 月底時（Fed 推出第 1 輪 QE 因應全球金融危機前），Fed 持有債券占資產比重僅約 25%，該比重在實施 3 輪 QE 後之 2014 年 10 月底已達 94%，其中美國公債占比逾半，為最主要項目，房貸抵押擔保證券（MBS）次之。2020 年 3 月 15 日，為因應 COVID-19 疫情，Fed 宣布將增購至少 5,000 億美元公債及至少 2,000 億美元機構房貸抵押擔保證券（agency MBS），23 日再宣布無限量 QE 措施，大量購債，嗣後維持每月至少 1,200 億美元（即至少 800 億美元公債及至少 400 億美元 agency MBS）購債步調至今。

在每月購買至少 800 億美元公債之步調下，自 2020 年 3 月中至年底僅約 9 個月時間，Fed 增持公債高達 2.17 兆美元，超越全球金融危機



¹ 主要取材自中央銀行（2020），「Fed 資產負債表近期擴張情形、可能影響與問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 17 日。

Fed 資產主要組成項占比

時間 資產項	2008年 10月底		2014年 10月底		2020年 3月11日*		2020年 12月30日	
	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%	67,307	91.41%
公債	4,760	24.20%	24,616	54.86%	25,230	58.51%	46,889	63.68%
MBS	0	0.00%	17,179	38.29%	13,718	31.82%	20,395	27.70%
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。

後 3 輪 QE 帶來之近 2 兆美元公債增量，至 2020 年底 Fed 資產仍以持有債券為主，且公債占比擴增至逾 6 成。

(二) Fed 因應 COVID-19 之融通及流動性機制規模一度遽增後緩降

除上述大規模購債措施外，Fed 並於 2020 年 3 月至 4 月間宣布重啟因應全球金融危機時曾使用的美元流動性交換與多項緊急融通機制，並增設針對美國公司債及其 ETF、市政債，以及中小企業等之融通機制，總計推出 9 項緊急融通機制²，以直接對實體經濟提供援助。

各項融通及流動性機制的使用，推升 Fed 收受合格資產之規模於 2020 年 6 月 10 日達 6,400 億美元高點，隨後緩步下降，其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：

1. 與外國央行之流動性交換自 2020 年 3 月中旬起規模暴增，最高於 5 月下旬達到 4,489 億美元，之後逐漸降至 2020 年底時之約百億美元。
2. 緊急融通機制中，配合政府之就業保護方案 (PPP)³ 所推出之 PPPLF，因 PPP 借款人在一定條件下無須還款⁴ 的特殊性，致其使用量最大，規模於 2020 年 7 月 29 日達到最高之 708 億美元。
3. 在 Fed 透過特殊目的機構 (SPV) 運作的 6 項緊急融通機制⁵ 當中，使用量較大者為購買公司債、貸款或公司債 ETF 的公司融通機制 (CCF)，包括初級市場公司融通機制 (PMCCF) 及次級市場公司融通機制 (SMCCF)，2020 年底在 Fed 資產負債表上之規模約為 465 億美元⁶。

² 9 項緊急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。

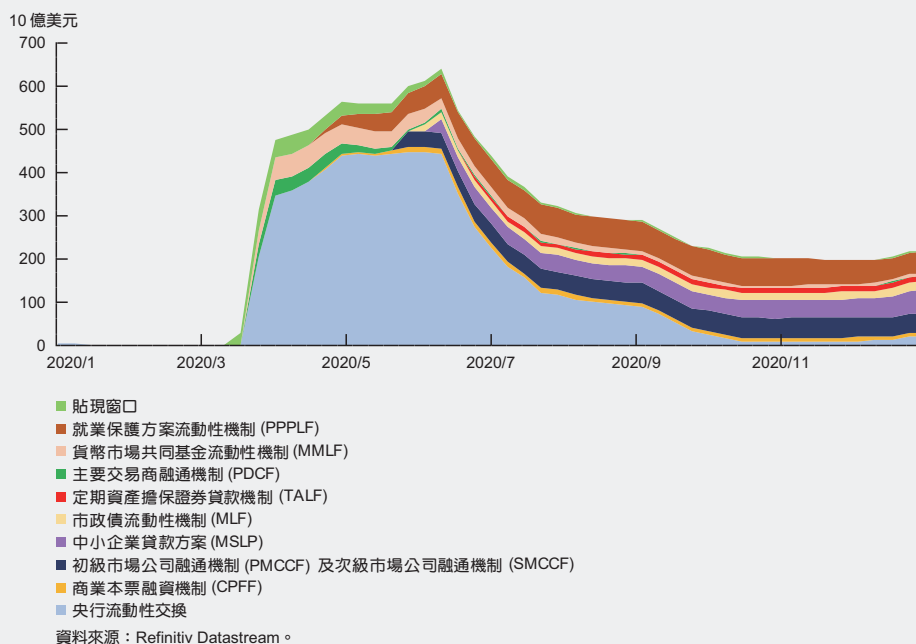
³ 小型企業管理局(SBA)依據 CARES Act，設立「就業保護方案」(Paycheck Protection Program, PPP)，透過金融機構向符合資格之小型企業提供 SBA 保證之貸款。

⁴ 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，性質上近似紓困，惟 PPPLF 之融資完全由 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 不會使 Fed 出現損失。

⁵ 財政部注資與 Fed 合作成立 SPV，包括 CPFF、MSLP、TALF、PMCCF、SMCCF 及 MLF 等 6 項機制須透過 SPV 運作，主要係為符合聯邦準備法等規範之要求，除可避開公開市場操作標的限制外，亦可確保納稅人不致遭受損失。

⁶ CCF 於 Fed 資產負債表所列示之金額係包含購買資產 143 億美元及財政部注資等之 322 億美元。

Fed 資產項之融通及流動性機制規模



二、Fed 資產負債表規模可能在未來一段時間持續擴增

至 2020 年底時，Fed 各項融通及流動性機制的的使用規模已降至 6 月高峰期的一半，且因部分機制於年底到期後未獲得財政部展延⁷，未

來擴增幅度將較為有限，惟在疫苗接種率尚低、疫情反覆及病毒發生變種之威脅下，各界預期 Fed 將維持現有之購債步調一段時間，以支持市場機能運作，及促進寬鬆金融情勢，因此，Fed 資產規模在未來一段時期或將持續擴增，並維持高檔。

⁷ 包括 PMCCF、SMCCF、MLF、MSLP 及 TALF 等 5 項機制。