

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

109.9.17

前 言

本(2020)年6月本行理監事會議以來，全球景氣自第2季谷底緩步回溫，惟疫情反覆，金融脆弱性上升，經濟復甦仍具不確定性。國內方面，政府推動振興消費與公共建設，加上民間投資增加，本行上修下半年經濟成長，明年成長動能將轉強；預期本年通膨略呈負值，明年可望回升。

「境外資金匯回管理運用及課稅條例」運作屆滿周年，經檢視資金回流與運用狀況，顯示已有效導引資金回台進行實質投資，並兼顧租稅公平與匯市穩定。

支付系統得以健全運作的基礎關鍵係央行提供受信任的貨幣。本行已完成批發型央行數位貨幣(CBDC)的技術研究，接續將啟動通用型CBDC的試驗計畫，以因應數位時代的未來趨勢。

美國聯準會(Fed)的貨幣政策對全球金融循環扮演重要角色。Fed為因應COVID-19疫情，重啟緊急融通措施，以及創紀錄的資產購買，雖有助恢復金融信心，惟亦引發資產價格攀升，貧富差距擴大與通膨隱憂，其可能的影響及外溢效應宜密切關注。

此外，由於各國實施寬鬆貨幣政策，美國等先進國家公債實質殖利率偏低且跌至負值，黃金成為資金避風港，致近期國際金價明顯上漲。惟黃金的長、短期報酬率波動度顯著高於公債與投資等級的公司債等資產，投資黃金的每單位風險，可獲得的報酬率相對較低，投資人宜審慎評估其風險。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定的職責，並協助政府促進經濟成長，須密切關注並分析國內外經濟金融情勢與重大議題的發展。茲探討上述議題，彙集成冊，廣供參閱。

目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、國內經濟及通膨展望	18
三、境外資金匯回專法管理及運用之分析	37
四、數位支付時代的央行角色與貨幣型態	50
五、Fed 資產負債表近期擴張情形、可能影響與問題	65
六、近年黃金價格走高現象之分析	82

一、國際經濟金融情勢及展望

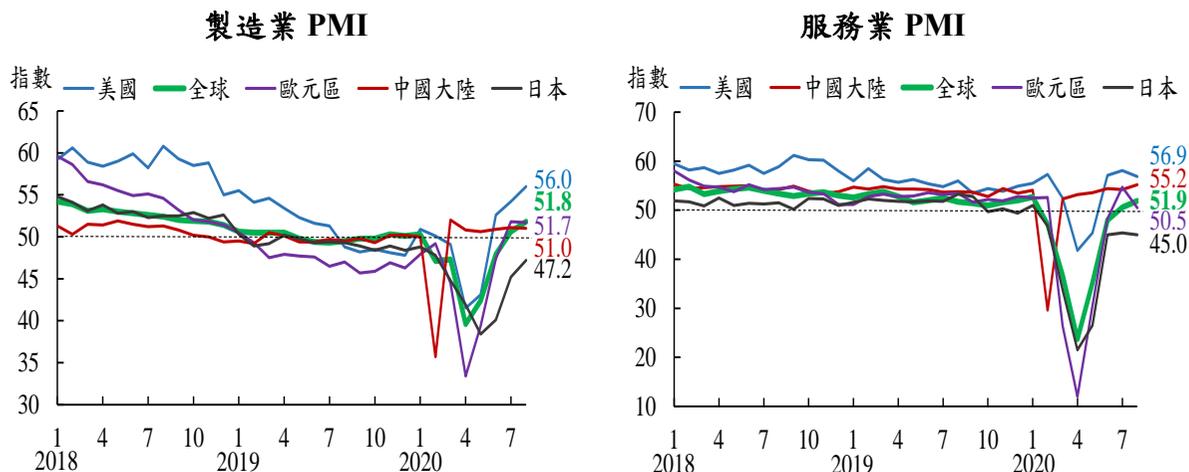
自本(2020)年 6 月本行理事會會議以來，在 COVID-19 疫情紓緩國家陸續鬆綁封鎖措施後，全球景氣自第 2 季谷底緩步回溫，主要股市勁揚。然近期部分國家疫情反覆，全球經濟復甦步伐仍具不確定性，且尚面臨美中緊張局勢升溫、全球金融脆弱性上升等風險。

(一) 本年全球經濟及貿易將大幅衰退，明年可望恢復成長，惟仍低於疫情爆發前水準

1. 隨經濟活動逐步恢復，景氣領先指標自低點回升

各國自本年 5 月來逐步重啟經濟活動，加以大規模激勵措施之支持，主要經濟體**製造業及服務業 PMI** 多自低點彈升至 50 之榮枯線之上(圖 1)。**OECD 國家景氣綜合領先指標** 亦自低點回升(圖 2)，惟仍低於 100 之長期趨勢。

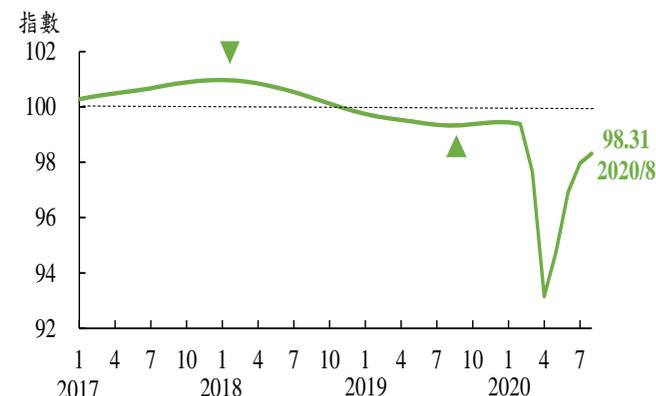
圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



註：美國為 ISM 製造業及非製造業 PMI，歐元區、日本及全球為 IHS Markit 製造業及服務業 PMI，中國大陸為官方製造業及非製造業 PMI。最新數值為本年 8 月終值。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：OECD 國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator, CLI)具考量景氣循環及辨識轉折點等特性，提供經濟活動轉折之早期訊號。三角形代表轉折點，通常領先經濟活動實際轉折點約 6-9 個月。

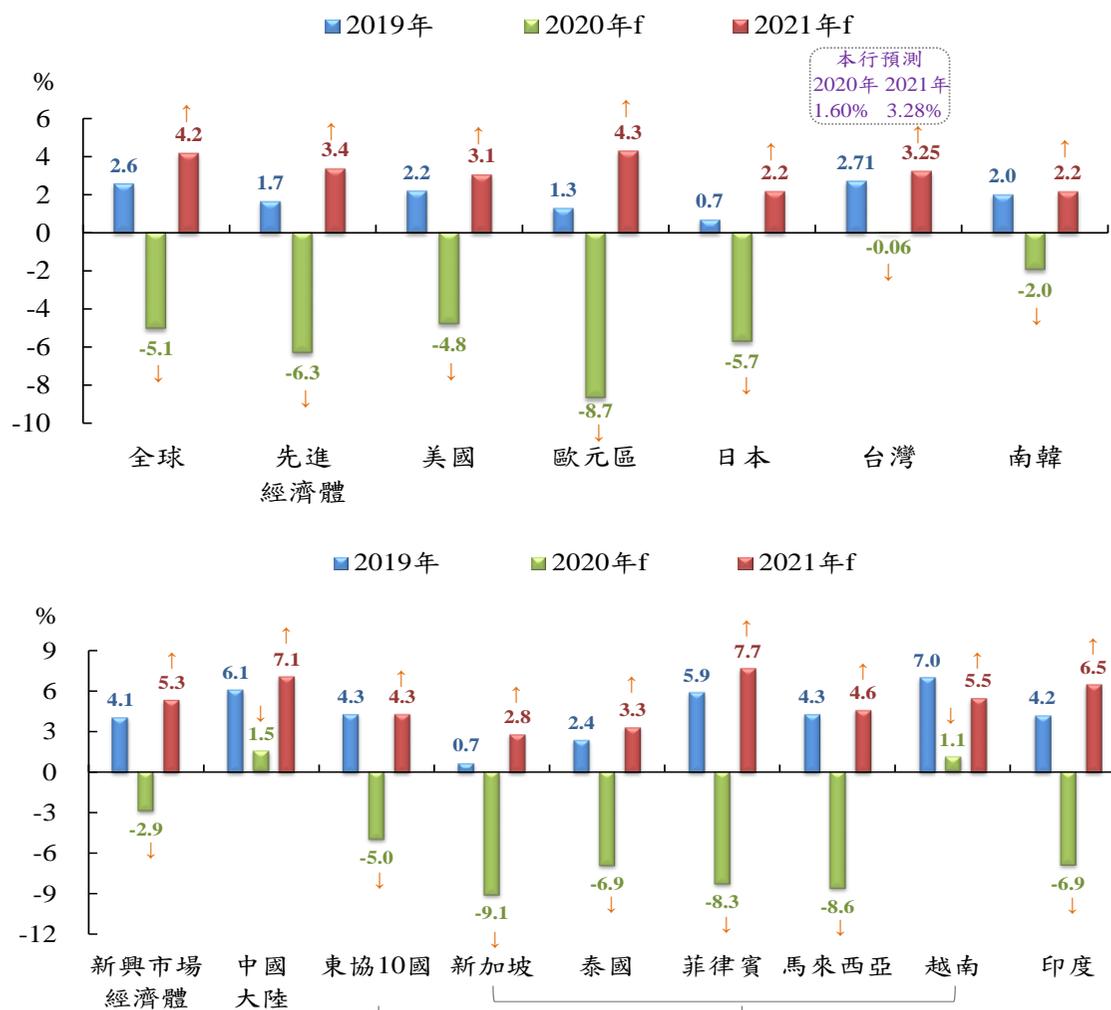
資料來源：OECD

2. 預期本年下半年全球經濟衰退幅度較上半年縮小，明年則可望恢復成長

本年上半年全球經濟因疫情而大幅萎縮，下半年起隨各國逐步解封，衰退幅度可望縮小，IHS Markit 預測全年經濟成長率將由上(2019)年之 2.6% 大幅降至 -5.1%，明(2021)年則可望在生產、消費活動逐步回復正軌下，成長 4.2%(圖 3)。然各國疫情反覆，仍採程度不一之防疫措施，全球經濟復甦步伐仍具不確定性。

IHS Markit 預測主要經濟體經濟多呈本年衰退、明年反彈之態勢(圖 3)(與台灣經貿關係密切經濟體之經濟情況，詳附表 1)。

圖 3 IHS Markit 全球及主要經濟體經濟成長率預測



- 註：1. f表示預測值；↓及↑分別表示較前一年下降及上升。
 2. 印度為財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。
 3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

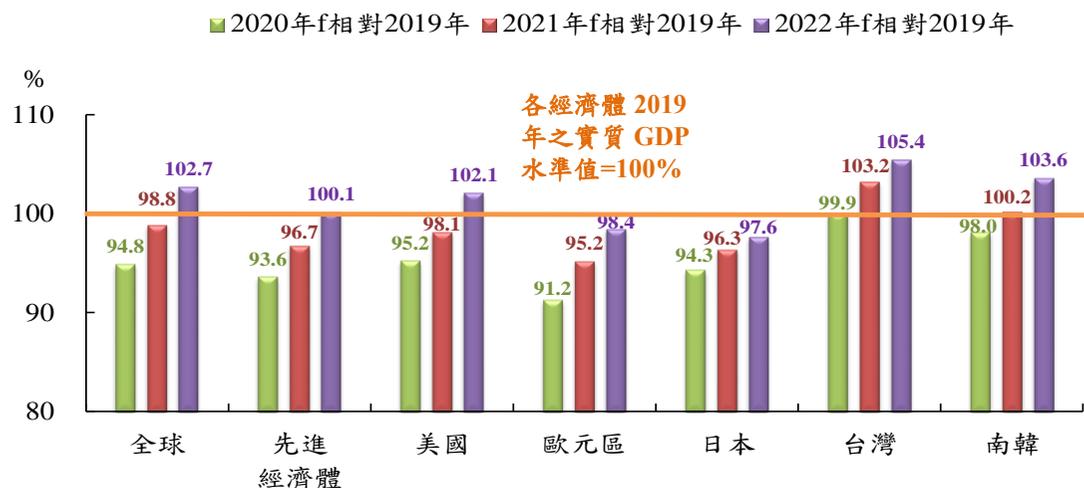
資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2020/8/21)

3. 明年全球經濟雖反彈，惟產值恐仍低於疫情爆發前水準

本年全球經濟歷經大衰退後，明年雖可望反彈，惟經濟產值恐需 1~2 年的時間才能自目前低點完全恢復。

IHS Markit 預測明年除台灣、南韓、中國大陸、越南外，多數經濟體經濟產值仍低於疫情爆發前水準，多至 2022 年方能回復到疫情爆發前水準(圖 4)。

圖 4 IHS Markit 全球及主要經濟體實質 GDP 預測值之變化



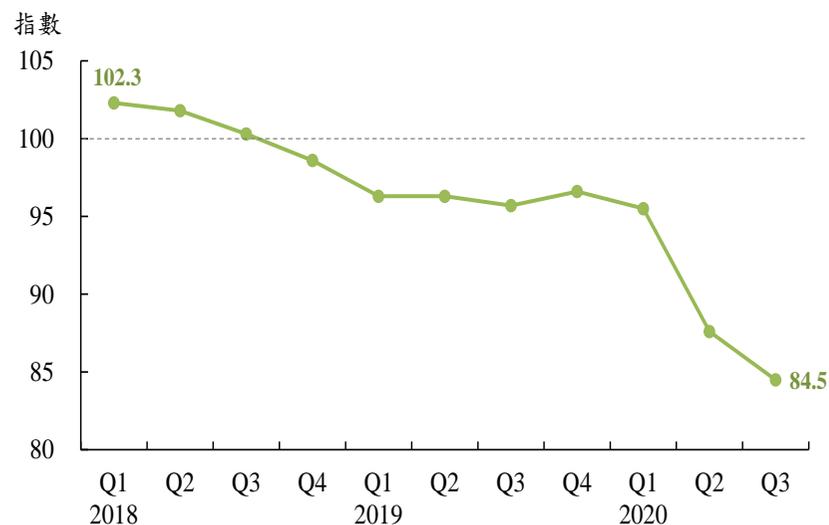
註：1. f表示預測值。
2. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。
3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：IHS Markit (2020/8/21)

4. 全球貿易活動萎縮

本年 8 月公布之 WTO 商品貿易指標(Goods Trade Barometer)¹降至 2007 年以來之最低點，貿易成長預期遠低於趨勢值(圖 5)，雖然出口訂單及電子零組件貿易量等次指標呈回穩跡象，惟 WTO 指出，在疫情重擊經濟，加以疫情發展及經貿政策之不確定性持續上升之下，明年全球貿易量恐難達成 V 型強勁復甦，且不排除呈 L 型疲弱復甦，致貿易量遠低於疫情爆發前趨勢之可能²(圖 6)。

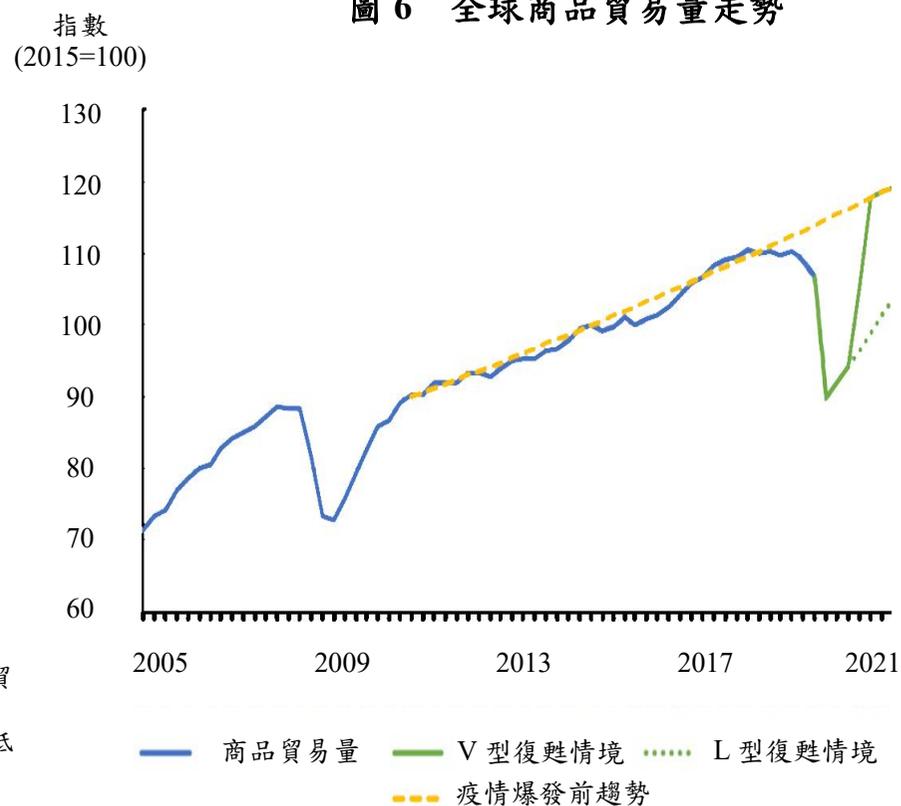
圖 5 WTO 商品貿易指標



- 註：1. 該指標為領先指標，領先全球商品貿易量統計值 2~3 個月。
2. 本年 8 月係公布 6 月之指數值，可預示本年第三季之全球商品貿易成長狀況。
3. 指數高於 100 代表商品貿易成長高於趨勢值，低於 100 則表示低於趨勢值。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

圖 6 全球商品貿易量走勢



- 商品貿易量 — V 型復甦情境 L 型復甦情境
- - - 疫情爆發前趨勢

資料來源：WTO

¹ WTO 商品貿易指標係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指數，提供全球商品貿易情勢即時(real-time)資訊。

² 詳 WTO (2020), "Goods Barometer Confirms Steep Drop in Trade but Hints at Nascent Recovery," WTO Trade Barometers News Archive, Aug. 19。

(二)油價緩步上漲後下滑，穀價震盪走高，全球通膨壓力偏向下行

1. 國際油價盤升後下滑，今、明兩年預測值仍遠低於上年，穀價則震盪走升

7月以來，受各國持續復工、黎巴嫩發生大爆炸、美國原油庫存下降、伊拉克承諾8月份進一步減產等利多因素，油價盤升。惟9月初美國、印度等地疫情仍嚴峻，市場對油需復甦信心減弱，加以沙烏地阿拉伯調降10月原油售價，致油價下滑(圖7)。

基於本年全球油需將大幅低於上年，且原油庫存仍高，加以疫情發展充滿不確定性，主要國際機構預測全年油價平均值為每桶41.7美元，大幅低於上年均價64.4美元，明年則預期庫存續降而升至47.7美元(圖7)。

穀價方面，7月 Thomson Reuters 穀物期貨價格指數³受產區天氣變化，及全球穀物產量預估升降等因素影響而於區間震盪；8月初，美國作物良率增加，加以巴西穀物預期豐收，致指數下跌，中旬以來則因美國產區遭超強對流風暴侵襲後，又逢嚴重乾旱，復以中國大陸黃豆進口需求強勁而大幅回升。代表整體國際商品價格之 R/JCRB 期貨價格指數⁴則隨大宗商品價格波動而呈上揚後下滑走勢(圖8)。

圖7 布蘭特原油現貨價格



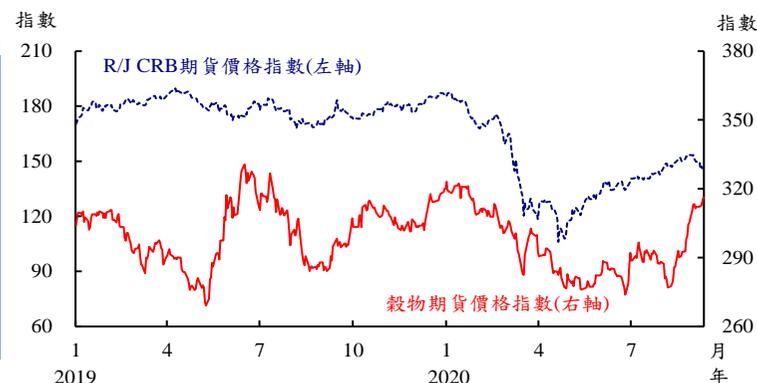
資料來源：Refinitiv Datastream

機構 (預測日期)	單位:美元/桶	
	2019	2020f
EIU (2020/8/18)		42.3
IHS Markit (2020/8/25)	64.4	48.9
EIA (2020/9/9)		41.9
平均		41.7

註：f表示預測值。

資料來源：各國際機構

圖8 穀物及 R/J CRB 期貨價格指數



資料來源：Refinitiv Datastream

³ Thomson Reuters 穀物期貨價格指數係由黃豆、小麥、玉米之距到期日6個月內之期貨合約計算而得。

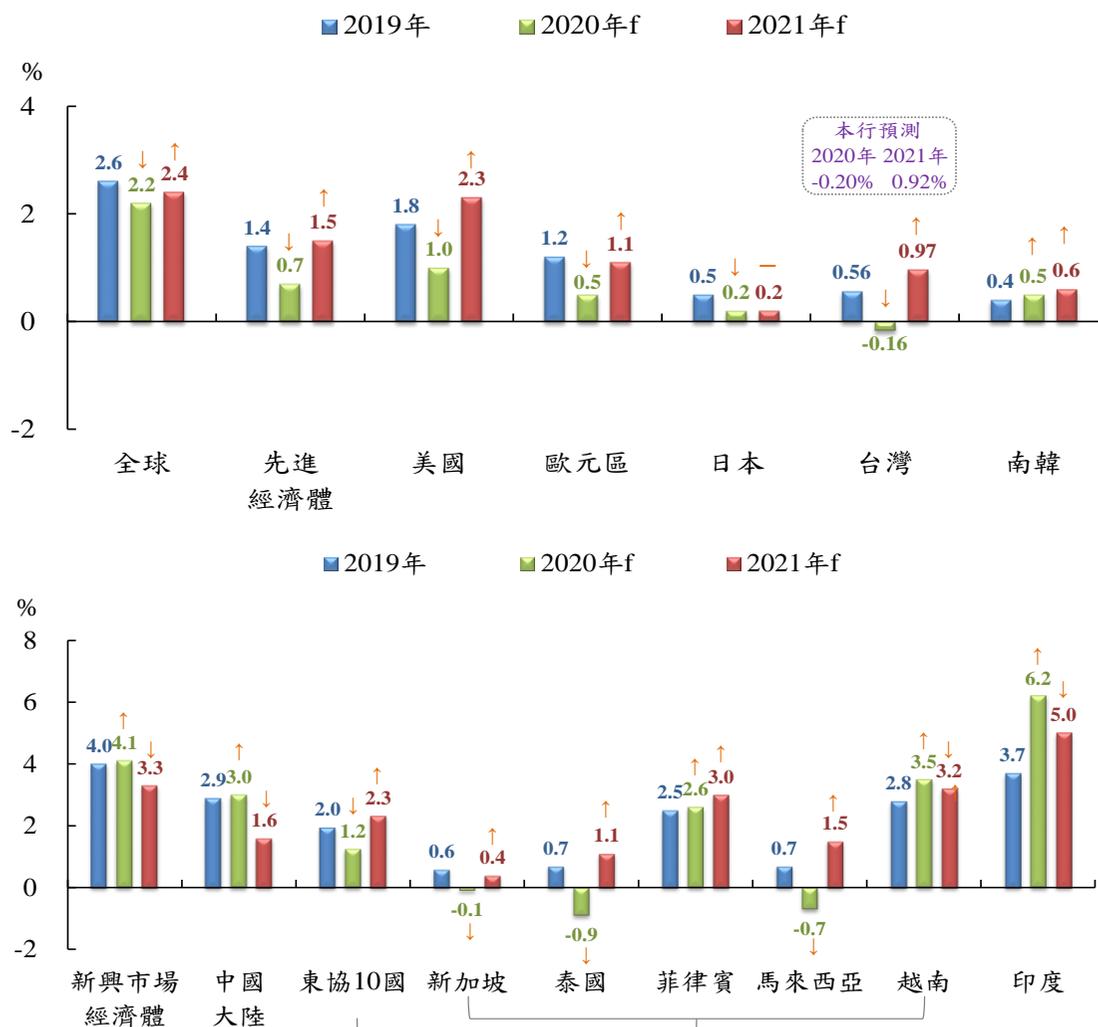
⁴ R/J CRB 期貨價格指數係由能源、穀物、牲畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等6大類，共19種商品期貨價格編製而成，其中能源類權重39%最高。

2. 本年全球通膨將受低油價及疲軟消費需求壓抑，明年則可望回升

本年全球消費需求因疫情而下降，加以預期油價遠低於上年，壓抑通膨走勢，IHS Markit 預測本年全球通膨率由上年之 2.6% 降至 2.2%，其中美國、歐元區及日本等主要經濟體通膨率預測值多低於上年，中國大陸則受食物價格居高不下影響而略高於上年(圖 9)。

預期明年在經濟活動解封，消費需求回溫，且國際油價緩步上揚，全球通膨率將升至 2.4%，主要經濟體通膨率亦多回升，中國大陸則因居民收入增速下滑致消費回升緩慢而下滑(圖 9)。

圖 9 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f表示預測值；↑、↓及—分別表示較前一年上升、下降及持平。

2. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

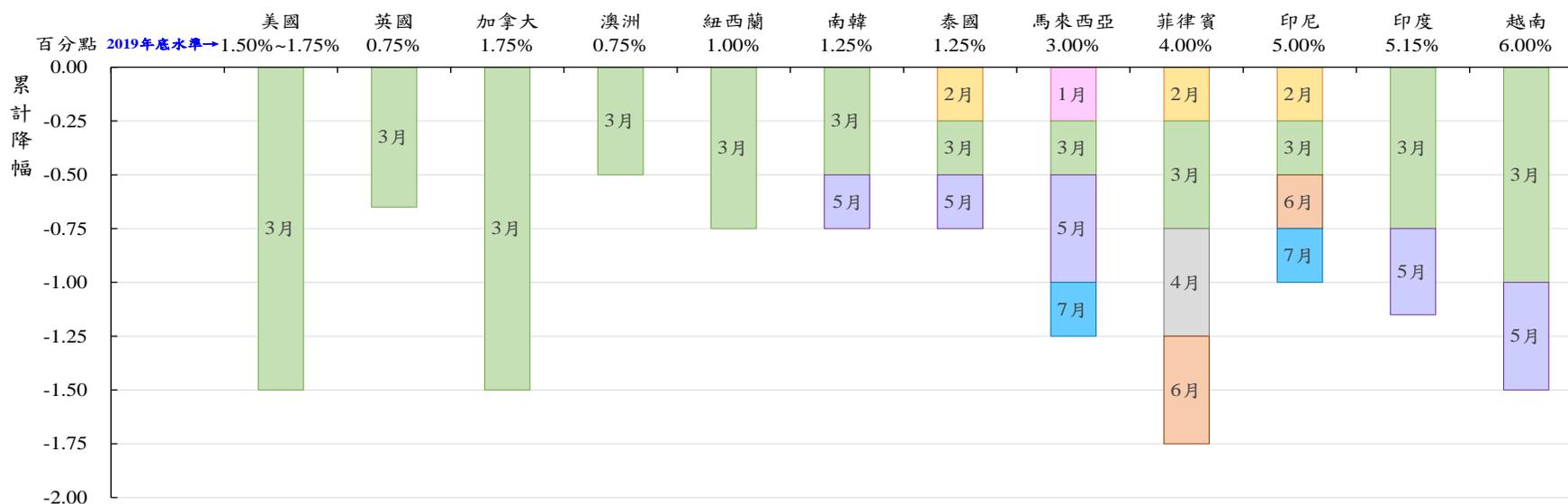
資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2020/8/21)

(三)因應疫情之衝擊，主要經濟體維持寬鬆貨幣及續推擴張性財政政策

1. 主要經濟體央行多續維持貨幣寬鬆

自上次本行理事會會議以來，除**部分亞洲國家持續降息**外(圖 10)，美國聯準會(Fed)、歐洲央行(ECB)、日本央行(BoJ)等**主要經濟體央行持續維持極寬鬆之貨幣政策**，中國人民銀行(以下簡稱人行)則調降再貸款利率(表 1)。另 Fed 及英國央行尚分別研究採行殖利率曲線控制(yield curve control)及負利率等政策之可行性⁵。

圖 10 本年初以來主要經濟體累計降息幅度



9/11 水準	0.00%~0.25%	0.10%	0.25%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	1.75%	2.25%	4.00%	4.00%	4.50%
6/18~9/11 貨幣政策會議決議	7/29—	6/18— 8/6—	7/15— 9/9—	7/7— 8/4— 9/1—	6/24— 8/12—	7/16— 8/27—	6/24— 8/5—	7/7 ↓ 9/10—	6/25 ↓ 8/20—	6/18 ↓ 7/16 ↓ 8/19—	8/6—	—

註：依目前政策利率水準由低到高排序；↓及—分別表示降息及維持政策利率不變。

資料來源：各官方網站

⁵ 紐西蘭央行則表示可能於必要時採行負利率政策。

表 1 自上次本行理事會會議以來四大央行貨幣政策變動情形

央行	政策措施	內容
Fed	延長流動性及信用支持機制之承作期限及放寬承作條件	將原訂本年 9 月底到期之主要交易商融通機制(PDCF)、貨幣市場共同基金流動性機制(MMLF)、初級市場公司融通機制(PMCCF)、次級市場公司融通機制(SMCCF)、定期資產擔保證券貸款機制(TALF)、就業保護方案流動性機制(PPPLF)，以及中小企業貸款方案(Main Street Lending Program)等 7 項機制，延長至年底，並放寬部分機制之承作條件以確保該等機制持續運作，協助經濟從疫情中復甦。
	延長暫時性美元流動性機制之承作期限	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)延長至明年 3 月底，以延續近期國際美元融資市場改善之現況，及維持美國公債市場順利運作。
	維持現行購債步調不變	未來數月仍將至少以現行步調(約每月 1,200 億美元)持續購買公債、機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)及機構商業不動產抵押貸款擔保證券(agency CMBS)。
	維持近零之政策利率不變	7 月 29 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變。
	調整貨幣政策架構	將原先考量就業水準高於或低於充分就業之情形，改為主要關注低於充分就業之情形，並積極補足之；將原先長期通膨率 2%之目標，改為力求達成一段時間內平均通膨率 2%，即在通膨率一直低於 2%的時期之後，將力求一段時間內之通膨率略高於 2%，Fed 主席 Powell 稱此為彈性形式的平均通膨目標。

央行	政策措施	內容
ECB	維持資產購買計畫規模不變	維持資產購買計畫(APP)每月 200 億歐元及本年底前額外 1,200 億歐元之購債規模不變，維持因應疫情緊急購買計畫(PEPP)總購債規模 1.35 兆歐元不變，PEPP 實施期間至少至明年 6 月底，並於 2022 年底前持續將 PEPP 購買債券之到期本金進行再投資。
	維持政策利率於極低水準不變	9 月 10 日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。
	持續支持銀行流動性	繼續透過第三輪定向長期再融通操作(TLTRO III)與非定向之因應疫情緊急長期再融通操作(PELTROs)提供銀行充裕流動性，以協助企業及家庭更易取得信用。
BoJ	持續支持企業融資與金融市場穩定	將持續支持企業融資與金融市場穩定：(1)維持因應疫情之新型企業金融支援特別操作不變；(2)透過無上限購買日本公債，以及美元融資供給操作，提供充足的日圓與外幣資金；(3)積極購買指數股票型基金(ETF)與不動產投資信託基金(J-REIT)。
	維持政策利率於極低水準不變	7 月 15 日決議維持短期政策利率(銀行存放央行之新增超額準備金利率)於-0.10%，及長期利率目標(10 年期公債殖利率)於 0%左右不變。
人行	進行央行票據互換操作	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持有的中小銀行發行之永續債，向人行換入央行票據，以支持中小銀行發行永續債補充資本、增強其提供小微企業信貸的能力。
	調降再貸款利率	自 7 月 1 日起，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。

資料來源：各官方網站及相關報導

2. 主要經濟體續推出大規模擴張性財政政策

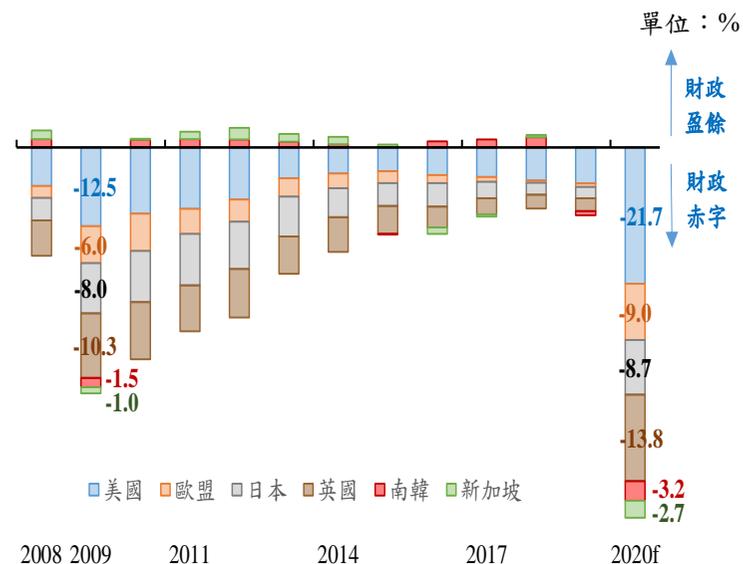
財政政策在因應本次疫情危機上扮演關鍵角色，至本年 7 月初，主要經濟體推出之紓困及振興方案總規模已近 11 兆美元⁶，為史上首見；隨經濟漸次解封，**主要經濟體續推出擴張性財政政策以協助經濟復甦**(表 2)，渠等之**財政赤字對 GDP 比例將因而創新高**(圖 11)。

表 2 7 月以來主要經濟體續推擴張性財政政策

經濟體	財政政策	規模
美國	眾議院 5 月通過民主黨提出之 3 兆美元計畫，參議院共和黨則分別於 7 月及 9 月提出 1 兆及 3,000 億美元計畫，惟兩黨協商未達共識。	0.3~3.0 兆美元
	8 月 8 日川普總統運用行政命令延長紓困措施，包括勞工可申請額外失業救濟金每週 400 美元、延緩薪資稅徵收期限、延長學生貸款還款期限。	將救災基金中 440 億美元 用以提供失業救濟金
歐盟	7 月 21 日歐盟理事會通過歐洲復甦計畫，成立復甦基金(Next Generation EU)。	7,500 億歐元 (約 8,855 億美元)
德國	8 月 25 日延長短期工作補貼及中小型企業臨時援助方案，許多地方政府亦自行推出財政支持方案。	1,410 億歐元 (約 1,665 億美元)
法國	9 月 3 日推出經濟刺激計畫，包括公共投資、補貼、減稅、支持就業等。	1,000 億歐元 (約 1,181 億美元)
南韓	9 月 1 日宣布明年總財政支出將增加 8.5%，以保障就業、擴張社會基礎設施及增加福利；9 月 10 日宣布本年度第 4 次追加預算，補助小型工商業、自營業及弱勢族群。	支出增額 43.5 兆韓元 (約 366 億美元)；追加預算 7.8 兆韓元 (約 66 億美元)
新加坡	8 月 17 日推出援助政策，以保障就業及創造新就業機會、提供薪資援助予受重創之產業。	80 億新加坡元 (約 58 億美元)

資料來源：各官方網站及新聞媒體報導

圖 11 主要經濟體財政赤字(盈餘)對 GDP 比例



註：1. f 表示預測值。

2. 歐盟數值不含英國。

資料來源：IHS Markit (2020/8/21)

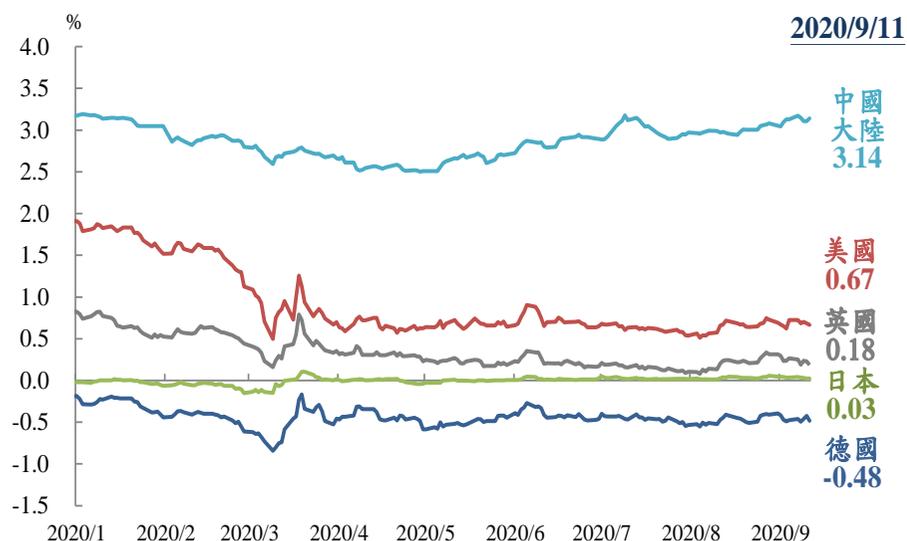
⁶ 詳 Gaspar, Vitor and Gita Gopinath (2020), "Fiscal Policies for a Transformed World," *IMF Blog*, Jul. 10。

(四)全球流動性充沛，風險資產價格上揚

1. 主要經濟體 10 年期公債殖利率於低點狹幅波動，中國大陸公債殖利率緩步上揚

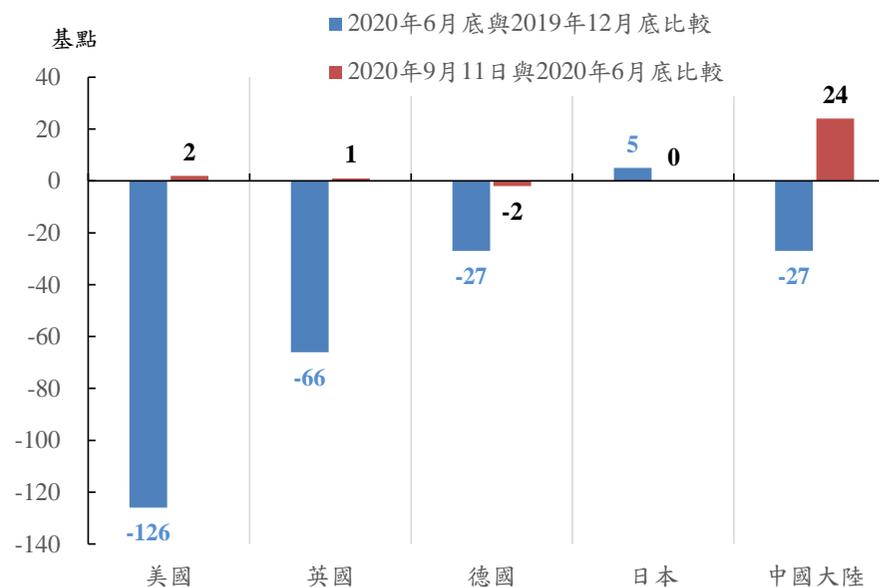
全球景氣大幅下滑，美國等先進經濟體經濟進入衰退期⁷，央行持續擴大寬鬆貨幣政策，7 月以來主要經濟體 10 年期公債殖利率持續維持低檔，8 月中旬一度因疫苗研發進展與新增紓困措施之激勵而小幅走高，之後在疫情反覆、經濟復甦不確定性仍高下，呈狹幅波動走勢；中國大陸則因疫情趨緩，經濟成長回升，公債殖利率緩步走揚，與先進經濟體利差擴大(圖 12、13)。

圖 12 主要經濟體 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 13 主要經濟體 10 年期公債殖利率變動情形



資料來源：Refinitiv Datastream

⁷ 國家經濟研究局(National Bureau of Economic Research, NBER)判定，美國於本年2月進入經濟衰退期；英國、德國與日本等已連續2季經濟負成長，陷入技術性經濟衰退。

2. 美元指數走低，主要經濟體貨幣對美元多升值

Fed 持續擴大寬鬆貨幣，美元流動性大增，美國 5 年期抗通膨債券(TIPS)所隱含之實質利率於 7 月後大幅下降，8 月底降至-1.43%，創 2013 年以來最低，**美元指數**亦伴隨**持續下滑**(圖 14)。7 月以來主要經濟體貨幣對美元變動情形說明如下：

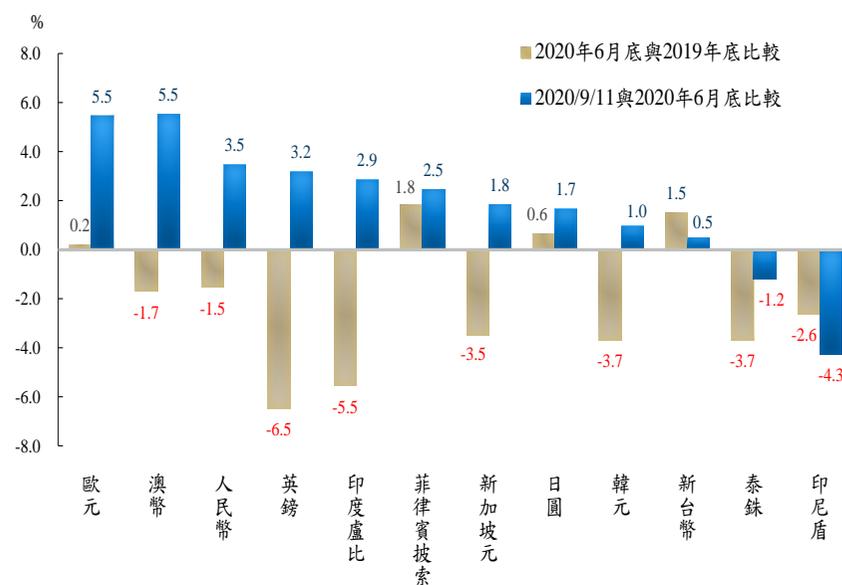
- 歐元：7 月下旬歐盟理事會通過復甦基金計畫，市場對歐元區經濟信心增強，歐元對美元大幅升值。
- 日圓：受美日利差縮減與市場風險情緒變化等多空因素影響，日圓盤整走升。
- 人民幣：中國大陸經濟成長回升，加以美中兩國持續進行第一階段貿易協議，人民幣對美元升破 6.9 元關卡。
- 亞太經濟體貨幣多升值：美、歐、日等主要央行持續釋出流動性，資金流向亞洲經濟體，促使其貨幣對美元多呈強勢，其中澳幣升幅較大，主因澳洲大宗商品出口受惠於中國大陸基礎建設需求升溫而增加(圖 15)。

圖 14 美元指數走勢



註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月(=100)。
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 15 主要經濟體貨幣對美元之升貶幅

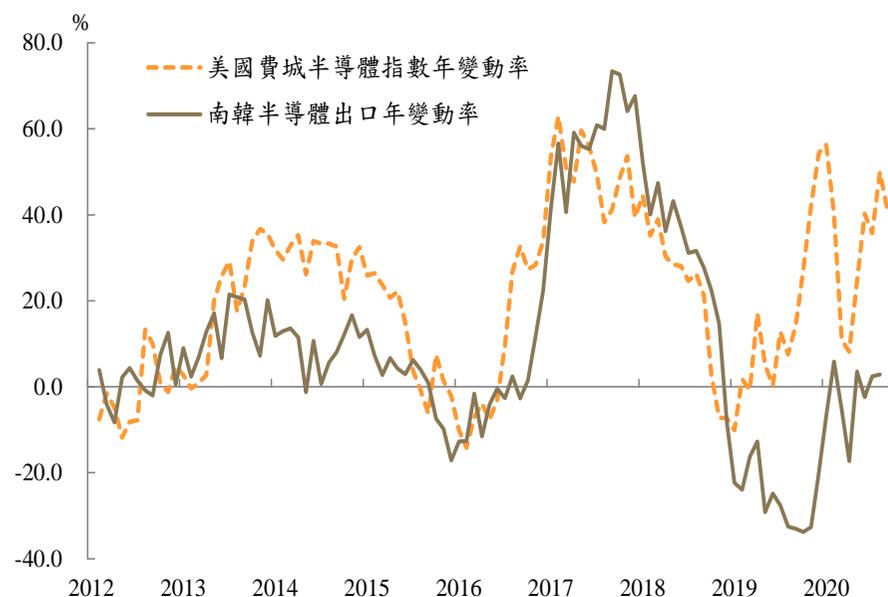


資料來源：Refinitiv Datastream

3. 科技類股大漲帶動主要股市持續走高

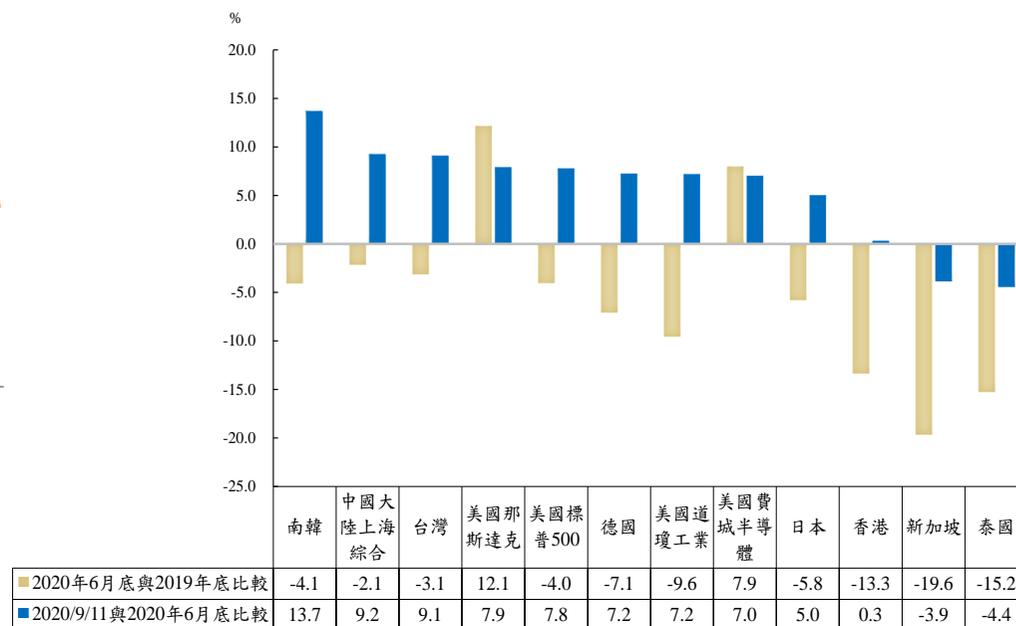
各國持續貨幣寬鬆與推出財政激勵措施，加以經濟逐步重啟提振投資信心，另疫情催化遠距通訊及居家辦公等新興科技應用，帶動與科技業景氣循環相關之指標⁸回升(圖 16)，在科技股大漲帶動下，全球主要股市持續走高。7 月以來南韓股市漲幅較大，美國那斯達克、費城半導體、標普(S&P) 500 與台灣加權股價指數則紛創歷史新高，9 月後獲利了結賣壓出籠，致漲幅縮減；東南亞國家則因疫情仍未和緩，股市表現較疲軟(圖 17)。

圖 16 科技產業相關指標



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 17 全球主要經濟體股價指數漲跌幅



資料來源：Refinitiv Datastream

⁸ 衡量全球科技業景氣循環之觀察指標如美國費城半導體指數、南韓半導體出口、全球 PMI 新出口訂單，及美國科技脈動指數(此為 Fed 所編製，本年 3 月後停止更新)，詳 ECB (2019), “What the Maturing Tech Cycle Signals for the Global Economy,” Economic Bulletin, Apr. 25。

(五)全球經濟前景仍面臨下行風險

本年全球經濟預期將因疫情陷入自 1930 年代經濟大蕭條(Great Depression)以來最嚴重之衰退，在各國積極擴張性政策支持下，明年雖可望恢復成長，但仍因疫情尚未受控而存在不確定性，且尚面臨其他**下行風險**，包括：(1)**疫情恐對經濟造成長期傷害**；(2)**美中等主要國家雙邊緊張局勢升溫**；(3)**全球金融脆弱性上升**(圖 18)。上述風險一旦升高或實現，將延後及削弱全球經濟復甦時程及力道，宜密切關注。

圖 18 影響全球經濟前景之風險



1. 疫情恐對經濟造成長期傷害

疫情危機除導致全球近 90% 國家在短中期陷入經濟衰退外，還可能透過對資本存量及勞動力之破壞^{9、10}，降低一國生產力，對經濟造成長期傷害，削弱未來經濟回升動能，致潛在產出降低。因全球疫情尚未受控，目前要評估疫情對經濟損壞程度尚早，惟根據 IHS Markit 估計，主要先進經濟體的潛在產出將因而減損 2.0~5.0%。

2. 美中等主要國家雙邊緊張局勢升溫

本年 5 月以來美國與中國大陸之間的衝突再度升溫，從宣布將強制在美國掛牌而未達美國會計準則之中方企業下市、要求中方科技公司出售美國業務、延後美中第一階段貿易協議執行狀況會談、不斷祭出更嚴格之技術出口限制，到香港問題及南海爭議等，雙方在貿易、科技、金融、國防外交等各領域之衝突不斷。

美中關係全面惡化，不僅損及雙方，亦對全球經濟帶來相當不利的影響。另美國與歐盟就數位稅及航空業補貼之爭端仍未解、英國脫歐後與歐盟之貿易協定談判雙方互不相讓、美墨加協定(USMCA)生效不過一個月美加即再次互徵高關稅、中國大陸與澳洲在貿易及投資等領域紛爭頻仍等。

3. 全球金融脆弱性上升

主要經濟體為因應疫情衝擊推出大規模財政政策及極寬鬆貨幣政策，協助企業取得融資，雖是疫情危機中支撐經濟所需，惟亦加重政府及企業債務，而本年迄今全球三大信評機構調降主權債信次數已來到歷史高點¹¹，被降評企業家數亦不斷增加。在主要經濟體政策所營造之極寬鬆全球金融情勢下，沈重債務尚不致構成立即風險，惟全球金融脆弱性進一步上升，恐致疫情後全球經濟復甦面臨挑戰。

⁹ 疫情嚴重影響企業營運，加上疫情將進一步加重企業的債務負擔，恐削弱其投資意願，致全球資本存量降低。根據 Refinitiv 的預估，本年全球大、中型企業平均將削減 12% 資本支出，全球總固定投資萎縮 5%。

¹⁰ 疫情致全球失業潮湧現，雖然各國以政策(如歐洲的短期工時制度)暫時穩定就業市場，惟無法避免一些因疫情流失的工作永遠消失，以及勞工從暫時失業，因工作轉換不易或技能不足變成長期失業，最終退出勞動力。IHS Markit 即指出，全球疫情期間流失的工作，可能高達 1/3 將永遠消失，另因疫情減損的所得，可能有 1/5 永遠無法回復。詳 IHS Markit (2020), "Global Executive Summary," Aug. 21。

¹¹ 詳 Bulow, J. et al. (2020), "The Debt Pandemic," *IMF Finance & Development*, Sep.。

附表 1 與台灣經貿關係密切經濟體之經濟情況

美國	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 2 季經濟成長率(年化季增率)遽降至-31.7%，遠低於第 1 季之-5.0%，且創歷史新低，主要係各地 3~5 月間強制商家停業並限制居民外出，嚴重衝擊經濟活動。其中，民間消費支出大幅衰退，輸出及民間投資成長亦萎縮，政府支出則因大規模紓困方案而顯著成長。 ● 隨多數地區逐步解封並重啟經濟，預期就業市場好轉，下半年經濟可望改善，惟整體經濟前景將續受疫情反覆、國會能否通過新一輪紓困法案，以及美中緊張局勢等不確定性影響，預期全年經濟成長率將由上年之 2.2%降至-4.8%，明年則可望回升至3.1%(圖 3)。Fed 對今、明兩年經濟成長率預測值分別為-7.6%~-5.5%及 4.5%~6.0%。
歐元區	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 2 季，歐元區成員國實施防止疫情擴散之管制措施，3 月下旬~5 月中旬經濟活動幾近停滯，供給與需求均遭受嚴重衝擊，經濟成長率由第 1 季之-3.2%驟降至-14.7%，為 1995 年統計以來最低。 <ul style="list-style-type: none"> — 主要成員國中，德國經濟成長率由-2.2%降至-11.3%，法國由-5.7%降至-18.9%，義大利由-5.6%降至-17.7%，西班牙受疫情影響衝擊最大，經濟成長率由-4.1%大幅降至-22.1%。 ● 6 月起，各成員國逐步重啟經濟活動，政府擴大財政支出，加以 7 月下旬歐盟理事會通過歐洲復甦計畫，成立 7,500 億歐元之復甦基金(Next Generation EU)，有助提振信心，預測本年下半年歐元區經濟有望回穩，全年經濟成長率由上年之 1.3%降至-8.7%，明年回升至4.3%(圖 3)。
日本	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 2 季，疫情導致全國進入緊急狀態重創民間消費，加以主要外銷市場實施封鎖措施導致輸出劇減，經濟成長率(年化季增率)由第 1 季之-2.3%驟降至-28.1%，創 1955 年統計以來最大萎縮幅度，且已連續三季呈現負成長。 ● 為因應疫情，政府於本年 4 月及 6 月兩度追加預算推出緊急經濟對策，總規模已逾 GDP 之 40%，預測下半年經濟回升，全年由上年之 0.7%大幅降至-5.7%；明年則回升至2.2%(圖 3)。

南韓	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 2 季，疫情重創輸出及民間消費，經濟成長率由第 1 季之 1.4% 降至-2.7%，係 1998 年第 4 季以來最大減幅。 ● 政府迄今已推出約 277 兆韓元(約 GDP 之 14%)之激勵方案，惟近期疫情復燃，恐再度拖累民間消費及企業投資，預測全年由上年之 2.0% 降至-2.0%，明年則回升至 2.2%(圖 3)。
中國大陸	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 2 季，經濟成長率由第 1 季之-6.8% 升至 3.2%，係首個自疫情爆發後重返成長軌道之主要經濟體，主因疫情趨緩及擴張性總體政策發揮成效，致民間消費減幅縮小，加以投資及淨輸出轉呈正成長。 ● 製造業景氣持續回穩，加以擴張性財政及貨幣政策將持續發揮作用，預期下半年經濟可望逐步復甦。全年成長率為 1.5%，遠低於上年之 6.1%，明年則回升至 7.1%(圖 3)。
東協 10 國	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 2 季，新加坡、泰國、菲律賓及馬來西亞均因實施封鎖，壓抑經濟活動，經濟成長率分別為-13.2%、-12.2%、-16.5%及-17.1%，遠低於第 1 季之-0.3%、-2.0%、-0.7%及 0.7%，越南則因防疫成效較佳，經濟成長率為 0.4%，雖低於第 1 季之 3.8%，惟未降至負值。 ● 預測本年東協 10 國經濟成長率由上年之 4.3% 降至-5.0%，明年則回升至 4.3%(圖 3)。
印度	<ul style="list-style-type: none"> ● 本年第 2 季，因全國實施防疫封鎖措施，致經濟活動停擺數月，且近期感染人數遽增，致主要地區仍處封鎖狀態，經濟成長率由第 1 季之 3.1% 降為-23.9%，係 1996 年公布季資料以來之最大降幅。 ● 因感染病例遽增，信心匱乏及所得驟降將損害企業及消費者支出，投資活動與出口亦顯疲弱，預測本年(財政年度)經濟成長率由上年之 4.2% 降至-6.9%，明年回升至 6.5%(圖 3)。

資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2020/8/21)；經濟情況敘述整理自各官方網站、IHS Markit 及相關報導

二、國內經濟及通膨展望

本(2020)年上半年政府及民間消費成長不如預期，經濟成長率為 0.78%。目前全球肺炎疫情依然險峻，惟下半年半導體業高階製程持續投資，以及政府推動振興消費及加速公共建設等措施，民間投資及政府支出穩健成長，內需續為支撐景氣的主要驅動力；受惠電子零組件及資通與視訊產品出口熱絡，預期輸出衰退情況減緩。本行上修下半年經濟成長率預測值為 2.35%，全年則為 1.60%¹。另一方面，隨各國陸續重啟經濟活動，油價跌幅減緩，下半年通膨率將逐季走升，全年預測值為-0.2%。

展望明(2021)年，市場預期肺炎疫苗獲准上市，全球景氣將逐步擺脫疫情干擾，台灣輸出成長可望明顯優於本年；隨全球經貿情勢好轉，國內景氣亦逐漸復甦，加以基期較低，將帶動民間消費成長；因廠商持續佈局高階半導體製程及 5G 通訊等，民間投資溫和擴增，均挹注內需成長動能，本行預估明年經濟成長率為 3.28%。考量明年全球景氣逐步復甦，預期國際油價高於本年，且國內需求溫和成長，物價可望回升，預估 CPI 年增率為 0.92%。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

(一)本年全年經濟成長率預測值為 1.60%，且下半年經濟成長率高於上半年

1. 上半年經濟成長率為 0.78%，較本行 6 月預測值 1.00%，低 0.22 個百分點，其中：

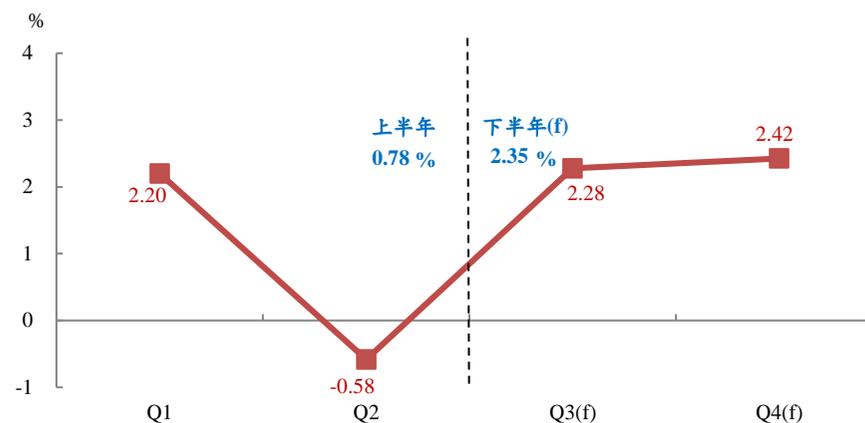
- 政府消費成長低於預期：主因軍品採購不如預期。
- 民間消費負成長：主因肺炎疫情影響，施行旅遊禁令措施，國人出國旅遊消費驟降，以及零售、餐飲等服務類消費大幅縮減所致。

¹ 6 月預測下半年經濟成長率 2.00%，全年為 1.52%。

2. 本行上修**本年下半年經濟成長率預測值為 2.35%，高於上半年。**

- 下半年政府推動紓困振興方案及敦促公共建設執行進度，**政府支出穩健成長。**
- **半導體高階製程、綠能、5G 等投資持續**，民間投資穩健成長。
- 國內肺炎疫情相對穩定，加以政府啟動多項振興消費方案，民眾外出**消費意願提升**，有助刺激下半年民間消費動能。
- **半導體及資通與視訊產品外銷熱度不減**，加以傳產貨品出口跌幅可望減緩，下半年輸出成長動能將優於上半年。
- 第3季及第4季經濟成長率分別為2.28%及2.42%(圖1)。

圖1 本年台灣各季經濟成長率(yoy)之走勢



註：2020年第1季及第2季為實際數，第3至4季為中央銀行預測數。
資料來源：主計總處、中央銀行

3. 內需為**全年**驅動經濟成長主力，其中，**民間投資與政府支出**合計**貢獻達 1.45 個百分點**(表1)。

表1 本年台灣經濟成長率(yoy)及GDP各組成項目貢獻度

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	政府支出 (c)		存貨變動 (d)	(e)	國外淨需求		
					消費	投資*			輸出	(-) 輸入	
上半年	0.78	0.51	-1.74	0.50	0.67	0.14	0.53	1.08	0.27	-1.84	-2.11
下半年(f)	2.35	1.22	0.01	0.48	1.23	0.52	0.71	-0.49	1.13	-1.55	-2.68
全年(f)	1.60	0.88	-0.84	0.49	0.96	0.34	0.62	0.27	0.72	-1.69	-2.41

*：包含政府及公營事業投資。

資料來源：主計總處、中央銀行

(二)下半年民間投資與政府支出可望支撐經濟成長動能

1. 民間消費成長疲軟：主因各國邊境管制及國人出國旅遊禁令持續。

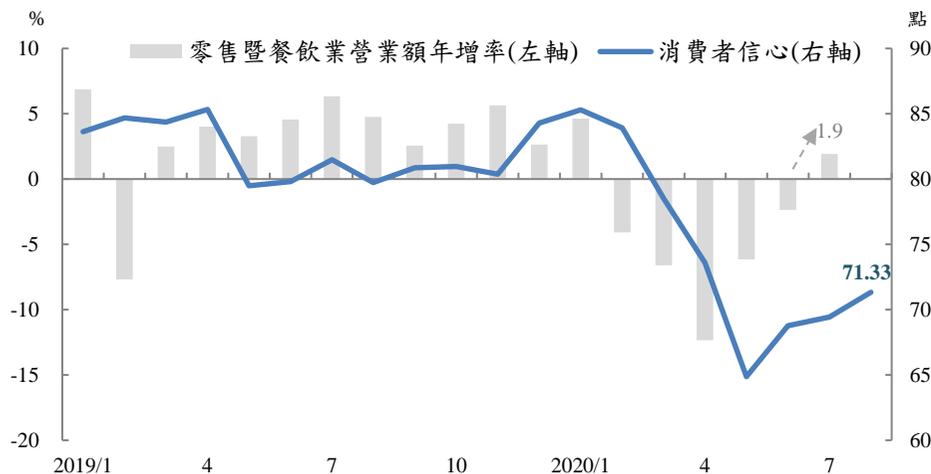
□ 國內肺炎疫情相對穩定，**消費者信心回穩**(圖 2)，民眾**外出旅遊、購物**意願提升，搭配政府**振興消費方案**，與廠商**促銷優惠活動**，有助刺激下半年民間消費成長。

—8月中央大學消費者信心指數為71.33點，連續3個月走升。

—7月零售暨餐飲業營業額成長由負轉正，顯示民間消費動能逐漸好轉。

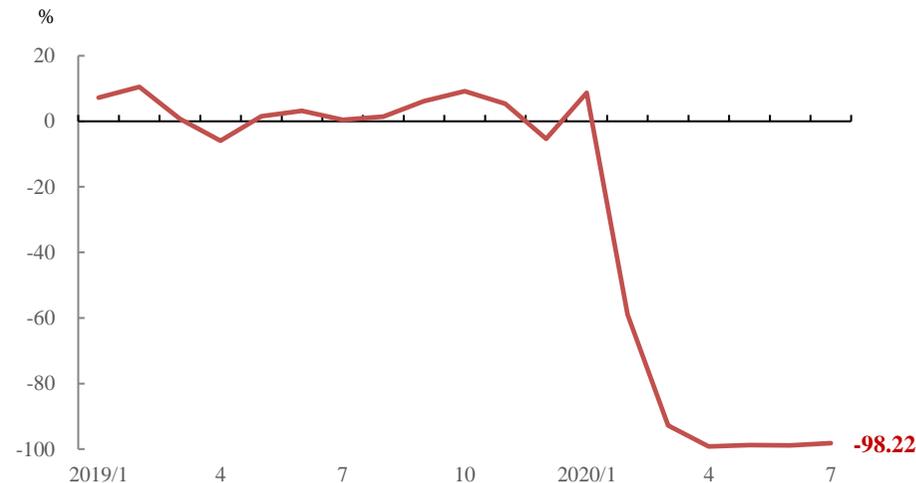
□ 惟全球肺炎疫情嚴峻，各國邊境管制等措施尚未完全解除，加以政府**延長出國旅遊禁令**，限制國人出國消費(圖 3)，**抑制下半年民間消費成長力道**²。

圖 2 零售暨餐飲業營業額年增率及消費者信心



資料來源：中央大學台灣經濟發展研究中心、經濟部統計處

圖 3 國人出國人次年增率

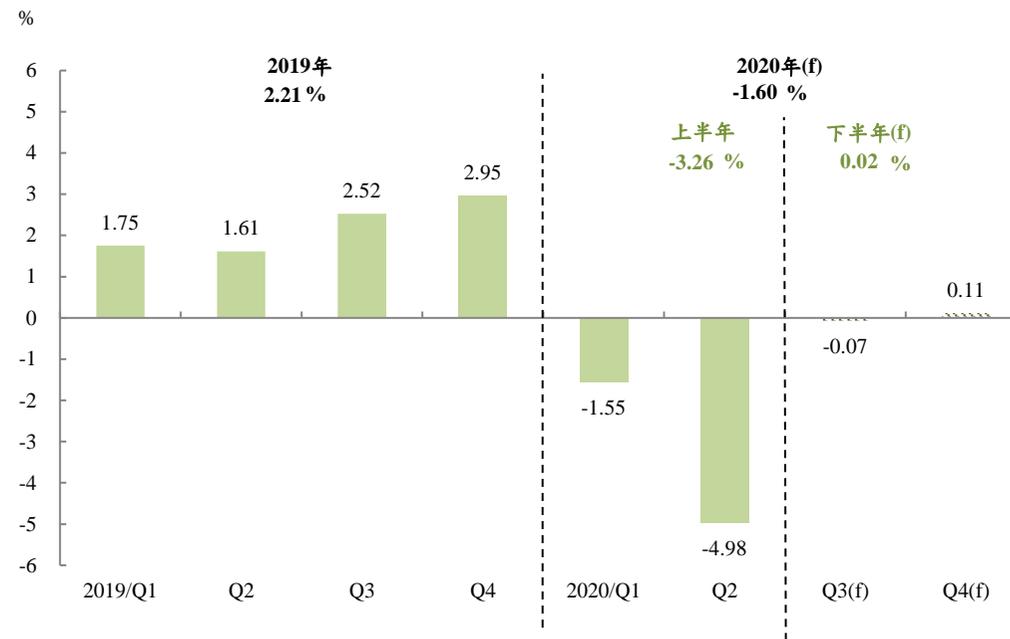


資料來源：交通部觀光局

² 國人旅行支出下降，造成民間消費下滑，惟服務輸入同步減少，對整體 GDP 並無影響。

□ 預期下半年實質民間消費年增率為 0.02%，全年為-1.60%(圖 4)。

圖 4 實質民間消費年增率

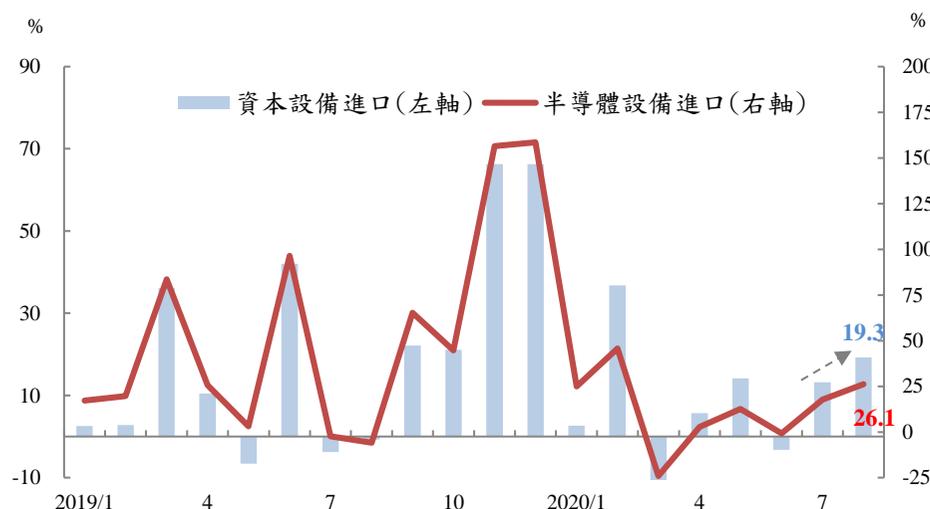


註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

2. 民間投資可望穩定成長：主因半導體高階製程、綠能、5G 通訊以及營建工程等投資持續。

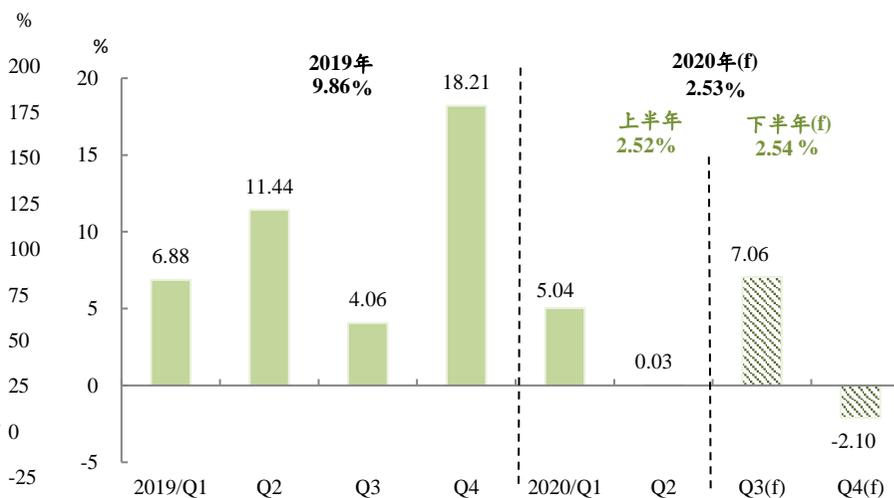
- 主要**半導體**業者及其供應鏈業者為**維持製程領先**，持續擴充機器設備及投入研發³(圖 5)，加以綠色能源相關工程與 5G 通訊基礎建設等陸續進行，再者，投資台灣三大方案與境外資金匯回等**專案逐步落實**，均有助帶動下半年相關產業投資。
- **危老屋重建與都更續推展**，住宅類建築持續動工，加以台商回流帶動廠(商)辦需求，有利**營建工程投資增加**。
- 惟**全球需求疲弱**且不確定性仍高(如國外肺炎疫情嚴峻，美中緊張情勢升高等)，國內廠商生產與**投資計畫恐延後**，加以上年第 4 季基期墊高，預測下半年實質民間投資年增率為 2.54%，全年為 2.53% (圖 6)。

圖 5 資本及半導體設備進口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖 6 實質民間投資年增率



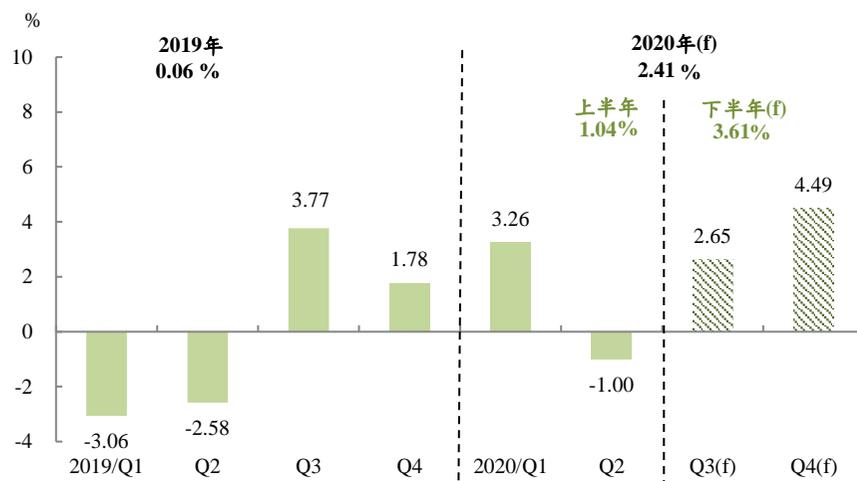
註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

³ 7 月台積電法說會宣布調高本年資本支出至 160~170 億美元，較年初目標高 10 億美元。

3. 政府支出續穩健成長：主因政府採購軍品、發放振興抵用券，以及加速推動公共建設所致。

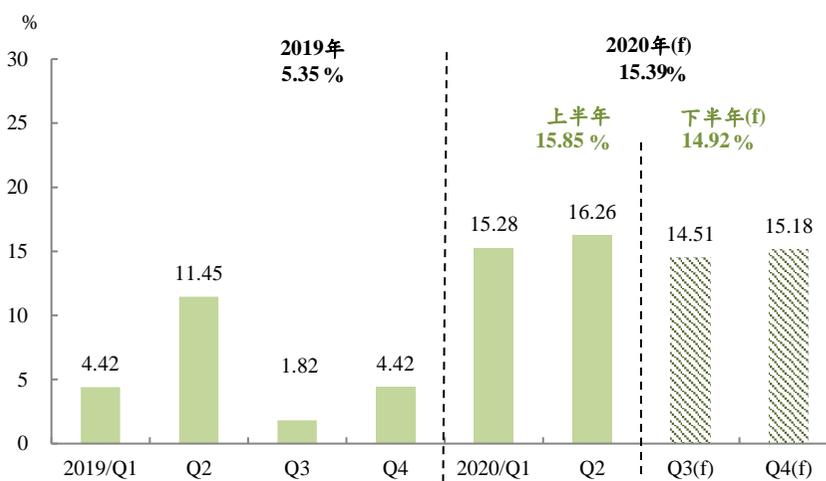
- 下半年政府採購軍品及發放振興抵用券(實物移轉)，均挹注實質政府消費成長動能，預測下半年政府消費年增率為 3.61%，全年為 2.41% (圖 7)。
- 政府加速推動公共建設與督促執行效率，預估下半年公共投資(政府加公營事業投資)成長率為 14.92%，全年為 15.39% (圖 8)。

圖 7 實質政府消費年增率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 8 實質公共投資年增率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

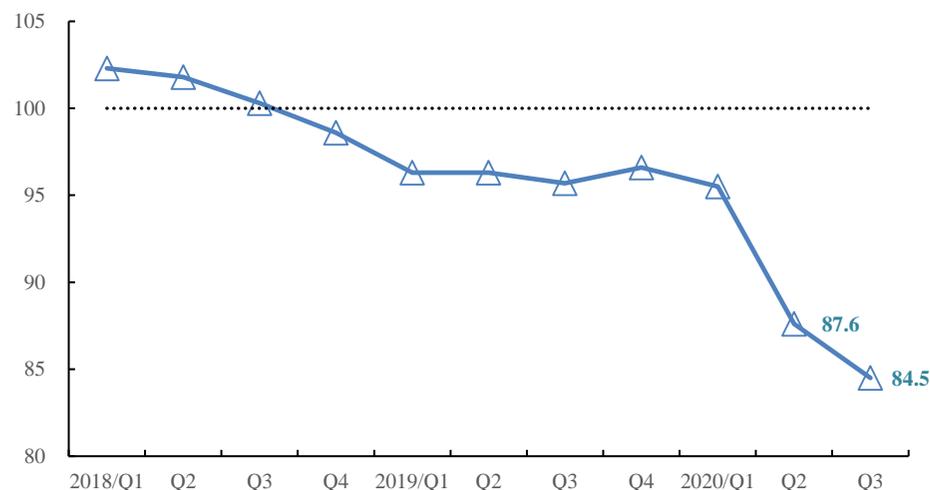
4. 輸出成長衰退減緩：主因 5G 通訊、宅經濟以及遠距應用需求熱度不減。

□ 全球仍面臨肺炎疫情威脅，加以**美中緊張情勢**（美中貿易第二階段協商尚無法展開、美國擴大華為制裁與中國大陸企業出口管制實體清單、加強審查外資以及美中外交政治對立等）與**地緣政治**（如香港、南海主權以及中東與中印衝突等問題）不確定性**升高**，且主要國際機構預測本年全球經貿動能萎縮⁴，**制約全球需求**復甦步調，不利下半年商品出口動能。

— 第 3 季 WTO 之全球商品貿易指數為 84.5，較第 2 季低 3.1 個百分點(圖 9)。

□ 國際間**肺炎疫情仍相當險峻**，各國未全面開放**邊境管制**，來台旅客恐續大幅縮減(圖 10)，以致**服務輸出衰退**，預期**下半年輸出將續負成長**。

圖 9 全球商品貿易指數



註：指數 100 表示商品貿易成長同趨勢值，高於 100 代表成長高於趨勢值，低於 100 則表示低於趨勢值。

資料來源：世界貿易組織(WTO)

圖 10 來台旅客人次年增率



資料來源：交通部觀光局

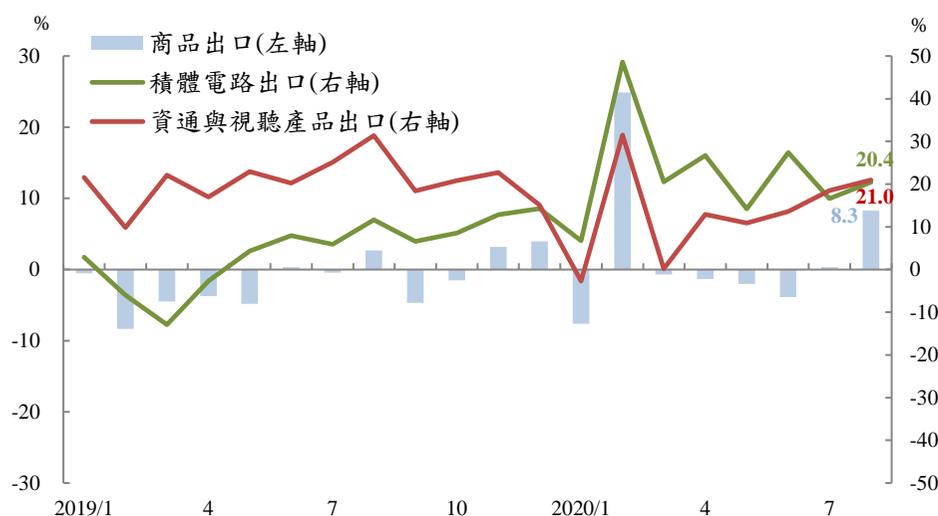
⁴ 6 月 IMF 預測 2020 年全球貿易量負成長 11.9%，2021 年則轉為成長 8.0%；2020 年經濟成長衰退 4.9%，2021 年則成長 5.4%。

□ 惟6月起各國陸續**重啟經濟活動**，加以**5G通訊**等新興科技以及宅經濟與遠距應用商機帶動之**資通訊產品需求持續**，可望提升相關供應鏈出口動能，減緩下半年輸出衰退力道。

—尤其，**8月**受惠華為趕在禁令生效(2020/9/15)前，緊急備貨，以及遠距商機拓展，**電子零組件及資通與視聽產品出貨暢旺**，加以傳產貨品出口衰退幅度縮減，商品**出口金額**創下**311.7億美元歷史新高**，年增率大幅跳升至**8.3%**(圖11)。

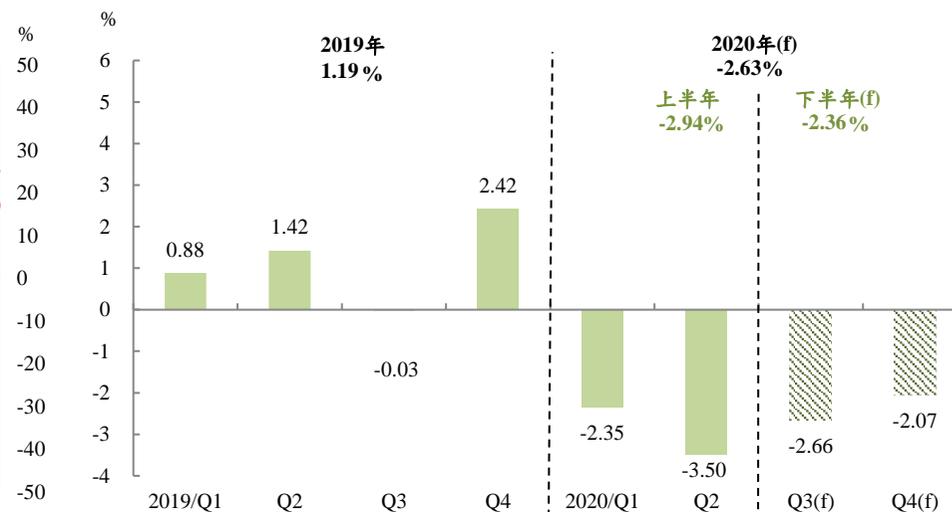
□ 預期下半年實質輸出年增率為-2.36%，全年為-2.63%(圖12)。

圖 11 商品及積體電路與資通與視訊產品出口年增率



註：以美元計價。
資料來源：財政部

圖 12 實質輸出年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

5. 國內外機構多上調本年台灣經濟成長率預測值

□ 國內外主要機構對**本年經濟成長率**預測值介於-0.06%至 1.83%之間，**平均為 1.08%**(表 2)。

— 近期絕大多數國內外機構上修本年台灣經濟成長率預測值，主要係考量國內肺炎**疫情控制得宜**，政府推動**紓困振興方案**與**加速公共投資**，以及**電子業出口表現佳**等利多。

表 2 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

機構 (預測日期)	中經院 (7/22)	台經院 (7/24)	主計總處 (8/14)	IHS Markit (8/21)	BofA Merrill Lynch (9/11)	Barclays (9/11)	JP Morgan (9/11)	Goldman Sachs (9/14)	平均值 (不含央行)	央行 (9/17)
預測值	1.33 (↑0.30)	1.83 (↑0.25)	1.56 (↓0.11)	-0.06 (↑0.90)	1.00 (↑0.50)	1.20 (↑0.10)	1.00 (↑0.20)	0.80 (↑0.90)	1.08	1.60 (↑0.08)

註：括弧內數值係與 6 月央行理事會期間預測值比較之修正幅度(主計總處、中經院及台經院分別與本年 5 月及 4 月比較)。

(三)市場預期明年肺炎疫情衝擊減緩，經濟成長動能可望轉強

1. 內需續穩健成長：

- 民間消費成長由負轉正：市場預期明年肺炎疫苗可望通過試驗，惟疫苗上市初期恐供不應求，全面接種具高度不確定性，恐抑制國人出國消費意願。考量明年民間消費比較基期較低，加以國內景氣可望逐步復甦，且申報綜所稅之基本生活費調高，有助增加民眾可支配所得，挹注民間消費成長動能，預測成長率為 2.99%(表 3)，高於本年之-1.60%。
- 民間投資溫和成長：半導體業者持續投資高階製程，離岸風電等綠能投資加溫⁵，以及政府賡續推動 5G 應用與基礎建設⁶，均有助維繫民間投資動能。惟本年基期墊高，預期明年民間投資成長將放緩至 2.00%，低於本年之 2.53%。
- 政府消費續成長：明年度國防經費再加計新式戰機採購特別預算增加，可望支撐政府消費對經濟成長之貢獻，預估明年政府消費成長 2.75%，高於本年之 2.41%。

2. 輸出預估成長率將高於本年：

- 6 月 IMF 預估明年全球經濟及貿易量成長明顯優於本年，顯示全球需求動能將轉強，有助支撐台灣出口成長。
- 受惠於 5G 通訊、高效能運算、AI(人工智慧)等新興科技持續成長，加以國內半導體領導廠商高階製程優勢⁷，與全球供應鏈重整，廠商提高在台產能，台灣相關產品之出口動能可望延續。
- 肺炎疫苗有助全球脫離疫情衝擊，惟疫苗問世之初，防護效果與普及度仍有待觀察，且邊境管制可能持續，外人來台旅遊意願仍低，恐不利服務輸出成長。

⁵ 根據經濟部本年第 2 季「民間新增 5 億元以上投資統計」，電力及燃氣供應業(含離岸風電)預計明年完成投入之投資金額約 1,391 億元，高於本年之 771 億元。

⁶ 明年度科技預算(包含前瞻基礎建設)為 1,186 億元，年增 2.1%，主要用於先進網路，持續推動 5+2 產業等。

⁷ 如台積電規劃 3 奈米於 2021 年進行試產(risk production)，2022 年下半年進入量產。

□ 考量上述因素與本年比較基期較低，預測**明年實質輸出成長**預測值為 4.94 %，**高於本年**之-2.63 %。

3. 本行預測明年經濟成長率為 3.28%，內需續為驅動經濟成長之主力。

□ **內需貢獻為 2.49 個百分點**，淨外需貢獻則為 0.79 個百分點(表 3)。

表 3 明年台灣經濟成長率及 GDP 各組成項目成長率與貢獻度之預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需	民間消費	民間投資	政府支出		存貨變動	淨外需		
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入	
成長率	3.28	2.82	2.99	2.00	2.75	0.95	--	--	4.94	4.41
貢獻度		2.49	1.51	0.39	0.39	0.04	0.16	0.79	2.86	2.07

*：包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

4. 台灣經濟前景仍面臨諸多挑戰，惟國內外機構皆預測明年經濟成長優於本年

□ 國內外不確定因素

— **肺炎疫情後續發展具不確定性**：全球肺炎疫情仍嚴峻，部分國家確診人數尚在攀升，邊境與社交等管制措施似尚難以完全解除，加以疫苗與新藥尚未開發完成，均將影響未來全球經濟復甦動能。

— **美中關係緊張情勢升高**：美國除了在 4 個面向(關稅、科技制裁、外資審查與外交政治)對中國大陸進行施壓外，川普總統更進一步表示美中經濟可能脫鉤，將造成全球產業供應鏈進一步調整，與影響未來全球貿易成長動能。

— **主要經濟體採取擴張性財政政策與寬鬆貨幣政策之後續影響**：因應肺炎疫情衝擊，主要經濟體陸續採取擴張性財政與寬鬆貨幣政策，刺激經濟之成效仍待觀察；然而連帶使各國政府債務遽增，股市與經濟基本面脫節，亦加深潛在經濟金融風險與脆弱性。

- **國際政經情勢變化**：美國總統大選、英國與歐盟貿易談判、南海主權爭議、香港問題、希臘與土耳其衝突、國際油價及原物料價格走勢等國際政經變化，恐影響全球經濟成長與金融穩定。
- **政府相關政策執行成效與促進民間投資方案落實程度**：面對疫情衝擊，紓困振興政策成效，與投資台灣三大方案之落實程度，攸關未來國內經濟復甦力道。
- **經濟合作與貿易協定後續發展與簽署進度**：包含「海峽兩岸經濟合作架構協議(ECFA)」後續發展，台美貿易協商與是否能加入「跨太平洋夥伴全面進步協定(CPTPP)」等進展，均影響未來台灣產品出口競爭力。

□ 國內外主要機構預測明年經濟成長率介於 2.33%~3.92%，平均為 3.30%(表 4)。

表 4 國內外主要機構對明年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

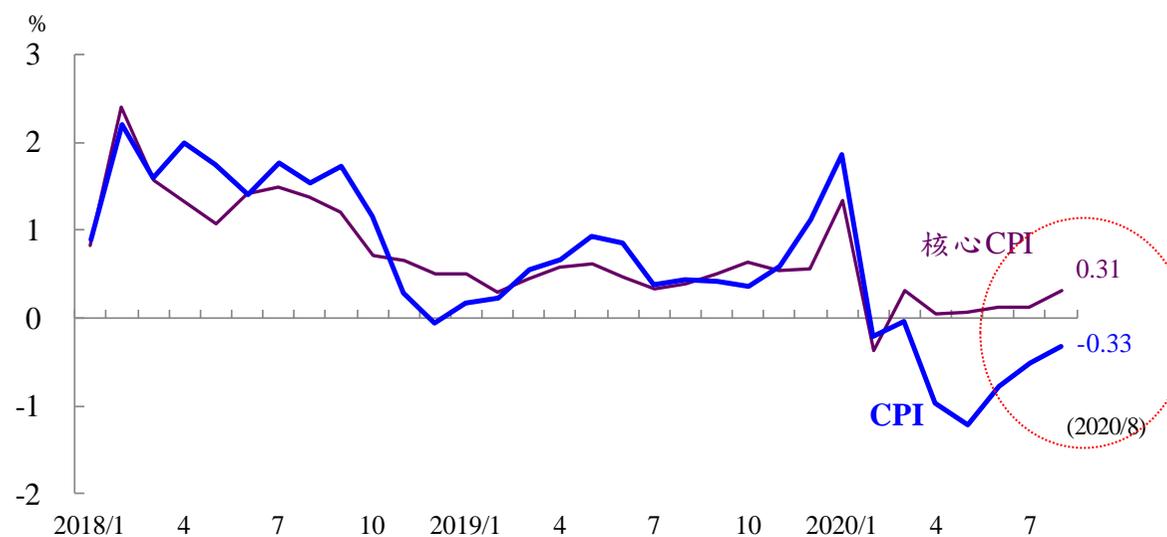
機構 (預測日期)	中經院 (7/22)	主計總處 (8/14)	IHS Markit (8/21)	BofA Merrill Lynch (9/11)	Barclays (9/11)	JP Morgan (9/11)	Goldman Sachs (9/14)	平均值 (不含央行)	央行 (9/17)
預測值	2.33	3.92	3.25	3.50	3.20	3.80	3.10	3.30	3.28

(四)本年 CPI 年增率連續數月為負數，全年亦將為負數，明年則可望回升

1. CPI 年增率連續數月為負數，惟 6 月起逐月回升

(1)由於肺炎疫情衝擊，國際油價大跌，國內油料費等能源價格反映調降，加上旅宿業者降價促銷，消費者物價指數 (CPI)年增率連續數月為負數，5 月曾降至-1.21%，係 2009 年 12 月以來最大跌幅；嗣因各國經濟活動重啟，油價跌幅減緩，CPI 年增率回升(圖 13)。

圖 13 CPI 與核心 CPI 年增率

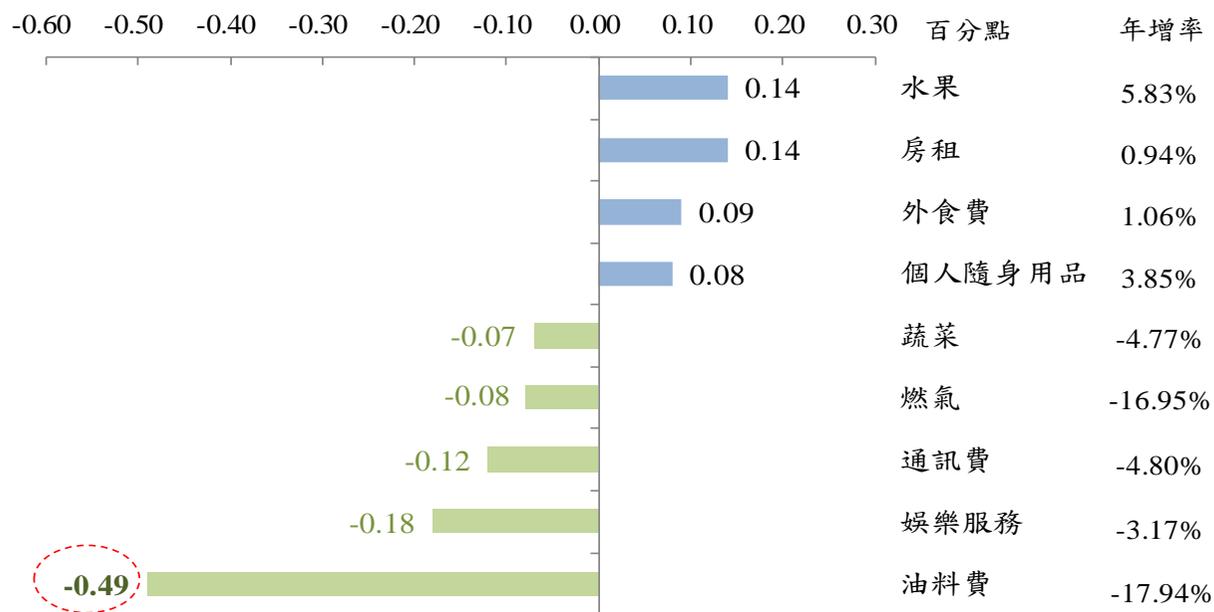


資料來源：主計總處

(2) 1 至 8 月平均 **CPI** 年增率為 **-0.27%**，不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率則為 **0.24%**，影響漲跌之主因：

- 下跌主因：**油料費**大跌 **17.94%**，加以**通訊費**及**娛樂服務**等價格調降(圖 14)。
- 上漲主因：**水果**價格上漲 **5.83%**，加以**房租**及**外食費**等價格緩步上揚，抵銷 CPI 部分跌幅(圖 14)。

圖 14 影響本年 1 至 8 月 CPI 年增率主要項目
(對 CPI 年增率之貢獻)

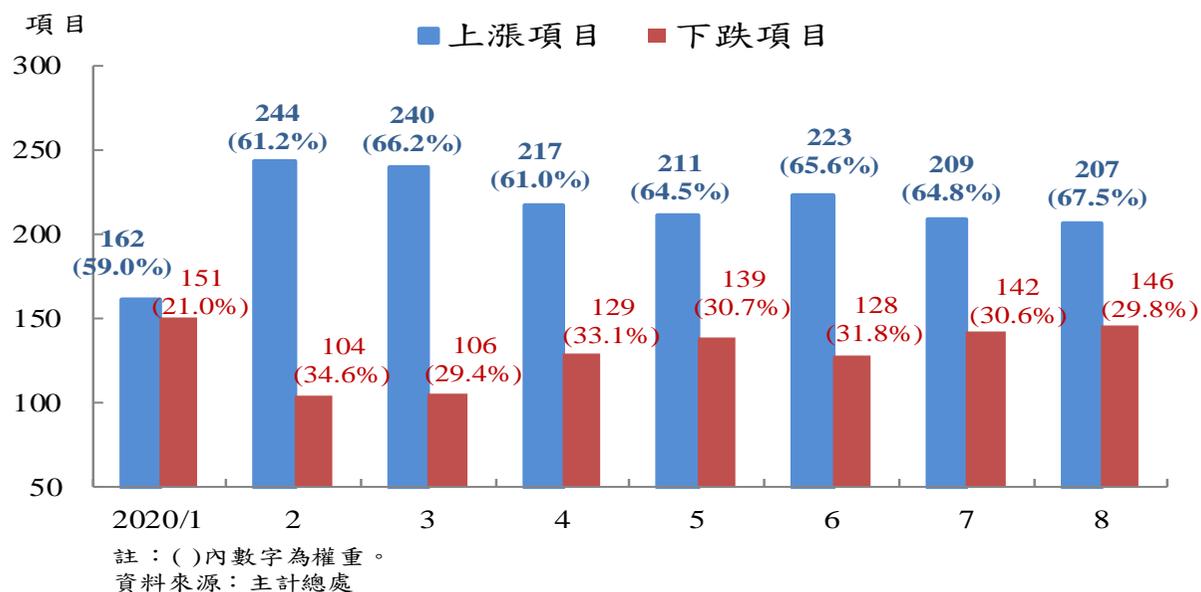


資料來源：主計總處

2. CPI 年增率連續 7 個月為負，惟商品漲價項目仍遠多於跌價項目，且看漲未來物價者居多，應無通貨緊縮現象

(1)近幾個月 CPI 年增率持續為負，主因油料費大跌，CPI 之 368 個查價項目群中，本年以來各月漲價商品項目則仍遠多於跌價商品項目(圖 15)，顯示物價尚無普遍性下跌現象⁸。

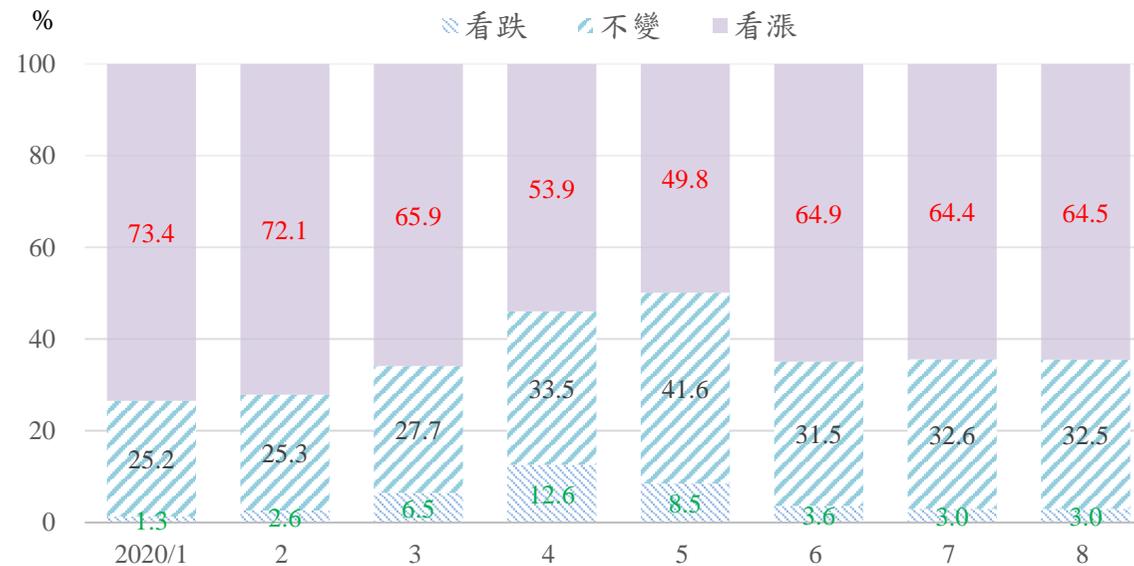
圖 15 本年 1 至 8 月各月 CPI 查價項目群漲跌數



⁸ 通貨緊縮(deflation)概念上係指物價持續性且普遍性下跌的現象。

(2)本年5月以來，民眾認為未來半年物價下跌者比率漸次減少，至8月看跌者比率為3.0%，遠低於看漲者比率之64.5%(圖16)，應無預期物價下跌以致延緩消費之現象⁹。

圖 16 民眾預期未來半年物價漲跌比率



註：經剔除回答「不知道」之受訪者，重新計算比率。

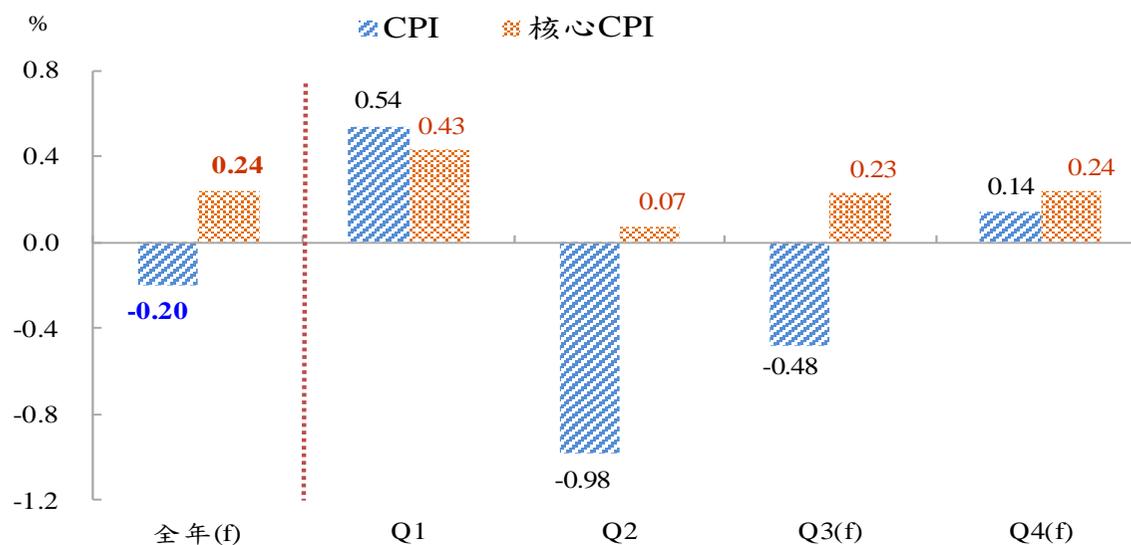
資料來源：國泰金控8月20日「國民經濟信心調查」

⁹ 通貨緊縮一旦發生，民眾可能延緩消費。

3. 受肺炎疫情衝擊，本年通膨展望向下，明年則可望回升

(1)由於本行上次理監事會議以來，歐美爆發**第二波疫情**，迄今國際疫情依然嚴峻，油價回升乏力，國內**持續暫停旅行業組團赴國外旅遊**及接待**來台觀光**團體入境，加以未有颱風侵害，蔬菜等食物類價格平穩，本行預測本年CPI及核心CPI年增率分別下修為**-0.20%**、**0.24%**¹⁰（第3季分別為**-0.48%**、**0.23%**，第4季分別為**0.14%**、**0.24%**）（圖 17）。

圖 17 央行對本年CPI及核心CPI年增率之預測



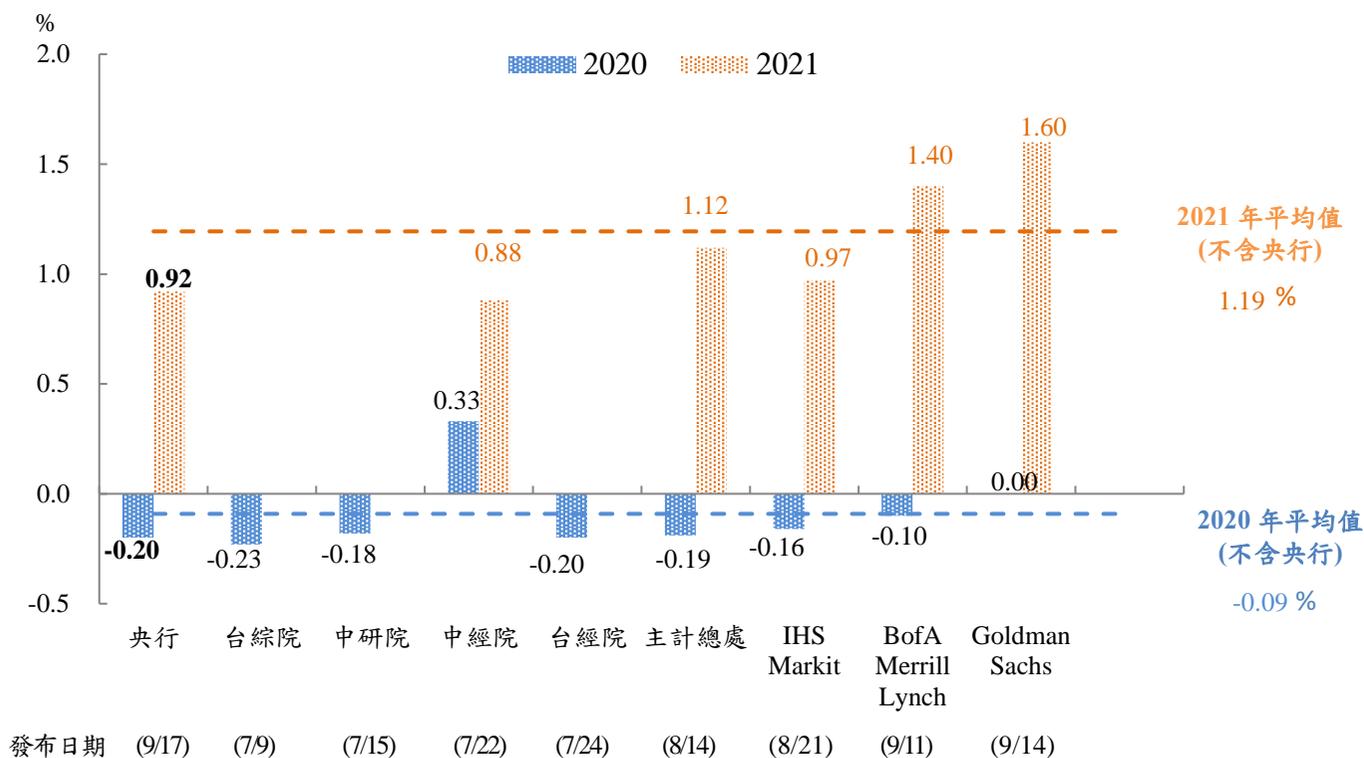
資料來源：主計總處、中央銀行

¹⁰ 6月預測本年CPI與核心CPI年增率分別為0.01%與0.36%。

(2)預期明年全球疫情改善，景氣復甦，油價回升¹¹，國內消費需求可望回溫，本行預測CPI及核心CPI年增率分別升為0.92%、0.62%(圖18)。

□ 主要機構預測台灣本年CPI年增率介於-0.23%~0.33%，明年則介於0.88%~1.60%(圖18)。

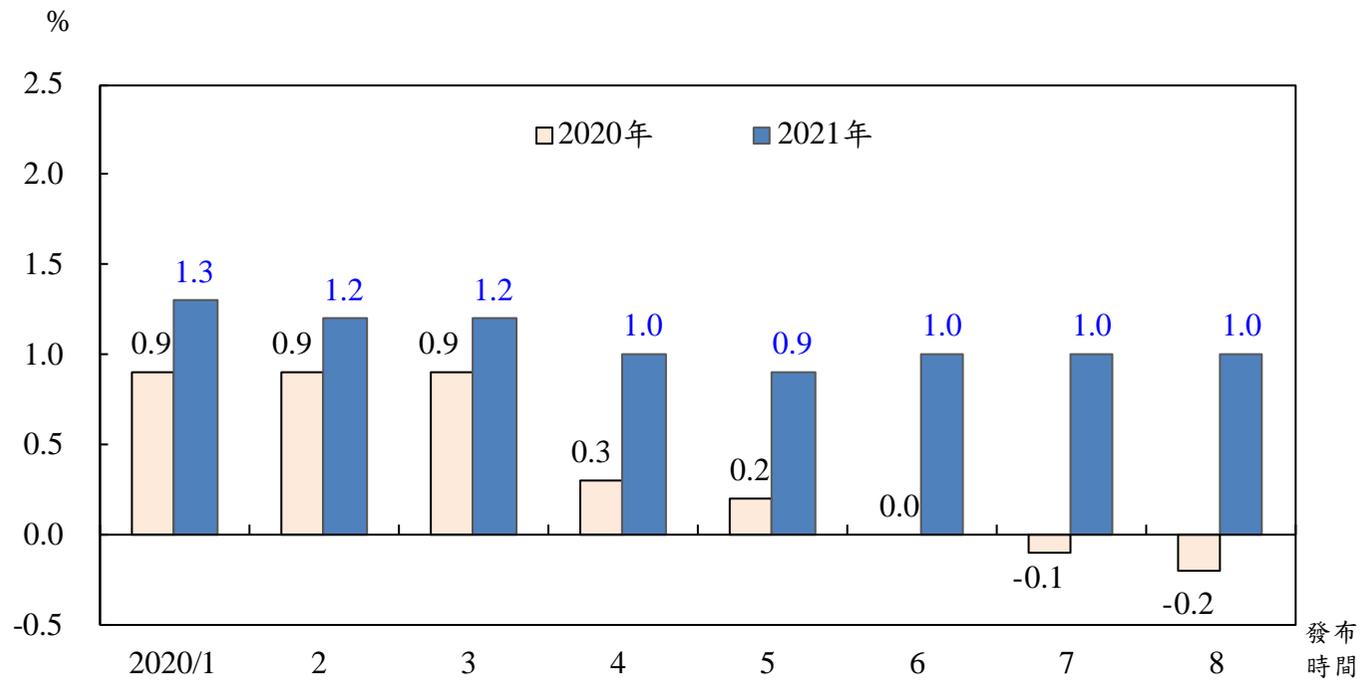
圖 18 主要機構對台灣本年及明年CPI年增率之預測



¹¹ 主要機構預測明年油價平均為每桶47.7美元，高於本年預測值之41.7美元。

□ **Consensus Economics** 每月發布之本年台灣 CPI 通膨率預測數平均值呈下降趨勢，至 8 月為**-0.2%**，明年則明顯回升為 **1.0%** (圖 19)。

圖 19 專業預測機構對台灣本年及明年通膨率之預測值*



*：係十多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

三、境外資金匯回專法管理及運用之分析

自全球反避稅浪潮興起，以及近來美中貿易爭端，促使臺商企業相應調整海外營運布局及資金配置，同時個人境外資金面臨難以舉證或認定課稅所得，以及企業境外轉投資盈餘未分配與因應所得稅法修正施行等問題，政府適時吸引境外資金回臺，活絡國內經濟，於上(108)年7月24日制定「境外資金匯回管理運用及課稅條例」(以下簡稱「境外資金匯回專法」或專法)，並於同年8月15日施行。

專法施行至今已滿周年，本文先簡述其制定緣由及管控機制，再透過資金實際匯回來源與各項運用分析，用以檢視是否達到當初立法之目的，亦有利政府掌握依專法匯回之資金動向。

(一)「境外資金匯回專法」之制定緣由及管控機制

1. 解決臺商境外資金課稅與轉投資盈餘分配問題，並引導資金回臺投資

(1)實務上，過去臺商個人累積多年之境外資金，常有辨識及舉證所得金額困難而無法完納稅捐；另營利事業(以下簡稱企業)基於全球投資布局或避稅考量，亦常將境外轉投資事業盈餘保留而不作分配。政府為協助解決臺商前述問題，並鼓勵資金回臺投資，有助於國內經濟成長，而於特定期間提供短期租稅獎勵措施。

(2)為輔助專法之執行與資金用途管理，針對匯回資金之課稅、實質投資及金融投資等運用方式，亦訂定相關子法¹組成完善配套措施，冀以租稅優惠營造國內友善投資環境，並提供金融市場長期穩定資金，亦可帶動我國財富管理等金融業務之發展。

2. 專法規劃設計不僅能有效吸引資金匯回，同時兼顧外匯市場穩定

¹分別為財政部訂定「境外資金匯回管理運用及課稅作業辦法」、經濟部訂定「境外資金匯回投資產業辦法」及金融監督管理委員會訂定「境外資金匯回金融投資管理運用辦法」。

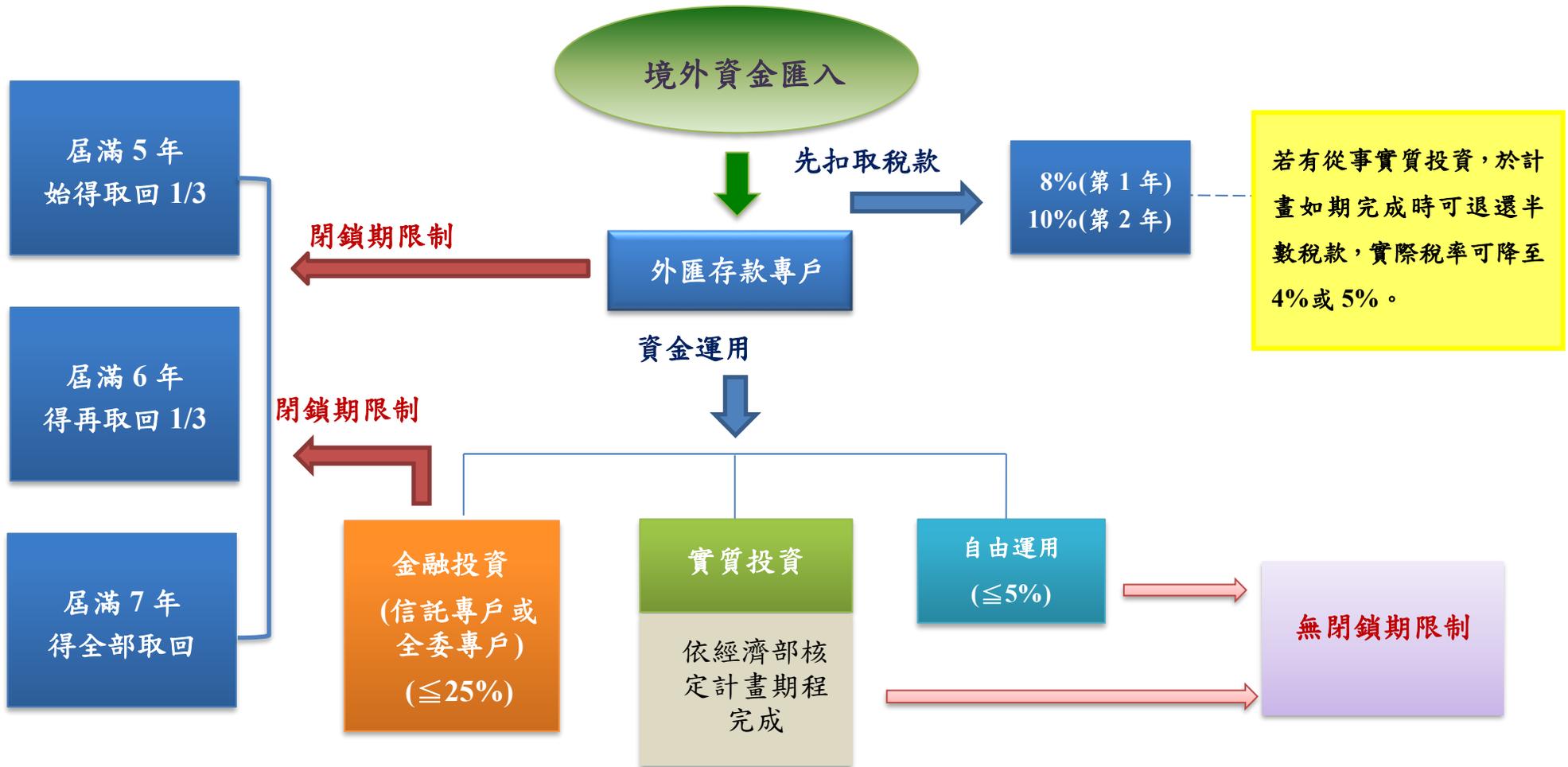
(1)為確保境外回流之資金能**有效挹注我國產業及金融市場**，避免流入不動產市場炒高房價，專法主要規劃設計如下
(詳圖 1)：

- 優惠稅率：個人匯回境外資金及營利事業匯回境外轉投資收益，適用**8%(第 1 年)及 10%(第 2 年)的優惠稅率**，若在**國內完成實質投資可再退還已繳稅款 50%**(即稅率降為 4%及 5%)。
- 停泊外匯存款專戶：個人或企業應於受理銀行開立外匯存款專戶，專供存入依專法匯回之境外資金。
- 原幣保留再投資使用：金融投資標的為外幣計價時，所需交割款項可由外幣信託或外幣全權委託直接撥付，**減少反復結匯**而有利於投資人。
- **閉鎖期設計**：5 年控管期滿，可依自身資金用途與財富管理考量繼續保留外幣，或**分 3 年逐年提取 3 分之 1**。

(2)由於國內外匯市場交易量規模較小，短期資金大量進出勢必影響新臺幣匯率，惟專法設計資金存入外匯存款專戶後，依**規定用途提取**繳納稅款或從事各項投資運用，其**結匯時點已具自然分散**效果。

(3)此外，**央行會即時掌握相關資金進出**情況，適時採行妥當措施以**維護外匯市場秩序**。

圖 1 專法規劃境外資金匯回運作流程



(二)依專法匯回之境外資金整體概況

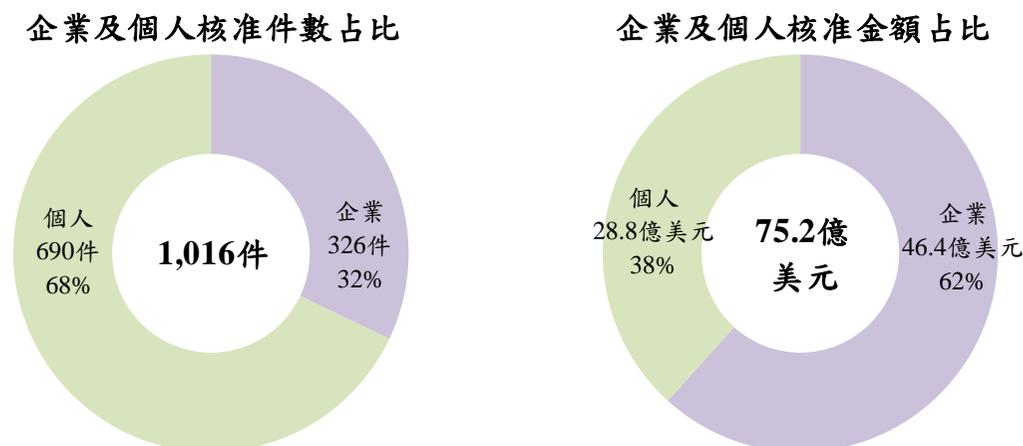
1. 專法實施滿周年，申請資金匯回規模超過新臺幣 2 千億元

- (1) 專法實施至本(109)年 8 月 14 日已滿周年，根據財政部統計，**申請案件共計 1,022 件**，申請金額為**新臺幣 2,166 億元**(以當日新臺幣匯率折算為**73.3 億美元**)，遠**超過草案研擬期間該部低推估新臺幣 1,333 億元**之金額。
- (2) 由於專法實行第 2 年仍有 10%優惠稅率，依照首年申請規模來看，滿兩周年時境外資金匯回金額預期可望超過新臺幣 4,000 億元。

2. 境外資金以企業申請匯回金額較高，件數則以個人居多

- (1) 依各地國稅局核准函副知央行之資料統計，至本年 9 月 10 日**核准案件共 1,016 件**，核准**金額 75.2 億美元**(詳圖 2、表 1)。**企業有 326 件(占 32%)**，**金額為 46.4 億美元(占 62%)**；**個人有 690 件(占 68%)**，**金額為 28.8 億美元(占 38%)**。
- (2) 根據銀行報送央行匯款資料，至本年 9 月 10 日**實際匯入金額則為 69.4 億美元**，占已核准金額 92%，與已核准金額比較**尚差 5.8 億美元**(75.2-69.4)，預計**將會在核准後 1 個月內陸續匯回**(詳圖 3)。

圖 2 境外資金企業及個人核准件數與金額占比
(108/8/15~109/9/10)



資料來源：中央銀行整理

表 1 境外資金核准與實際匯入情況
(108/8/15~109/9/10)

單位:億美元；%

申請者	核准 ¹				實際匯入 ²			
	件數	占比	金額	占比	件數	占比	金額	占比
企業	326	32%	46.4	62%	281	32%	43.8	63%
個人	690	68%	28.8	38%	591	68%	25.6	37%
合計	1,016	100%	75.2	100%	872	100%	69.4	100%

註1：核准資料係依各地國稅局核准函副知央行之資料統計。

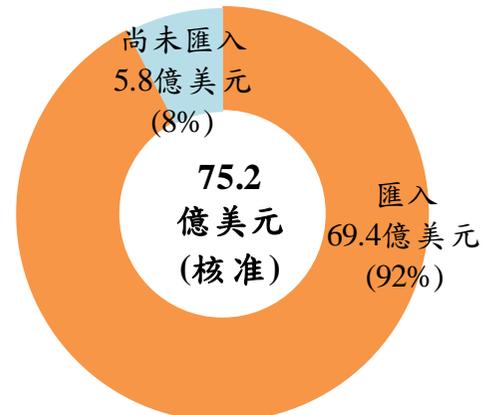
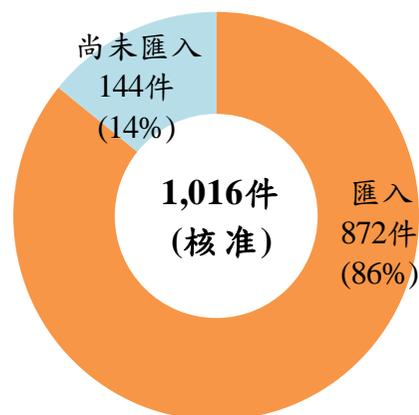
註2：專法規定境外資金匯回經申請並核准後，須在1個月內將資金實際匯入受理銀行之外匯存款專戶內，並可申請展延1次(亦以1個月為限)。實際匯入資料係各承辦銀行報送央行之匯款資料，與核准資料之差異，主要為資金尚未屆滿匯入期限部分。

資料來源：中央銀行整理

圖 3 境外資金實際匯入件數與金額占比
(108/8/15~109/9/10)

實際匯入件數占核准件數比例

實際匯入金額占核准金額比例



資料來源：中央銀行整理

3. 北部整體核准件數高於中南部，惟中南部因廠商申請匯回金額較高，致整體核准金額略高於北部

- (1) 至本年9月10日，各地國稅局核准案件中，以**北部地區核准550件最多**(詳表2)，核准金額為37億美元，分別**占整體件數與金額54%及49%**。
- (2) **中南部地區**核准466件，核准金額為38.2億美元(略高於北部地區)，分別**占整體件數與金額46%及51%**。
- (3) 個人核准件數最多，個人之核准件數與金額在北部地區及中南部地區相當；**企業核准件數少但金額高**，尤其中南部地區，主要係因**部分電子廠商匯入金額較大**。

表2 境外資金各區國稅局審核情況
(108/8/15~109/9/10)

單位:億美元;%

各地國稅局	企業				個人				合計			
	件數	占比	金額	占比	件數	占比	金額	占比	件數	占比	金額	占比
北部地區	206	20%	22.8	30%	344	34%	14.2	19%	550	54%	37.0	49%
中南部地區	120	12%	23.6	32%	346	34%	14.6	19%	466	46%	38.2	51%
總計	326	32%	46.4	62%	690	68%	28.8	38%	1,016	100%	75.2	100%

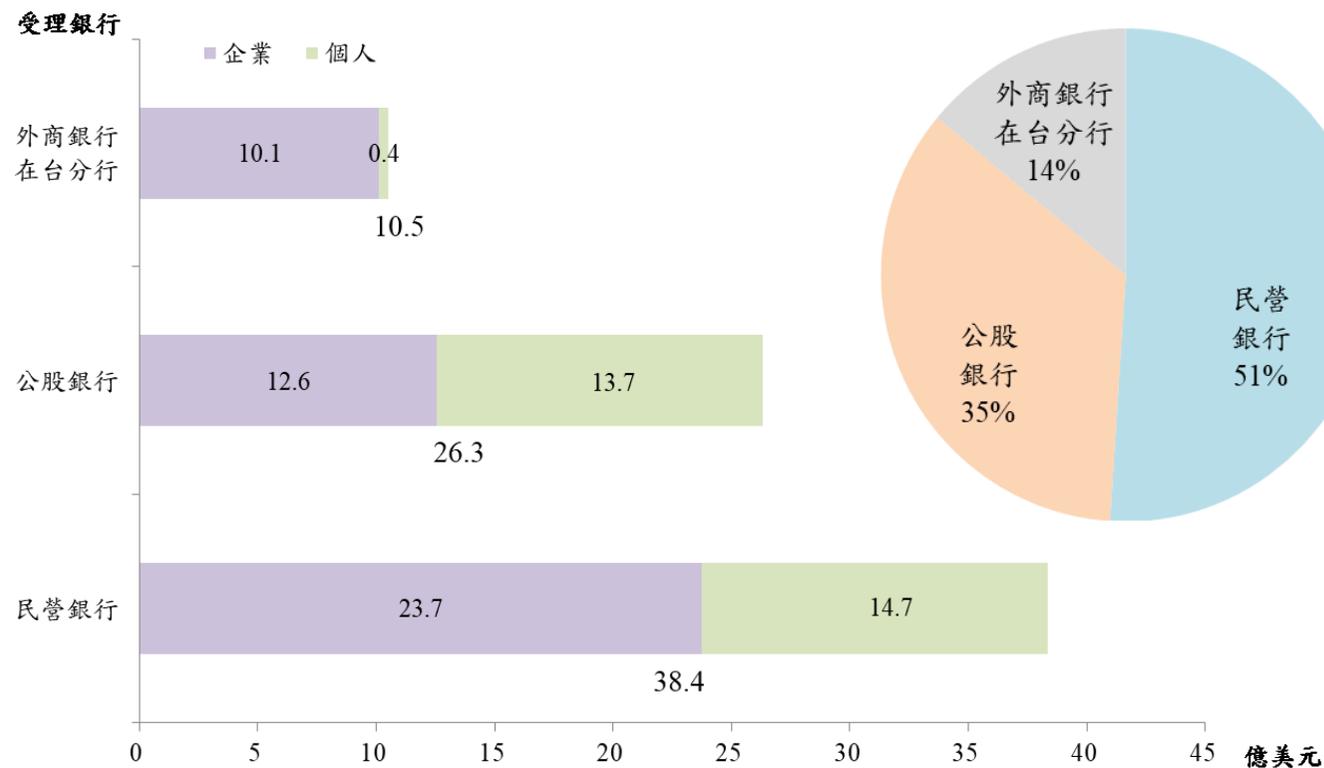
註:包含13件核准案未依規定於期限內匯回，核准函失效(核准總額0.36億美元，其中營利事業0.3億美元、個人0.06億美元)。

資料來源：中央銀行根據各地國稅局來函整理分類

4. 以民營銀行受理境外資金匯回核准金額最多

- (1) 民營銀行受理核准案件金額為 38.4 億美元，占整體 51%(詳圖 4)，其中企業金額 23.7 億美元高於個人 14.7 億美元。
- (2) 公股銀行受理核准案件金額為 26.3 億美元，占整體 35%，其中企業金額 12.6 億美元，個人 13.7 億美元，兩者金額相近。
- (3) 外商銀行在台分行受理核准案件金額為 10.5 億美元，占整體 14%，以企業為主，金額 10.1 億美元。

圖 4 境外資金受理銀行概況
(108/8/15~109/9/10)



資料來源：中央銀行根據各地國稅局來函整理分類

(三)境外資金來源分析

至本年9月10日實際匯入金額共69.4億美元，企業及個人分別為43.8億美元及25.6億美元。

1. 企業集中從 OBU 匯回，且資金性質全係境外轉投資之收益

- (1) 由於專法規定**企業匯回資金**僅限**境外轉投資事業**所分配之**投資收益**，致企業匯回資金性質均是國外股本投資盈餘、股利或資本利得(詳表3)。
- (2) 匯入**來源以 OBU**達36.1億美元**最多**(占**82%**)，主要係過去臺商常以其設立於避稅天堂之境外子公司名義在 OBU²、新加坡或香港設立帳戶，做為海外資金調度或避稅之用，且其境外轉投資事業之盈餘多未分配。惟臺商在 OBU 面臨反避稅、CRS³國際資訊交換及 CFC 日出條款⁴等影響，政府適時推動專法提供優惠稅率，有效提前**引導企業停泊在 OBU 之盈餘儘速分配並匯回**，有利增加國內投資。

表3 企業境外資金實際匯入來源與性質
(108/8/15~109/9/10)

單位:億美元;%

匯入來源地區	金額	占比	匯入匯款性質
OBU	36.1	82.3%	國外股本投資 盈餘、股利或 資本利得
新加坡	5.8	13.2%	
香港	1.0	2.3%	
其他	0.9	2.2%	
合計	43.8	100%	

資料來源：中央銀行

² 國際金融業務分行(Offshore Banking Unit, OBU)，享有租稅減免等優惠措施之金融單位。

³ 共同申報及盡職審查準則(Common Reporting Standard for Automatic Exchange of Financial Account Information in Tax Matters, CRS)，係由經濟合作暨發展組織(OECD)，在2014年7月所發布跨國協議，主要目的在建立國際間金融帳戶資訊(含稅務)交換機制。

⁴ 立法院在專法通過後並附帶決議，要求專法施行期滿後1年內報請行政院核定 CFC(受控外國公司，Controlled Foreign Corporation) 制度之施行日期，將來 CFC 盈餘無論是否分配匯回臺灣之公司或個人，均須計入當年度所得課徵營所稅或計入最低稅負制課稅。

2. 境外資金申請匯回廠商多為電子及資通訊業，與我國貿易結構相符

- (1) 至本年9月10日，申請境外資金匯回核准之廠商以電子及資通訊業為主，其件數為154件(占47%)，核准金額為34.3億美元(占74%)(詳表4)。
- (2) 由於電子零組件與資通訊產品向為我國出口主力，近兩年受美中貿易戰及新冠肺炎疫情等衝擊，臺商開始調整產業供應鏈，趁專法提供優惠稅率，將過去累積海外未分配盈餘匯回實質投資，除可節稅外，對國內經濟發展亦有助益。

表4 申請境外資金匯回核准之主要產業
(108/8/15~109/9/10)

單位:億美元；%

產業	核准件數	件數占比	核准匯回金額	金額占比
電子及資通訊	154	47.2%	34.3	73.9%
塑橡膠及化工	34	10.4%	1.4	3.1%
電機及機械	24	7.4%	1.3	2.8%
汽車及航運	18	5.5%	1.4	3.0%
食品及紡織	18	5.5%	0.9	1.9%
鋼鐵及金屬	18	5.5%	0.6	1.3%
生技醫療	8	2.5%	0.5	1.0%
其他	52	16.0%	6.0	13.0%
合計	326	100%	46.4	100%

資料來源：中央銀行根據各地國稅局來函整理分類

3. 個人主要自香港匯回，資金性質亦多來自境外轉投資之收益

- (1) 至本年9月10日，個人實際匯入25.6億美元，匯款來源地以香港20.7億美元最多(占81%)，其次為新加坡4.7億美元(占18%)(詳表5)。實際匯入性質大多仍來自境外轉投資之收益，次為國外存款(詳表6)。
- (2) 個人海外所得現行稅法本有相關課稅規定，投資本金並不需課稅，然而選擇依專法規定匯回其累積在外多年之境外所得，主要係不易舉證或難以判定逾核課期間之所得，亦有可能因所得依現行稅法規定應課徵稅額高於依專法規定之稅額。
- (3) 由於中國大陸及東南亞地區經濟成長，帶動香港及新加坡兩大金融中心財富管理業務發展，加以香港與境內間資金之匯出入，平時即以投資類別之匯款為主。國人過去未匯回之境外所得多數停留兩地投資運用，致個人匯款來源地以香港及新加坡為主。

表5 個人境外資金實際匯入來源地區
(108/8/15~109/9/10)

單位:億美元；%

匯入來源地區	金額	占比
香港	20.7	80.9%
新加坡	4.7	18.4%
其他	0.2	0.7%
合計	25.6	100%

資料來源：中央銀行

表6 個人境外資金實際匯入性質
(108/8/15~109/9/10)

單位:億美元；%

匯入匯款性質	金額	占比
國外股本投資盈餘或股利	21.8	85.4%
國外存款	1.9	7.3%
國外股權證券投資	0.9	3.4%
國外股本投資	0.4	1.6%
其他	0.6	2.3%
合計	25.6	100%

資料來源：中央銀行

(四)境外資金運用分析

至本年9月10日核准75.2億美元，實際匯入69.4億美元中，扣除稅款5.6億美元後為63.8億美元。

1. 企業或個人資金運用方式均以實質投資為主，有助國內經濟成長與就業

- (1)因專法提供境外資金從事實質投資可退還半數稅款，促使**企業與個人**實際匯入運用均以**實質投資最多**，獲經濟部核准投資金額為19.3億美元，**占資金運用金額93%**，依期程自專戶提取已投資達9.8億美元(詳表7)。
- (2)另金融投資約為0.9億美元，投資標的以基金為主；自由運用僅0.5億美元。
- (3)以上合計各項資金運用共20.7億美元，占整體匯入稅後金額63.8億美元之32%。
- (4)**實質投資大部分係本業之直接投資**，依經濟部公布至9月14日止核准之投資**件數以投資民生化工業最多**(占30%)，**金額則以電子資訊業居冠**(占28%)(詳圖5)，與境外資金申請匯回較多之廠商為電子及資通訊業一致。

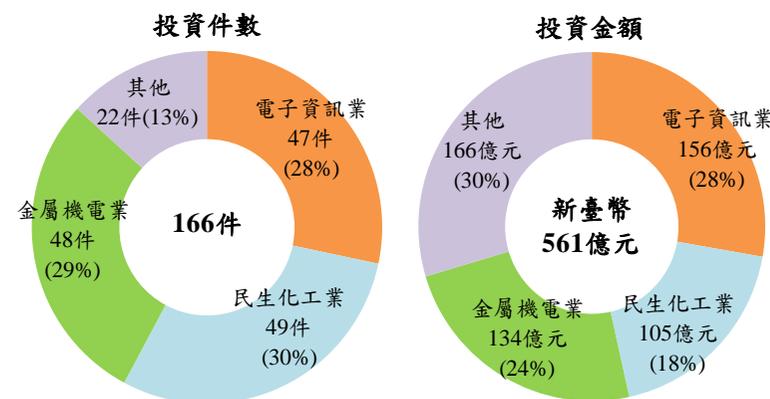
表7 境外資金實際匯入與各項運用情況
(108/8/15~109/9/10)

單位：億美元

申請者	核准金額	資金匯入			資金運用					未來可運用 (7)= (1)-(6)
		實際金額	稅款 (8%)	稅後金額 (1)	實質投資		金融投資 (4)	自由運用 (5)	小計 (6)= (2)+(4)+(5)	
					核准金額 (2)	實際運用金額 (3)				
企業	46.40	43.84	3.57	40.27	17.83	8.70	0.08	0.15	18.06	22.21
個人	28.80	25.55	2.04	23.51	1.42	1.05	0.85	0.37	2.64	20.87
合計	75.20	69.39	5.61	63.78	19.25	9.75	0.93	0.52	20.70	43.08

資料來源：中央銀行

圖5 境外資金從事實質投資之產業占比
(108/8/15~109/9/14)



資料來源：經濟部

2. 境外資金匯回結售為新臺幣約 1/5，且多為從事實質投資之用

至本年 9 月 10 日，依專法匯入運用實際已結售為新臺幣者為 13.8 億美元，僅占整體匯入金額 69.4 億美元之 20%。結售用途分為稅款與資金運用(詳表 8)。

- (1) **應納稅款**：依規定申請人經核准適用本專法匯入之資金應由受理銀行先代扣稅款繳納國庫，結售為新臺幣納稅者為 5.6 億美元，可增加政府當期稅款收入。
- (2) **資金運用**：同期間自外存專戶提取運用，結售為新臺幣為 8.2 億美元，且幾乎均為實質投資(7.9 億美元)，並按核准投資期程依序結售，已達分散結匯之效果，減緩對匯市之影響。

表 8 境外資金相關結售情況
(108/8/15~109/9/10)

單位：億美元

申請者	資金匯入		資金運用						結售合計 (1)+(5)	
	實際金額		實質投資實際運用		金融投資		自由運用			結售小計 (5)=(2)+ (3)+(4)
		稅款結售 (1)		結售 (2)		結售 (3)		結售 (4)		
企業	43.84	3.57	8.70	6.90	0.08	0.04	0.15	0.03	6.97	10.54
個人	25.55	2.04	1.05	1.02	0.85	0.14	0.37	0.03	1.19	3.23
合計	69.39	5.61	9.75	7.92	0.93	0.18	0.52	0.06	8.16	13.77

資料來源：中央銀行

(五) 結論

專法運作至今屆滿周年，檢視資金回流及運用狀況，已符合當初立法目的；並在兼顧租稅公平與匯市穩定下，對活絡國內經濟將有成效。

1. 專法規範資金用途，且減稅幅度大，有效導引境外資金回臺進行實質投資

- (1) 專法對資金用途訂有運用比率及範圍等規範，並限定除實質投資事業的生產或營業用建物外，**禁止購置不動產**及依**不動產證券化**條例所發行或交付之**受益證券**，可**避免**資金流入不動產市場炒高房價。
- (2) 我國近年超額儲蓄偏高，係反映國內投資不足。專法以租稅優惠鼓勵境外之**資金匯回進行實質投資**且**無金額上限**，期以活絡國內經濟，厚植產業發展實力。
- (3) 專法實施至今，已匯回之境外資金從事**實質投資達 19.3 億美元**，占整體資金運用金額 93%，足見**專法減稅幅度大**⁵(最多可降低 16 個百分點)，已有效**將臺商資金導入國內投資**。

2. 透過專戶管理與閉鎖期限制，兼顧租稅公平與外匯市場穩定

(1) 降低對國內匯市影響：

- 專法規定須開立專戶專供匯回資金進出，並**設 5 年閉鎖期控管**，且依規定提取結售繳稅或從事投資，閉鎖期滿可繼續保留外幣，或分 3 年逐年提取 1/3，各相關結售外匯時點實已**具分散效果**。

(2) 專戶管理維護租稅公平：

- 基於匯回資金已享減稅優惠，且為避免藉由投機方式套現，變相脫離專戶控管，實質突破閉鎖期之控管效力，專法規定該**資金不得移作他用或作為質借、擔保之標的等情事**，違反規定者須**補繳稅款**，以維護租稅公平。

⁵ 依專法匯回之境外資金首年及第 2 年的優惠稅率分別為 8%及 10%，若在國內實質投資可再退還已繳稅款 50%(即 4%及 5%)，與現行企業及個人之一般所得稅制，對海外所得課徵 20%稅率相較，最多可降低 16 個百分點(20%-4%)。

四、數位支付時代的央行角色與貨幣型態

邁向數位時代，支付服務已不再只由銀行等傳統金融機構提供，非銀行支付機構的加入，以及支付科技的創新與貨幣型態可能的改變等，均使支付市場的發展更為多元、競爭。然而，在越來越錯綜複雜的市場分工與組成結構中，最終要能形成安全、效率的支付生態體系，並且營造出適合創新的環境，維持市場競爭的效率，則央行所扮演的角色(圖 1)與提供的貨幣信任基礎將是其中的關鍵。此外，央行也能善用數位科技帶來的契機進行創新，特別是近期國際間興起研究的央行數位貨幣(CBDC)¹，如經研究試驗可行，可望作為未來數位支付的新基礎。

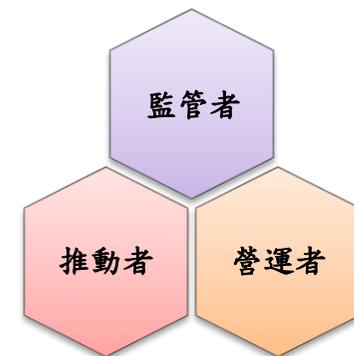
(一)央行在數位支付發展上扮演重要角色，並提供貨幣的信任基礎

1. 央行在促進支付健全上的三個重要角色²

(1)作為「營運者」，提供公共、中立的基礎設施

- 為滿足社會大眾的支付需求，多數央行亦營運該國重要的支付基礎設施，直接提供公共、中立的支付服務，以促進全民的公共利益為宗旨，而非追求商業利益。
- 零售市場上，央行發行的「現金」，被社會大眾普遍使用與接受，並可在電子支付未普及的場所或電子支付系統失靈時，作為基本且可靠的支付工具；此外，現金使用方便、無需手續費且具支付的普及性，也促使電子支付必須朝向比現金更具吸引力的方向發展，以維持其競爭力。
- 批發(大額)市場上，央行營運的「即時總額清算(RTGS)系統」(如我國的央

圖 1 央行在支付市場的重要角色



資料來源：本文整理

¹ 參見中央銀行(2020),「國際間央行數位貨幣之最新發展趨勢」,6月18日央行理監事會後記者會參考資料。

² 主要取材自 BIS (2020),“Central Banks and Payments in the Digital Era,” *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24.

行同資系統)，提供銀行等金融機構辦理跨行清算作業，並串接零售結算系統(如我國的財金公司跨行金融資訊系統)，為民間支付業者佈建遍及全國支付網路的發展根基。

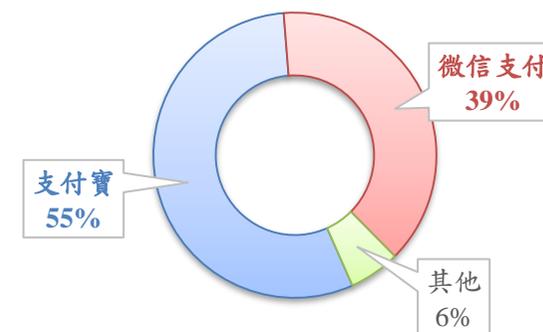
(2)作為「推動者」，促進支付互通，以利市場競爭

- 支付服務具有網路效應，越多人使用，就能提供使用者越高的價值。
- 支付系統理應儘可能容納更多的使用者，以充分發揮網路效應的效益，然而民間支付業者在營利及商業競爭的考量下，通常傾向於發展獨立、封閉的支付網路，不願與其他業者共享，以達成壟斷市場的發展目標，特別是以占中國大陸行動支付市場九成以上的支付寶與微信支付為效仿對象(圖 2)。
- 支付市場如由少數業者寡占，固然能發揮極大的網路效應。但壟斷的市場結構，缺乏競爭對手的威脅下，恐逐漸喪失創新精進的動力，最終反而不利於市場長期的健全發展。
- 央行與其他主管機關，正致力於促進支付市場互通，打破支付網路間的隔閡，並降低市場的進入門檻，以維持市場的競爭性。例如，透過支持共通支付標準的發展、推動 Open API 等促進開放互通的措施。

(3)作為「監管者」，監管並指引市場的健全發展

- 數位科技的發展，正加速支付產業的變革，央行與其他主管機關的監管措施也與時俱進，特別是許多數位創新在提供更好支付體驗的背後，可能會潛藏對於消費者保護與個人隱私等的風險。此外，國際間日益重視的認識客戶(KYC)、反洗錢/反資恐(AML/CFT)等措施，亦是支付市場健全發展的重要基礎。
- 政府也可訂定政策目標，指引支付市場發展的方向，例如，我國行政院訂定的 2025 年行動支付普及率達到 90% 目標等。

圖 2 中國大陸行動支付市占率 (2020 年第 1 季)



資料來源：易觀智庫網路科技公司

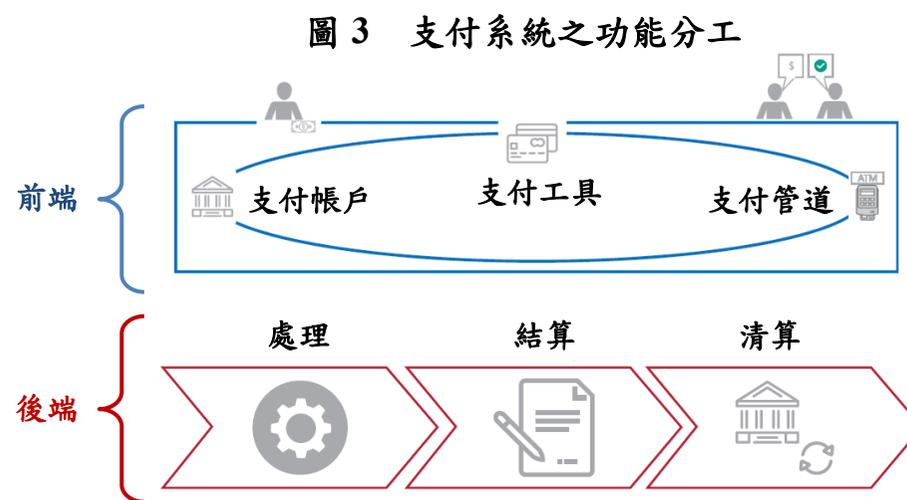
2. 支付系統得以健全運作的基礎關鍵係央行提供受信任的貨幣

- 支付系統通常採雙層式的架構設計，由央行及銀行與非銀行中介機構(簡稱中介機構)共同合作：央行提供受信任的貨幣，中介機構則負責服務大眾並發揮創新；當中由央行提供最安全的系統(RTGS 系統)與支付工具(現金)，用於清算批發與零售交易，中介機構則提供各式零售電子支付工具，讓大眾使用於各種支付場景。
- 近年數位支付的創新浪潮下，大眾接觸到的支付服務日新月異，例如卡式支付從刷磁條到近距離感應，甚至無實體化綁定到行動裝置上。然而，支付系統健全運作的基礎關鍵並未改變，依舊根植於央行提供受信任的貨幣。在此堅實的信任基礎上，讓中介機構可以專注於支付服務創新、發展，也提高大眾接受的意願。

(二)數位創新正在各方面重塑支付服務，亦試圖改變貨幣型態

1. 數位創新正改變支付服務的體驗

- 數位創新正在全面地改變支付服務的提供與體驗，範圍涵蓋支付系統對使用者提供的「前端」及「後端」服務(圖 3)。
- 前端的「支付帳戶」已不僅限於銀行帳戶，資金也可保存在電子支付帳戶中，靈活應用於小額支付場景；「支付工具」除現金、支票、金融卡、信用卡、電子貨幣外，未來也有可能使用央行數位貨幣；「支付管道」除實體可用的 ATM、POS 機外，網路、手機 App 等已成為發展趨勢。
- 新科技的發展，也持續改善後端金流的處理、結算及清算作業，例如，運用大數據降低支付詐欺、洗錢等風險。此外，傳統系統係中心化架構，分散式帳本技術(DLT)興



資料來源：主要參考自 BIS(2020)

起後，已引發國際間探討以去中心化架構重新設計支付及結清算系統的可能性。

2. 大型科技公司可能影響支付市場的競爭結構

— 支付服務的網路效應顯著，非常適合已掌握大量使用者的大型科技公司(BigTechs)發展。

— BigTechs 憑藉優異的 DNA(data-network-activities)核心競爭力³，在規模化的速度與程度均遠遠超越傳統銀行與信用卡組織(圖 4)⁴，如進入支付市場，將具備主導市場的潛力，進行不對等的競爭，最終可能使市場發生結構性變化。

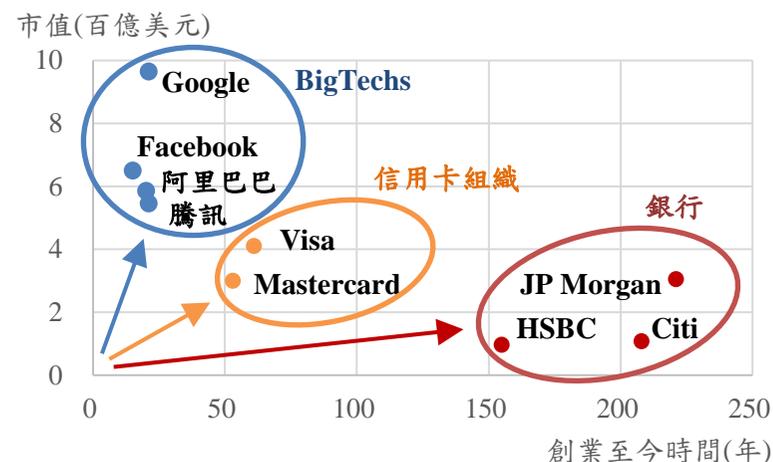
— BigTechs 進入支付市場，雖讓消費者享受更好的服務，然而，資訊與金融的本質不盡相同，一旦處理不當，很可能會衍生重大風險，已引發各國主管機關的密切關注。

3. 民間業者正挑戰改變貨幣型態，國際間央行亦持續精進並擁抱創新

— 在支付服務與市場結構變化的同時，民間業者也開始嘗試挑戰支付系統的關鍵基礎，試圖改變貨幣型態。例如，比特幣與 Facebook 的 Libra，均曾短暫獲得市場大量的關注(圖 5)⁵。

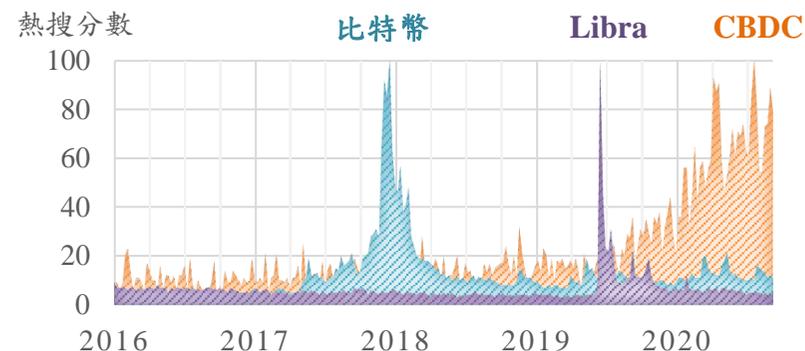
— 比特幣最初的設計理想係試圖建構出一種新型態的電子現金，惟

圖 4 BigTechs 規模化速度超越傳統金融機構



資料來源：BIS(2020)

圖 5 比特幣、Libra 及 CBDC 的 Google 搜尋熱度



資料來源：Auer等(2020)、Google Trends

³ 參見中央銀行(2019),「FinTechs 與 BigTechs 在支付領域之發展及影響」,9月19日央行理監事會後記者會參考資料。

⁴ BIS (2020),“Central Banks and Payments in the Digital Era,” *BIS Annual Economic Report*, Jun. 24.

⁵ Auer, Raphael, Giulio Cornelli and Jon Frost (2020),“Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies,” *BIS Working Papers*, No. 880, Aug. 24.

其價值波動劇烈，並不具備貨幣的功能⁶，至今多用於投機炒作，而非作為支付工具；國際間多視為是虛擬商品或數位資產。

— Libra 希望能成為全球支付工具，然而，其信用不及國家貨幣，也缺乏國家主權與法律制度的保護。此外，Facebook 全球高達數十億的用戶數，致 Libra 影響範圍廣泛，除 G7 要求應符合國際間最高管理標準並受到審慎監管外，Libra 如要在各國合法經營亦需配合當地法規調整，是以此迄今發展未如預期。

— 國際間央行面對民間的挑戰，一方面持續精進支付系統，例如多數國家已實施 RTGS 系統，並加速發展零售快捷支付系統(圖 6)⁷；另一方面亦積極擁抱支付創新，目前全球約 80% 央行已著手 CBDC 研究工作⁸。

(三) 疫情加速數位支付時代的來臨，並影響國際間 CBDC 的研究規模

1. 疫情影響零售支付行為，加速電子支付發展，也推升對 CBDC 的期待

— 新冠肺炎疫情下，對於面對面直接接觸的擔憂，也影響民眾支付工具的選擇，特別是現金，曾一度被渲染成有傳遞病毒的可能，而在 Google 搜尋的熱度急升(圖 7)；惟至今並未傳出有人因使用現金而

圖 6 實施 RTGS 與零售快捷支付系統之國家數

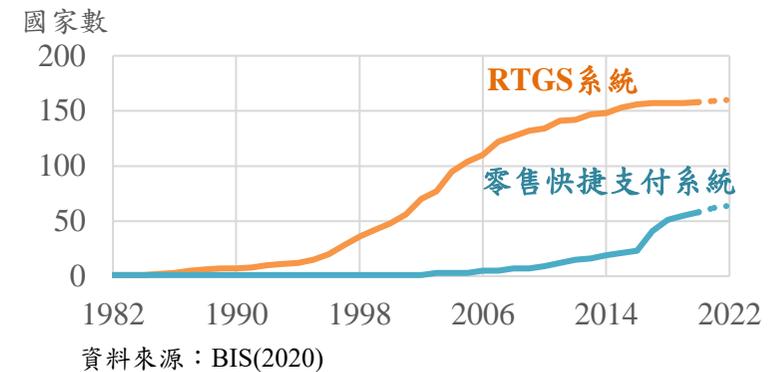
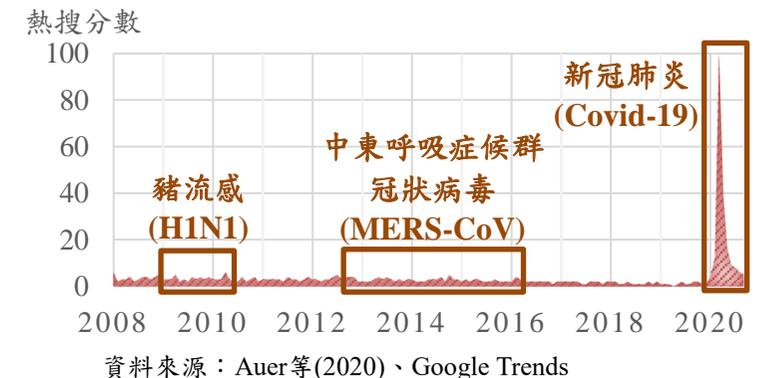


圖 7 現金與病毒的 Google 搜尋熱度



⁶ 貨幣須具備的三大功能，包括：可作為價值儲藏的工具、可普遍被接受作為交易媒介、可普遍作為計價或記帳單位。

⁷ 快捷支付系統(Faster Payment System)係指系統可即時處理支付訊息，讓付款人在付款時，收款人可近乎即時收到款項，並提供 24 小時全天候服務。

⁸ Boar, Codruta, Henry Holden and Amber Wadsworth (2020), "Impending Arrival — A Sequel to the Survey on Central Bank Digital Currency," *BIS Papers*, No. 107, Jan. 23.

感染新冠肺炎之情事⁹。

—當維持社交距離的生活型態開始成為新常態，電子支付等非接觸式的支付方式，很可能成為民眾面對面支付的新選擇，例如，卡片改以感應支付的交易行為，在疫情爆發後更趨明顯(圖 8)¹⁰。

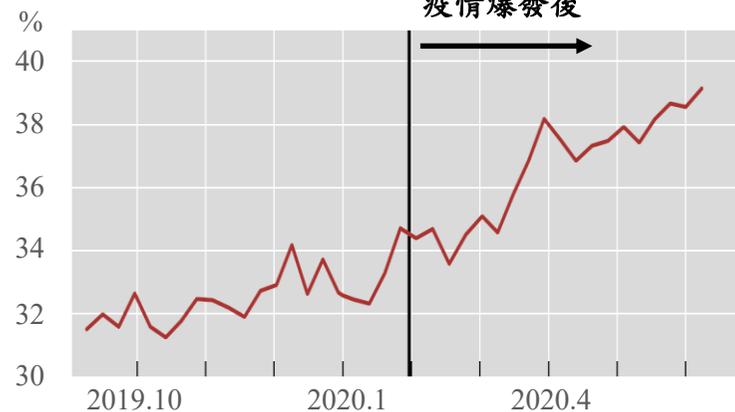
—受疫情衝擊，實體店家關門，民眾在家隔離或減少不必要的外出時，多半只能仰賴電子支付完成網路購物等消費行為，例如，國人在疫情升溫後，信用卡用於網路購物的占比明顯上升(圖 9)¹¹。

—假使疫情持續，民眾很可能養成新的支付習慣，逐漸減少現金的使用，最終恐衝擊社會中倚賴現金支付的族群。雖目前國際間尚無央行發行 CBDC，惟期望已逐漸加深，希望 CBDC 能延續過往現金使用的良好經驗，適用於社會中的各個族群，並能兼備電子支付的優點。

2. 國際間央行日益重視 CBDC，正提升研究的規模與層級

(1) 隨著 CBDC 研究的進展，國際間央行已陸續探討其可能的效益與風險，瞭解其潛力與局限。據 BIS 研究全球 175 國(或區域)，

圖 8 全球面對面卡式支付採感應支付之比率
疫情爆發後



資料來源：Auer 等(2020)

圖 9 國人信用卡用於網路購物之筆數占比
疫情升溫



資料來源：聯卡中心(2020)

⁹ Auer, Raphael, Giulio Cornelli and Jon Frost (2020), "Covid-19, Cash, and the Future of Payments," *BIS Bulletin*, No. 3, Apr. 3.

¹⁰ 同註 9。

¹¹ 聯卡中心(2020)，「COVID-19 對電子商務的行為改變—2019 年 vs. 2020 年(1~5 月)信用卡網路購物消費分析」，8 月 12 日。

現階段沒有任何一國(或區域)正式發行 CBDC¹²，相關技術仍在研發之中，但展望未來，數位發展是必然的趨勢，必須正面看待 CBDC 未來應用於數位時代的可能性。

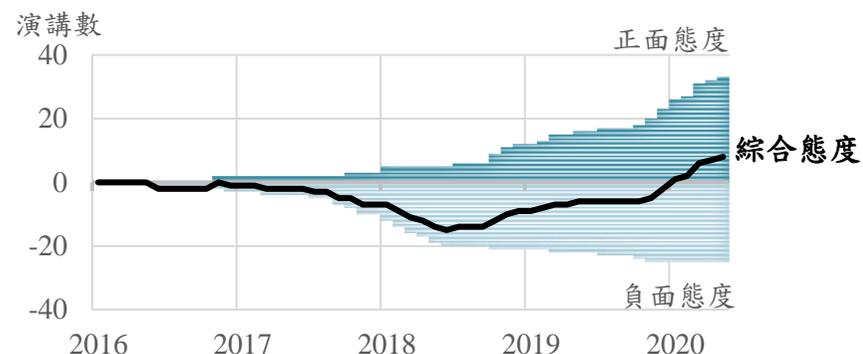
(2)近期國際間央行對 CBDC 的態度已轉趨正面(圖 10)¹³，一些主要國家也開始提升相關研究的規模與層級，期望透過概念驗證(POC)或先導試驗(pilot)等方式，掌握技術的實際進展。

—南韓央行已成立數位貨幣研究團隊與技術團隊，並在 2020 年 3 月展開為期 22 個月的 CBDC 先導試驗計畫，惟該行強調 CBDC 目前仍未成熟，且在可預見的未來尚不會成真¹⁴。

—日本央行於 2020 年 7 月成立數位貨幣組，為隸屬於該行支付清算系統局的正式單位，負責推進支付系統的數位化及研究 CBDC，未來亦計畫與民間機構合作進行 CBDC 的概念驗證。該行強調目前並沒有發行 CBDC 的計畫，惟環境變化快速，需提前做好準備¹⁵。

—美國 Fed 於 2020 年 8 月宣布其科技實驗室(TechLab)正擴大數位貨幣及其他支付創新的實驗，Fed 波士頓分行亦與學術單位 MIT 合作研究計畫。美國目前雖然沒有計畫要發行 CBDC，惟 Fed 認為基於美元的重要地位，必須站在 CBDC 相關研究及政策發展的最前線，並與其他央行一同學習與合作¹⁶。

圖 10 國際間央行對 CBDC 的態度轉趨正面*



*針對國際間央行提及CBDC的演講，如內容正面計為+1次，負面為-1次，其他態度中立者則不計入。綜合態度為所有演講正負面相抵後之結果。

資料來源：Auer等(2020)

¹² Auer, Raphael, Giulio Cornelli and Jon Frost (2020), "Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies," *BIS Working Papers*, No. 880, Aug. 24.

¹³ 同註 12。

¹⁴ BOK (2020), "Situation of Major Countries' Countermeasures to CBDC," Feb. 5; Jung, Jun-ho (2020), "Bank of Korea to Establish a Digital Currency Organization for CBDC Research," *Korea IT Times*, Feb. 6; BOK (2020), "Bank of Korea, Central Bank Digital Currency (CBDC) Pilot Test," Apr. 2; Lee, Min-hyung (2020), "Bank of Korea Moves toward Issuance of Digital Currency," *The Korea Times*, Apr. 6.

¹⁵ Kasai, Tetsuya and Kazuo Teranishi (2020), "Bank of Japan Speeds Up Work Toward Issuing Digital Currency," *The Asahi Shimbun*, Jul. 29; Amamiya, Masayoshi (2020), "Japan's Economy and Monetary Policy," Speech at the Japan National Press Club, Jul. 29.

¹⁶ Brainard, Lael (2020), "An Update on Digital Currencies," Remarks at the Federal Reserve Board and Federal Reserve Bank of San Francisco's Innovation Office Hours, Aug. 13; Federal Reserve (2020), "Federal Reserve Highlights Research and Experimentation Undertaken to Enhance Its Understanding of the Opportunities and Risks Associated with Central Bank Digital Currencies," Aug. 13.

(四)本行已完成批發型 CBDC 的技術研究，下階段將進行通用型 CBDC 的試驗

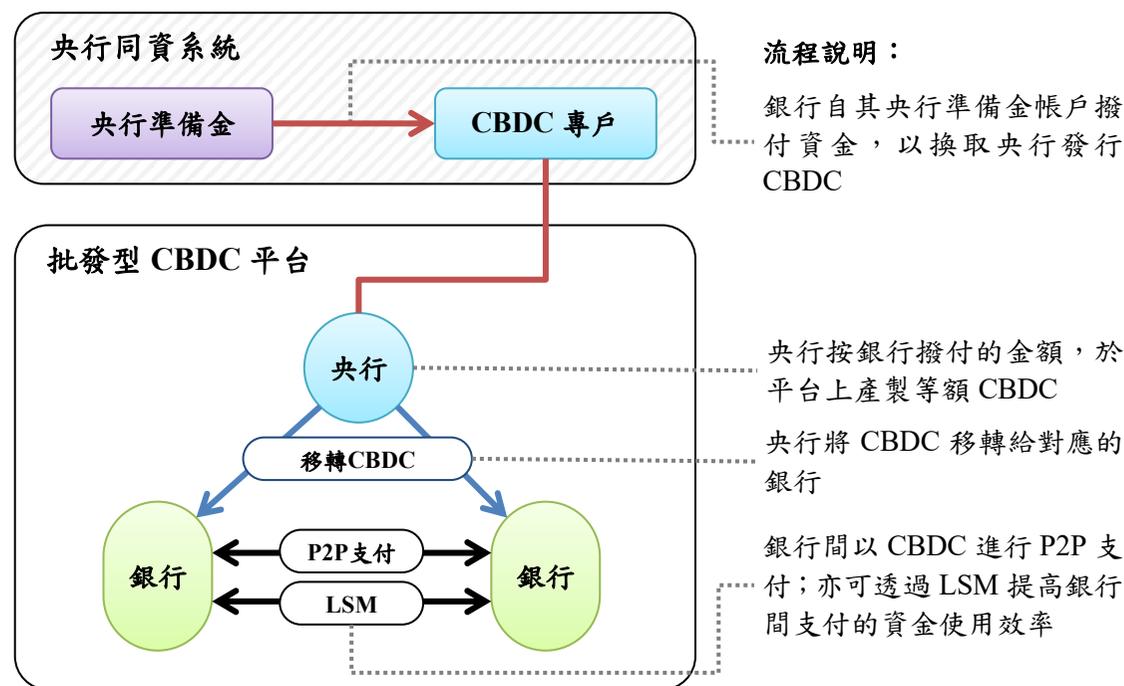
為推動 CBDC 研究計畫，本行於 2019 年 6 月成立「CBDC 研究計畫專案小組」，下設「CBDC 工作小組」負責規劃與執行，已於 2020 年 6 月完成「批發型 CBDC 可行性技術研究」，透過與學術單位協作的方式，瞭解 DLT 應用在批發型 CBDC 的潛力與局限，並作為下階段通用型 CBDC 技術研究之參考，相關研究進度與國際腳步一致。

1. DLT 應用於批發型 CBDC 的研究分析

一批發型 CBDC 要能發揮實質效益，在安全與效率上必須優於現行系統¹⁷，以符合未來大額支付市場的需求：在運作上(圖 11)系統要能 7x24 運作¹⁸、提供金融機構間點對點(P2P)支付功能，以及為降低參與者大額資金成本的需求，需有「流動性節省機制」(liquidity-saving mechanism, LSM)¹⁹。特別是批發型 CBDC 如採用 DLT 等去中心化架構，須額外考量交易具清算最終性、隱私保護與監管等議題。

一研究發現目前 DLT 的處理效能，在實際應用上仍有其局限性，特別是在即時、大量、高頻的交易上，仍無法滿足現行電子支付系統的需

圖 11 批發型 CBDC 運作架構



資料來源：本文整理

¹⁷ 例如，現行我國央行同資系統係採中心化架構，運作安全又有效率，且透過同、異地備援機制，維持營運不中斷。

¹⁸ 7x24 運作係指每周 7 天，每天 24 小時全時不中斷運作。

¹⁹ 流動性節省機制係指當付款行帳戶餘額不足時，支付指令不是直接退回，而是進入佇列等候，待特定時間再將等待的多筆支付指令進行互抵作業，互抵後之應付淨額，如付款行帳戶餘額足數扣付，則完成該等支付指令的資金收付，以節省銀行流動性，並避免產生銀行間資金互卡(gridlock)現象。

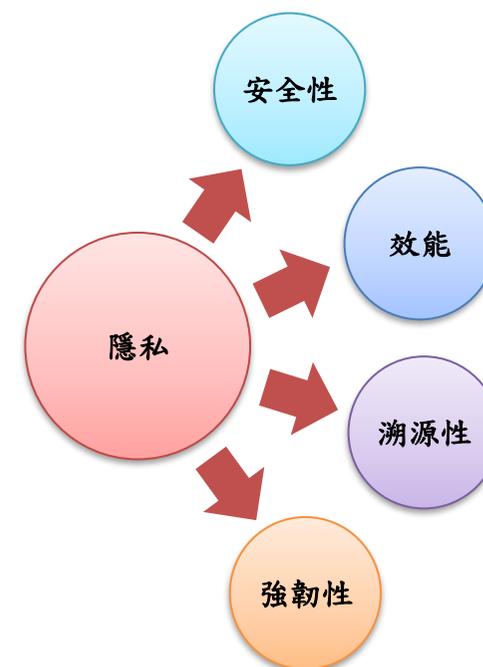
求，主要是隱私保護的需求影響其運作效能。

2. 隱私保護是 DLT 應用於 CBDC 首要解決的課題

比特幣等傳統 DLT 並未考慮交易隱私，其網路上的所有節點會彼此共享交易資訊，透過共同的共識演算法，讓所有帳本保持一致，以防止雙重支付並確保交易具清算最終性。然而，CBDC 等金融應用特別注重隱私保護，不該與不相干的對象共享交易資訊，DLT 如要修改機制以兼顧隱私保護，通常會連帶影響安全性、效能、溯源性及強韌性(圖 12)。

- **安全性**：為確保隱私，交易資訊僅能交易雙方知曉，將使 DLT 網路上的其他節點沒有交易明細、無從驗證，可能衍生雙重支付等安全性疑慮。
- **效能**：若要同時確保隱私性及安全性，並避免發生雙重支付，交易需透過「零知識證明」²⁰等特殊技術處理。然而，該等技術運算繁複，系統需耗費大量時間處理，顯著影響效能。
- **溯源性**：對於隱私保護而施加的保護機制，可能無法滿足監管所需的溯源性，例如「一次性帳號」²¹等去除關聯的技術，可能使交易無法被追蹤或追蹤成本過高。
- **強韌性**：DLT 為兼顧隱私保護，可新增第三方的中立節點處理交易雙方的交

圖 12 隱私對 DLT 的重大影響



資料來源：本文整理

²⁰ 零知識證明(zero knowledge proof, ZKP)係透過數學方法，可在不洩漏資訊的情況下，驗證所宣稱事項的真實性，例如：A 向 B 宣稱門口停的車是 A 擁有的，但 A 不想拿出鑰匙給 B 查驗，於是 B 向 A 提出挑戰，明日下午 3 點 15 分時，車要出現在後門，且車頭朝右，如果挑戰成功，則可證明 A 擁有該車。ZKP 用於支付上，可用以證明付款人帳戶餘額足夠進行支付，且支付的款項正確反映在收付雙方的帳戶餘額上，而不會洩露任何有關帳戶餘額的訊息。

²¹ 一次性帳號(one-time address)，如比特幣每個帳號僅用於一次付款交易，交易時，付款帳號內所有款項會全額提出，一部分付給收款者帳號，剩餘的部分則回存至付款者新創的另一個一次性帳號，供下次使用。

易資訊，惟此節點將成為系統中較脆弱的部分，而衍生單點失靈等問題，限縮 DLT 原生的強韌性。

3. 通用型 CBDC 在技術上需具備更高之效能，並宜採行雙層式運作架構

相較於批發型 CBDC 僅限銀行間的大額支付交易，需處理的交易量有限，通用型 CBDC 的使用者遍及社會大眾，並廣泛用於各種支付場景；因此，在技術上需具備更高的效能，並宜採行雙層式運作架構。

(1) 通用型 CBDC 須保有現金的優點，並善用數位科技以滿足未來支付的額外需求(表 1)

— **保有現金優點：**通用型 CBDC 在使用上應比照現金，具備極低的使用門檻，允許任何人開立 CBDC 數位錢包，以利普惠金融；在遵循 AML/CFT 等法規的前提下，提供匿名支付的功能；系統能 7x24 運作，讓 CBDC 與現金一樣隨時可用；支援離線支付，以擴大到任何離線的支付場景。

— **善用數位科技：**通用型 CBDC 可利用數位科技，實現過往現金無法提供的功能，例如，提供遺失處理機制、支援利息設計²²、可程式化²³等，以滿足未來數位支付的額外需求。

表 1 通用型 CBDC 之設計考量

項目		說明
保有現金優勢	普惠金融	允許任何人開立 CBDC 數位錢包使用
	保護隱私	匿名程度依交易金額及錢包等級有所區別
	隨時可用	提供 7x24 服務
	離線交易	支援離線支付，惟可能需限制金額以確保安全
善用數位科技	遺失處理	具遺失處理機制
	利息設計	可支援利息設計
	未來數位支付需求	— 支付互通性 — 可程式化

資料來源：本行 CBDC 工作小組

²² 實體現金沒有利息，CBDC 如做為現金的替代工具，很可能也不需要提供利息功能。但 CBDC 在設計上應儘可能保留未來發展的彈性，支援利息設計，以因應未來市場可能的變化。

²³ 可程式化(programmable)，讓 CBDC 能依照程式設定的條件，自動執行交易，可能延伸應用的場景多樣，例如，債券在付息日及到期時，以 CBDC 自動支付利息及償還本金；CBDC 與其他代幣化資產(無論實體資產或金融資產)直接交易，完成款券同步交割(DvP)或款對款同步收付(PvP)；可設定某筆 CBDC 款項的用途，專款專用，如限定只能用於支付營養午餐的費用；此外，交易也可與實體設備或物聯網(IoT)整合，如智慧型冰箱如偵測到特定食材快用完時，直接向廠商訂購，並以 CBDC 自動完成付款。

(2) 中心化系統部分結合 DLT 可能是通用型 CBDC 之技術方向

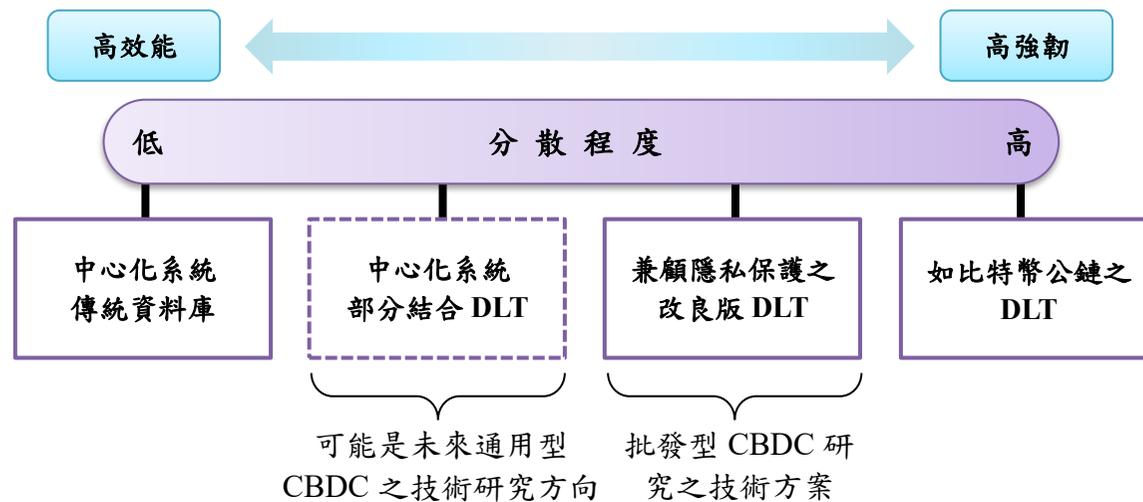
— 為因應支付交易的隱私需求，現行 DLT 發展出的改良方案²⁴，主要是修改傳統 DLT 完全分散的設計(如比特幣)，往中心化機制靠攏，以犧牲部分的強韌性為代價，換取更高的效能(圖 13)。

— 批發市場要求的效能較低，研究使用的改良版 DLT 方案大致能符合批發型 CBDC 的需求，但效能仍不及現行中心化作業之系統²⁵。

— 未來通用型 CBDC 在設計上可以採取偏向中心化的設計，以滿足更高的效能需求。

「中心化系統部分結合 DLT」是可能的技術方向，即以中心化系統為基礎、部分功能(例如交易資料儲存等)結合 DLT，以提升系統強韌性，持續不間斷地提供交易與資料的服務。

圖 13 分散程度不同之系統在效能與強韌上之比較



資料來源：本文整理

(3) 雙層式架構有助於通用型 CBDC 的健全發展

— 傳統貨幣體系採雙層式架構，例如現金由央行發行，但須仰賴銀行等中介機構擔當現金的分配者，讓大眾能透過銀行櫃檯、ATM 等管道取得現金。

²⁴ 現行主要有「零知識證明技術搭配全網驗證」及「交易隔離搭配中立節點」等兩種改良方案：「零知識證明技術搭配全網驗證」方案，交易雙方的交易不公開，透過「零知識證明」產生對應的密文，並交由「全網驗證」，達到等同驗證原始交易的效果。此方案雖能保護隱私，但因交易資訊僅儲存於部分節點，需搭配備援機制，以兼顧溯源性與強韌性；惟其效能也因使用零知識證明而受影響。「交易隔離搭配中立節點」方案，交易雙方使用專屬之交易通道將「交易隔離」，可確保通道內的交易內容不被外人得知，並設立第三方的「中立節點」負責驗證交易，以確保沒有雙重支付等問題。由於沒有使用運算耗時的零知識證明，效能較高。惟中立節點為中心化設計，仍有單點失靈的風險，須依賴備援機制。

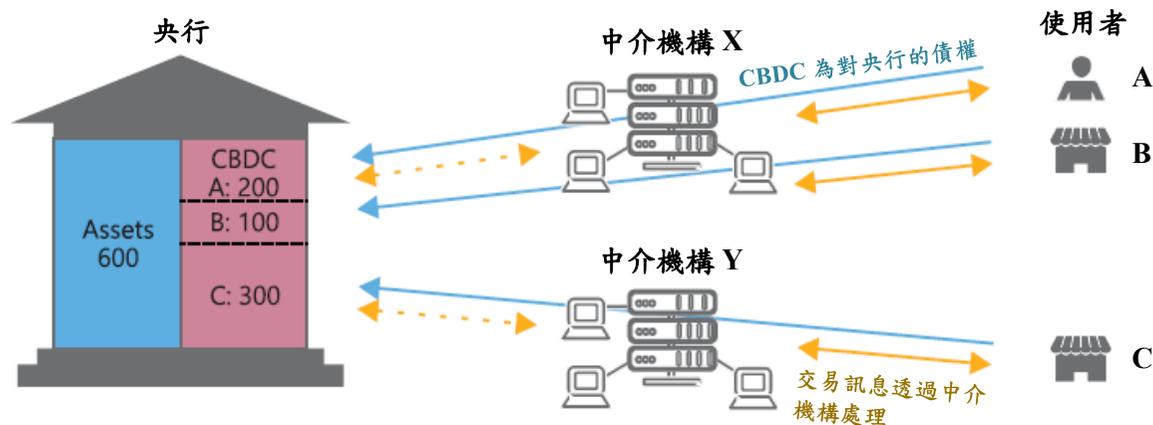
²⁵ 研究使用的改良版 DLT 方案每秒約可處理 10 筆交易，不及現行已具高處理效能的央行同資系統，每秒可處理數百至數千筆交易，並可隨實際需求擴充效能。

—BIS 建議通用型 CBDC 可採用「混合型」(hybrid)CBDC 的設計(圖 14)²⁶，為一種雙層式架構，維持傳統公私合作提供貨幣的良好運作機制，並達到避免去金融中介化的目的。

—使用者取得的每筆 CBDC，均為對央行的債權，如同現金，享有國家貨幣的各種保障；由央行作為 CBDC 的後盾，記錄所有 CBDC 的餘額；中介機構則居中辦理開戶、KYC、AML 等作業，並提供使用者相關創新支付服務。

—央行確保大眾對於貨幣的信任，是支付系統最根本的基礎，雙層式架構讓中介機構在央行穩固的基礎上，能致力於發展業務、進行創新，使大眾能享有良好的支付服務而無需承擔額外的風險。在這樣的安排下，公私雙方均發揮最大的效益，有助於通用型 CBDC 的健全發展。

圖 14 BIS 混合型 CBDC 的雙層式架構



資料來源：主要參考自 Auer 等(2020)

4. 下一階段通用型 CBDC 試驗計畫之概要

(1)通用型 CBDC 研究的目的，在探討現金數位化之可能性，預先為未來數位支付的發展做好準備

從本行已進行之批發型 CBDC 技術研究發現，以完全(或高度)去中心化 DLT 建構之批發型 CBDC 平台，其效能並未明顯優於現行中心化系統；然而，數位支付為未來發展趨勢，應持續研究並嘗試各種具有發展潛力的技術架構，同時探討在各種支付場景的可能應用，故本行將接續進行通用型 CBDC 試驗，探討現金數位化之可能性，預先

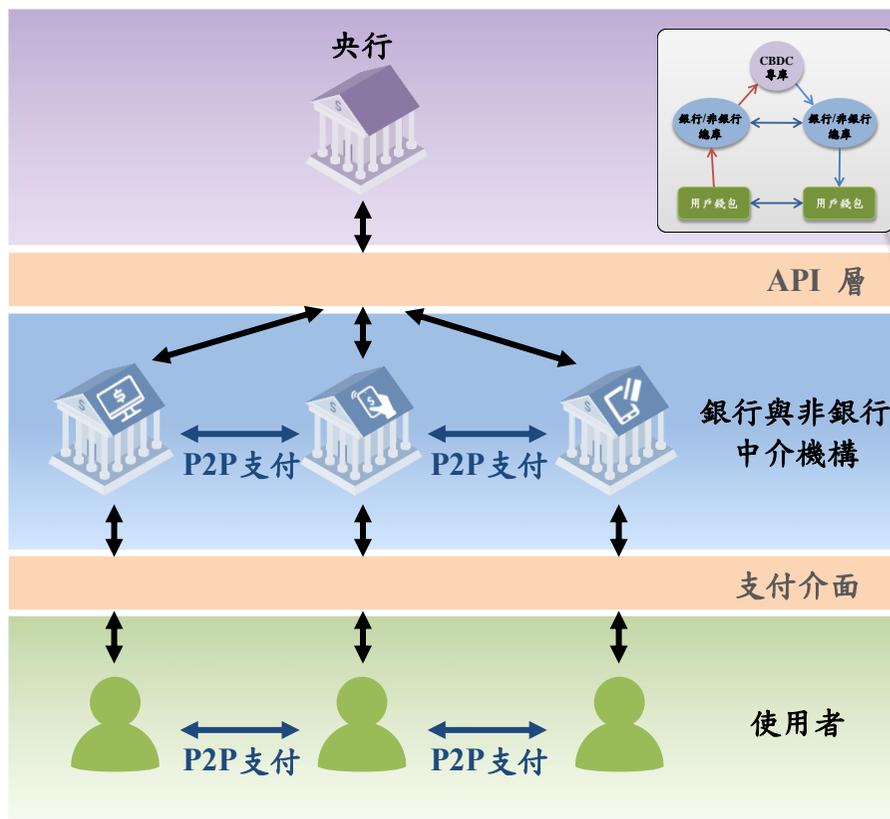
²⁶ Auer, Raphael and Rainer Böhme (2020), “The Technology of Retail Central Bank Digital Currency,” *BIS Quarterly Review*, Mar. 1.

為未來數位支付發展做好準備。

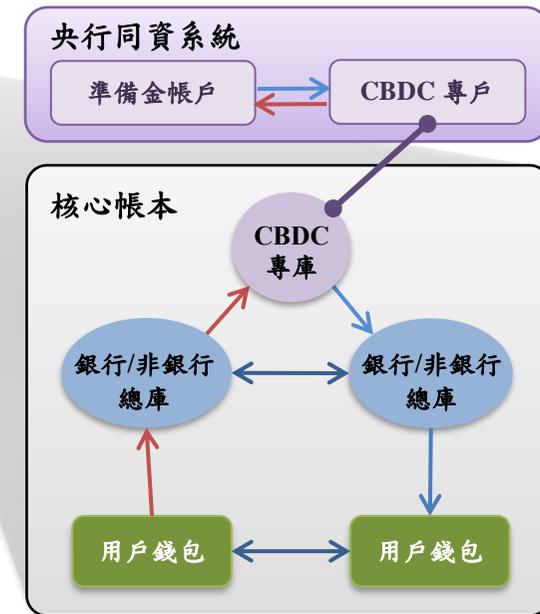
(2)通用型 CBDC 試驗計畫之平台架構

— 下一階段「通用型 CBDC 試驗計畫」，規劃將採雙層式架構(圖 15)，由央行向中介機構發行 CBDC²⁷，再由中介機構提供給使用者；取得 CBDC 後，在銀行及使用者間就能以 CBDC 直接進行 P2P 支付。

圖 15 通用型 CBDC 平台整體運作架構



資料來源：本文整理



註：核心帳本中的「CBDC 專庫」、「銀行/非銀行總庫」及「用戶錢包」，分別為屬於央行、銀行與非銀行中介機構、使用者的 CBDC 錢包，記錄所持有的 CBDC 金額。

²⁷ 如同批發型 CBDC 的設計，銀行需自其央行準備金帳戶撥付資金，以換取央行發行的 CBDC。

一試驗用的通用型 CBDC 平台，在技術上將採「中心化系統部分結合 DLT」之設計，由央行²⁸維護 CBDC 的「核心帳本」，並運用 DLT 保存交易資料，以強化系統的強韌性；中介機構透過 API 介接核心帳本，負責 KYC 等使用者錢包開立作業，並可自行發展各種創新支付服務；使用者則透過中介機構提供的各種支付介面(如手機 App)，將 CBDC 應用於各種支付場景。

(五)結語

1. 貨幣的外在形式或有不同，卻都根植於央行提供的信任基礎上

一現代支付系統的運作，是以具法償效力的中央銀行貨幣為基礎，支撐著商業銀行貨幣、電子貨幣等其他支付工具。換言之，貨幣的外在形式或有不同，然而，貨幣制度與支付系統均建立在對通貨的信任基礎上，而唯有央行可以確保其信任。

一央行作為支付基礎設施的營運者、促進支付市場健全的推動者及監管者，提供支付系統發展的堅實基礎，在維護大眾對貨幣信任的同時，也支持民間部門的創新；央行亦站在科技創新的前端，積極研究 CBDC 作為未來的新支付工具，以因應數位時代的未來趨勢。

2. 國際間 CBDC 研究的各種技術與架構，均未改變貨幣須具備信任的本質

一國際間央行對 CBDC 的態度已轉趨正面，正逐步提升 CBDC 研究的量能，研究 CBDC 各種可能的技術與架構。然而，CBDC 無論是採用中心化或去中心化技術、以雙層式或更複雜的架構運作，只是外在形式的改變，均未改變貨幣須具備信任的本質。

²⁸ 或央行指定的機構。

—CBDC 如運用 DLT，其作用也是在提高系統強韌性，透過新技術強化系統安全，來進一步加深大眾對於貨幣的信任，並非以 DLT 取代貨幣的信任基礎。

3. 本行將進行通用型 CBDC 試驗計畫，並視試驗情形與國際發展滾動式檢討期程

—本行在第一階段「批發型 CBDC 可行性技術研究」發現，以完全(或高度)去中心化 DLT 建構之批發型 CBDC 平台，其效能並未明顯優於現行中心化系統，主要是因金融交易有隱私保護的需求，而影響其運作效能。

—在瞭解 DLT 的潛力及問題後，本行將進行第二階段「通用型 CBDC 試驗計畫」²⁹。考量目前國際上尚無符合零售支付市場高頻交易需求之 CBDC 平台實例，再加上隱私保護的考量，未來在設計上可能以中心化系統為基礎、部分功能(例如交易資料儲存等)結合 DLT 之規劃，可能是較符合通用型 CBDC 需求的技術研究與發展方向。

—未來的 CBDC 要能同時實現現金的普及性及電子支付的便利性，「通用型 CBDC 試驗計畫」亦以此作為研究的方向，在設計上希望能保有現金的優點，並善用數位科技，盡可能地符合現在及未來支付市場的需求。本試驗計畫預計於 2020 年 9 月底啟動，期程預定 2 年，並將視實際試驗情形及國際間 CBDC 發展趨勢，滾動式檢討期程的調整。

²⁹ 第二階段「通用型 CBDC 試驗計畫」係為 CBDC 研究的過程，並非表示本行即將要發行 CBDC；未來亦將評估該階段的試驗結果，如可行，將規劃進入下一階段，進行先導試驗。

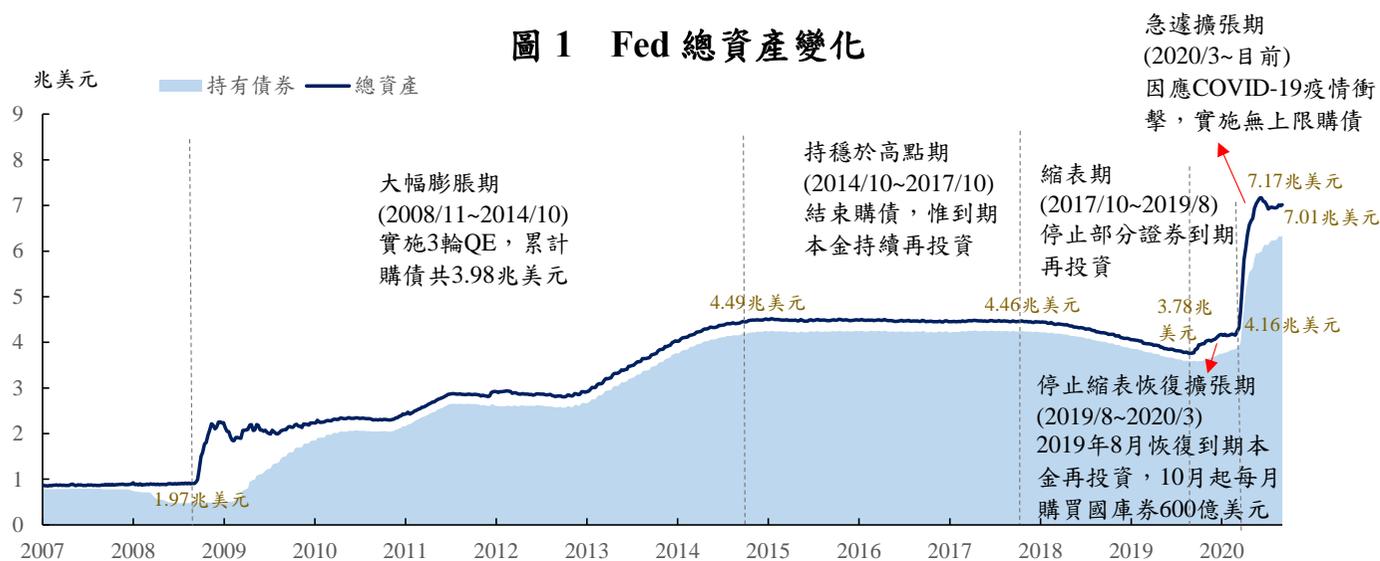
五、Fed 資產負債表近期擴張情形、可能影響與問題

本(2020)年3月以來美國聯準會(Fed)為因應 COVID-19 疫情之救市措施，導致其資產規模急遽擴張至歷史新高，雖有助恢復金融信心，惟亦引發影響金融穩定、擴大貧富差距、引燃高通膨之質疑。在全球經濟金融高度整合下，Fed 貨幣政策在驅動全球金融循環扮演關鍵角色，而美國龐大的消費需求則為許多國家的外銷市場，2008 年全球金融危機、2009 年經濟大衰退(Great Recession)及 2013 年 Fed 量化寬鬆(quantitative easing, QE)退場政策訊息，透過金融及貿易管道衝擊全球各地經濟金融皆為例證。本文擬簡介爆發疫情以來，Fed 資產擴張情形與全球金融危機時期之不同，並分析此次擴張之可能影響及外溢效應，進而探討其對全球經濟金融所帶來的隱憂。

(一)COVID-19 疫情下，Fed 資產擴張規模及速度遠超過 2008 年全球金融危機期間

1. Fed 資產於全球金融危機後之 6 年間擴增逾倍，COVID-19 疫情後僅 3 個月即由 4.16 兆美元遽增至 7.17 兆美元

(1)自 2008 年全球金融危機之後，Fed 實施 3 輪 QE 因應金融市場動盪及經濟衰退，總資產由 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(圖 1)。



資料來源：Refinitiv Datastream

- (2)2014 年底至本年 3 月，為順應經濟與金融市場變化，歷經資產負債表正常化、再度擴張等不同階段。
- (3)本年 3 月因美國 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 個多月從 2 月底之 4.16 兆美元急遽升至 6 月上旬之 7.17 兆美元之歷史新高，之後略降至 7 兆美元左右(圖 1)。
- (4)Fed 資產規模對 GDP 比率亦從 2019 年底的 19.4%快速升至目前的 35.9%，已遠高於金融危機前的 6%。隨著 Fed 資產規模急遽擴張至歷史新高，負債面亦相對產生變化(詳附錄 Fed 負債面結構之變化)。

2. 全球金融危機後 Fed 資產轉變為幾乎以美元債券為主，公債占比即逾半，目前購債計畫仍延續此結構

- (1)全球金融危機前，Fed 持有債券僅占其資產約 25%，實施 3 輪 QE 後該占比躍升至 94%，成為最主要的資產項，且多數為公債及房貸抵押擔保證券(MBS)，至本年 2 月底前，持有債券占比幾乎均維持在 90%以上(表 1)。
- (2)本年 3 月 15 日，為因應疫情，Fed 宣布將增購至少 5,000 億美元公債及至少 2,000 億美元機構房貸擔保證券(agency MBS)，23 日再宣布無限量 QE 措施大量購債，目前資產架構仍延續以持有債券為主，尤其公債占比逾半之情形，惟因同時亦推出多項支援市場流動性及信用機制(詳下節分析)，致持有債券占比略降至 80%~90%之間(表 1)。
- (3)Fed 持有之公債於 2008 年 10 月至 2014 年 10 月間增加約 2 兆美元，本次 3 月 Fed 宣布大額購債措施以來，僅約 6 個月時間，Fed 持有之公債增量亦達 1.87 兆美元，與 3 輪 QE 下之公債增量接近(表 1)。

表 1 Fed 資產主要組成項占比

時間	2008 年 10 月底		2014 年 10 月底		2020 年 3 月 11 日*		最新(2020/9/9)	
	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%	63,456	90.51%
公債	4,760	24.20%	24,616	54.86%	25,230	58.51%	43,936	62.67%
MBS	0	0.00%	17,179	38.29%	13,718	31.82%	19,496	27.81%
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

3. 與全球金融危機時期相比，本次緊急融通機制範圍擴增至企業與地方政府等，並由金融市場擴及實體經濟

(1)全球金融危機爆發時，Fed 之支持市場流動性及信用措施，端視經濟與金融市場之變化，漸次於 2007 年底至 2008 年底間推出，除貼現窗口融通條件之彈性調整與增設與外國央行之暫時性美元流動性交換額度外，另推出針對主要交易商、資產擔保證券、商業本票及貨幣市場基金之緊急融通機制。

(2)本次疫情於 3 月大規模擴散後，Fed 除於 3 月中旬前宣布降息及購債措施外，**3 月至 4 月間即宣布重啟因應全球金融危機時曾使用之與外國央行之美元流動性換匯機制與緊急融通機制**等措施，並**新設針對美國公司債及其 ETF、市政債，以及中小企業等融通機制**，除**更迅速地對金融市場提供信用與流動性援助**外，並**進一步擴及實體經濟**。

(3)**各項信用及流動性機制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**(圖 3)：

—與外國央行之流動性交換自本年 3 月中旬起規模暴增，最高於 5 月下旬達到 4,489 億美元，之後逐漸下降，目前約在接近千億美元左右。

—總計**緊急融通機制共有 9 項**¹，致 Fed 資產中與信用及流動性機制對應之規模明顯上升至 6 月 10 日 6,400 億美元之高點，隨後逐漸降至 9 月上旬的 2,700 億美元(圖 2、3)。實際使用情形遠低於起初推估之總規模 2.82 兆美元。其中**配合政府之就業保護方案(PPP)**²**所推出之就業保護方案流動性機制(PPPLF)**，因 PPP 借款人在一定條件下無須還款的特殊性，致**使用量最大**，規模於 7 月 29 日達到最高之**708 億美元**。

➤ **就業保護方案流動性機制(PPPLF)主要為增強 PPP 之有效性**，及為信貸市場**提供流動性**；參與 PPP 之合格金融機構得以其所貸放之 PPP 貸款為擔保品向 Fed 申請融通。

¹ 9 項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。

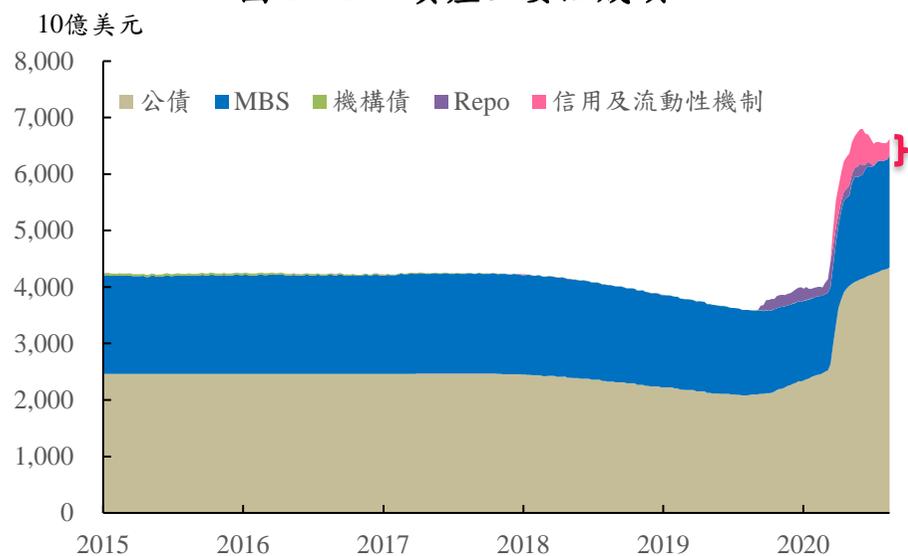
² 小型企業管理局(Small Business Administration, SBA)依據 CARES Act，設立「就業保護方案」(Paycheck Protection Program, PPP)，PPP 為 SBA 主辦之貸款方案，作法為透過金融機構向符合資格之小型企業提供 SBA 保證之貸款。

- 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，因此性質上近似紓困，惟 PPPLF 之融資係完全由 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 並不會使 Fed 出現損失。

—在 Fed 透過特殊目的機構(SPV)運作的 6 項緊急融通機制當中³，使用量較大者為公司融通機制(CCF)。

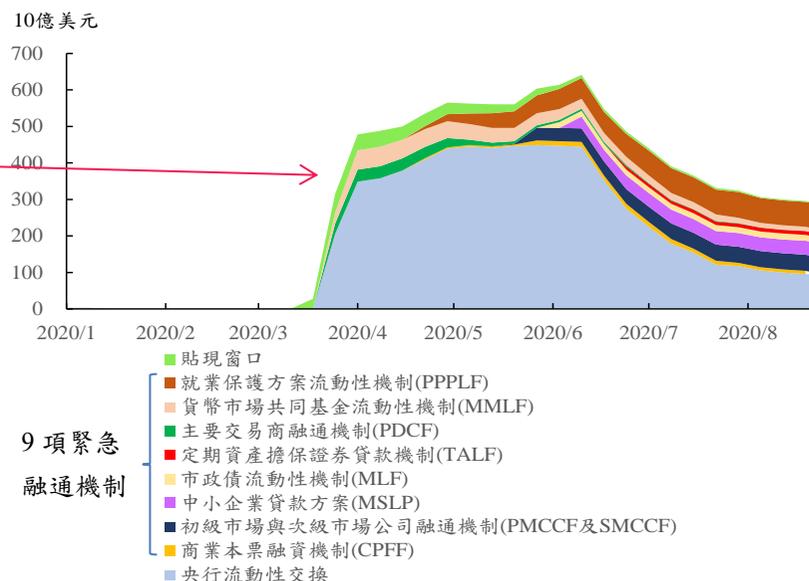
- 公司融通機制(CCF，包括初級市場及次級市場)係針對美國企業，購買資產類型包含公司債、貸款或公司債 ETF，目前在 Fed 資產負債表上之規模約為 448 億美元⁴。
- 不過，有論者指出，Fed 透過公司債支持企業，恐是充當信用配置者，損及獨立性；再者，CCF 係委託貝萊德(BlackRock)負責投資管理，但鑒於貝萊德是最大的基金管理公司，利益衝突難以避免⁵。

圖 2 Fed 資產主要組成項



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 3 Fed 資產項之信用及流動性機制規模



資料來源：Refinitiv Datastream

³ 包括 CPFF、TALF、MLF、初級市場 CCF、次級市場 CCF 及 MSLP 等 6 項機制。透過 SPV 運作，主要是為符合聯邦準備法等相關規範之要求，除可避開公開市場操作標的限制外，亦旨在確保納稅人不致遭受損失。

⁴ CCF 於 Fed 資產負債表所列示之金額係包含購買資產 128 億美元及財政部注資之 320 億美元。

⁵ 詳見中央銀行(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。

(二) Fed 資產負債表擴張之影響及外溢效應

1. 此波金融情勢回穩及資產價格攀升之速度，皆較全球金融危機時期更加迅速

(1) 疫情衝擊一度導致恐慌指數(VIX)於本年3月中旬飆升至1990年指數編製以來最高，金融情勢急遽緊縮，在Fed積極擴大貨幣寬鬆穩定市場，加以政府實施大規模財政紓困措施等激勵下，市場恐慌情緒快速下降，**金融緊縮情勢快速回穩**，而**金融危機時期則情況嚴重，且恢復期較慢**(圖4)。

(2) Fed 宣布史無前例的無上限購債措施，並快速推出擴及多類資產之信用與流動性工具，除提振金融市場信心，並在短時間內挹注市場大量流動性，促使**美國3大股價指數回升速度亦較金融危機時期更為快速**(圖5)，並**透過全球風險胃納**(投資人承擔風險的能力及意願)**的擴增及資本外移追逐更高收益，帶動全球股市隨之走高**(圖6、圖7)。

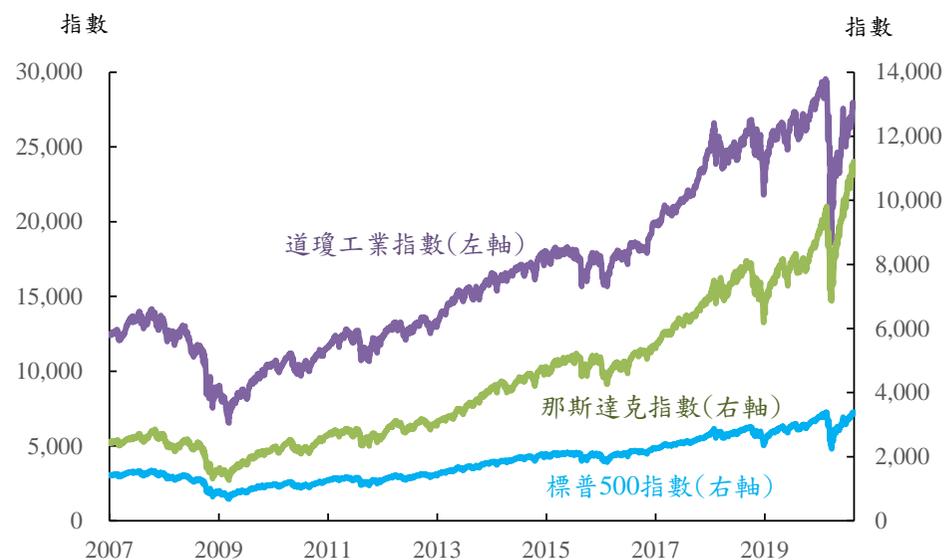
圖4 美國金融情勢與恐慌指數



註：Chicago Fed 金融情勢指數(Adjusted National Financial Conditions Index, ANFCI)由金融市場變數(如公債殖利率、信用利差、股價指數與 VIX 指數)及實體經濟變數(如企業、消費者信貸條件等)構成。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖5 美國主要股價指數

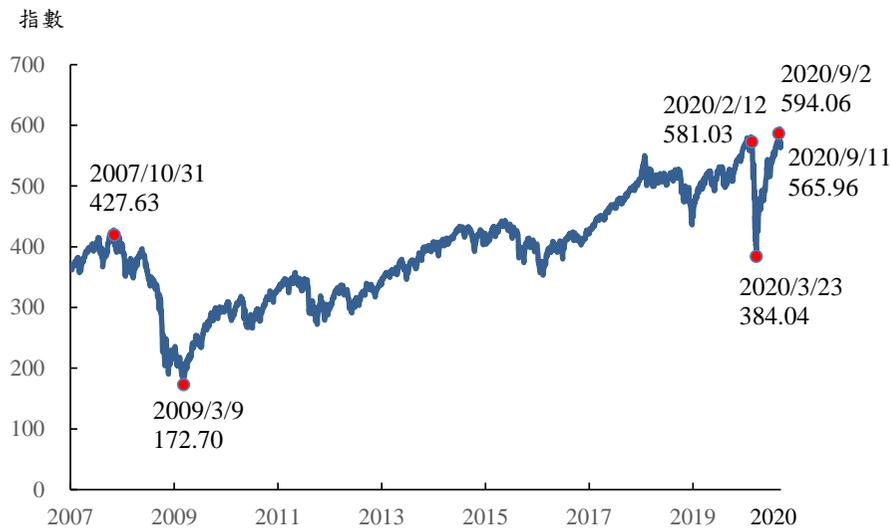


資料來源：Refinitiv Datastream

— MSCI 全球股價指數在本年 2 月中至 3 月下旬下跌逾 30%，時隔約半年即已突破疫情爆發前水準，與全球金融危機時期相較，反彈速度極快。

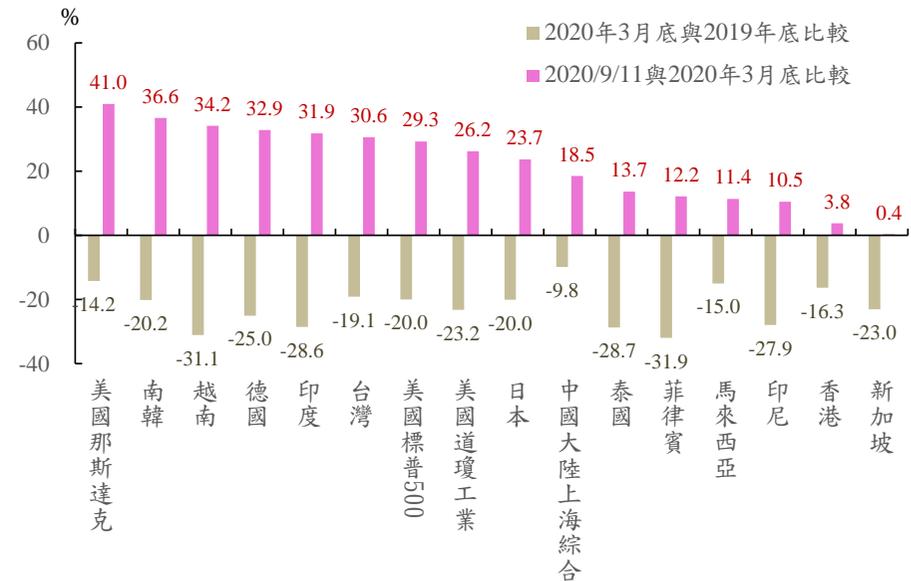
— 全球主要經濟體股市跟隨美股自低點大幅反彈，亞洲經濟體股市亦多上揚，南韓、越南、印度及台灣漲幅均逾 30%。

圖 6 MSCI 全球股價指數走勢



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 7 全球主要經濟體股價指數漲跌幅



資料來源：Refinitiv Datastream

2. Fed 緊急融通措施迅速穩定公司債市場，緩解企業融資壓力

(1) 疫情導致較低評級之公司債面臨降評或違約風險，致與同期間公債之利差大幅攀升，Fed 於本年 5 月開始執行公司融通機制(CCF)，買進包括投資級與垃圾級債券之公司債指數型基金(ETF)及個別公司債，促使**公司債與公債利差迅速縮減**，**企業融資壓力下降**⁶(圖 8)。

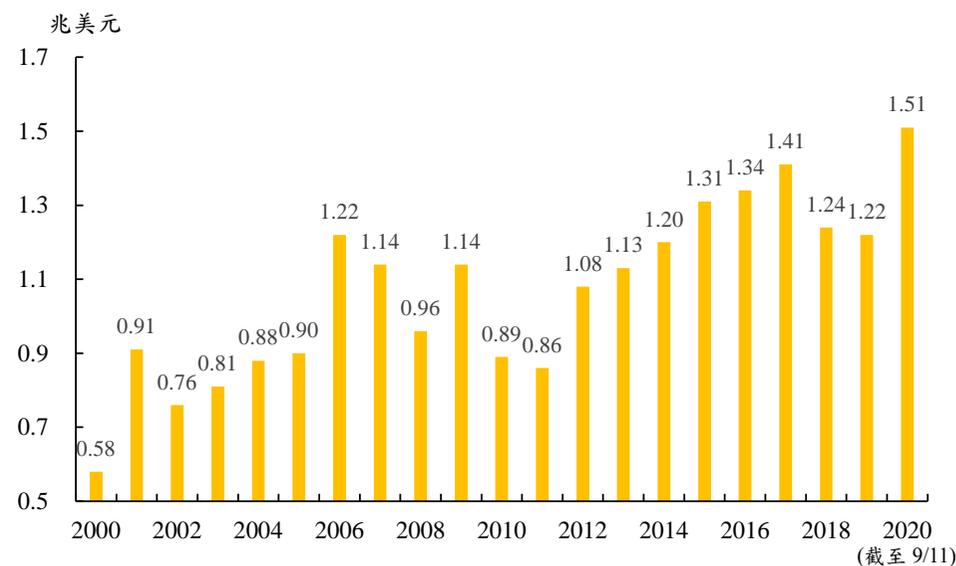
(2) 在 Fed 積極救市下，**企業發債規模創新高**。美國**本年投資級公司債的發行規模**，截至 9 月 11 日已達 **1.51 兆美元**，**遠超過其他年之全年總額**(圖 9)；上半年垃圾級公司債發行額約 1,800 億美元，高於 2015 年創下的上半年發行規模最高紀錄⁷。

圖 8 美國公司債利差變動



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 9 美國投資級公司債發行金額



資料來源：Bloomberg

⁶ Fed 迅速介入公司債市場，相較於金融危機時期，公司債與公債利差擴大的幅度較小、回落的速度亦較快。

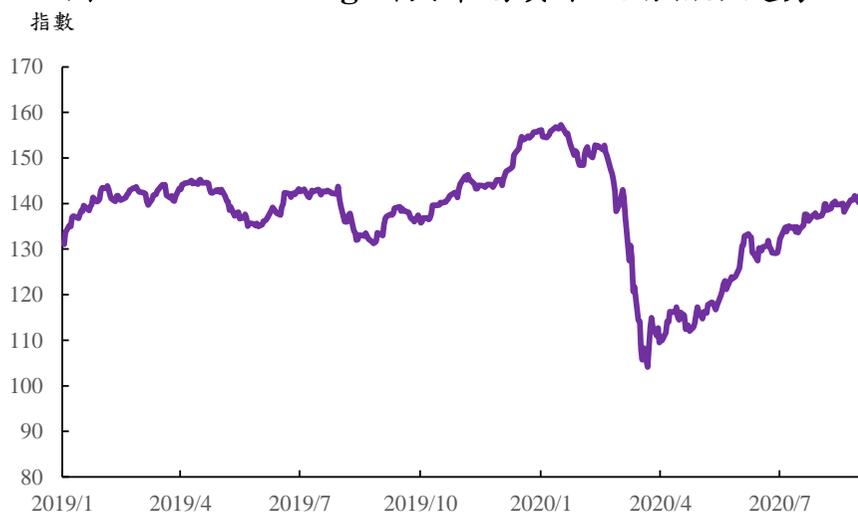
⁷ 參見 Wirz, Matt (2020), "Fed Backstop Fueled Corporate Bond Surge," *The Wall Street Journal*, Jun. 30。

3. 美元流動性大增致國際資金回流新興市場

(1) 本年 3 月疫情全球擴散導致美元避險需求急增，美元指數遽升、國際資本大量撤離新興市場，新興市場發行的美元債券價格則重挫(圖 10、圖 11)。

(2) 在 **Fed 持續釋出大規模流動性**致全球資金充沛，促使**美元流動性大增**、美元指數反轉走低⁸，加上市場對全球風險性資產需求強勁增長下，資金開始回流新興市場，**新興市場資本流動指數逐漸回升至接近疫情爆發前水準**，並大幅**推升新興市場美元債券價格**(圖 10、圖 11)。

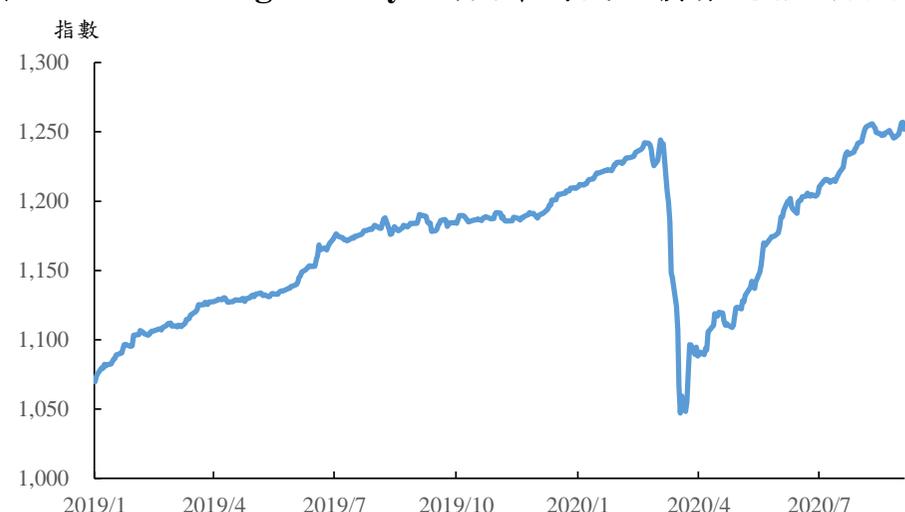
圖 10 Bloomberg 新興市場資本流動指數走勢



註：指數由 Bloomberg 依據 Goldman Sachs 商品指數、MSCI 新興市場股價指數、EMBI 債券利差相對價值及新興市場外匯利差交易指數等編製而成，權重分別為 10%、30%、30%、30%。指數上升代表資本流入，下降代表資本流出。

資料來源：Bloomberg

圖 11 Bloomberg Barclays 新興市場美元債券總報酬指數走勢



註：該指數用以衡量投資級之美元計價新興市場公債、機構債與公司債報酬表現。

資料來源：Bloomberg

⁸關於近期國際匯市變化及主要經濟體貨幣對美元走勢分析，請參閱本次理監事會後記者會參考資料「一、國際經濟金融情勢及展望」乙文。

(三) Fed 資產負債表擴張對全球經濟金融帶來之隱憂

1. Fed 挹注過多流動性引發金融市場泡沫化之疑慮，及助長殭屍企業、拖累生產力成長之隱憂

(1) 在 Fed 持續向市場挹注大量流動性下，**美股背離經濟基本面帶動全球股市同步走高**，全球股票市值對 GDP 比率迅速攀升，**超越全球金融危機爆發前之水準**(圖 12)，引發部分學者及市場人士擔憂金融市場面臨泡沫化⁹。

(2) 2008 年全球金融危機以來，寬鬆的金融情勢使更多殭屍企業(zombie company)¹⁰存活(圖 13)致主要經濟體生產力成長緩慢，是全球經濟陷入低成長困境的原因之一。本年 Fed 為因應疫情強化寬鬆的金融情勢，**鼓舞投資人持續搶進包含垃圾等級之公司債**，無視於企業違約或信評調降情況大增，**恐助長殭屍企業盛行**，並**拖累生產力成長**。

圖 12 全球股票市值對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

圖 13 主要國家殭屍企業占比及持續性



註：隨著全球金融情勢大抵維持寬鬆態勢，14 個先進經濟體之殭屍企業家數占企業總數比率呈上升趨勢(藍線)，與此同時，殭屍企業在未來仍無法擺脫現況的可能性也持續上升(紅線)。

資料來源：Banerjee, Ryan and Boris Hofmann (2020), "Corporate Zombies: Anatomy and Life Cycle," BIS Working Papers, Sep.

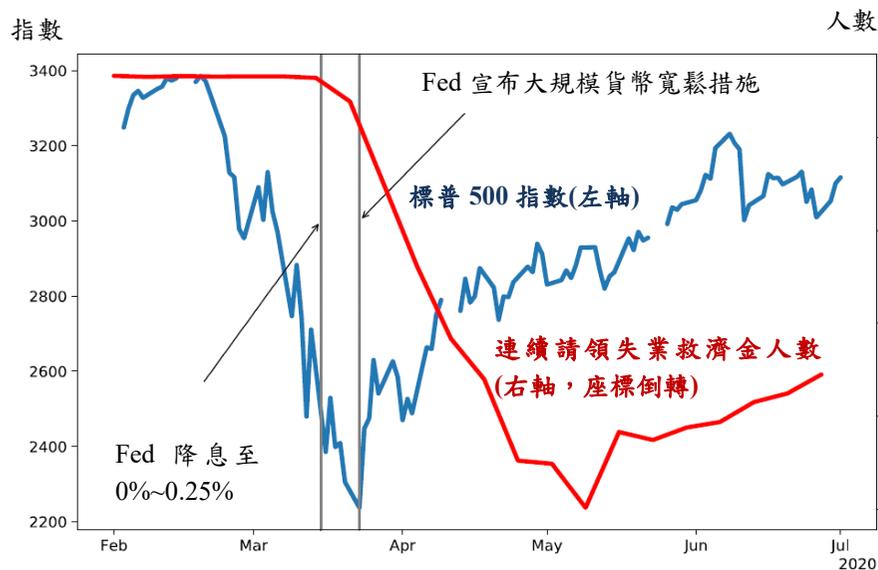
⁹ 包括 Oxford Economics 首席經濟學家 Adam Slater 等人均曾發表類似意見，參見 Wirz, Matt (2020), "Fed Backstop Fueled Corporate Bond Surge," *The Wall Street Journal*, Jun. 30; Slater, Adam (2020), "Soaring Corporate Debt is a Risk to Global Growth," Jul. 2。

¹⁰ 意指企業已負債累累並經營不善，但仍能取得金融機構長期持續的貸款或政府的支持而免於倒閉。若政府或金融機構放棄對殭屍企業的支持，可能影響金融體系運作或造成失業的增加，因此必須長期支應其需要，這些企業如同恐怖電影中的吸血殭屍，因而被稱為殭屍企業。

2. 恐擴大貧富差距，削減消費成長動能，不利未來經濟成長

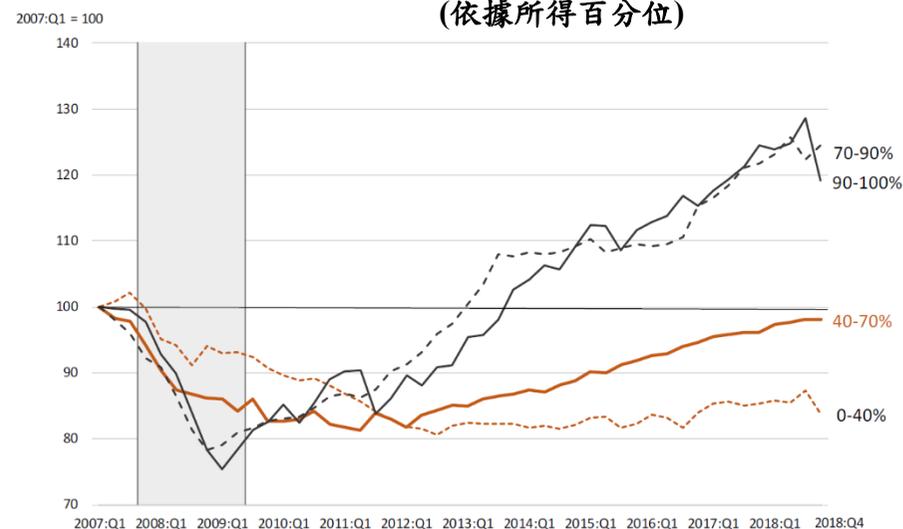
- (1) Fed 推出大規模的救市措施後，股市迅速彈升，其他金融資產亦呈相似走勢，但持續請領失業救濟金人數則以相當緩慢的速度下降，這種**金融市場與實體經濟呈兩極化的 K 型復甦**(圖 14)，恐進一步擴大美國貧富差距。
- (2) 在全球金融危機及大衰退過後的十年，**美國中等所得家庭**(家庭所得分配級距¹¹40%~70%)的**財富仍未回復到衰退前的水準**，但所得分配級距在**前 10% 富人的財富卻是擴增 19%**(圖 15)，**主因即是前者難以自股票上漲受益**¹²。
- (3) 金融資產價格衝高、就業市場緩慢恢復恐致美國貧富差距進一步擴大，可能**限縮整體消費支出**，進而影響美國**長期經濟展望**。而美國民間消費全球占比高達 30.6%，其消費需求減弱恐將連帶**削弱全球經濟成長力道**。

圖 14 美國金融市場與實體經濟呈 K 型復甦



資料來源：Caballero, Ricardo J. and Alp Simsek (2020), “Monetary Policy and Asset Price Overshooting: A Rationale for the Wall/Main Street Disconnect,” NBER Working Paper, Aug.

圖 15 美國家庭財富變化
(依據所得百分位)



資料來源：Brainard, Lael (2019)

¹¹ 將全國家庭依其可支配所得大小排序後，再將戶數 100 等分(每等分均包含全國 1%的家庭)，百分位越高表示所得越高者。

¹² 2009 年大衰退後，中等所得家庭之股市參與率持續下降，其 2018 年持有總商業資產(股票及基金)僅 6%，富人則逾 75%；參考 Brainard, Lael (2019), “Is the Middle Class within Reach for Middle-Income Families?” Remarks by Member of Board of Governors of the Federal Reserve System, May。

3. Fed 龐大的資產負債表或再擴增並維持高檔，未來一旦開始考慮縮表，恐將再次對全球金融市場造成巨大影響

- (1) 2013 年 5 月 22 日，在 Fed 資產規模為 3.4 兆、向銀行體系挹注之流動性約 1.9 兆之際，時任 Fed 主席 Ben Bernanke 在美國國會聽證會釋出縮減 QE 購買規模(tapering)訊息時，一度衝擊全球金融市場，並造成新興市場國家的股、匯市出現反轉下跌走勢。
- (2) **目前 Fed 資產規模高達 7 兆美元**，且依照 Fed 目前的購債步調(每月購入約 800 億美元公債及 400 億美元之機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)，機構商業不動產抵押貸款擔保證券(agency CMBS)的操作規模則為每週為 2.5 億~5 億美元)，以及**持續運用緊急融通機制買入公司債、市政債等**，其**資產規模將進一步擴增**；若干國際銀行即預估 Fed 資產可能於明(2021)年底達 10 兆美元(圖 16)。
- (3) 相較於 2013 年，**Fed 的資產規模更加龐大、握持資產種類更多元**，未來 Fed **一旦開始考慮縮表**，2013 年縮表恐慌(taper tantrum)事件可能再度重演，且對**全球金融市場衝擊的幅度恐更劇烈**。

圖 16 Fed 總資產規模可能變化路徑



資料來源：Politi, James (2020), “Federal Reserve Extends Emergency Lending Facilities by 3 Months,” Jul. 28；Jackson, Jordan (2020), “The Fed’s Balance Sheet: To Infinity and Beyond,” J.P. Morgan Asset Management, May 23；Bryson, Jay H. et al. (2020), “Implications of Fed Balance Sheet Growth,” Wells Fargo Special Commentary, Aug. 3

4. 流動性遽增引發通膨大幅走高擔憂，惟若干數據及 Fed 改採平均通膨目標，皆隱含通膨低迷不振恐為當前的隱憂

(1) Fed 為因應疫情在極短期間向市場挹注 3 兆美元流動性，致貨幣總計數 M2 年增率從本年 3 月的 6% 迅速攀升至 5 月的 22%，其後至今維持在 22~23% 的高水位(圖 17)，依據費雪方程式 $MV=PY$ ，如貨幣所得流通速度(V)不變，過多的貨幣(M)在實質產出(Y)無太大變動下，恐致物價(P)飛漲。

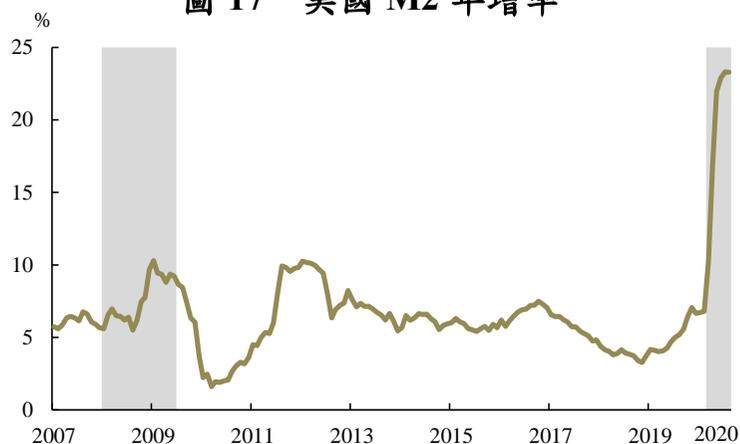
(2) 美國的 M2 所得流通速度(V)呈長年下滑趨勢，在經濟衰退期間降幅更為明顯。本年因防疫封鎖及居家令等措施致交易活動停擺，導致 V 在本年上半年急遽下滑(圖 18)。在 M2 年增率急遽成長之際，V 迅速滑落，這也說明為何 Fed 自 2008 年以來已實施三輪 QE，但通膨卻難以達成 2% 目標的原因之一(圖 20)。

(3) M2 年增率攀升另一原因，為民眾儲蓄率大增(圖 19)，而預防性儲蓄即為可能原因之一。

— 美國政府為支持受疫情重創的家庭，除提供每週額外 600 美元的失業救濟金，並對一般民眾每人發放 1,200 美元現金，在經濟封鎖期間，民眾因花費減少使銀行存款大幅增加，致儲蓄率在 4 月飆升至 33.7% 的歷史新高。

— 5 月起經濟漸次解封後，儲蓄率雖下降，但仍遠高於過去的水準，顯示疫情及高失業率衝擊民眾消費信心，致民眾偏向窖藏更多現金以備不時之需，而消費需求的減弱，將增加通膨下行壓力。

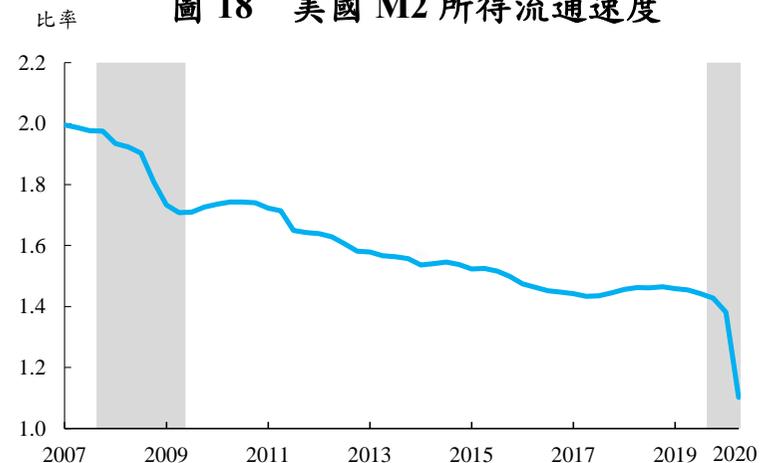
圖 17 美國 M2 年增率



註：灰色陰影為經濟衰退期。

資料來源：St. Louis Fed

圖 18 美國 M2 所得流通速度



註：灰色陰影為經濟衰退期。

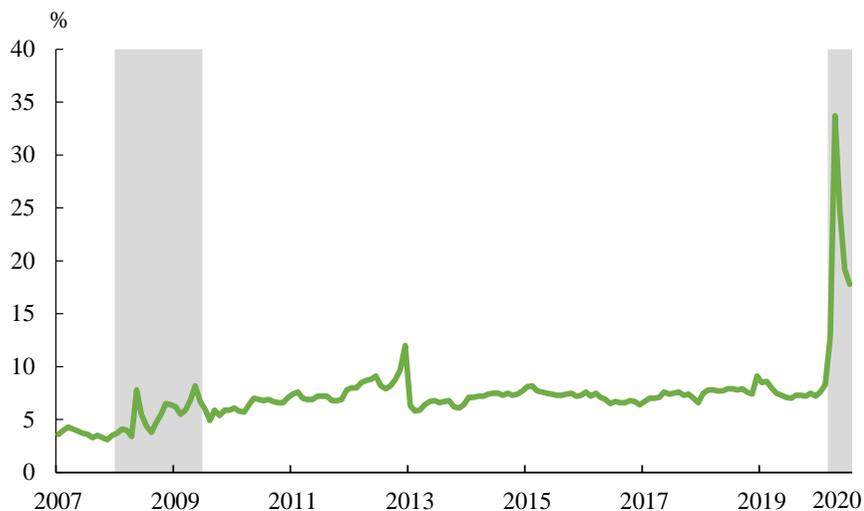
資料來源：St. Louis Fed

(4) **Fed 改採 2% 平均通膨目標**，明言將在未來一段時間內致力推升通膨，亦**隱含目前不認為通膨將有過度增溫疑慮**。

— 本年 8 月 27 日，FOMC 宣布修訂之「長期目標與貨幣政策策略聲明」開始生效，其中物價穩定目標方面，未來將力求達成通膨在一段時間內平均為 2%。因此，在通膨率一直低於 2% 的時期之後，Fed 可能在一段時間內力求使通膨率略高於 2%。

— 由於**美國通膨率長期間低於 2% 目標水準**(圖 20)，因此，**Fed 改變通膨目標的達成方式可能意指**，將在未來一段時間內致力推升通膨，亦**隱含目前不認為通膨將有過度增溫之疑慮**。

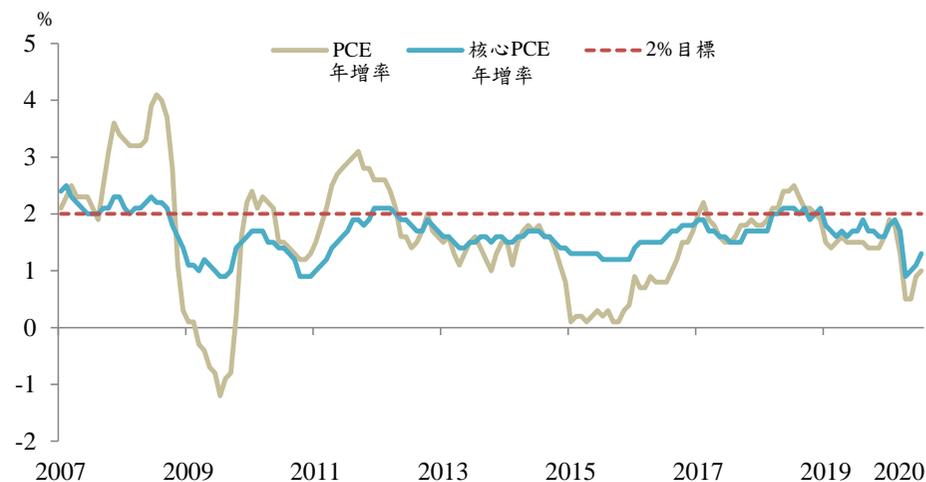
圖 19 美國個人儲蓄率



註：灰色陰影為經濟衰退期。

資料來源：St. Louis Fed

圖 20 美國通膨走勢



註：Fed 設立之 2% 通膨目標，主要係以個人消費支出(personal consumption expenditures, PCE)物價指數年增率衡量。

資料來源：美國商務部

(四)結論

Fed 為因應本次疫情危機創下多項紀錄，在**疫情爆發後短短兩個月時間**，即**重啟**因應全球金融危機時曾使用之多項**緊急融通措施**，及針對公司債及市政債等**推出新工具**，其**緊急救援機制之多樣性**，加上**創紀錄之資產購買**，除**迅速穩定美國金融市場**，並因 Fed 貨幣政策在全球金融循環扮演關鍵角色，透過影響全球風險胃納及跨境資本移動，**使得全球金融情勢回穩**，及**股、債等資產價格攀升**之速度跟隨美國腳步，且**皆較全球金融危機時期更加迅速**。

學理指出，Fed 資產擴張如肇致貨幣總計數大幅成長，**將帶來高通膨隱憂**，然而近期美國 M2 所得流通速度下滑、儲蓄率攀升及 Fed 改採 2% 平均通膨目標，加以 Fed 自 2008 年以來實施三輪 QE 但仍不易拉升通膨率等經驗，亦讓**各界對於未來通膨將大幅走高、抑或持續低迷，存在歧見**。惟**全球金融情勢過度寬鬆恐引發泡沫化疑慮、助長殭屍企業、拖累生產力成長，金融市場與實體經濟呈 K 型復甦亦恐擴大貧富差距、削減消費成長動能**，復以**未來縮表恐慌事件亦可能再度重演**等，均將是**威脅全球金融穩定及經濟復甦而必須密切關注之風險**。

附錄 Fed 負債面結構之變化

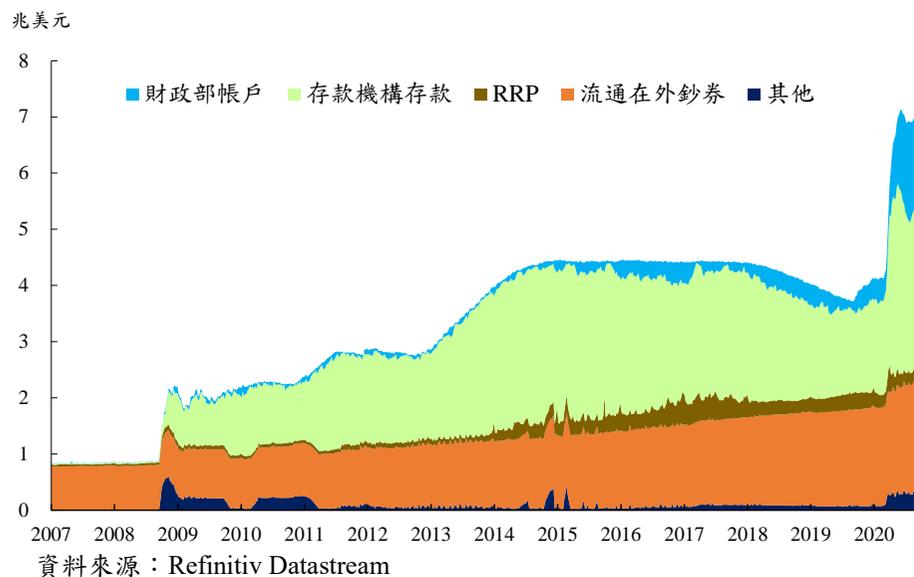
1. 負債結構從流通在外鈔券為主，轉為流通在外鈔券與銀行準備金並列為主要項目(附圖 1、附圖 2)。

—2008 年**全球金融危機前**，Fed 負債項以**流通在外鈔券**為主，占總負債與資本額**比重約 90%**，**存款機構存款(即銀行準備金)**僅約**3%**，平均規模約在 100 億~200 億美元之間。

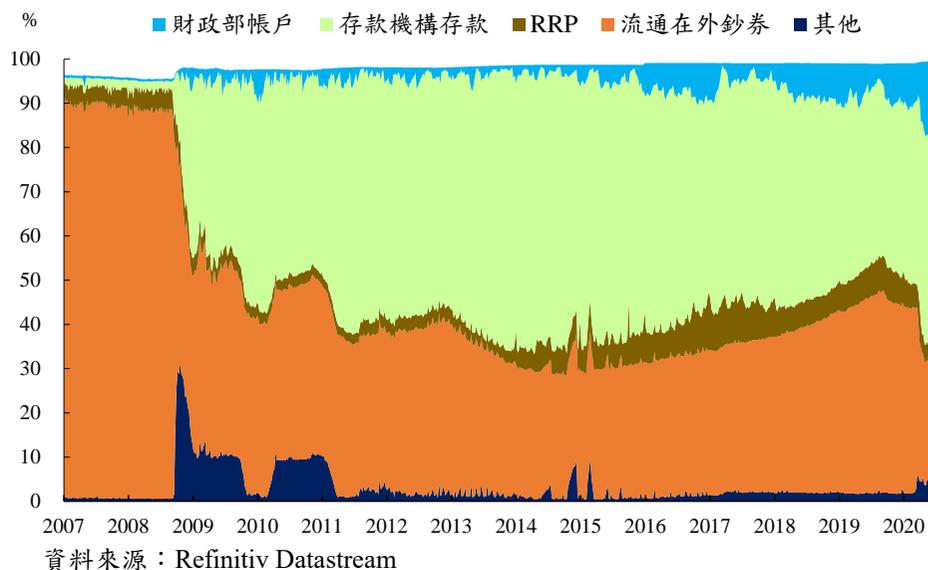
—**全球金融危機後**，負債項結構大幅改變，**銀行準備金規模快速攀升**，在 Fed 總資產大幅膨脹期(2008/11~2014/10)後期及持穩於高點期(2014/10~2017/10)，存款機構存款占總負債及資本額之**比重均逾 50%**，至**縮表期(2017/10~2019/7)**後逐漸降至**40%**左右，此外，**附賣回(RRP)及財政部帳戶(TGA)**¹³規模亦明顯增加；流通在外鈔券雖呈緩步成長趨勢，惟占比已大抵降至 50% 以下。

—**疫情爆發以來**，**銀行準備金規模再度上升**，惟**占比無明顯變化**，**財政部帳戶規模及占比則均大幅提升**。

附圖 1 Fed 負債面主要組成項



附圖 2 Fed 各負債組成項相對總負債與資本額比



¹³ 財政部帳戶(TGA)為財政部的主要支付帳戶，帳戶餘額受稅收及各類政府支出(如社福金、政府員工薪資及公債付息等)所影響。

2. 無限量 QE 促使銀行準備金規模大幅擴增(附圖 3)。

- 全球金融危機期間，Fed 透過**信用融通機制**與**資產購買計畫**增加銀行流動性，加以 2008 年 10 月起，**Fed 對存款機構在 Fed 之存款支付利息**，使其在 Fed 的存款大幅增加，最大擴張至 2014 年 10 月之 2.82 兆美元之相對高點後略下降，惟平均規模仍接近 2.5 兆美元，至 2017 年 10 月 Fed 啟動縮表後方明顯下滑，最低於 2019 年 9 月降至 1.39 兆美元。
- 本年疫情爆發以來，受 Fed 推出**無上限購債**影響，**銀行準備金**規模快速增加，由本年 2 月底之 1.68 兆美元**擴增**至 5 月底之 3.32 兆美元，目前略降至 2.91 兆美元。

附圖 3 美國存款機構在 Fed 之存款



資料來源：Refinitiv Datastream

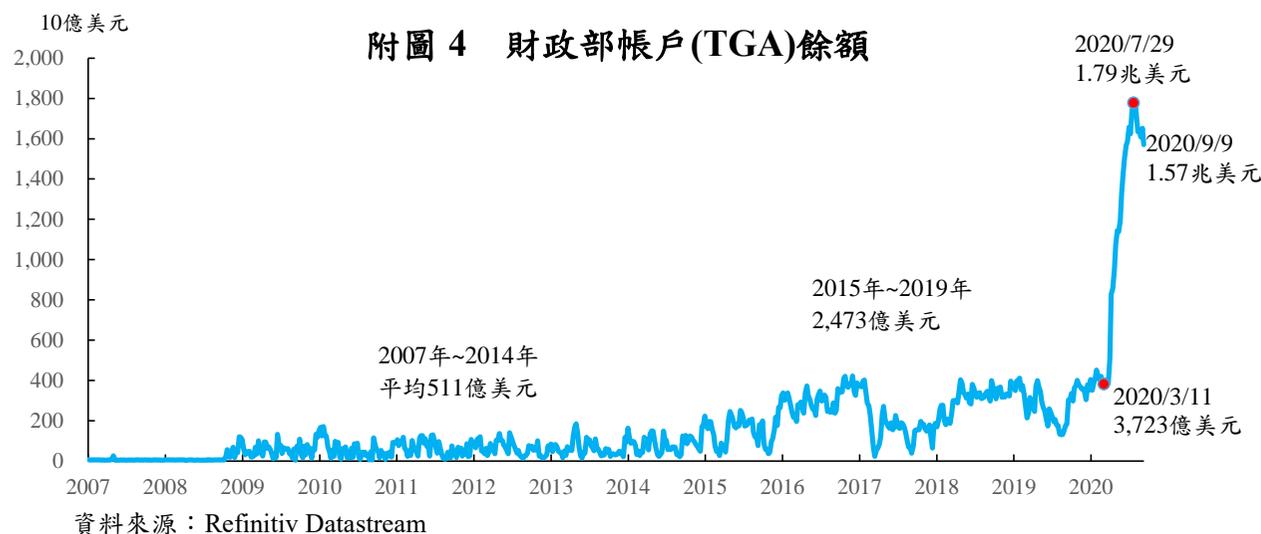
3. 為提升短期利率的控制能力，RRP 自 2013 年起明顯增加(附圖 1)。

—Fed 於 2013 年 9 月起試行隔夜附賣回操作(ONRRP)¹⁴，並將主要貨幣市場基金等非存款機構納入 ONRRP 合格交易對手名單，使其成為 Fed 用來強化調控短期利率效果的輔助工具，因此自 2013 年起 RRP 操作規模增加。

4. 政府推出大規模紓困措施，致財政部帳戶(TGA)規模大幅擴增提升(附圖 4)。

—2015 年之前財政部帳戶(TGA)大多在 2,000 億美元以下，2007 年~2014 年平均規模 511 億美元。2015 年起，因財政部決定提高帳戶現金餘額，維持在一週之帳戶流出量，且不低於 1,500 億美元，避免遭遇突發狀況時喪失支付能力，致 TGA 規模上升，2015 年~2019 年平均規模 2,473 億美元。

—疫情爆發以來，TGA 為因應政府大規模紓困措施而攀升至 7 月底 1.79 兆美元，之後漸下降至約 1.57 兆美元。



¹⁴ 2008 年 10 月後，Fed 主要透過調整超額準備金付息利率(IOER)將聯邦資金有效利率(EFFR)維持在接近目標利率之水準或目標區間內。理論上，IOER 係央行收回流動性的措施，為政策利率目標區間下限，惟因非存款機構無法獲得 IOER 利息，會以低於 IOER 的利率拆出資金賺取報酬，而存款機構此時可以較低利率拆入資金後，存入 Fed 準備金帳戶獲得 IOER 隔夜利息，賺取額外報酬，因此拆出資金意願下降，導致非存款機構成為聯邦資金市場的主要參與者。在市場結構改變下，IOER 反而成為政策利率目標區間上限，Fed 遂於 2013 年 9 月推出 ONRRP 協助控制 EFFR。

六、近年黃金價格走高現象之分析

近期國際黃金價格漲勢強勁，不僅在本(2020)年 7 月底突破 2011 年 9 月之歷史高點每盎司 1,922 美元，更在 8 月 7 日盤中創下每盎司 2,075.47 美元的新高點。各界除探討黃金價格大幅上揚外，亦關注與黃金相關之金融商品規模明顯成長；以全球市值最大的黃金 ETF(SPDR Gold Shares)為例¹，其上(2019)年底至本年 8 月 21 日所持有黃金庫存量已增加逾 40%達 1,252.1 公噸，僅次於全球前 6 大黃金持有量之央行²。

黃金在世界貨幣史上曾經扮演重要角色，雖之後逐漸淡化，惟其價值儲藏功能，使投資人視黃金為避險資產的重要選項之一。歷史經驗顯示，黃金價格大抵受到通膨預期強弱、國際美元升貶及相對其他資產之實質收益率高低等三大因素驅動，並在過去幾次黃金多頭時期中，發揮不同效力；與過去時期較不同的是，本次 2018 年下半年以來金價呈上揚趨勢，主要反映美國公債實質殖利率³逐步走低且降至負值。

由於近年黃金投資報酬率亮眼，表現勝過美國公債及美元投資級公司債，惟從長期持有之觀點，因黃金無法孳息，其報酬率僅能依靠資本利得多寡，並且黃金報酬率的長、短期波動度明顯高於其他多數資產類別，故投資黃金應審慎評估其風險。

以下本文首先說明黃金供需的因素與其他大宗商品情況不盡相同，其次簡介黃金的價值儲藏功能使其成為投資人資產配置之重要選項，進而探討 2018 年下半年以來黃金價格持續攀升之原因，最後歸納黃金不具孳息特性且價格波動大，宜留意其投資風險。

¹ SPDR Gold Shares 係由道富銀行(State Street)與世界黃金協會(World Gold Council)合作發行，信託管理人為紐約梅隆銀行資產服務部門(BNY Mellon Asset Servicing)，保管機關為匯豐銀行(HSBC)；每年管理費為該 ETF 總資產之 0.4%。

² 根據本年 8 月 IMF 之國際金融統計(International Financial Statistics)，前六大黃金持有量央行分別為美國(8,133.5 公噸)、德國(3,363.6 公噸)、義大利(2,451.8 公噸)、法國(2,436.0 公噸)、俄羅斯(2,299.9 公噸)與中國大陸(1,948.3 公噸)。

³ 對債券而言，其殖利率係包括資本利得及債息收入之總收益率。

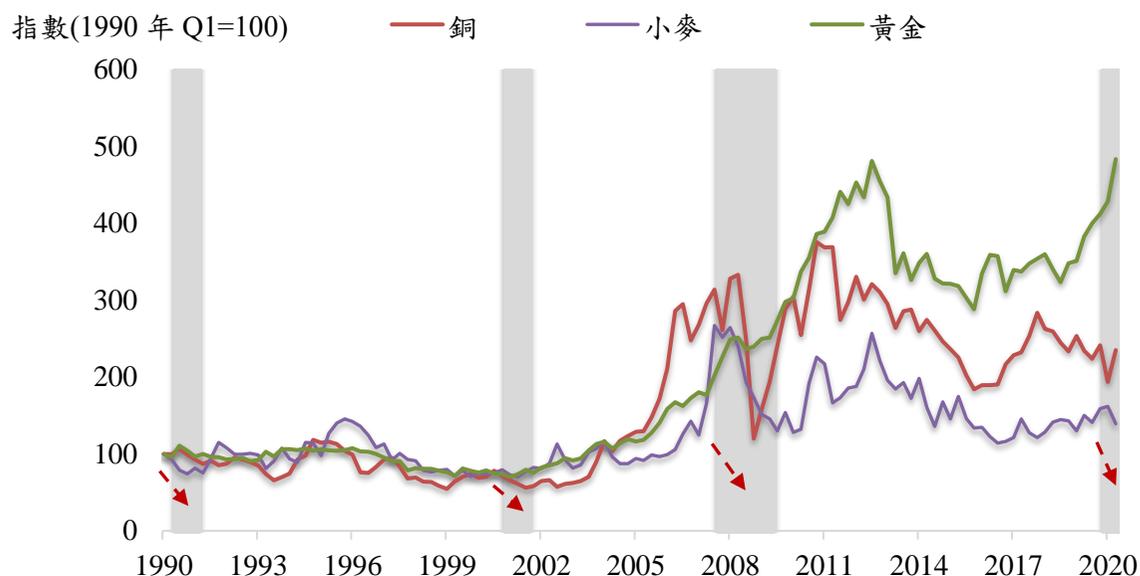
(一) 黃金與其他大宗商品的供需因素不盡相同

1. 大宗商品的供需多隨著景氣榮枯而增減，黃金則較少受到實體經濟的影響

(1) 大宗商品如銅、鐵與農產品等，這類商品的供給彈性相對大，其產量多寡主要受景氣循環所帶動的需求而增減，**渠等價格亦多隨之漲跌**(圖 1)。

(2) 黃金是最早被人類利用的金屬之一，惟蘊藏量有限⁴，且**工業用途比重偏低**、目前已**低於 8%**⁵(圖 2)，故其價格較少受到實體經濟需求影響。

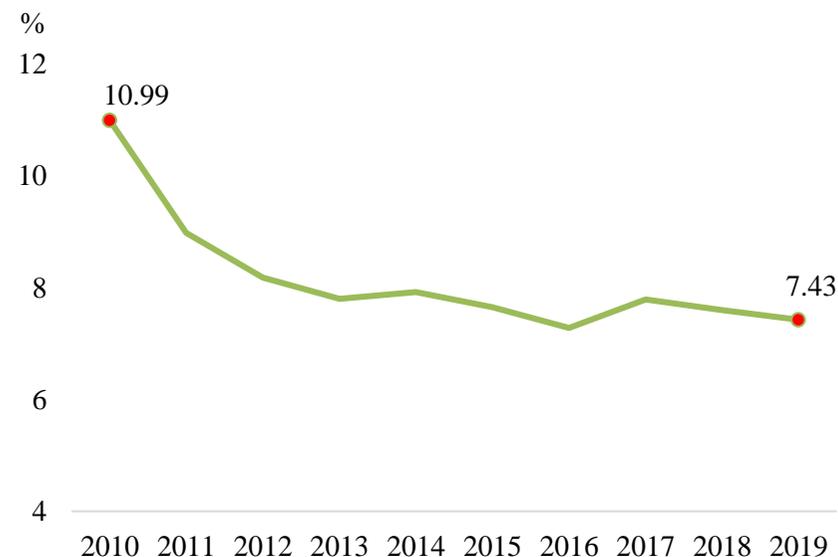
圖 1 銅與小麥價格多隨景氣衰退而下跌*



*銅、小麥與黃金價格以 1990 年 Q1 為基期進行調整；灰色區塊為景氣衰退時期，此處以美國國家經濟研究所(NBER)所定義的美國景氣衰退時期為代表。

資料來源：Bloomberg

圖 2 黃金的工業用途比重低



資料來源：ICE Benchmark Administration, Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council

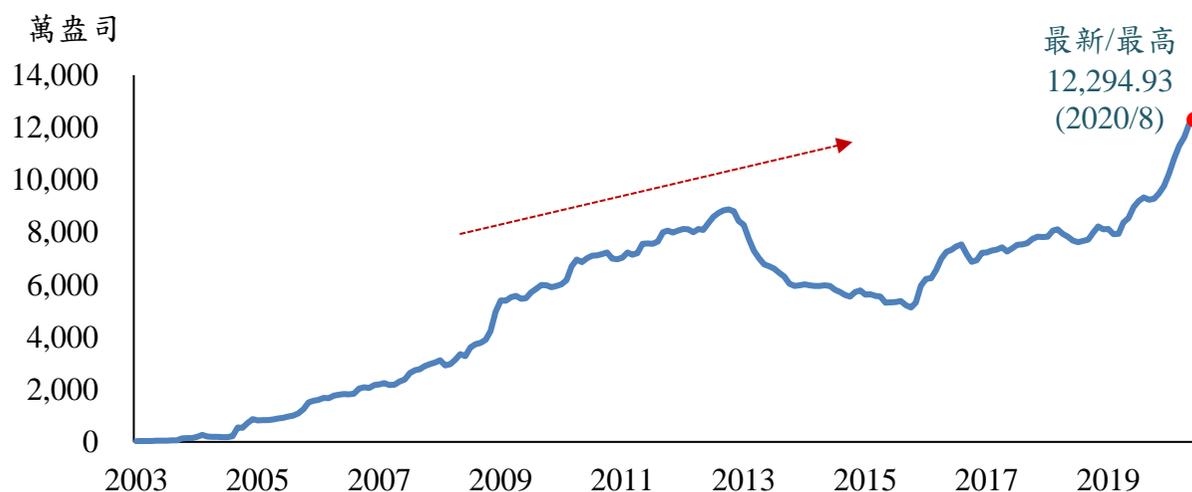
⁴ 根據 World Gold Council 統計，上年黃金地下存量僅 54,000 公噸，以每年開採 2,500~3,000 公噸速度，約剩 20 年開採年限，供給相對稀少。

⁵ 黃金具有良好的導電性、穩定性與延展性，其工業用途主要是半導體產業中的精細電路板與連接器等，而由於近年金價飆升，廠商紛紛朝發展替代方案與貴金屬回收技術。

2. 黃金因特殊的自然屬性，曾充當國際貨幣，目前則多被視為投資組合中重要資產類別之一

- (1) 黃金供給的**相對稀少性**，且其**不易磨損及可分割**的物理特性，使黃金曾在國際貨幣制度發展史上扮演重要角色(黃金角色相關演變詳附錄)；即使近代黃金不再充當國際貨幣，惟其**價值儲藏**功能仍使**多數央行願意握持黃金作為部分本幣發行之準備**⁶。
- (2) 黃金的價值儲藏功能亦使其成為美國公債以外之另一**資金避風港(safe haven)**，每當金融市場出現動盪，投資人多**減持風險性標的，轉而買進美國公債或黃金等避險資產**，使黃金成為投資人建構投資組合時的重要資產配置選項之一。
- (3) 受上述影響，自 2003 年以來，**連結金價**之相關商品在全球金融市場蓬勃發展，其**規模持續大幅上升**；以**黃金 ETF** 為例，近五年其庫存量的**複合年成長率達 18%**，截至本年 8 月底規模更**高達 1.23 億盎司**(圖 3)。

圖 3 近年全球投資人持有之黃金 ETF 規模*



*2013 年~2015 年全球投資人持有之黃金 ETF 規模一度下降，主要反映市場預期美國 Fed 將逐步縮減每月購債規模，致美國公債實質殖利率上升，以及國際美元走強等因素。
資料來源：World Gold Council

⁶ 根據本年 8 月 IMF 之國際金融統計，**全球官方(央行)共持有 35,017.79 公噸(約 12.35 億盎司)的黃金**。

(二) 黃金價格主要受三項因素驅動：通膨預期、國際美元及實質收益率

1. 過去文獻多認為⁷，在市場**通膨預期轉強(弱)**、**國際美元走貶(升)**或其他資產之**實質收益率偏低(高)**的情況下，**黃金價格易上漲(下跌)**。

(1) 通膨預期因素

— 黃金具有**價值儲藏**的功能，因此可**對抗通貨膨脹**。當大眾**通膨預期走高**時，現金的購買力將降低，投資人傾向購買黃金保值，故**推升黃金價格**；反之，當**通膨預期走弱**時，則易**壓低黃金價格**。

(2) 國際美元因素

— 由於美國公債與黃金皆被視為**避險資產**，兩者具某種程度之**替代關係**，且國際**黃金價格係以美元報價**，導致金價與美元匯率呈**某種程度的負相關**。當美元貶值(升值)時，美國公債吸引力下降(上升)，加以黃金購買成本相對便宜(昂貴)，進而提高(減少)投資人購入黃金的誘因。

(3) 實質收益率因素

— 由於常見的金融資產多具有**孳息特性**，提供投資人定期或不定期收益(如**債券支付債息**、**股票發放股利**等)。此等收益扣除通膨因素後，相對成為投資人**持有無息資產黃金的機會成本**。當其他資產的**實質收益率越低(越高)**時，投資人持有黃金的**機會成本就越低(越高)**，故金價與實質收益率**多呈反向變動走勢**。

— 一般而言，**實質收益率**係指金融資產的**名目收益率扣除通膨率後之收益率**⁸，反映投資報酬的實質購買力。

⁷ Sophie Huynh et al. (2020), “Is It Too Late for Gold in Portfolios?” *Societe Generale Cross Asset Research*, May 28 ; Bates Susan and Shah, Sheena (2020), “Gold – Macro vs Micro,” *Morgan Stanley Research*, Apr. 22 ; Bates Susan and Shah, Sheena (2020), “What’s Driving Gold,” *Morgan Stanley Research*, Aug. 3.

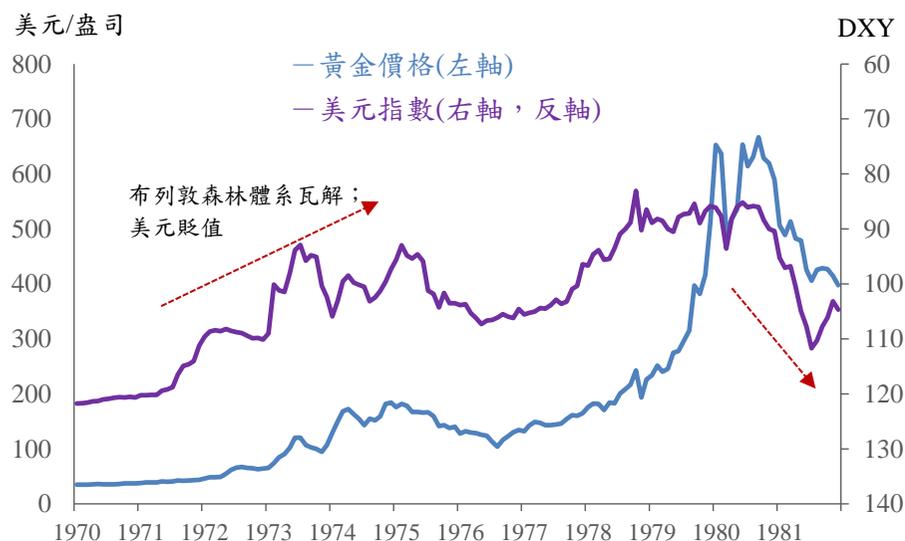
⁸ 此處通膨率係指「**通膨預期補償**」，其常以**抗通膨債券之損益兩平通膨率(breakeven inflation rate)**為代表；以美國 10 年期公債為例，近日(2020/9/11)其名目收益率為**0.67%**，損益兩平通膨率為**1.67%**，故實質收益率為**-1%=0.67%-1.67%**。自 2000 年以來金融資產的**實質收益率逐步下滑**，主要受到經濟**結構性因素**(如**人口老化、生產力下降**等導致**長期經濟成長呈下降趨勢**)及主要央行實施**非傳統寬鬆貨幣政策**(如**大規模資產購買計畫、負利率政策**等)之影響。

2. 過去 1970 年代與 2000 年代期間黃金多頭走勢各有其成因

(1) 1970 年~1980 年間金價漲幅高達 15.8 倍，主要受美元走貶及通膨上升兩項因素影響。

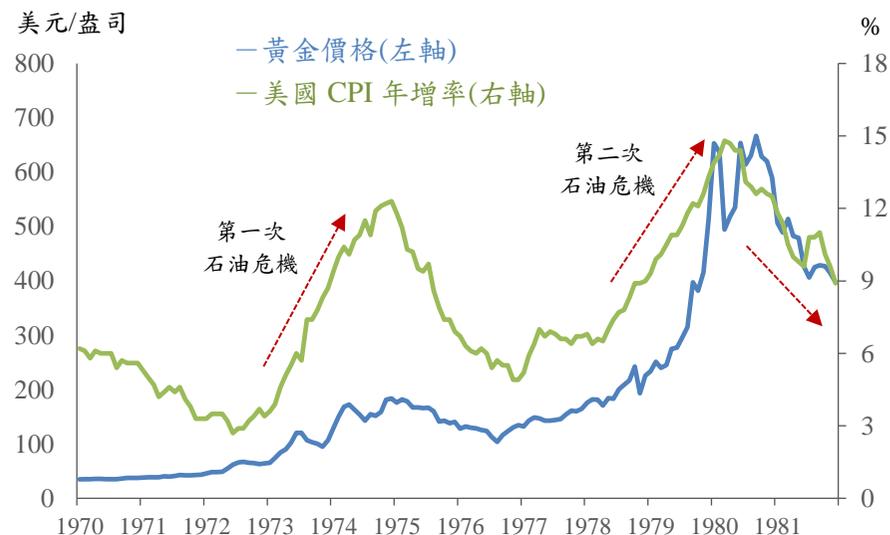
- 1970 年代初期受到美國消費者物價指數(CPI)走高及經常帳逆差惡化等因素衝擊，國際金融市場開始對美元失去信心，掀起一波拋售美元、搶購黃金的浪潮；美國面對各國央行向其大量擠兌黃金的壓力，於 1971 年 8 月宣布終止美元與黃金掛鈎後，截至 1973 年 2 月間，美國政府兩度宣布美元對黃金貶值⁹(圖 4)。
- 1973 年~1980 年間全球經歷兩次石油危機¹⁰，油價急漲導致物價劇升，同時經濟成長放緩，全球陷入停滯性通膨；此時具有保值性的黃金因而成為最佳的資金避風港(圖 5)。

圖 4 1970 年~1981 年金價與美元走勢



資料來源：Bloomberg

圖 5 1970 年~1981 年金價與美國通膨率走勢



資料來源：Bloomberg

⁹ 1971 年 12 月 G10 國家達成「史密松寧協定」(Smithsonian Agreement)，主要內容包括：美元對黃金貶值 7.89%(即每盎司黃金由 35 美元調高至 38 美元)、部分國家貨幣對美元升值，並擴大匯率波動區間；1973 年 2 月美國政府第二次宣布美元對黃金貶值 10%(即每盎司黃金再調高至 42.22 美元)。

¹⁰ 第一次石油危機發生於 1973 年~1974 年中東戰爭爆發，OPEC 為打擊對手以色列等國家，宣布石油禁運並暫停出口，造成油價上漲；第二次石油危機則源於 1978 年底，石油出口國伊朗發生政變、1980 年伊朗與伊拉克又爆發兩伊戰爭，石油生產中斷、輸出大受衝擊，導致油價再度大漲。

(2)2001 年~2011 年間金價再度攀升，漲幅 4.7 倍，主要受美元走貶及實質收益率下降兩因素影響，後者尤為關鍵。

- 自 1999 年歐元誕生後，市場預期各國外匯存底將趨多元化發展，外匯存底中之美元占比將逐步減少，歐元占比則會大幅增加；受此影響，美元指數偏弱，最大跌幅曾達 40.7%(2002/1/31~2008/4/22)，有助此期間金價上揚(圖 6)。
- 2008 年全球金融危機導致多國經濟衰退，Fed 大幅降息並實施 QE 等非傳統寬鬆貨幣政策，美國公債殖利率大幅下跌，帶動實質收益率下降；隨後又適逢歐債危機爆發，進一步推升金價至當時歷史高點¹¹(圖 7)。

(3)值得注意的是，美國自 1980 年代進入經濟大溫和(The Great Moderation)¹²時期後，通膨走勢平穩且趨低，以致通膨預期對金價的影響力變小，實質收益率成為主導金價走勢之關鍵因素。

圖 6 2000 年~2012 年金價與美元走勢



資料來源：Bloomberg

圖 7 2000 年~2012 年金價與實質收益率走勢



資料來源：Bloomberg

¹¹ 2011 年 9 月 6 日黃金現貨盤中價格最高曾達每盎司 1,922 美元。

¹² Paul Volcker 於 1979 年至 1987 年間擔任美國 Fed 主席，其堅持升息及控制貨幣供給之強力緊縮貨幣政策，擊退 1980 年代的高通膨危機(1980 年 3 月美國 CPI 高達 14.8%)；儘管伴隨 GDP 下滑與失業率攀升的代價，但使美國在 1984 年~2007 年進入經濟大溫和時期，此期間美國經濟成長平穩，維持較低的通膨及失業率。

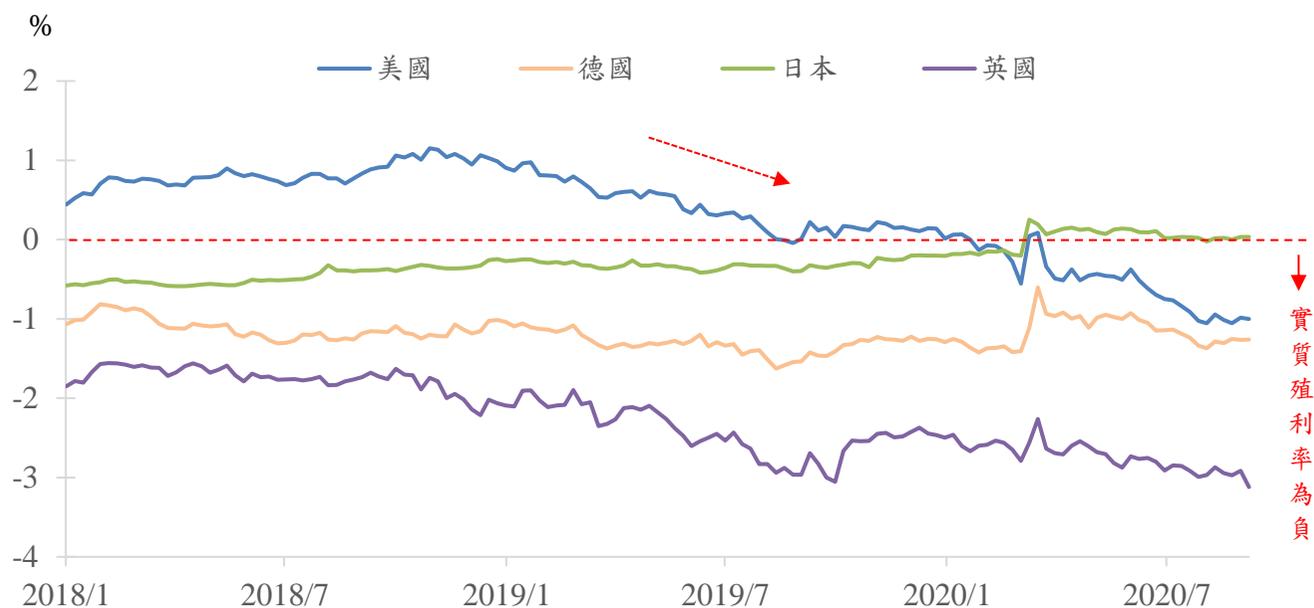
(三)2018 年下半年以來，黃金價格持續攀升之原因

1. 美國等先進國家公債實質殖利率持續偏低且接連跌至負值，致持有黃金的機會成本大減

(1)以 10 年期公債為例，雖然過去其他主要經濟體公債實質殖利率早已為負，惟美國部分仍是正值(圖 8)，且因其**流通在外餘額龐大**¹³是重要的避險資產，投資人尚**不致大幅減持美國公債，改持有黃金**。

(2)惟自 2018 年 12 月 **Fed 結束升息循環**，加以上年 3 月**放緩縮表速度並宣告其結束時程**¹⁴，致美國公債殖利率逐步下滑，在**通膨預期大致穩定**的情況下，美國公債實質殖利率開始走低且於上年 8 月**觸及負值**¹⁵(圖 8)；受此影響，**美國公債的避險資產地位不若以往**。

圖 8 近年主要經濟體 10 年期公債實質殖利率



資料來源：Bloomberg

¹³ 根據美國證券業與金融市場協會(SIFMA)統計，本年 8 月底美國公債流通在外餘額約為 **23.2 兆美元**。

¹⁴ 上年 3 月 FOMC 決議自該年 5 月起，Fed 每月縮減其持有美國公債金額由上限 300 億美元降至 150 億美元，並宣告該年 9 月結束縮表；惟上年 7 月 FOMC 決議提前至該年 7 月底結束縮表，8 月開始恢復到期本金再投資。

¹⁵ 近年包含美國在內的主要經濟體公債實質殖利率持續走低亦受**各國經濟成長放緩**、**美中貿易衝突加劇**及**英國硬脫歐風險**等因素影響。

(3)有鑑於美國公債實質殖利率下滑且轉為負值，**持有黃金的机会成本顯著降低**，投資人願意持有更多黃金，進而推升金價上漲(圖 9)。

- 統計 2018 年底 Fed 結束升息(2018/12/20)至本波黃金價格高點(2020/8/6)，**美國 10 年期公債實質殖利率**由 0.974% 跌至-1.083%，**累計跌幅達 205.7 個基點**，同期間，**黃金價格**由每盎司 1,243.08 美元升至每盎司 2,063.54 美元，**累計漲幅達 66%**。
- 本年第 2 季**全球最大避險基金橋水(Bridgewater)**增持黃金相關 ETF 及指數基金達約 4 億美元¹⁶，另**投資大師巴菲特**特則投資全球最大的金礦股 Barrick Gold 逾 5 億美元¹⁷。

圖 9 黃金價格與美國 10 年期公債實質殖利率走勢



¹⁶ Sardana, Saloni (2020), "Billionaire Ray Dalio's Bridgewater Fund Poured Almost Half a Billion Dollars into Gold in Q2," *Business Insider*, Aug. 13.

¹⁷ Ramkumar, Amrith (2020), "Warren Buffett's Berkshire Hathaway Joins the Gold Rush," *The Wall Street Journal*, Aug. 17.

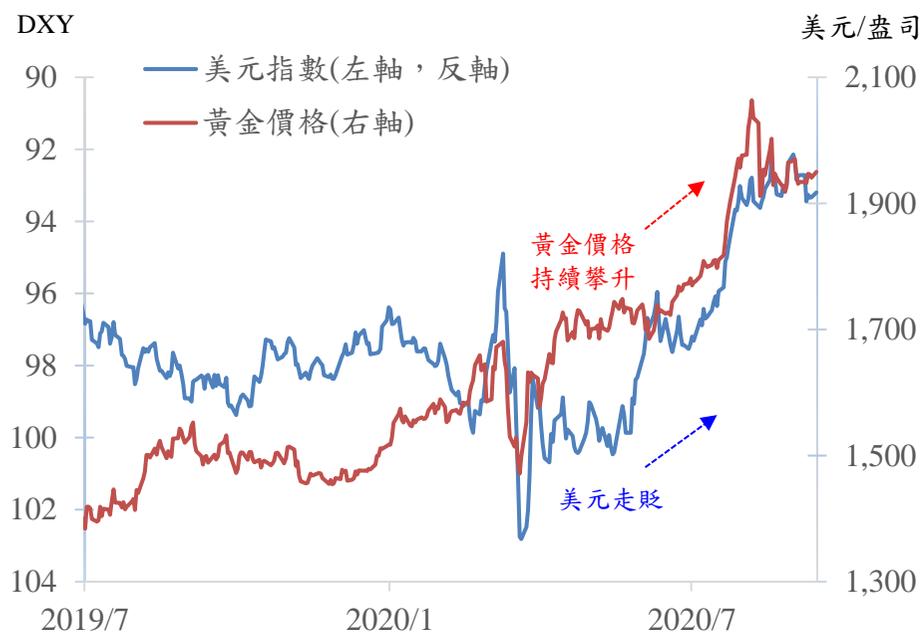
2. 國際美元自上年第 4 季起偏弱，另本年第 2 季通膨預期回升，皆有助於金價走強

(1) 由於美元指數與黃金價格呈**某種程度的負相關**，當美元走貶，有利於黃金價格上揚。

— 上年下半年 Fed 貨幣政策立場轉向寬鬆後，帶動美元走貶，儘管本年 3 月疫情危機爆發後，投資人避險情緒高漲，**資金湧入避險貨幣，美元一度大幅走升**，惟在 Fed **降息 6 碼**至零利率底限及**實施一系列流動性及信用支持措施**下，美元回歸先前走貶趨勢(圖 10)。

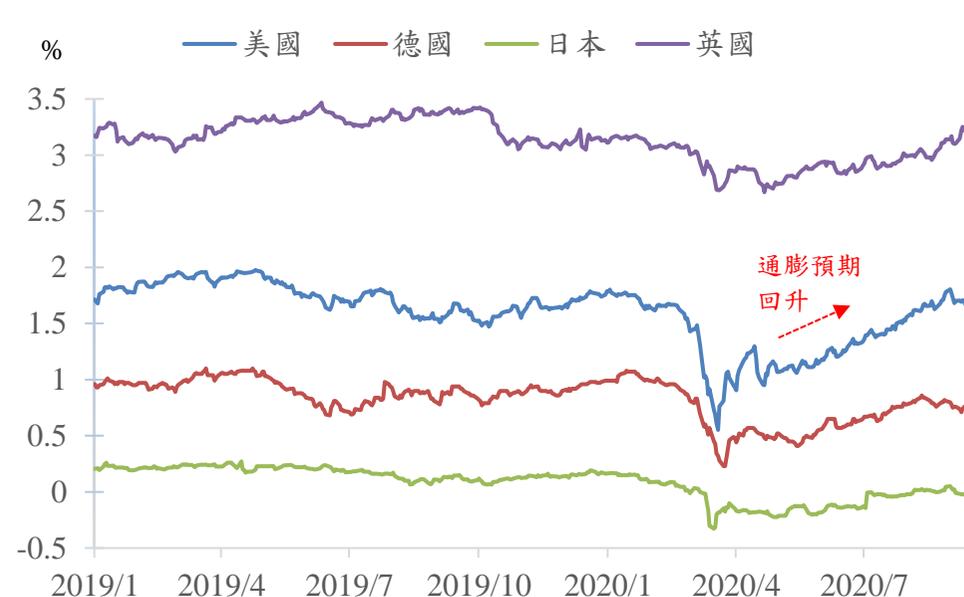
(2) 本次疫情危機導致**全球經濟快速惡化**，使**多國通膨預期於本年第 1 季降至近年低點**，惟在各國當局祭出財政及貨幣激勵措施後，**近期經濟情勢逐漸好轉**，主要經濟體之**10 年期公債損益兩平通膨率回升**至約疫情爆發前之水準(圖 11)，有助於支持黃金價格。

圖 10 美元指數與黃金價格走勢



資料來源：Bloomberg

圖 11 主要經濟體之 10 年期公債損益兩平通膨率回升*



*此處以 10 年期公債損益兩平通膨率作為衡量通膨預期之指標。

資料來源：Bloomberg

(四) 黃金不具孳息特性且價格波動大，投資者宜注意其投資風險

1. 由於持有黃金不會產生孳息，其投資報酬僅能單靠資本利得；歷史經驗顯示，投資黃金的報酬率波動度**明顯高於**其他多數資產類別，以致承擔其**每單位投資風險所換得之報酬率小於其他多數資產**。
2. 以黃金、美國公債、美元投資級公司債及 S&P 500 之總報酬為例，投資黃金的單位風險報酬率遜於其他三類資產 (表 1)：

- (1) 自 1989 年初至本年 8 月底，黃金年報酬率(5.1%)低於美國公債(6.0%)、美元投資級公司債(7.1%)及 S&P 500(10.7%)；且其報酬率標準差(15.2%)大於其他三者(分別為 4.4%、5.4%及 14.6%)，致投資黃金所承擔的**每單位風險可獲得報酬率(0.3)最低**。
- (2) 儘管自 2008 年 11 月 Fed 宣布實施 QE 迄今(本年 8 月底)，投資黃金的年報酬率(8.8%)高於美國公債(3.8%)及美元投資級公司債(7.7%)，惟低於 S&P 500(13.8%)；此外，由於投資黃金報酬率標準差(16.9%)仍大於其他三者(4.2%、5.6%及 14.7%)，故**單位風險報酬(0.5)最小**。

表 1 黃金與其他主要資產類別風險報酬比較

	1989/1~2020/8			1989/1~2008/10			2008/11~2020/8		
	年報酬率	報酬率標準差	單位風險報酬	年報酬率	報酬率標準差	單位風險報酬	年報酬率	報酬率標準差	單位風險報酬
黃金	5.1%	15.2%	0.3	2.9%	14.0%	0.2	8.8%	16.9%	0.5
美國公債	6.0%	4.4%	1.4	7.3%	4.5%	1.6	3.8%	4.2%	0.9
美元投資級公司債	7.1%	5.4%	1.3	6.7%	5.3%	1.3	7.7%	5.6%	1.4
S&P 500	10.7%	14.6%	0.7	8.8%	14.5%	0.6	13.8%	14.7%	0.9

說明：

1. 年報酬率係包含資本利得與相關孳息之幾何平均報酬率；報酬率標準差係將其月報酬率之標準差年化；單位風險報酬定義為年報酬率除以報酬率標準差。
2. Fed 於 2008 年 11 月 25 日宣布實施第 1 輪 QE，故據此切分兩段時間觀察前後期主要資產類別之報酬與風險表現。
3. 美國公債及美元投資級公司債係選用 Bloomberg 編製之債券指數計算其年報酬率及標準差。

資料來源：Bloomberg

(五) 結論

雖然黃金的國際貨幣角色早已式微，惟其**價值儲藏功能仍被世人重視**。目前除多數央行仍以黃金作為**本幣發行準備之一外**，其亦被全球投資人視為**美國公債以外的重要資金避風港**。特別是，近年**連結金價之相關金融商品規模大幅成長**，以**黃金 ETF** 為例，近五年其庫存量之複合年成長率達**18%**，更彰顯黃金已成為**投資組合中的重要資產類別選項之一**。

一般而言，在**市場通膨預期增強、國際美元走貶及其他資產實質收益率偏低**的情況下，黃金價格易走揚，反之，則下跌；惟前述三項因素在過去黃金多頭走勢期間則是**發揮不同效力**。在**1970年~1980年間**，金價漲幅**15.8倍**，主要是受**美元走貶及通膨上升**等兩項因素影響；另在**2001年~2011年間**，金價漲幅**4.7倍**，則多受到**美元走貶及實質收益率下降**等兩項因素驅動。

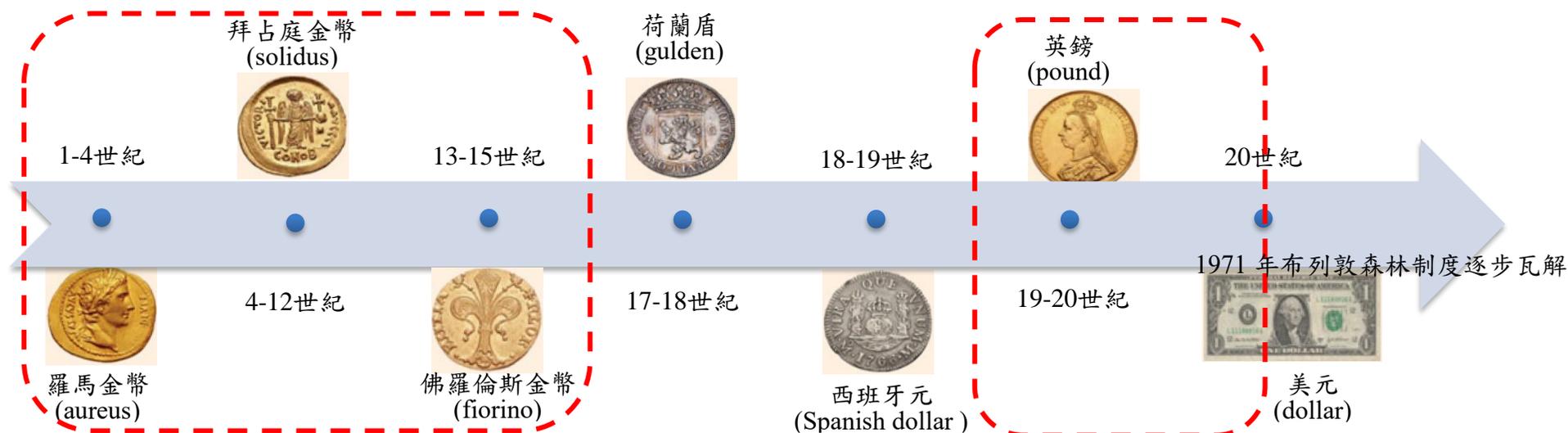
本次黃金價格大抵從**2018年底 Fed 結束升息開始走升至本年8月初歷史新高**，漲幅達**66%**，此多頭格局主要係因**美國等先進國家公債實質殖利率持續偏低且接連跌至負值**所致。更低且為負的實質殖利率不僅削弱美國等先進國家公債的**避險資產地位**，亦代表投資黃金的**機會成本顯著下降**。另外，近期國際美元走貶及通膨預期回升皆有利黃金價格上漲。

近年黃金報酬率雖然亮眼，但**長期而言其報酬率並非最佳**。此外，**不論是長期或短期**，黃金報酬率的波動度明顯高於其他資產類別，以致**承擔黃金投資的每單位風險，其可以獲得之報酬率相對偏低**。因此，**若單以報酬率的角度持有黃金，應審慎評估其投資風險**。

附錄：黃金在貨幣史上的演變

1. 黃金供給的**相對稀少性**，且其**不易磨損及可分割**的物理特性，滿足貨幣的三大基本功能：**交易媒介**(medium of exchange)、**計價單位**(unit of account)與**價值儲藏**(storage of value)。
2. 上述黃金的自然屬性，使其**早在西元1世紀羅馬時代**，就開始**扮演國際貨幣**的角色。此外，在**西元19世紀**英國主導的國際貿易時期，多國**財政或貨幣當局**開始以**黃金**或**可換成黃金**的鈔券與存款憑證，**做為發行準備**(附圖)。
3. 一戰過後，**全球以黃金為基礎的國際貨幣制度崩潰**，然**美國**於1945年**嘗試恢復**該制度，將美元與黃金掛鉤，並使他國貨幣與美元維持固定匯率制度，建立**新金匯本位制度**之**布列敦森林體系**(Bretton Woods System)；惟該制度導致美國面臨「**特里芬難題**」(Triffin Dilemma)¹⁸。
4. **1971年8月**美國總統尼克森宣布**暫停美元對黃金之兌換**，致**布列敦森林體系逐步瓦解**，黃金的準貨幣地位因而弱化，但其珍稀性與在貨幣史上的特殊地位等因素，使**黃金的價值儲藏功能仍被世人所重視**。

附圖 黃金曾在國際貨幣制度發展史上扮演重要角色*



* 紅色區間代表國際貨幣制度主要以黃金為基礎的時期

資料來源：World Bank (2011), "Multipolarity in International Finance," in Multipolarity: The New Global Economy, Chapter 3, Global Development Horizons 2011.

¹⁸ 特里芬難題係指，美國須同時面對「增加美元供給量以支持全球經貿成長」與「控管美元發行量以維持幣值穩定」之兩難局面。