

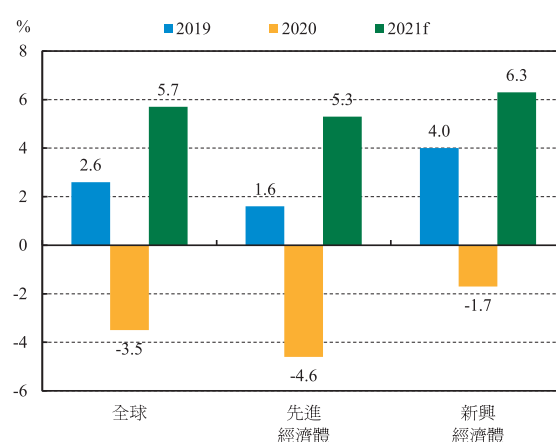
貳、潛在影響金融體系之總體環境

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%¹²(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¹³。

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

¹² 依據IHS Markit 2021年5月15日預測。

¹³ 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¹⁴，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之保護力減弱之悲觀情境¹⁵下，2021年全球經濟成長將較基準情境下降1.5個百分點。

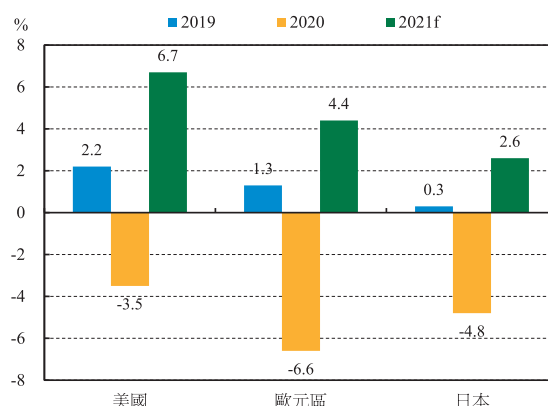
(1) 先進經濟體將重拾成長動能，惟各國步伐不一

● 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¹⁶之1.9兆美元「美國救援法(American Rescue Plan Act)」(下稱紓困方案)¹⁷。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

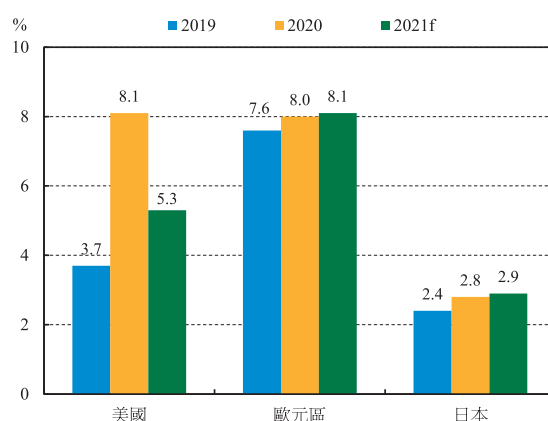
圖 2-2 美、歐、日經濟成長率



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)。

¹⁴ 同註1。

¹⁵ 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。

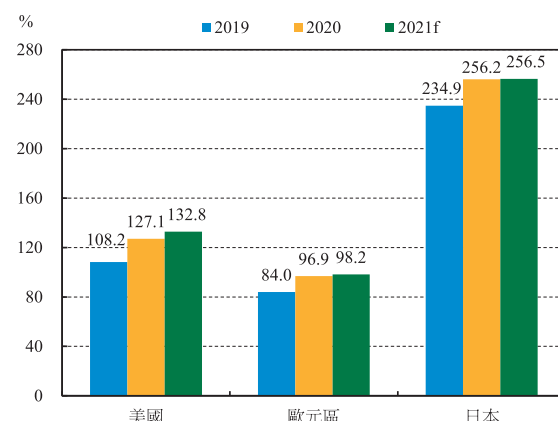
¹⁶ 美國目前最大規模財政激勵方案係2020年3月提出之「新冠病毒援助、救濟及經濟保障法」(CARES Act)，總規模達2.2兆美元，內容包括提供中小企業融資、發放一次性現金補貼及增加醫療投資等。

¹⁷ 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¹⁸2021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¹⁹，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%²⁰(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

¹⁸ IMF (2021), *Fiscal Monitor*, April.

¹⁹ 同註17。

²⁰ 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²¹，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)。

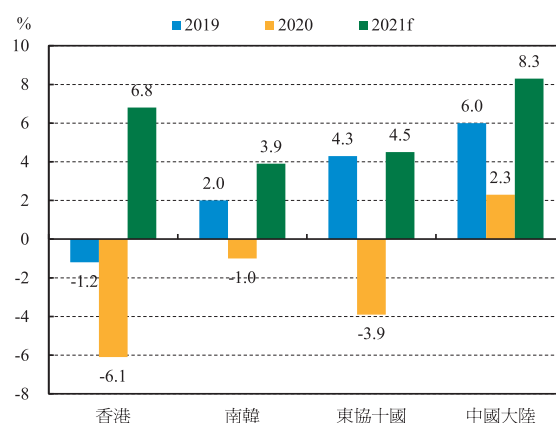
財政方面，日本因推出新一輪經濟激勵方案，加以政府預算中社會福利費用仍高達35.84兆日圓，IMF預測2021年政府債務餘額對GDP比率將由2020年之256.2%續升至256.5%，創有紀錄以來新高²²(圖2-4)。

(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²³，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)。

²¹ 同註17。

²² IMF之政府債務餘額對GDP比率資料始於1990年，詳見註18。

²³ 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)。

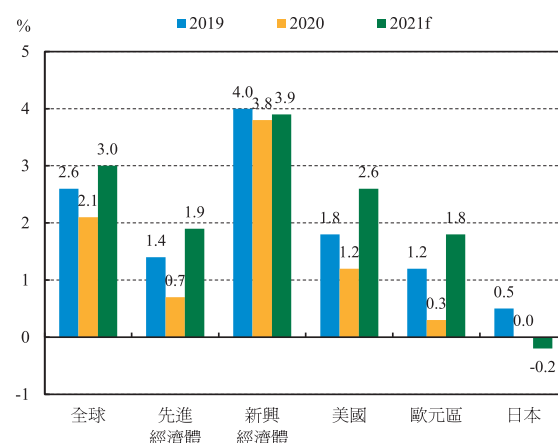
(3) 隨全球經濟復甦，通膨升溫

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²⁴，其後隨OPEC+²⁵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²⁶，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%²⁷(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)。

²⁴ 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。

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

²⁶ 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。

²⁷ 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。

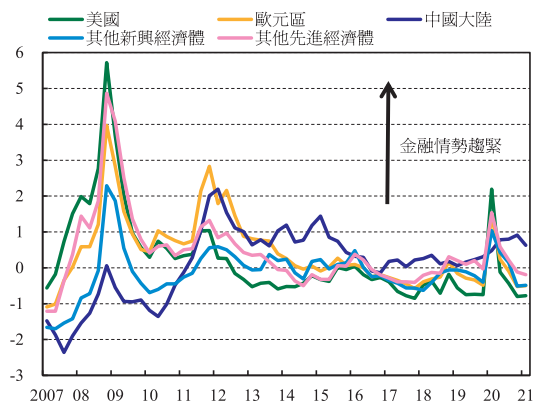
2020年下半年以來，因各國推出史無前例之大規模寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，抵銷疫情帶來之衝擊，加以疫苗研發成功等正面消息，投資人預料全球經濟將回歸正軌，資金大幅回流至股市，股價明顯上揚，企業市值大幅上升，致金融情勢轉趨寬鬆，其中，美國因股市漲幅明顯，金融情勢指標降至歷史低點(圖2-7)。

IMF警告²⁸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。

²⁸ 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²⁹，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)。

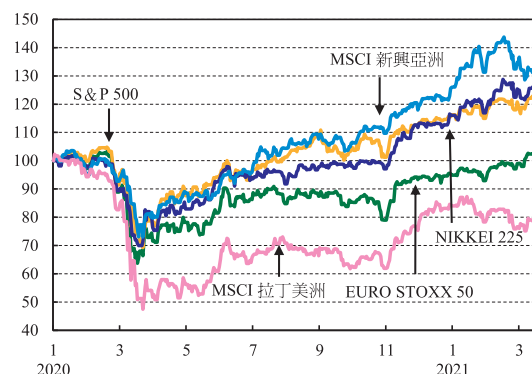
在就業與經濟活動緩慢復甦下，股票等金融市場價格反而明顯上揚，出現金融與實體經濟呈K型復甦³⁰情形，如美國與日本之股票市值對GDP比率分別大幅上升至198%與122%(圖2-9)，IMF警示恐有偏離經濟基本面之疑慮。未來若疫情緩解及經濟復甦趨勢不如預期，或各國寬鬆貨幣政策提早退場，恐使避險情緒驟

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。

²⁹ 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。

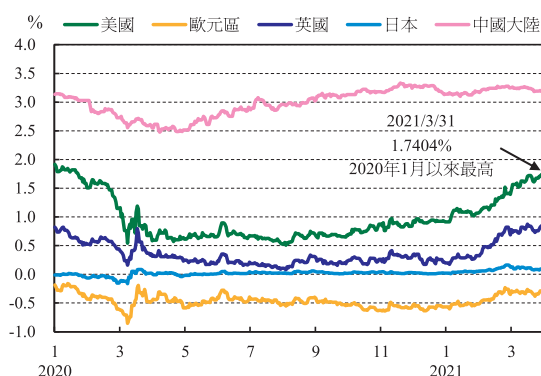
³⁰ K型復甦係指股票及公司債等金融資產價格明顯揚升，就業等經濟活動卻緩慢復甦，金融與實體回復速度呈K字型兩極化之情形。

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³¹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³²，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³³，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。

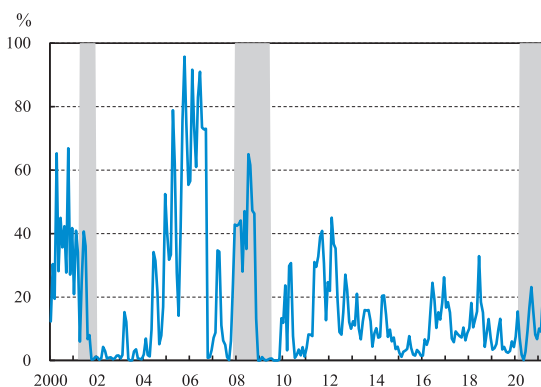
美債殖利率走高雖可能是暫時性現象，但2021年2月中旬後殖利率大幅彈升，已為股市帶來修正壓力，全球股市一度自高點回挫。IMF亦提出警告³⁴，若實質利率持續且快速地上揚，可能使金融市場大幅修正，金融情勢快速緊縮，影響市場信心並危及金融穩定。

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。

³¹ 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。

³² 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。

³³ 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。

³⁴ 同註28。

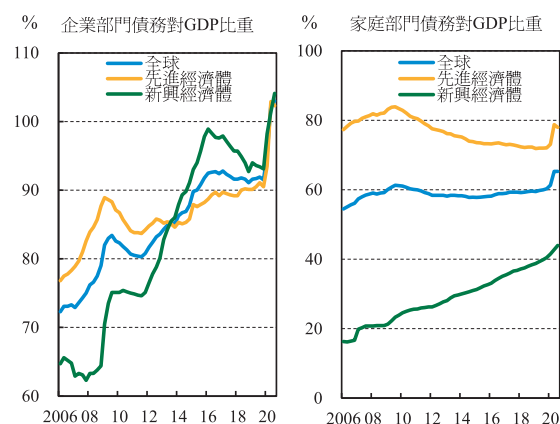
(4) 全球債務水準攀至新高，非金融部門債務水準尤其值得關注

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³⁵，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³⁶。

IMF警告，非金融部門之槓

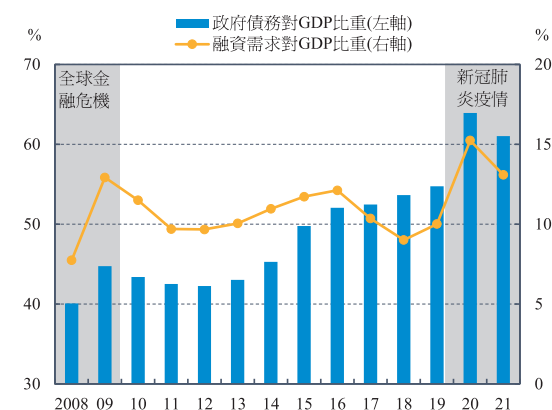
桿快速累積，係金融市場走跌或經濟衰退之領先指標³⁷，2020年第3季底全球企業部門及家庭部門債務對GDP比率已分別達103%及65.3%(圖2-12)，較2019年底分別上升11.5個百分點及5個百分點，均為2001年以來高點。短期內，各國政府將面臨實施寬鬆貨幣政策以復甦經濟，或超寬鬆貨幣政策退場以避免民間部門承擔過多債務之兩難困境，未來當全球經濟因疫情消退而逐漸復甦後，各國政府應適度採行總體審慎政策，以減緩高槓桿可能引起之金融不穩定風險。

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。

³⁵ 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。

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

³⁷ 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³⁸，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³⁹。

³⁸ 同註1。

³⁹ 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

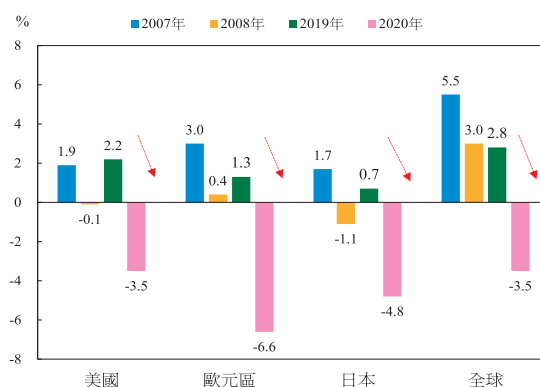
國際間主要央行因應新冠肺炎(COVID-19)疫情所採取貨幣政策工具各有不同原因，包括各經濟體的金融結構差異導致貨幣政策之主要傳遞管道不一，以及各國法律對央行貨幣政策操作的規範不一導致政策工具執行設計有所不同等。各國依自身情況制定最適妥的貨幣政策工具，意味著並無一體適用的因應措施。此外，主要央行採較以往更寬鬆之貨幣政策可能衍生不少後遺症，恐不利金融穩定，值得關注。

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)。

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。

(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)。

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%→ -0.25%)	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

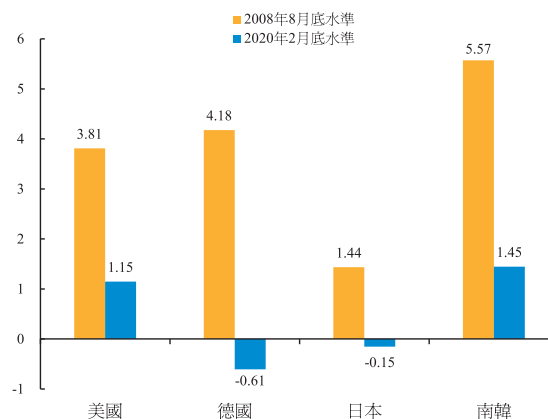
主要央行係依自身情況，考量金融結構、法律授權範圍及風險分攤等因素，制定最適妥的貨幣政策工具。

(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。

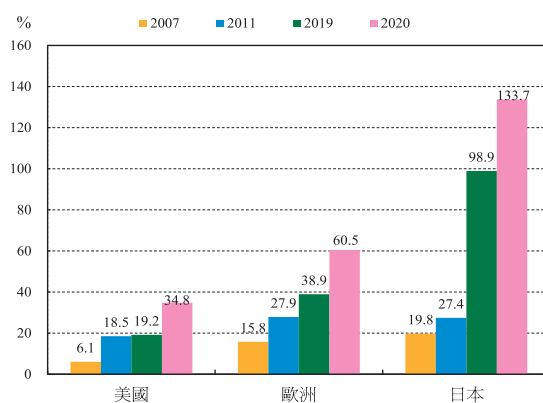
美國Fed除採取傳統貨幣政策的降息措施外，亦推出偏重直接金融之QE及流動性與信貸支持機制，包括購買商業本票、資產擔保證券、公司債及市政債等機制，其中多項機制透過特殊目的機構(Special Purpose Vehicle, SPV)運作。相較於美國，歐元區、日本及南韓之貨幣政策較倚賴金融中介機構傳遞至實體經濟，故偏向以間接金融方式實施寬鬆措施(圖A1-4與表A1-2)，以緩和本次疫情之衝擊。

圖A1-2 主要國家公債殖利率調降空間有限



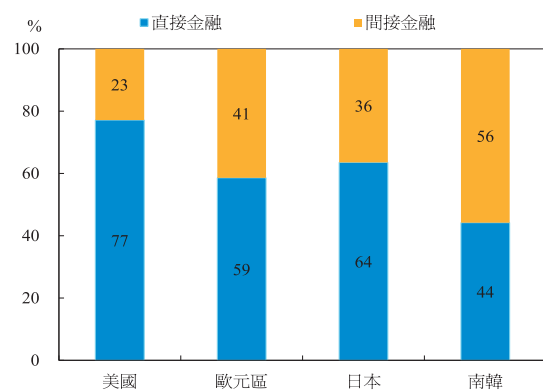
註：本圖為10年期公債殖利率。
資料來源：Bloomberg。

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	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	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	1. 擴大QE措施 2. 因應疫情緊急購買計畫	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	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	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。