

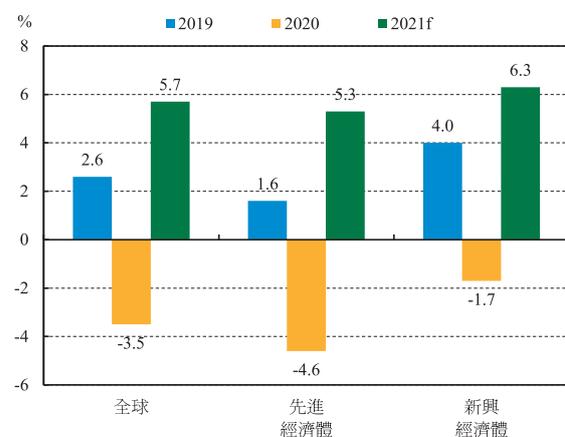
## 貳、潛在影響金融體系之總體環境

### 一、國際經濟金融情勢

#### (一) 國際經濟金融情勢

2020年新冠肺炎疫情對經濟衝擊甚鉅，在貿易萎縮、經濟活動停擺及供應鏈中斷影響下，全球經濟陷入負成長；2021年以來隨各國陸續施打疫苗，加以全球央行續採寬鬆貨幣政策，預期經濟將重拾成長動能，惟疫情發展及疫苗普及程度仍係經濟成長最大變數。金融市場方面，超寬鬆貨幣政策促使資金湧進股市，致金融市場與實體經濟復甦情況脫鉤，一旦Fed緊縮貨幣政策，且帶動利率大幅走升，恐加劇金融不穩定風險。

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2021f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2021/5/15)。

#### 1. 2020年全球經濟大幅走弱，2021年復甦速度將與疫苗普及程度息息相關

2020年初中國大陸爆發新冠肺炎疫情並擴散至世界各地，大幅衝擊全球經濟。供給面方面，疫情導致之大規模封鎖使企業營運停滯並造成產能下滑，引發供應鏈中斷危機；需求面方面，因各國實施大規模封城措施，加上疫情期間消費者及企業信心下滑而減少支出，致全球需求大幅減少。在諸多負面因素影響下，2020年全球經濟邁入衰退，成長率下滑至-3.5%<sup>12</sup>(圖2-1)，係1930年代經濟大蕭條以來最嚴重衰退，且受衝擊程度超過2008年全球金融危機<sup>13</sup>。

展望2021年，受惠於各國陸續施打疫苗、防疫措施放寬及大規模財政政策支持，加以基期較低，IHS Markit預估全球經濟成長率將大幅回升至5.7%，其中

<sup>12</sup> 依據IHS Markit 2021年5月15日預測。

<sup>13</sup> 依據IHS Markit資料，2008年全球金融危機爆發後，次一年(2009年)全球經濟成長率為-1.7%。

先進及新興經濟體經濟成長率分別回溫至5.3%及6.3%(圖2-1)。然而，IMF提出警告<sup>14</sup>，配送疫苗面臨之物流問題，以及疫苗普及程度與有效性等不確定因素，均可能再度重創全球經濟。根據IMF估計，在疫苗普及度不如預期或疫苗對變種病毒株保護力減弱之悲觀情境<sup>15</sup>下，2021年全球經濟成長將較基準情境下降1.5個百分點。

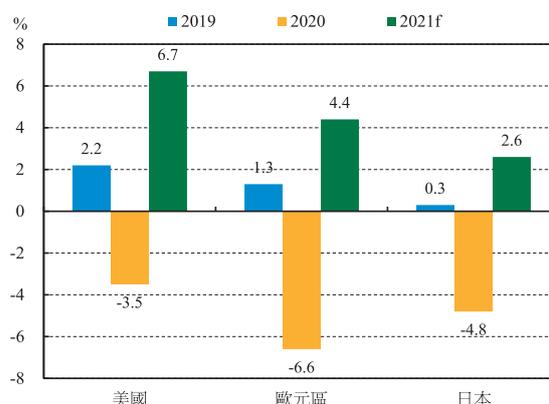
### (1) 先進經濟體將重拾成長動能，惟各國步伐不一

#### ● 美國經濟成長預計高於歐元區及日本等先進經濟體

2020年美國受新冠肺炎疫情拖累，成為全球確診病例數最多之國家，在個人消費與投資均下滑情況下，全年經濟成長率由上年之2.2%大幅下降至-3.5%(圖2-2)，係2010年以來首度陷入負成長。

2021年3月美國國會通過歷來規模第二大<sup>16</sup>之1.9兆美元「美國救援法(American Rescue Plan Act)」(下稱紓困方案)<sup>17</sup>。在大規模財政激勵方案及疫苗陸續施打等正面因素影響下，IHS Markit預測美國2021年經濟成長率將大幅回升至6.7%，復甦力道較歐元區及日本強勁(圖2-2)，失業

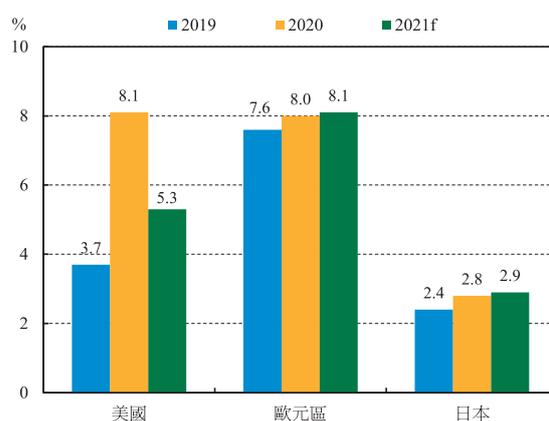
### 圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



註：2021f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2021/5/15)。

### 圖 2-3 美、歐、日失業率



註：2021f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2021/5/15)。

<sup>14</sup> 同註1。

<sup>15</sup> IMF以G20模型為基礎，設定悲觀與樂觀情境進行分析。在悲觀情境中，假設疫苗普及程度緩慢，且需花大量時間方能廣泛接種疫苗，即使疫苗普及，一般大眾對疫苗接受度也有限，在此假設下，全球經濟復甦將再度轉弱，預估先進及新興經濟體2021年經濟成長率均將較基準情境下降約1.5個百分點，而新興經濟體因脆弱度較高，2022年經濟成長率下跌幅度將大於先進經濟體。詳見IMF (2021), *World Economic Outlook*, April。

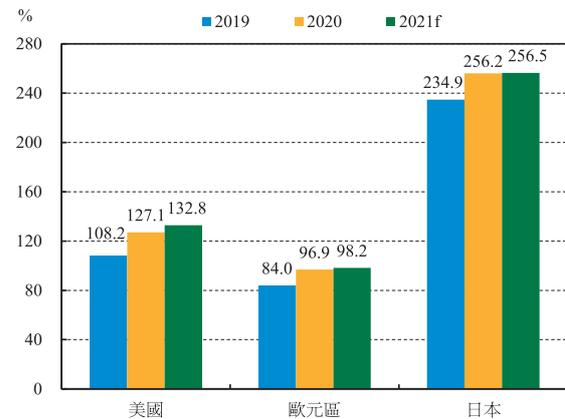
<sup>16</sup> 美國目前最大規模財政激勵方案係2020年3月提出之「新冠病毒援助、救濟及經濟保障法」(CARES Act)，總規模達2.2兆美元，內容包括提供中小企業融資、發放一次性現金補貼及增加醫療投資等。

<sup>17</sup> 詳見本章「2020年下半年以來主要經濟體貨幣及財政政策」乙節。

率則將由2020年之8.1%降至5.3%(圖2-3)。

財政方面，因美國持續舉債以因應新冠肺炎疫情衝擊，IMF預測<sup>18</sup>2021年美國政府債務餘額對GDP比率將由2020年之127.1%提高至132.8%(圖2-4)，惟隨經濟復甦及疫情時期實施之臨時支出政策屆期，2021年財政赤字對GDP比率將由2020年15.8%略降至15%。

圖 2-4 美、歐、日政府債務餘額對GDP比率



註：2021f為IMF預測值。

資料來源：IMF (2021), *Fiscal Monitor*, April。

#### ● 2020年底疫情復燃再度衝擊歐元區經濟

2020年上半年歐元區各國因疫情紛採封城措施，第3季雖一度解除封鎖，惟消費、貿易、觀光業與金融市場已受嚴重衝擊，全年經濟成長率大幅滑落至-6.6%(圖2-2)。2020年12月隨新冠肺炎變種病毒蔓延，各國決定重啟封鎖措施，IHS Markit預估該等措施將影響2021年初歐元區經濟成長，第2季後方能逐步回穩，全年經濟成長率將回升至4.4%(圖2-2)，惟經濟產出恐無法回升到2019年底水準，且封城措施拖累產業復甦，失業率將續升至8.1%(圖2-3)。

財政方面，歐盟於2020年下半年宣布將在資本市場上發行歐盟共同債券籌資，以贈款與貸款形式援助成員國<sup>19</sup>，加以歐盟各國推出擴張性財政政策，債務規模擴增，IMF估計2021年歐元區政府債務對GDP比率將由2020年之96.9%攀升至98.2%<sup>20</sup>(圖2-4)。

#### ● 2020年底日本實施大規模財政政策將有助其經濟復甦

2020年下半年日本受惠於政府實施之振興國旅、餐飲補助計畫，加

<sup>18</sup> IMF (2021), *Fiscal Monitor*, April.

<sup>19</sup> 同註17。

<sup>20</sup> 同註18。

以出口復甦，經濟恢復增長，惟因疫情仍重創日本投資與民間需求，全年經濟成長率為-4.8%(圖2-2)，係2010年以來最大減幅。2020年12月日本政府宣布將投入約73.6兆日圓之刺激經濟計畫<sup>21</sup>，IHS Markit預測在財政刺激下，日本經濟將恢復正成長，2021年成長率達2.6%(圖2-2)，惟經濟產出仍無法回升至疫情前水準，且因勞動市場復甦速度未及經濟成長，預計失業率將續升至2.9%(圖2-3)。

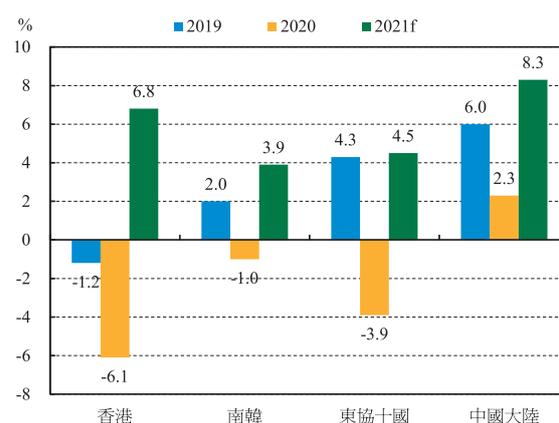
財政方面，日本因推出新一輪經濟激勵方案，加以政府預算中社會福利費用仍高達35.84兆日圓，IMF預測2021年政府債務餘額對GDP比率將由2020年之256.2%續升至256.5%，創有紀錄以來新高<sup>22</sup>(圖2-4)。

## (2) 亞洲經濟體經濟恢復增長

2020年受新冠肺炎疫情影響，多數亞洲新興經濟體經濟成長均大幅轉弱。其中，中國大陸年初受疫情影響，成長率一度轉負<sup>23</sup>，其後，隨疫情獲得控制，出口與投資恢復成長動能，全年經濟成長率為2.3%(圖2-5)，創下30年來最小增幅。其他亞洲經濟體中，以出口為導向且產業鏈與中國大陸緊密相連之香港與南韓，經濟成長率分別大幅下滑至-6.1%及-1.0%(圖2-5)，東協十國整體經濟成長率亦下降至-3.9%(圖2-5)，尤以菲律賓及泰國降幅較大。

展望2021年，中國大陸隨著疫苗開始施打及內需回溫，IHS Markit預測全年經濟成長率將大幅回升至8.3%(圖2-5)；香港及南韓受惠於全球出口回溫及基期較低，IHS Markit預測其經濟成長率將分別升至6.8%及3.9%(圖

圖 2-5 亞洲新興經濟體經濟成長率



註：1. 2021f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 (2021/5/15)。

<sup>21</sup> 同註17。

<sup>22</sup> IMF之政府債務餘額對GDP比率資料始於1990年，詳見註18。

<sup>23</sup> 中國大陸2020年第1季經濟成長率為-6.8%，係1992年開始公布經濟成長率以來首度負成長。

2-5)；東協十國隨內需及出口提升，加以觀光產業有望復甦，預計2021年經濟均將轉為正成長，IHS Markit預測成長率將達4.5%(圖2-5)。

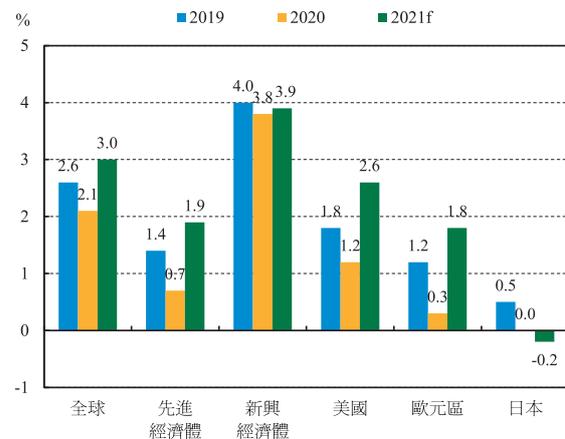
### (3) 隨全球經濟復甦，通膨升溫

2020年上半年油價在疫情衝擊原油需求及減產談判破局等影響下大幅崩跌，4月間部分原油

期貨一度跌至負值<sup>24</sup>，其後隨OPEC+<sup>25</sup>達成史上最大規模減產協議，加以歐美製造業穩步復甦、各國政府陸續推出紓困措施及疫苗研發等利多消息支撐，油價逐步回穩，惟布蘭特原油(Brent crude oil)現貨全年平均每桶為41.69美元，仍較2019年下跌超過35%，加上其餘能源價格亦全面走低，全球CPI年增率降至2.1%，其中先進經濟體與新興經濟體分別降至0.7%及3.8%(圖2-6)。

2021年初以來，疫苗接種讓各國逐步解封，復以美國推出大規模財政激勵方案，預計將提振經濟並推升原油需求，加上OPEC+決議延長原油減產規模期限、沙烏地阿拉伯自願額外減產原油及德州因酷寒天氣導致油井關閉等影響原油供給，油價大幅走升，3月5日布蘭特原油現貨已回到疫情爆發以來之高點，達每桶69.95美元。其餘大宗商品亦因疫情衝擊消退使需求增加而價格走升<sup>26</sup>，IHS Markit預測原物料價格持續回溫，全球通膨將回升至3.0%，其中先進經濟體通膨升幅較明顯，CPI年增率將增至1.9%，新興經濟體受中國大陸通膨降溫影響，CPI微增至3.9%<sup>27</sup>(圖2-6)。

圖 2-6 全球消費者物價指數年增率



註：2021f為IHS Markit預測值。

資料來源：IHS Markit (2021/5/15)。

<sup>24</sup> 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，主要因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。

<sup>25</sup> OPEC+係指石油輸出國組織(Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC)加上俄羅斯。

<sup>26</sup> 2021年2月底聯合國糧食及農業組織食品價格指數達116，較2020年底之108.5上升6.9%。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。

<sup>27</sup> 受豬瘟疫情影響，2020年中國大陸豬肉價格於高點震盪，IHS Markit預估2021年豬肉價格將回跌，CPI年增率將由2020年之2.5%下降至2021年之1.8%。

## 2. 在金融情勢大幅寬鬆下，金融脆弱度持續累積

### (1) 金融情勢轉為寬鬆

2020年初隨著新冠肺炎疫情急遽升溫，全球金融市場陷入恐慌情緒，股價大跌且公債殖利率走低，金融情勢快速緊縮(圖2-7)。在金融情勢緊縮下，企業與個人因融資成本上升而減緩投資及延緩消費，全球金融風險升高。

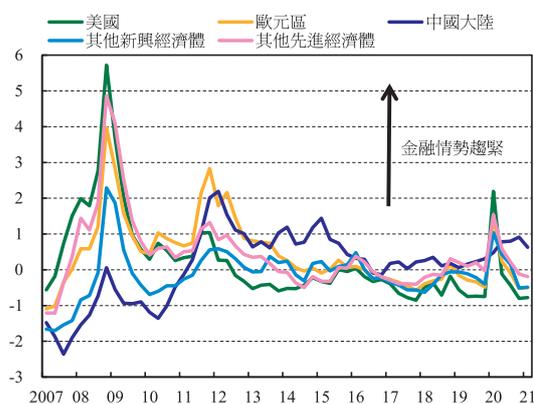
2020年下半年以來，因各國推出史無前例之大規模寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，抵銷疫情帶來之衝擊，加以疫苗研發成功等正面消息，投資人預料全球經濟將回歸正軌，資金大幅回流至股市，股價明顯上揚，企業市值大幅上升，致金融情勢轉趨寬鬆，其中，美國因股市漲幅明顯，金融情勢指標降至歷史低點(圖2-7)。

IMF警告<sup>28</sup>疫情帶來之超寬鬆金融環境，誘使民間部門尋求高收益投資標的，承擔更多風險並增加舉債額度，將致金融脆弱度上升。此外，主要國家央行採較以往更加寬鬆之貨幣政策，可能衍生如政府債務貨幣化或有損金融市場運作機制等不少後遺症(專欄1)，恐不利金融穩定，值得關注。

### (2) 金融與實體經濟呈K型復甦

2020年3月因新冠肺炎疫情迅速蔓延與國際油價崩跌，使投資人恐慌情緒加劇，全球股市重挫；4月以後，隨各國陸續採取貨幣寬鬆與財政激勵措施，且疫情催化遠距通訊及居家辦公等新興科技應用，帶動與科技業景氣循

圖 2-7 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 (2021), *Global Financial Stability Report*, April。

<sup>28</sup> IMF (2021), *Global Financial Stability Report*, April.

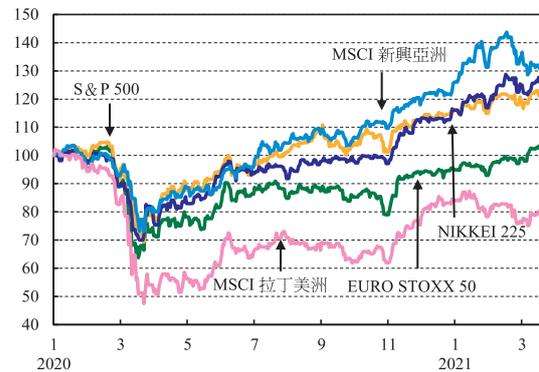
環相關之指標回升，加以疫苗研發之正面訊息提振投資信心，資金大幅湧入股市，各類股均出現漲勢，全球股市大幅回升，尤以美國、日本及新興亞洲股市漲幅最為明顯<sup>29</sup>，歐元區則受英國脫歐及2020年底疫情復燃影響，漲幅有限(圖2-8)。

在就業與經濟活動緩慢復甦下，股票等金融市場價格反而明顯上揚，出現金融與實體經濟呈K型復甦<sup>30</sup>情形，如美國與日本之股票市值對GDP比率分別大幅上升至198%與122%(圖2-9)，IMF警示恐有偏離經濟基本面之疑慮。未來若疫情緩解及經濟復甦趨勢不如預期，或各國寬鬆貨幣政策提早退場，恐使避險情緒驟升，金融市場面臨資產價格大幅修正，進而衝擊實體經濟，使市場情緒更加悲觀，產生金融與實體經濟之負面反饋效果。

### (3) 各國公債殖利率走升，反映通膨預期升溫

2020年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下滑，美國、英國及歐元區等經濟體殖利率甚至降至2016年以來新低。2021年以來，隨各國開始施打疫苗，加上美國再推出大規模財政刺激政策，投資人對經濟前景預期轉趨樂觀，通膨預期持續升溫，促使公債殖利率

圖 2-8 國際股價指數表現



註：1. 2020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 2-9 股票市值對GDP比率



資料來源：Bloomberg。

<sup>29</sup> 截至2021年3月17日止，美國S&P指數、日經指數及MSCI新興亞洲指數已分別較2020年最低點上漲74.9%、76.2%及79.2%，其中南韓、臺灣與印度股價指數更屢創歷史新高。

<sup>30</sup> K型復甦係指股票及公司債等金融資產價格明顯揚升，就業等經濟活動卻緩慢復甦，金融與實體回復速度呈K字型兩極化之情形。

上揚(圖2-10)，尤以美債殖利率彈升幅度最為明顯，2021年3月底10年期公債名目殖利率彈升至1.74%高點，較2020年低點約增加120個基點。

美債殖利率走升主要反映近期美國通膨預期上揚，而通膨預期上揚主要受寬鬆金融情勢、大規模財政刺激措施、疫情減緩、原物料價格上漲<sup>31</sup>及經濟復甦等多項因素所推動，惟當前美國仍存在負產出缺口<sup>32</sup>，且全球化、技術進步及人口老化等結構性因素持續壓抑美國長期通膨預期，故2021年3月St. Louis Fed估計<sup>33</sup>，未來12個月美國名目個人消費支出物價(Personal consumption expenditure, PCE)指數超過2.5%之機率僅約20%(圖2-11)，顯示目前通膨預期升溫因素多為暫時性現象。

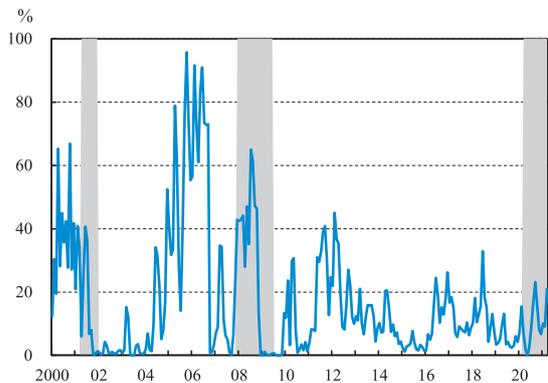
美債殖利率走高雖可能是暫時性現象，但2021年2月中旬後殖利率大幅彈升，已為股市帶來修正壓力，全球股市一度自高點回挫。IMF亦提出警告<sup>34</sup>，若實質利率持續且快速地上揚，可能使金融市場大幅修正，金融情勢快速緊縮，影響市場信心並危及金融穩定。

圖 2-10 主要經濟體10年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

圖 2-11 Fed通膨壓力指數



註：1. 通膨壓力指數係未來12個月名目個人消費支出物價(PCE)指數超過2.5%之機率。

2. 陰影區係美國全國經濟研究所(NBER)界定之經濟衰退期。

資料來源：St. Louis Fed。

<sup>31</sup> 包含能源、金屬及穀物類等19項商品之RJ/CRB指數持續走升，3月26日為187.73，超越疫情爆發前水準。

<sup>32</sup> 當美國存在正產出缺口時，通膨較高，如為負產出缺口則通膨多小於2%，因目前負產出缺口仍大，美國CBO預估2024年前產出缺口仍不會轉正，中長期通膨壓力小。

<sup>33</sup> Fed估計通膨壓力指數之模型考量9個因素，分別為消費者物價指數、生產者物價指數、大宗商品物價、房價、勞動市場指標、金融變數、通膨預期、公司及消費者訪查資料及國外物價。詳見 Jackson, Laura E., Kevin L. Kliesen and Michael T. Owyang (2015), "Introducing the St. Louis Fed Price Pressure Measure," *St. Louis Fed Economic Synopses*, November。

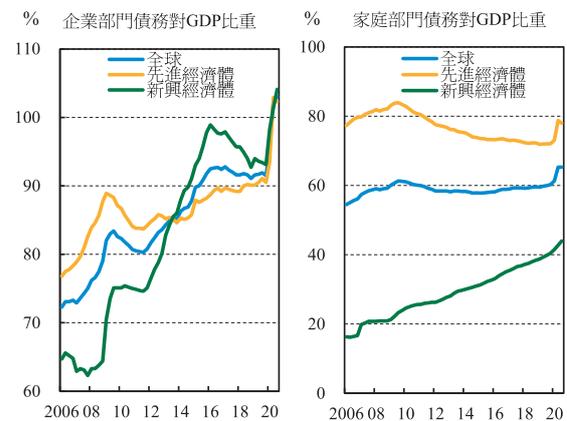
<sup>34</sup> 同註28。

#### (4) 全球債務水準攀至新高，非金融部門債務水準尤其值得關注

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，增加非金融部門舉債誘因，再加上疫情爆發後，家庭與企業部門因收入受到衝擊，進一步提升舉債需求，導致民間部門債務餘額持續攀升。政府部門方面，各國政府針對疫情實施史無前例之擴張性財政政策<sup>35</sup>，政府債務餘額亦隨之走高。根據國際金融協會(Institute of International Finance, IIF)統計，2020年底全球債務規模已達281兆美元，相對於GDP比率高達355%，較2019年底大幅增加35個百分點<sup>36</sup>。

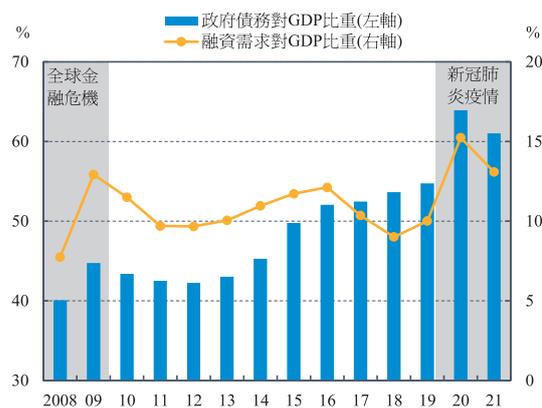
IMF警告，非金融部門之槓桿快速累積，係金融市場走跌或經濟衰退之領先指標<sup>37</sup>，2020年第3季底全球企業部門及家庭部門債務對GDP比率已分別達103%及65.3%(圖2-12)，較2019年底分別上升11.5個百分點及5個百分點，均為2001年以來高點。短期內，各國政府將面臨實施寬鬆貨幣政策以復甦經濟，或超寬鬆貨幣政策退場以避免民間部門承擔過多債務之兩難困境，未來當全球經濟因疫情消退而逐漸復甦後，各國政府應適度採行總體審慎政策，以減緩高槓桿可能引起之金融不穩定風險。

#### 圖 2-12 民間部門債務對GDP比率



註：先進及新興經濟體分別包含27及25個經濟體之資料。  
資料來源：IMF (2021), *Global Financial Stability Report*, April。

#### 圖 2-13 新興經濟體政府債務及融資需求



註：本圖包括中國大陸以外之51個新興經濟體。  
資料來源：IMF (2021), *Global Financial Stability Report*, April。

<sup>35</sup> 全球因應疫情實施之財政政策規模已達16兆美元，詳見IMF (2021), *Fiscal Monitor*, April。

<sup>36</sup> IIF (2021), *Global Debt Monitor: COVID Drives Debt Surge – Stabilization Ahead?*, February.

<sup>37</sup> 同註28。

#### (5) 一旦先進經濟體貨幣政策正常化，將推升新興經濟體資金外流風險

全球經濟體之經濟復甦預計將因疫苗配送與施打情形而出現分歧，IMF認為許多新興經濟體經濟成長速度恐落後先進經濟體<sup>38</sup>，導致政府融資需求上升。IMF預估2021年中國大陸以外新興經濟體之融資需求對GDP比率將達13%，且政府債務對GDP比率為61%，均高於全球金融危機時期(圖2-13)。

新興經濟體在融資需求及債務水準仍高下，一旦美國等先進經濟體之長期利率上升或實施貨幣政策正常化，將使其金融情勢趨緊並面臨資金外流風險，其中經濟基本面較差且疫苗獲取不易之經濟體，資金外流情況將更為嚴重<sup>39</sup>。

---

<sup>38</sup> 同註1。

<sup>39</sup> 同註28。

## 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	<b>-525</b> (5.25%→0~0.25%)	<b>-325</b> (4.25%→1.0%)	<b>-40</b> (0.5%→0.1%)
新冠肺炎疫情	<b>-150</b> (1.5%~1.75%→ <b>0~0.25%</b> )	<b>0</b> (維持在 <b>-0.5%</b> )	<b>0</b> (維持在 <b>-0.1%</b> )

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

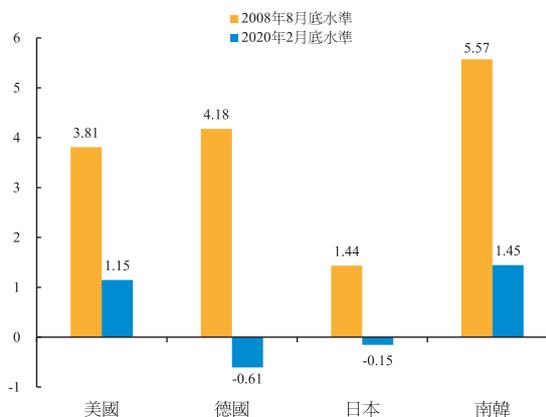
主要央行係依自身情況，考量金融結構、法律授權範圍及風險分攤等因素，制定最適妥的貨幣政策工具。

### (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。

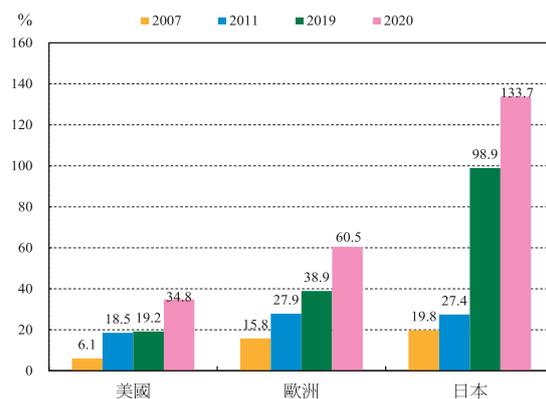
美國Fed除採取傳統貨幣政策的降息措施外，亦推出偏重直接金融之QE及流動性與信貸支持機制，包括購買商業本票、資產擔保證券、公司債及市政債等機制，其中多項機制透過特殊目的機構(Special Purpose Vehicle, SPV)運作。相較於美國，歐元區、日本及南韓之貨幣政策較倚賴金融中介機構傳遞至實體經濟，故偏向以間接金融方式實施寬鬆措施(圖A1-4與表A1-2)，以緩和本次疫情之衝擊。

圖A1-2 主要國家公債殖利率調降空間有限



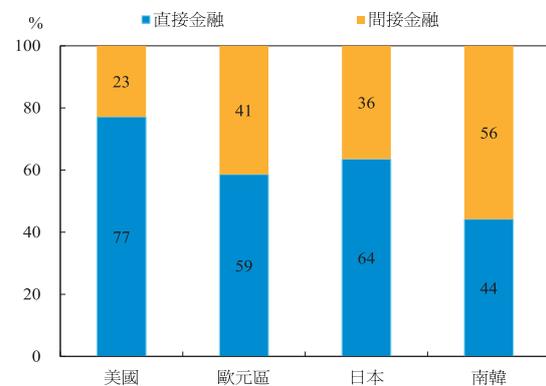
註：本圖為10年期公債殖利率。  
資料來源：Bloomberg。

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

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<sup>1</sup>

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)<sup>2</sup>，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)<sup>3</sup>。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<sup>4</sup>。

## (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<sup>5</sup>。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<sup>6</sup>，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<sup>7</sup>。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<sup>8</sup>。

## 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。

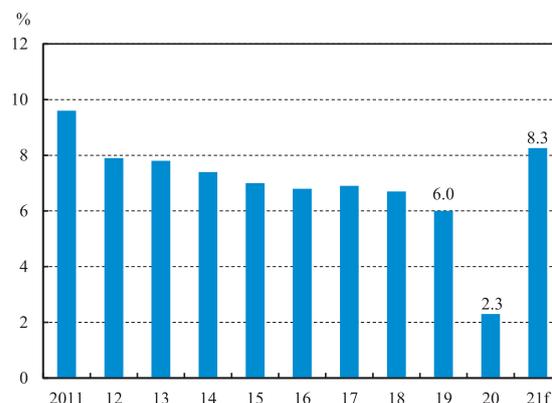
## (二) 中國大陸經濟金融情勢

### 1. 隨疫情趨緩，經濟成長逐步回升

2020年初中國大陸爆發新冠肺炎疫情，重創經濟成長動能，第1季經濟大幅衰退6.8%，其後隨疫情趨緩，各地陸續解封並恢復生產，經濟逐步回穩<sup>40</sup>，全年經濟成長率為2.3%(圖2-14)，較上年大幅縮減3.7個百分點，創改革開放以來最低水準。

展望2021年，在疫情有效控制下，景氣將加速復甦，加以上年基期較低，IHS Markit預測中國大陸全年經濟成長率將大幅回升至8.3%(圖2-14)。近期中國大陸政府提出「十四五規劃」，積極進行經濟結構轉型，並運用內、外「雙循環」模式<sup>41</sup>減緩經濟下行壓力，惟美國持續加強對其制裁並施壓<sup>42</sup>，中國大陸經濟前景恐仍面臨嚴峻挑戰，值得密切關注。

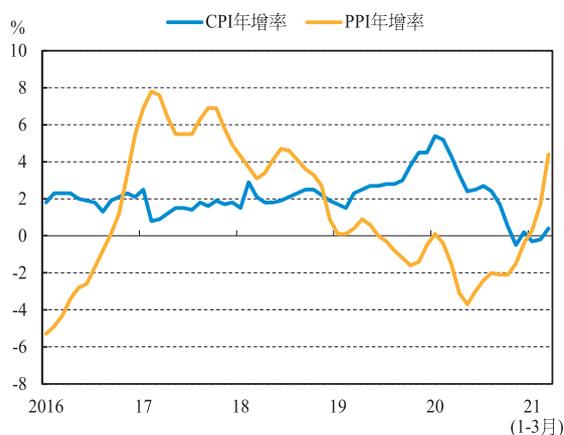
圖 2-14 中國大陸經濟成長率



註：2021f係IHS Markit預測值。

資料來源：中國國家統計局、IHS Markit (2021/5/15)。

圖 2-15 中國大陸通貨膨脹率



資料來源：中國國家統計局。

### 2. 消費者物價持續走跌，生產者物價走跌後反升，房價漲幅趨緩

2020年中國大陸因食物類價格漲勢趨緩，全年CPI年增率較上年下降0.4個百分點至2.5%，惟仍高於主要經濟體。2021年1-2月CPI年增率由正轉負，3月

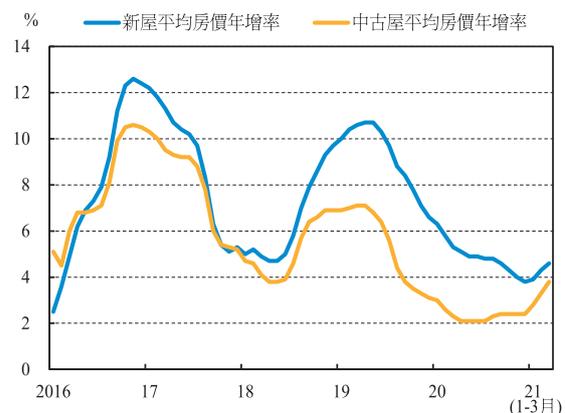
<sup>40</sup> 依中國大陸國家統計局統計，2020年第2、3季經濟成長年增率分別上升為3.2%及4.9%，第4季進一步攀升至6.5%，逐漸恢復至疫情前之水準。

<sup>41</sup> 亦即透過強化國內供應鏈形成「內循環」，以及對外開放積極參與國際產業鏈生產，與國際市場連結形成「外循環」，以實現雙循環良性互動。

<sup>42</sup> 美國總統拜登上台後，延續前總統川普對抗路線，例如持續制裁中國大陸企業及課徵關稅，並強化「印太戰略聯盟」及深化與傳統盟國關係，均將中國大陸設想為主要競爭對象甚至是假想敵。

則因能源價格上漲略回升至0.4%(圖2-15)，IHS Markit預測全年CPI年增率續降至1.8%，顯示民間消費動能仍弱。此外，受疫情衝擊，2020年上半年生產者物價指數(producer price index, PPI)年增率大幅下滑，下半年隨各地恢復生產及原物料成本上漲帶動而跌幅趨緩，全年較上年下降1.5個百分點至-1.8%；2021年初PPI年增率由負轉正，3月攀升至4.4%之近期高點(圖2-15)。

圖 2-16 中國大陸70大城平均房價年增率



資料來源：Refinitiv Datastream。

房市方面，2020年初受疫情蔓延及實施封城影響，上半年房市交易量明顯萎縮，房價漲幅趨緩，但在中國人民銀行(簡稱中國人行)擴大貨幣寬鬆效應下，誘發投機性買盤，帶動下半年房價逐步回升(圖2-16)。鑑於房地產市場有日益金融化及泡沫化現象，為威脅金融體系的潛在重大風險<sup>43</sup>，2020年12月起中國大陸政府陸續推出強化銀行不動產貸款之監理措施<sup>44</sup>，包括規範銀行承做不動產貸款之集中度上限，以及嚴禁消費貸款及營運週轉金貸款資金流入房地產等，以降低房市泡沫風險。

### 3. 貨幣政策大幅寬鬆後轉趨中性

2020年初新冠肺炎疫情引發金融市場動盪加劇，上海銀行業間隔夜拆款利率快速走升，其後中國人行透過降準、中期借貸便利操作(MLF)<sup>45</sup>及公開市場逆回購操作等政策工具大規模釋出流動性，並調降MLF及逆回購操作利率以引導市場利率下滑，加大逆週期調節力道，隔夜拆款利率明顯回降；下半年隨疫情

<sup>43</sup> 中國大陸銀保監會主席郭樹清於2021年3月2日國務院新聞辦公室記者會表示，房地產泡沫化是金融體系最大的灰犀牛。

<sup>44</sup> 2020年12月中國人行及銀保監會訂定「關於建立銀行業金融機構房地產貸款集中度管理制度的通知」，要求銀行房地產貸款及個人購屋貸款之集中度最高不得超過40%及32.5%之上限，以防範金融體系不動產貸款過度集中，降低潛在系統性金融風險。2021年3月中國銀保監會、住房和城鄉建設部及中國人行聯合發布「關於防止經營用途貸款違規流入房地產領域的通知」，進一步要求銀行確實加強房貸審查及資金管控，嚴防營運週轉金貸款資金流入房地產，主要包括：(1)加強個人房貸額度控管；(2)強化對借款人還款能力審查；及(3)嚴禁消費貸款及週轉金貸款資金挪用於購屋等。

<sup>45</sup> 中期借貸便利操作(MLF)係指中國人行對提供合格質押品且符合總體審慎管理要求之商業及政策性銀行釋出資金，透過調節金融機構中期融資成本，引導其向實體經濟部門提供低成本資金，以降低企業融資成本。

有效控制，中國人行貨幣政策轉趨中性，僅維持金融體系合理流動性<sup>46</sup>，隔夜拆款利率小幅走升並於區間震盪(圖2-17)。

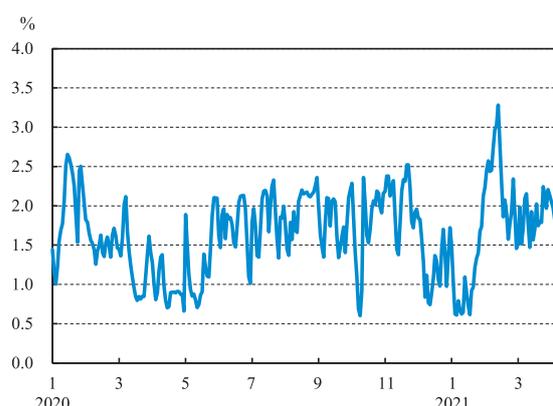
#### 4. 持續實施擴張性財政政策，但規模略減

為因應疫情對經濟之重大衝擊，2020年中國大陸政府積極實施擴張性財政政策，透過提高財政赤字規模及發行抗疫特別國債等，擴大消費及投資，以保就業及保民生。2021年考量經濟復甦仍具不確定性，3月上旬人大會議「政府工作報告」持續提出擴大內需方案，允許政府財政預算赤字相對GDP比率為3.2%，以及地方政府專項債務新增額度上限至3.65兆人民幣，並實施減稅降費措施，但規模均較上年略減，且不再發行抗疫特別國債，以利財政收支平衡。

#### 5. 上證指數及人民幣匯率均大幅彈升

2020年初受疫情蔓延衝擊，3月間上證指數隨國際股市反轉重挫，惟第2季起因中國大陸疫情有效控制，加以放寬境外機構投資限制<sup>47</sup>吸引外資大量湧入，上證指數大幅反彈並震盪走升，12月底收在3,473點，較去年底大漲13.87%。2021年初因美國通膨疑慮升溫，國際股市回檔修正，上證指數隨之下跌(圖2-18)。

圖 2-17 上海銀行業間隔夜拆款利率



註：2021年初隔夜拆款利率大幅攀升，主要係中國人行收回市場過多流動性，以抑制房地產和資產價格上漲所致。  
資料來源：中國外匯交易中心暨全國銀行間同業拆借中心。

圖 2-18 中國大陸上海證券綜合股票指數



資料來源：Bloomberg。

<sup>46</sup> 公開市場操作資金到期多採等量續作，不再擴大貨幣寬鬆，僅運用結構性貨幣政策工具，對仍受疫情影響之部門定向加強支持。

<sup>47</sup> 2020年1月中國大陸已全面取消基金、期貨、證券、保險及銀行的外資持股比率限制，5月中國人行國家外匯管理局進一步發布「境外機構投資者境內證券期貨投資資金管理規定」，明確並簡化境外機構投資者境內證券期貨投資資金管理要求，並取消境外機構投資者額度限制及放寬參與金融市場。

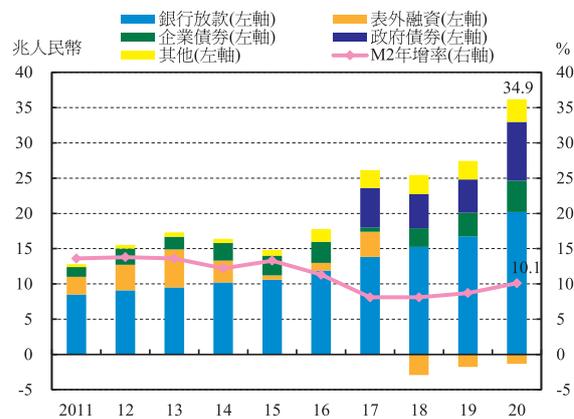
匯市方面，2020年初國際金融市場恐慌情緒飆升引發美元指數走高，人民幣匯率急遽走貶，5月人民幣對美元匯率一度收在7.16之低點，其後隨中國大陸經濟景氣逐步回升及美中利差擴大，加以美元指數走弱引發外資持續匯入，人民幣匯率由貶轉升，12月底人民幣對美元匯率收在6.5398，全年升值6.52%。2021年初人民幣匯率持續走升，3月後因美債殖利率上揚而由升轉貶(圖2-19)。

圖 2-19 人民幣對美元之匯率趨勢



資料來源：本行外匯局。

圖 2-20 中國大陸社會融資規模增量及M2年增率



註：1. 中國人行2019年9月起將「交易所企業資產擔保證券」納入「企業債券」統計；12月起將「國債」及「地方政府一般債券」納入統計，並與原有「地方政府專項債券」合併為「政府債券」，兩者均追溯至2017年。  
2. 表外融資包括「委託貸款」、「信託貸款」及「未貼現銀行承兌匯票」等表外項目。

資料來源：中國人民銀行。

## 6. 社會融資規模持續擴增，中小型金融機構之脆弱度較高

受中國人行貨幣寬鬆政策影響，2020年M2年增率由上年8.7%大幅上升1.4個百分點至10.1%，社會融資規模增量亦大幅攀升至34.9兆人民幣，主要係銀行放款、政府及企業發行之債券分別增加20.2兆人民幣、

8.3兆人民幣及4.5兆人民幣所致，表外融資則持續縮減1.3兆人民幣(圖2-20)；年底社會融資餘額為284.8兆人民幣，較上年底增加13.3%。

由於疫情重創實體經濟，2020年中國大陸商業銀行之不良貸款餘額<sup>48</sup>逐季走升，第4季始回降，年底餘額仍較上年大幅增加11.93%至2.70兆人民幣，但不良貸款比率因貸款總額增幅較大而略降至1.84%(圖2-21)，其中仍以農村商業銀行之3.88%最高。若加計關注類貸款餘額3.78兆人民幣，兩者合計之有欠正常貸款

<sup>48</sup> 依據中國銀保監會規定，貸款分為正常、關注、次級、可疑及損失等5類，不良貸款係包括次級、可疑及損失等3類貸款。另關注類貸款指借款人繳息還本正常，但有信用不良紀錄，可能影響未來還款能力之貸款。

餘額及比率分別為6.48兆人民幣及4.41%，授信品質欠佳。由於民營及中小微企業融資持續面臨困難，未來紓困貸款若逐步退場，中小型金融機構之不良貸款恐進一步升高，增添金融脆弱度<sup>49</sup>，值得密切關注。

## 7. 中國大陸債務持續擴增，潛在風險仍高

依據BIS統計，2020年底中國大陸非金融部門債務餘額達292.9兆人民幣，相當於GDP之289.5%(圖2-22)，較去年底大幅上升26.6個百分點，續創新高，其中企業、家庭及地方政府部門各自面臨不同債務風險：

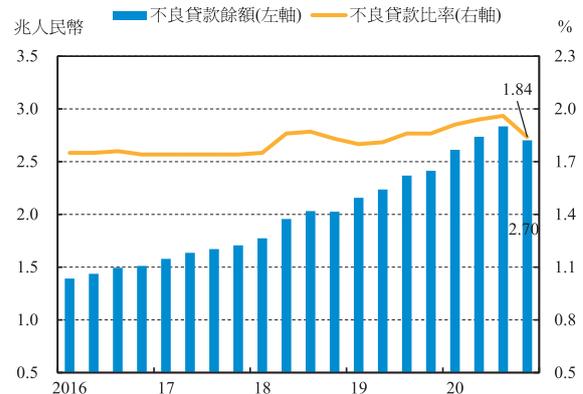
### (1) 大型企業債務違約風險升高

去槓桿化首要對象之企業部門，債務持續攀升，尤其大型企業(以國企為主)股權錯綜複雜，關係企業眾多，且融資金額龐大，依據中國人行統計<sup>50</sup>，近年大型企業之銀行融資規模逾3兆人民幣，且不良授信比率高達16%以上，債務違約風險升高，金融機構面臨資產品質下滑之壓力。

### (2) 家庭部門購屋過度融資，房地產面臨泡沫化風險

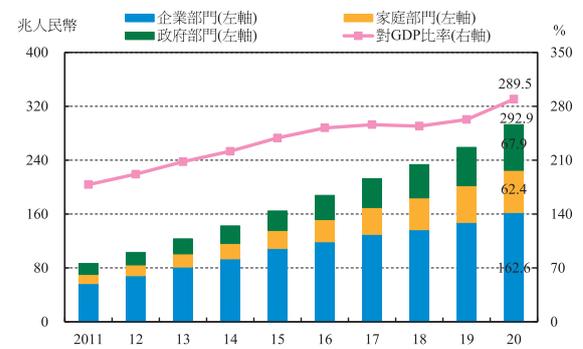
家庭部門債務以房貸占近6成為主，2020年底金融機構個人房貸餘額達34.5兆人民幣，較去年底大幅增加4.3兆人民幣或14.24%，且因市場資金相當寬鬆，部分購屋者係以個人消費性或營運週轉金貸款挹注，資金用途不符，

圖 2-21 中國大陸商業銀行不良貸款



資料來源：中國銀行保險監督管理委員會。

圖 2-22 中國大陸非金融部門債務及對GDP比率



資料來源：BIS。

<sup>49</sup> 依據中國人行2020年11月金融穩定報告對金融機構進行評等之結果，2019年底4,440家金融機構中有545家金融機構被列為高風險機構，比重高達12.4%，主要集中在農村中小型金融機構。

<sup>50</sup> 中國人行2020年11月金融穩定報告。

有過度融資之虞，加以家庭部門資產高度集中配置於房地產，房地產泡沫化風險升高。

### (3) 地方政府債務之潛在風險上升

為因應經濟下行壓力，近來中國大陸政府持續擴大地方政府專項舉債額度以進行基礎建設，依據中國財政部統計，2020年底地方政府預算內債務餘額高達25.66兆人民幣，較上年底大幅增加4.35兆人民幣或20.41%，加上地方政府運用融資平台或信託等其他融資管道變相舉債，產生龐大隱性債務，未來債務還本付息壓力恐進一步上升，且近來中國大陸政府不再透過「剛性兌付」擔保其債務，再融資風險升高，地方政府債務問題益加嚴重。

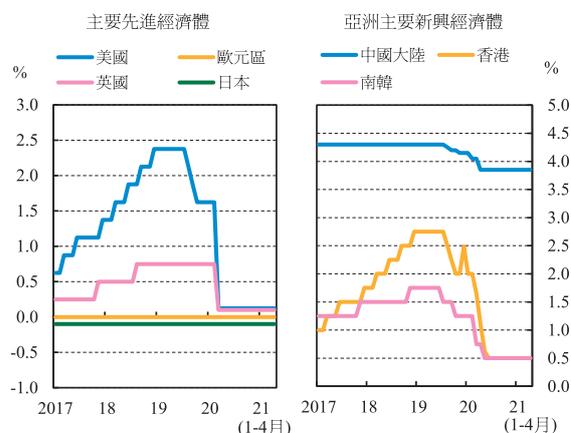
### (三) 2020年下半年以來主要經濟體貨幣及財政政策

自2020年初疫情爆發以來，主要經濟體央行紛紛採取較以往更寬鬆且激進之「非傳統」政策措施以因應衝擊，其後因實體經濟尚未恢復成長動能，多數央行仍維持低利率之寬鬆貨幣政策不變，且政府持續推出大規模財政政策，以消弭實體經濟面臨之下行風險。

#### 1. 主要經濟體多續採寬鬆貨幣政策

主要經濟體央行多維持低利率政策。其中，美國Fed於2020年3月降息共6碼後，將聯邦資金利率目標區間維持於0.00%~0.25%，並宣布延長流動性換匯協議及維持購債規模不變。歐洲央行(ECB)考量疫情惡化及通膨未達目標，2020年以來未調整政策利率，且宣布延長再融通操作期限及擴大購債計畫規模。日本央行(BoJ)除維持負利率外，亦延長支援企業金融特別操作之實施期限。英國央行(BoE)增加公債和公司債

圖 2-23 主要經濟體政策利率



註：1. 主要先進經濟體：美國為聯邦資金利率目標區間中值，歐元區為主要再融通操作利率，英國為官方利率，日本為銀行存放央行之新增超額準備適用利率。  
2. 亞洲主要新興經濟體：中國大陸為金融機構1年期貸款市場報價利率，香港為貼現窗口基本利率，南韓為基準利率。  
3. 資料截至2021年4月30日。  
資料來源：各國/地區央行網站。

持有規模以因應疫情帶來之衝擊。中國大陸於2020年下半年改採穩健中性之基調，不再擴大貨幣寬鬆，並陸續終止針對疫情採行之各項寬鬆措施。此外，南韓及香港等亞洲經濟體自2020年下半年以來均未調整政策利率，維持寬鬆貨幣政策(圖2-23、表2-1)。

表 2-1 2020年下半年以來主要經濟體採取之貨幣政策

經濟體	日期	主要貨幣政策內容
美國	2020/8	FOMC宣布修訂之「長期目標與貨幣政策策略聲明」生效，未來在充分就業目標方面，更改其政策制訂之評估依據；在物價穩定目標方面，未來將力求在一段時間內達成平均通膨率為2%，該政策又稱為彈性形式的平均通膨目標(average inflation targeting)。
	2020/12	Fed宣布增加購債計畫指引，將持續現行每月至少1,200億美元之購債步調，直到充分就業與物價穩定目標之達成具顯著進展，且將臨時美元流動性交換額度(temporary U.S. dollar liquidity swap lines)及與外國暨國際貨幣主管機關間之暫時性附買回協議機制(FIMA repo facility)延長至2021年9月底。
	2021/3	<ul style="list-style-type: none"> <li>● Fed維持聯邦資金利率目標區間於0%~0.25%不變。</li> <li>● Fed將持續現行每月至少1,200億美元之購債步調，直至充分就業與物價穩定目標之達成具顯著進展。</li> </ul>
歐元區	2020/12	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ECB因疫情繼續對經濟造成嚴重影響，將因應疫情緊急購買計畫(PEPP)購債規模由1.35兆歐元擴大至1.85兆歐元，購債期間延長到至少2022年3月底，且到期本金再投資期間延長至2023年底。</li> <li>● 延長第三輪定向長期再融通操作(TLTRO III)期限12個月至2022年6月，銀行可融通額度由合格放款總額之50%提高至55%；另2021年將額外增加4次非定向之因應疫情緊急長期再融通操作(PELTROs)，以提供市場流動性。</li> </ul>
	2021/3	ECB決議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，每月200億歐元之資產購買計畫(APP)及TLTRO III亦維持不變，惟基於對金融情勢及通膨展望的綜合評估，預計於2021年第2季加快PEPP購債步調。
英國	2020/11	BoE增加購買公債和公司債規模1,500億英鎊，擴大總購債規模至8,950億英鎊。
	2021/2	BoE維持官方利率於0.1%。
日本	2020/12	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 鑑於疫情明顯惡化，BoJ將新型企業金融支援特別操作之實施期限由2021年3月底再延長至9月底。</li> </ul>
	2021/3	<ul style="list-style-type: none"> <li>● BoJ決議維持短期政策利率於-0.10%，長期利率目標於0%左右不變，但將公債殖利率變動幅度由±0.2%微幅放寬至±0.25%。</li> <li>● 推出放款促進利率方案(Interest Scheme to Promote Lending)，以彌補銀行因負利率遭受損失，並增加BoJ調降政策利率彈性。</li> <li>● 持續購買公債、指數股票型基金(ETF)與不動產投資信託基金(J-REIT)。</li> </ul>
中國大陸	2020/6、7、8	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中國人行6月底及8月底分別進行規模50億人民幣之央行票據互換(Central Bank Bill Swap, CBS)操作，讓公開市場業務一級交易商將所持有中小銀行發行之永續債，向人行換入央行票據。</li> <li>● 7月下調支小(支援小微企業)再貸款、支農(支持農民、農村、農業)再貸款利率各25個基點，引導銀行降低實體經濟較脆弱部門的信貸成本。</li> </ul>
	2021/3	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 延續穩健中性之基調，不再擴大貨幣寬鬆，並陸續終止針對疫情採行之各項寬鬆措施。</li> <li>● 利用公開市場逆回購操作及MLF等工具釋出資金，維持市場流動性合理充裕，並運用結構性貨幣政策工具，加強對小微企業之金融支持。</li> </ul>

註：資料期間自2020年7月1日至2021年3月31日。

資料來源：各官方網站、IMF及相關報導；本行整理。

## 2. 主要經濟體加大財政激勵方案實施力道

2020年上半年因疫情蔓延，各國實施封城政策，實體經濟遭受嚴重衝擊，帶來經濟下行風險，主要經濟體為避免企業與家庭部門遭受危機，均推出史無前例之大規模財政激勵方案。下半年以來疫情時有反覆，干擾經濟復甦，主要經濟體續推擴張性財政政策，內容以失業補貼、延長企業貸款與疫苗配送等為主，例如美國於2021年3月再推出史上第二大規模、總額達1.9兆美元之財政激勵方案，歐盟成立總額達7,500億歐元之復甦基金，日本再推出新一輪總額達73.6兆日圓之振興經濟方案。主要經濟體因應疫情採取之財政政策詳表2-2。

表 2-2 2020年下半年以來主要經濟體採取之財政政策

經濟體	日期	主要財政政策內容
美國	2020/12	前總統川普簽署2.3兆美元之綜合預算案(Consolidated Appropriations Act)，其中1.4兆美元係聯邦政府預算，其餘9,080億美元用以補貼受疫情影響之美國民眾，主要包括失業補貼、直接向國民發放現金、住屋補貼與提供疫苗研發及配送費用等。
	2021/3	總統拜登簽署1.9兆美元之美國救援法(American Rescue Plan Act)，主要包括延長失業補助期限、直接向國民發放現金、撥款製作並配送疫苗、提供各州與地方政府補助，以及協助低收入戶家庭支付租金等。
歐盟	2020/7	歐盟7月協議成立7,500億歐元之「歐盟下一代」(Next Generation EU, NGEU)復甦基金，由歐盟執委會代表歐盟，在資本市場上發行歐盟共同債券籌資，其中3,600億歐元為貸款，3,900億歐元為贈款(grants)。
英國	2020/7、9、2021/1	英國財政部自2020年7月以來陸續推出就業計畫(Plan for Jobs)與冬季經濟保障計畫(Winter Economy Plan)等財政激勵計畫，內容包括勞工就業保障薪資、延長企業貸款期限及延長增值稅減稅期限等。
日本	2020/12	日本政府於12月上旬推出73.6兆日圓之新一輪經濟激勵方案，主要目的為抑制疫情擴散、協助企業進行2020年下半年以後之經濟結構轉型，以及強化防災與國土防衛能力。
中國大陸	2021/3	為保就業及保民生，持續提出擴大內需方案，設定政府財政預算赤字相對GDP比率為3.2%及地方政府專項債務額度上限為3.65兆人民幣，並實施減稅降費措施，惟規模均較2020年縮減，且不再發行抗疫特別國債。
南韓	2020/7、9、2021/3	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 南韓政府多次擴大財政支出並追加預算，包括2020年7月與9月分別追加預算35.1兆韓元及7.8兆韓元，以抑制疫情、提供企業與失業補助，並投資數位及綠能產業。</li> <li>● 2021年3月提出該財政年度第一次預算追加案共15兆韓元，將用於中小企業緊急援助及失業補助，以及疫苗接種等項目。</li> </ul>
	2020/7	南韓政府公布「南韓新政」(Korean New Deal)之五年期財政計畫，主要包含數位科技、綠能與社會安全網等三個面向，預計2025年前投入160兆韓元，創造190萬個工作機會。
新加坡	2020/8	繼推出四輪總額達1,000億星幣之刺激政策後，新加坡政府再推出新一波刺激政策，包括對航空、航太及旅遊業進行薪資補貼，並發放3.2億星幣消費券，鼓勵國民前往餐廳及旅遊景點消費。
	2021/2	新加坡政府宣布2021-22財政年度預算中，110億星幣預算將用於「新冠肺炎配套措施」(COVID-19 Resilience Package)，包括新冠肺炎檢測與追蹤、疫苗接種、延長雇傭補貼計畫及航空旅遊業補助等。
香港	2021/2	香港政府公布2021-22財政年度預算案，其中促進實體經濟復甦之政策包括延長百分百擔保企業低息貸款之申請期限，撥款66億港元創造約3萬個工作職缺，以及向每位合格18歲(含)以上香港永久性居民及新來港人士，分期發放總額5,000港元之電子消費券等。

註：資料期間自2020年7月1日至2021年3月31日。

資料來源：各官方網站、IMF及相關報導；本行整理。