

專欄1：主要央行因應新冠肺炎疫情之貨幣政策工具比較及相關影響

國際間主要央行因應新冠肺炎(COVID-19)疫情所採取貨幣政策工具各有不同原因，包括各經濟體的金融結構差異導致貨幣政策之主要傳遞管道不一，以及各國法律對央行貨幣政策操作的規範不一導致政策工具執行設計有所不同等。各國依自身情況制定最適妥的貨幣政策工具，意味著並無一體適用的因應措施。此外，主要央行採較以往更寬鬆之貨幣政策可能衍生不少後遺症，恐不利金融穩定，值得關注。

一、主要央行紛紛採取較以往更寬鬆及更激進之貨幣政策措施

(一) 新冠肺炎疫情對實體經濟衝擊既快又大，有別於過去常見的經濟衰退模式

本次新冠肺炎疫情快速擴散且遍及全球，直接對實體經濟供給面及需求面造成極大衝擊，導致經濟成長迅速下滑且衰退幅度更大，與2007年美國爆發次貸風暴時，次年全球經濟始陷入衰退明顯不同(圖A1-1)。

(二) 鑑於傳統政策空間相對有限，主要央行額外推出「非傳統」寬鬆貨幣措施

前述情況迫使各國政府全力推出各項激勵經濟措施，但主要央行政策利率已接近或低於零，瀕臨有效利率底限，以美國聯準會(Fed)、歐洲央行(ECB)及日本央行(BoJ)為例，儘管本次經濟衰退情況較以前嚴重，但渠等降息幅度卻明顯小於2008年全球金融危機時(表A1-1)。此外，在長期低利率環境下，透過量化寬鬆貨幣政策(QE)壓低中長期公債殖利率之幅度亦有限(圖A1-2)。

圖A1-1 兩次危機主要經濟體經濟成長率變化



註：以各經濟體實質GDP年增率表示；負號代表衰退。
資料來源：IMF。

表 A1-1 兩次危機主要央行降息幅度比較

單位：bps

期間	Fed	ECB	BoJ
全球金融危機	-525 (5.25%→0~0.25%)	-325 (4.25%→1.0%)	-40 (0.5%→0.1%)
新冠肺炎疫情	-150 (1.5%~1.75%→ 0~0.25%)	0 (維持在 -0.5%)	0 (維持在 -0.1%)

註：負號表示降息，降息幅度係以比較期間政策利率最高與最低點計算；全球金融危機期間以2007年初至2010年底計算，新冠肺炎疫情以2020年全年計算。

資料來源：各央行網站、Bloomberg。

在降息與QE成效恐不若以往的情況下，本次主要央行採行「非傳統」寬鬆貨幣措施之規模較全球金融危機時更大，部分央行甚至直接介入信用市場以壓低信用溢酬。受此影響，主要央行資產負債表規模對GDP比率大幅攀升，增幅大於全球金融危機時期(圖A1-3)。

二、主要央行採取措施之比較

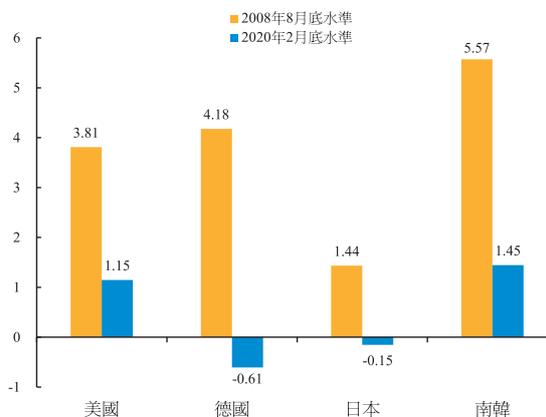
主要央行係依自身情況，考量金融結構、法律授權範圍及風險分攤等因素，制定最適妥的貨幣政策工具。

(一) 經濟體對直接與間接金融的依賴程度，影響寬鬆貨幣措施之設計

美國資本市場既深且廣，直接金融比重將近8成，歐元區、日本及南韓則分別為59%、64%及44%(圖A1-4)。鑑於各經濟體對直接與間接金融的依賴程度不一，貨幣政策的主要傳遞管道不盡相同，此次疫情各國央行實施的寬鬆措施亦有差異。

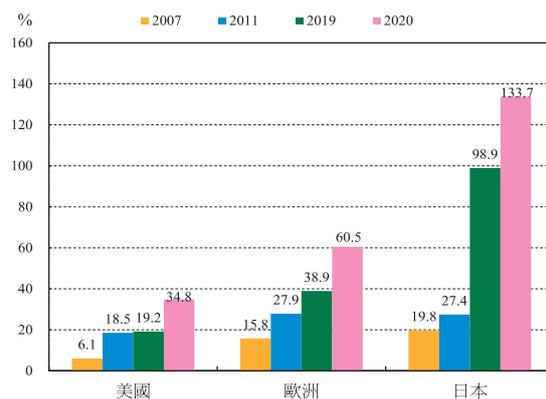
美國Fed除採取傳統貨幣政策的降息措施外，亦推出偏重直接金融之QE及流動性與信貸支持機制，包括購買商業本票、資產擔保證券、公司債及市政債等機制，其中多項機制透過特殊目的的機構(Special Purpose Vehicle, SPV)運作。相較於美國，歐元區、日本及南韓之貨幣政策較倚賴金融中介機構傳遞至實體經濟，故偏向以間接金融方式實施寬鬆措施(圖A1-4與表A1-2)，以緩和本次疫情之衝擊。

圖A1-2 主要國家公債殖利率調降空間有限



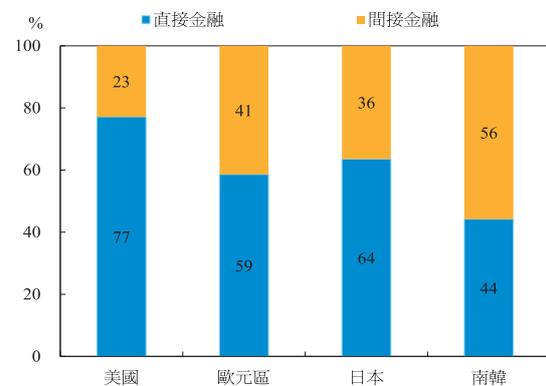
註：本圖為10年期公債殖利率。
資料來源：Bloomberg。

圖A1-3 主要央行資產負債表規模對GDP比率



資料來源：Bloomberg。

圖A1-4 各國經濟體直接金融與間接金融比重



註：估算比率時，政府部門直接金融融資餘額包含政府債券餘額。
資料來源：Bloomberg、BIS。

此外，本行所採行的因應對策，包括109年3月19日本行調降政策利率0.25個百分點、擴大附買回操作機制及實施額度新臺幣2,000億元中小企業貸款專案融通方案(該額度於該年9月提高至新臺幣3,000億元)。

表 A1-2 主要央行採行之QE及相關融通機制

經濟體	直接金融相關的措施	間接金融相關的措施
美國	<ol style="list-style-type: none"> 1. 擴大QE措施 2. 商業本票融資機制 3. 定期資產擔保證券貸款機制 4. 初級市場公司融通機制 5. 次級市場公司融通機制 6. 市政債流動性機制 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 主要交易商融通機制 2. 貨幣市場共同基金流動性機制 3. 就業保護方案流動性機制 4. 中小企業貸款方案
歐元區	<ol style="list-style-type: none"> 1. 擴大QE措施 2. 因應疫情緊急購買計畫 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 放寬長期再融通操作條件 2. 第三輪定向長期再融通操作 3. 因應疫情緊急長期再融通操作
日本	擴大QE措施	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業金融支援特別操作 2. 中小企業資金支援措施
南韓	融資予韓國開發銀行(KDB)旗下的SPV，購買公司債及商業本票	<ol style="list-style-type: none"> 1. 金額無上限附買回操作 2. 銀行中介放款支援機制 3. 支持以公司債為擔保之貸款機制

資料來源：Bloomberg。

(二) 各國資產購買機制或融通機制的執行方式不同

各國資產購買機制或融通機制的執行方式有所不同，有些央行採SPV，有些則由央行直接操作。設立SPV常見的目的之一，係將持有資產的財務風險移轉，例如由政府部門設立的獨立機構對所購買的資產進行圈護(ring-fencing)，以明確區隔政府機關間的風險。此外，央行也可能因法律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，以簡單且便捷方式達成政策執行目標，例如美國「聯邦準備法」限制Fed在公開市場所可購買之標的。

本次Fed及BoE透過SPV執行融通機制或資產購買機制，南韓亦仿效美國模式，設立SPV購買國內公司債與商業本票，惟三者SPV設計有所不同，風險移轉程度亦有差異。至於ECB與BoJ非採SPV模式，而是直接購買或融通具信用風險之債權。

三、主要央行採取更寬鬆貨幣政策可能衍生後遺症

(一) 貨幣政策與財政政策的界限趨向模糊，產生政府債務貨幣化之疑慮¹

本次主要央行推出的數項融通機制，面臨較高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)²，更承擔部分財政當局的紓困責任，預期央行資產負債表規模將隨之擴大，恐觸及央行融通政府債務的傳統禁忌。此外，主要經濟體財政當局大舉發債以支應經濟激勵措施，將進一步推升政府債務對GDP比率。

(二) 高度寬鬆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

當政策利率逼近零利率底限，主要央行改採QE提供貨幣寬鬆力道，惟可能使其大規模購買的資產因不易去化而變成「永久遺產」(lasting legacy)³。此外，主要央行實施QE而持有大量債券，易降低市場交易量與流動性，損及金融市場運作機制，從而降低資本配置效率；另長期壓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⁴。

(三) 央行如涉入高風險資產市場，可能造成央行與企業雙輸局面

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，可能損及獨立性與自主性，且所持有資產若出現虧損，可能傷害央行可信度⁵。此外，央行透過購買公司債支持企業，而擔任信用分配者，恐將損及央行獨立性，帶來不可避免的政治後果⁶，尤其若央行介入股市等高風險市場，短期內雖有護盤效果，但長期對總體經濟助益不大，且不利市場運作與公司治理⁷。央行應關注金融市場功能，而不宜被視為推升資產價格者，以避免引發道德風險，損害市場功能，且若市場參與者深信央行終會進場護盤，恐變相鼓勵其承擔更多風險⁸。

四、結語

我國金融體系以間接金融為主，本行多透過銀行等中介機構將貨幣政策態勢傳遞至實體經濟。為緩和疫情衝擊，各國央行依其國內經濟金融情勢制定最適妥的貨幣政策工具，本行亦將持續充分支應金融體系流動性，並提供銀行辦理中小企業貸款專案融通，且持續關注國內外潛在金融風險，以促進國內金融穩定。

註：1. 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等議題，業已在國際間引發廣泛討論。

2. 「巴治荷原則」係由經濟學家Walter Bagehot於1873年提出，其主張央行扮演最後貸款者角色，於發生流動性危機時，應提供融通，但為使道德風險極小化，大致應符合以下原則：(1)旨在處理流動性短缺(illiquidity)，而非無力償付(insolvency)問題；(2)應施以較高的貸款利率作為高額罰金；(3)應有品質佳且容易兌換的擔保品；(4)應有貸款條件限制，以避免其他過多的不必要申請。

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

4. 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；BIS (2019), "Large Central Bank Balance Sheets and Market Functioning," *Markets Committee Papers*, No. 11, October。

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

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

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

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