

# 目次

財團法人現代財經基金會簡介.....	3
會議議程.....	5
主辦方致詞 .....	7
主持人致詞 .....	9
I .疫情下的全球量化寬鬆風險 .....	11
II .QE+巨額紓困 全球債務風險上升.....	21
III .疫情下的全球量化寬鬆風險 .....	27
IV .疫情下經濟措施解析 .....	35
照片集錦.....	45



# 財團法人現代財經基金會

現代財經基金會(英文譯為TAIWAN NEW ECONOMY FOUNDATION，簡稱TNEF)，創辦於1990年代，是經政府主管機關核定成立的公益財團法人；是由學術界、企業界、智庫界有關人士共同組織成立的非營利公共團體；是從事國家政策研討、交流和諮詢服務的現代化智庫；是廣泛聯繫與整合產官學研界專業人士的知識交流平台。

基金會的目標是，面對21世紀劇烈變遷發展的嶄新世界，以及世界與台灣緊密聯繫互動的嶄新情勢，廣泛結合各個領域有識之士，基於對斯土斯民之終極關懷，立足實際，著眼理想，群策群力，創新進步，致力台灣總體經濟社會環境不斷完善進步，推動思想理念、政策方針、制度機制不斷與時俱進，為全球化時代台灣建設發展，全面增強驅動力、凝聚力、競爭力。

經濟是引領台灣發展的核心命脈，政策是主導公共活動的根本動力。當前全球化日益普及深入，國際國內環境複雜變化，科技創新帶來無比活躍多元的發展機遇，而各種前所未見的重大風險持續構成嚴峻挑戰，台灣唯有求真務實、宏觀長遠，在全面融入全球化的過程中，確立自身的系統性發展政策與策略，不斷優化體質，強化動力，有所創新、有所提升、有所進步。

本基金會設有：產業、金融、財稅、環境、兩岸關係等五個委員會，分別邀請學有專精的學者專家，針對重要議題，進行研究，經常性舉辦產官學研討會，或透過發表會、記者會、交流訪問、論文專稿，對外傳播正確政策觀念，理性辨析重要議題關鍵爭點；並接受政府與民間機構委託，進行專案研究，或提供專業諮詢。



# 會議議程

## 「疫情下的全球量化寬鬆風險」座談會

時間	議程
13:50 -14:00	報到
14:00 -14:05	主辦方： <b>黃輝珍</b> 現代財經基金會董事長 / 台灣綜合研究院董事長
14:05 -14:10	主持人： <b>李仲一</b> 現代財經基金會副董事長 / 國策顧問
	與談人：（按姓氏筆畫為序）
14:10 -14:40	<b>吳中書</b> 台灣金融研訓院董事長
14:40 -15:10	<b>李沃牆</b> 淡江大學財務金融學系專任教授
15:10 -15:40	<b>李勝彥</b> 新光金控獨立董事
15:40 -16:10	<b>楊雅惠</b> 台灣大學財務金融系兼任教授 / 前金管會委員
16:10 -16:40	自由討論
16:40 -16:45	結語： <b>李仲一</b> 現代財經基金會副董事長 / 國策顧問
16:45	閉會

時間：民國109年5月26日（二）下午2：00—4：45

地點：台北市中山區松江路168號13樓（台灣省商業總會）

參考題綱：（與談貴賓可以自由選擇發言重點）

- 一、疫情擴大恐將迫使各國央行持續推出量化寬鬆
- 二、各國擴大財政支出恐將提高公共及企業債務違約風險
- 三、全球量化寬鬆是否引發股債及雙率市場失序
- 四、全球金融震盪是否造成各國股票首次公開發行（IPO）市場急凍
- 五、各國量化寬鬆紓困是否促升疫後全球物價反彈



## 主辦方致詞

黃輝珍（現代財經基金會董事長／台綜院董事長）

主持人李伸一副董事長、各位學術界先進，大家好。今天，現代財經基金會邀請學術界先進舉辦「疫情下的全球量化寬鬆風險」座談會。在疫情蔓延並持續影響全球經濟下，這是一個非常值得討論的重要問題。

IMF總裁喬治艾娃（Kristalina Georgieva）說，新冠疫情是以閃電般的速度和我們記憶中從未有過的規模，嚴重衝擊整個世界的社會與經濟秩序，不但對人類的健康生命造成很大的威脅與傷害，也連帶著對世界經濟造成非常巨大的影響與衝擊。

現在，這個傷害尚未看到終點，世界經濟可以說是正處在一個高度不確定、不穩定的情勢之中。聯合國秘書長古特雷斯（Antonio Guterres）說，全球對這個危機帶來的經濟衝擊，應該要有與其相匹配的財經應對措施，也就是說要有與其相匹配規模的財經應對計畫。

我們也看到了世界各國先後實施幾乎是無限、無量的救助計畫，包括：財政的救助、金融的應對措施，這些都是史無前例的，都是在處理疫情對經濟衝擊的燃眉之急，是必要的，如果沒有這些應對措施，其傷害將會更大。

但是，這些解決燃眉之急的財政及金融措施，恐怕也會留下嚴峻的後遺症，有人形容這個後遺症是一種「宿醉效應」，也就是說喝醉了酒，酒後的效應，或者是安眠藥吃多之後的一種身體狀況效應，所以其後遺症將會如何，是值得倍加關注的。

經濟的救助絕對必要，可是對後遺症也要有所估計。此次新冠疫情對經濟的衝擊，已經超過 2008 年金融危機，幾乎可與 1939 年大蕭條相提並論。未來充滿著不可知、不確定的挑戰，全球人類需要共同面對。今天我們邀請四位學者專家來為我們解析，讓我們對這個問題有比較深刻的認識，謝謝大家！



## 主持人致詞

李伸一（現代財經基金會副董事長／國策顧問）

現代財經基金會黃董事長，以及吳中書董事長、李沃牆教授、李勝彥獨立董事與楊雅惠教授大家好。自從今年年初新型冠狀病毒疫情爆發以後，席捲全球，到了今天確診人數已超過了 550 萬人，死亡人數也超過了 34 萬人。在疫情下，各國陷入經濟的失序、產業的失調，可以說是呈現 1930 年代經濟恐慌以來最嚴重的現象。

為了挽救陷入低迷的經濟、斷鏈的威脅及失業率的不斷升高，除了七大工業國財政首長召開緊急電話會議之後，發表共同聲明，準備採取所有可能措施，共同抵禦全球經濟避免衝擊之外，主要的國家央行無不先後實施寬鬆的貨幣政策，包括美國聯邦理事會承諾維持更久超低利率，中國人行也採取了雙降措施，日本央行也持續了擴大量化寬鬆貨幣 QE 規模，希望協助艱困企業取得資金，以因應經濟的困境。

然而，這個 G7 的共同聲明，以及主要國家央行的量化寬鬆貨幣政策，是否真正有助於新冠病毒所導致的全球經濟崩壞的緩解，甚至讓動盪不安的金融市場轉為緩和，值得大家密切關注。台灣在此次疫情中，由於防範得宜超前部署，相對比較緩和，但是在整個國際連動下，也更不能置外於整個國際的情勢。

因此，現代財經基金會特別採取閉門以座談的方式，邀請國內四位頗具盛名的財經專家，包括：台灣金融研訓院吳中書董事長、淡江大學李沃牆教授、新光金控李勝彥獨立董事及台灣大學楊雅惠教授，分別針對各國央行持續推出量化寬鬆貨幣政策的原因以及影響、全球

量化寬鬆政策是否引起股債及雙率市場的失序、各國擴大財政支出是否提高公共及企業債務違約的風險等面向進行分析。我們經過各位專家解析之後，我們將會整理公布在基金會的網站，同時編印專輯提供各界作為參考。

# 疫情下的全球量化寬鬆風險

時間：民國109年5月26日

## I . 疫情下的全球量化寬鬆風險



吳中書

**現任：**台灣金融研訓院董事長  
中央研究院經濟研究所兼任研究員  
國立台灣大學經濟系兼任教授

**學歷：**美國西北大學經濟學博士  
國立台灣大學經濟系學士

**經歷：**中華經濟研究院院長  
中華財經策略協會理事長  
臺灣證券交易所常駐監察人  
台灣財務金融學會常務理事  
台灣亞太產業分析專業協進會院士  
台灣經濟學會理事長  
中國信託商業銀行首席經濟學家  
總統府財經諮詢小組委員  
國立東華大學管理學院院長  
國科會學術里程與科技前瞻計畫智庫委員  
國際扶輪3520地區第11分區助理總監

### 一、全球經濟可能動向

雖然目前新冠疫情在台灣告一段落，但是在全球部分國家有愈演愈烈的趨勢，整個世界疫情還在高峰期間，並未稍微緩和。其中，美洲疫情最為嚴重，美國每天超過兩萬新增病例，巴西也有一萬八千多例。這種狀況之下，個人以粗淺的觀點判斷未來經濟、金融情勢，尤其是在各國量化寬鬆之下，哪些值得我們注意之處。

依據目前國際預測機構對未來的看法，在經濟成長方面，引用 IHS Markit 最新估測，雖在三月時估計全球經濟成長還有 0.5%，但到了四月，向下修到 -3.0%，然後在五月時，則再將估計下跌到 -5.49%。上述估測顯示每月每況愈下，亦即

隨著疫情日益嚴重，預測機構對未來的看法也漸趨保守。在成長趨勢方面，個人覺得全球經濟成長今年四個季度都將會呈現負成長，一直要到明年第二季之後經濟成長力道始會比較明顯。此外，就成長力道來看，IHS Markit 對明年整體成長力道較四月

估計時樂觀一點，預估到 2021 年時全球經濟成長可以呈現 4.54% 的正成長，比上次的估計來得更高。

若以個別國家來看，大家都很關切的是美國，雖然美國目前疫情蠻嚴重的，但部分州已陸續展開復工，也就是說有些州已經無法承受經濟壓力，這是蠻大的風險。因為這次疫情，如果開始時控制越嚴，如中國大陸，起初幾個月經濟損傷會很大，但是過了這幾個月之後，經濟秩序恢復將會比較順利。假設過於急躁進行開放，將很有可能造成又收又放的狀況。因為一旦疫情再次嚴重又得再減少社交活動，這個反而將拖延復甦的步伐。

觀察美國 2020 年經濟成長，IMF 估測將會呈現 -7.3%，即使到了明年，其第一季的 GDP 成長率是 -4.67%，至第二季時才開始好轉。但個人認為，假設川普的政策是如此不顧疫情，美國復甦時程將可能更加延後。至於歐元區，可以看到整個歐元區的疫情正在減緩之中，但是今年所造成的傷害已經很大。中國大陸方面，疫情的衝擊大致集中於今年第一、二季度。依據其官方數據，其第一季大概 -6.79%，第二季 0.79%，第三季之後大概可以達到 3% 以上。到了明年第一季，甚至可能出現兩位數字的成長，這個可能性是蠻高的，因為目前其疫情新增病例大概僅在個位數字，隨著疫情的改善可預見中國大陸經濟將會逐步復甦。

接著，就今天所要討論的重點議題通貨膨脹進行分析。現在大家較為關心的是，大量寬鬆貨幣政策是否引發通貨膨脹。依據 Markit 預測，2020 年全球 CPI 年增率為 2.01%，較 2019 年之 2.60% 下降 0.59 個百分點。已開發國家 CPI 年增率約 0.72%，即使明年大概僅有 2.24%；新興市場經濟體 CPI 年增率約 3.98%；開發中國家 CPI 年增率則為 7.61%。其實，2020 年多數國家通膨率多較前次預測下

近幾年主要國家經濟成長變化

	美國	日本	歐元區	韓國	新加坡	臺灣	中國大陸	全球
2017	2.37	2.19	2.68	3.16	4.34	3.31	6.79	3.44
2018	2.93	0.33	1.90	2.66	3.46	2.75	6.74	3.19
2019	2.33	0.67	1.24	2.01	0.72	2.71	6.14	2.63
2020	-7.30	-5.54	-8.58	-0.94	-8.10	-1.32	0.45	-5.49
2020 Q1	0.32	-2.19	-3.21	1.29	-4.77	1.54	-6.79	-2.16
2020 Q2	-10.91	-7.76	-13.74	-1.18	-11.18	-3.94	0.79	-7.94
2020 Q3	-10.05	-7.49	-9.72	-1.47	-8.42	-2.76	3.67	-6.04
2020 Q4	-8.49	-4.70	-7.62	-2.35	-8.03	-0.14	3.89	-4.61
2021	5.12	1.73	0.92	1.66	5.40	3.01	7.79	4.54
2021 Q1	-4.67	-3.17	-2.85	-0.34	-1.30	1.14	16.56	0.51
2021 Q2	9.24	2.88	9.55	1.75	7.56	5.76	7.37	7.49
2021 Q3	9.16	4.34	5.01	2.42	6.75	4.55	4.37	6.10
2021 Q4	7.76	3.12	3.24	2.83	8.89	0.80	4.03	5.09

資料來源：Comparative World Overview, IHS Markit, May 15, 2020.

修，所以從最近幾年資料來看，國際經濟似乎沒有通膨壓力。

就美國目前情形來看，預估 2020 年 CPI 年增率不到 1%，在通膨率水準不到 1%，再搭配其他總體指標進行觀察，不但沒有通膨的情形，反而存在通縮的壓力。但是，問題是在這

段時間實施這樣快速或急劇寬鬆貨幣政策，其後續將會如何？個人並不認為短期未來會有明顯通膨的壓力，甚至有些國家在需求不足的壓力之下，物價成長可能出現蠻遲緩的狀況。

再就整個國際失業率變化來看。其中最為值得注意的是，美國在四月時失業率已經升到 14.7%。許多經濟學家認為，至五月時可能升到更高。但是，五月已過大半個月，雖壓力的確很大，但從本周起，很多州開始復工，其失業率問題將會稍微下滑。不過，此並不代表經濟情勢獲得重大改善，因為有些州疫情仍正在發酵之中，可能對經濟活動的持續帶來不利的影響。至於其它國家資料方面，有些國家尚未反映實際狀況，因為失業率屬於落後指標，需要幾個月後才開始反映實際情形。

在此同時，我們可以注意另一個即時指標 PMI。以製造業的 PMI 來看，中國大陸是在 1 月 23 日武漢封城，封城之後，整個 PMI 下降速度很快。但是，隨後其疫情逐漸改善，解封之後，最近 PMI 又再回到 50% 左右。因為 PMI 的編製是與上個月份比較，並非與去年同期之比，較能反映經濟的轉折變化。其實，中國大陸大概是在目前幾個重要國家之中，其製造業表現屬於相對較好的。至於其它國家，則不是那麼好看，例如美國、南韓、新加坡、歐元區都是跌到四十幾%，甚至三十幾%，PMI 若在 43% 以下，通常是屬於嚴重收縮階段。

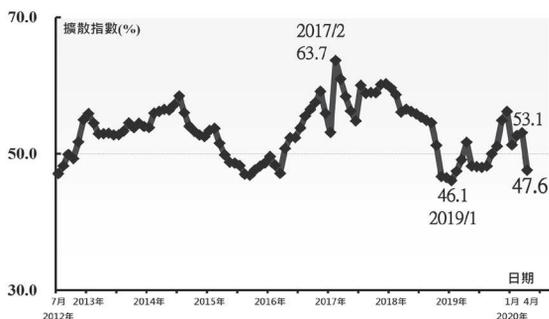
台灣在第一季的表現非常亮眼，大概包括幾個因素。首先，因為中國大陸第一季疫情蠻嚴重的，相對我們疫情控制不錯，尤其是我們的生產沒有斷鏈，沒有封城或封市的情形，有訂單支撐，使得部分工廠正常營運。其次過去兩年以來，很多台商陸續將生產基地布局在台灣，持續返台投資，剛好可以因應這段期間的

近幾年主要國家通貨膨脹率（CPI年增率）

	美國	日本	歐元區	韓國	新加坡	臺灣	中國大陸	全球
2017	2.14	0.48	1.52	1.94	0.58	0.62	1.56	2.65
2018	2.44	1.00	1.77	1.48	0.44	1.35	2.12	2.91
2019	1.81	0.47	1.23	0.38	0.56	0.56	2.91	2.60
2020	0.96	-0.35	0.38	0.63	0.25	-0.12	2.93	2.01
2020 Q1	2.11	0.53	1.16	1.18	0.37	0.56	4.68	2.93
2020 Q2	0.50	-0.16	0.24	0.07	0.30	-0.93	3.40	1.81
2020 Q3	0.62	-0.81	0.06	0.71	0.46	-0.33	2.52	1.61
2020 Q4	0.63	-0.94	0.08	0.54	-0.12	0.31	1.18	1.32
2021	1.68	0.27	0.98	1.00	0.69	0.75	1.88	2.24
2021 Q1	0.90	-0.97	0.20	0.42	0.39	0.19	1.21	1.44
2021 Q2	2.22	0.02	0.99	1.36	0.38	1.25	1.86	2.32
2021 Q3	1.94	0.89	1.33	1.09	0.67	0.97	2.21	2.48
2021 Q4	1.67	1.16	1.40	1.15	1.29	0.60	2.22	2.48

資料來源：Comparative World Overview, IHS Markit, May15, 2020.

生產供應。另一方面，則是台積電兩年之前在南科開始投入 5 奈米機器設備的建置，去年第四季開始營運、量產，並帶動很多其他半導體產業，因此在表現上相對亮麗。但是，來到第二季，亦即四月之後，其數據開始顯現疲軟。儘管我們出口下滑情形不是很快，不過我們可以從工業生產指數中看到成長趨緩的現象。雖工業生產成長仍然是正的，但其數據已不如二、三月。探究其因乃是，第二季歐美疫情開始發酵，民眾減少外出，所以需求嚴重不足。而我們是開放的經濟體，自然受到影響，因此我們可以看到製造業數據在四月份時很明顯地下滑。



資料來源：吳中書提供。

2020年4月臺灣製造業採購經理人指數為47.6%

其實，今年前幾個月受傷最重的是非製造業，因為很多服務沒有辦法提供。過去在 NMI 調查上很少看到如此低的數據，此現象幾乎出現在全世界各個國家。我們台灣也不例外，很多零售業、餐飲業或旅行業受到很大衝擊，但因為我們疫情防範較為得宜，非製造業 NMI 指數的跌幅，相對其他國家較為緩和。

## 二、美國因應疫情所推動的貨幣寬鬆政策

在疫情轉向美國擴展後，美國經濟首當其衝，為了挽救經濟及資本市場，美國聯準會所採取的因應措施依其所宣布的時間順序表示如下：

1. 2020/3/3 聯邦銀行緊急降息 2 碼至 1.00% ~ 1.25%
2. 2020/3/15 降息 4 碼至 0.00% ~ 0.25%，啟動 7000 億美元購債計畫（含 5000 億美元公債與 2000 億美元 MBS）
3. 2020/3/23 宣布無限量收購美國公債與房貸擔保證券（MBS）
4. 2020/4/9 推出 5000 億美元市政債融通機制（Municipal Liquidity Facility），3500 億美元薪資保護計畫貸款機制，以及 6000 億美元中小企業貸款計畫（Main Street Lending Program）

從上述中可以發現，美國在因應疫情上，其所採取的動作非常快速，而且採取措施的時間並非在正常開會議程的時間表中。因為聯準會覺得疫情非常嚴重，應該馬上給予急藥。在 3 月 3 日就將聯邦基金利率降了 2 碼，3 月 15 日則是大幅下降 4 碼來到 0%。同時，啟動 7000 多億美元購債計畫，收購 5000 億美元公

債及 2000 億美元不動產抵押貸款證券（MBS，Mortgage Backed Securities）。在 3 月 23 日時宣布無限量量化寬鬆，這是美國歷史上的首見。雖我們知道在 2007 年～2008 年爆發金融海嘯時，美國曾經花了兩、三年實施 QE1、QE2、QE3、QE3 extension，但現在則是在一個月內全部實施，大概沒有一個國家有這麼劇烈的貨幣政策。的確，若就狀況來看，是很不樂觀的，但若就經濟動能長期的發展而言，是否應該如此？未來勢必有所公論。

2020 年 4 月 9 日之後，美國聯準會不止是對一般金融機構的流動性充足資金，甚至推出 5000 億美元市政債融通機制（Municipal Liquidity Facility），希望維持地方政府財政穩健。此外，還有 3500 億美元薪資保護計畫貸款機制，希望能夠穩住就業。此外，並對此波疫情中受傷最重的中小企業推出 6000 億美元的中小企業貸款計畫（Main Street Lending Program）。

目前美國聯準會所實施的貨幣政策，不論是傳統的貨幣管道，抑或是信用管道，都有所顧及，其影響層面大致可以分成六點來看：

#### 1. 增加金融機構的流動性，防範信用緊縮效應

從貨幣政策的角度來看，幾乎是將整個貨幣對金融和總體經濟可能的影響管道全面暢通起來，尤其是對金融市場流動性。在景氣急縮時，經濟學家最為擔心的是信用緊縮（credit crunch），資產價格的大幅跌價會使銀行財務結構快速惡化、資金不足，貸款意願低弱，拖累實體經濟的運作，因此需要對金融機構挹注資金。

#### 2. 降低社會大眾的信用限制

降低社會大眾的信用的限制（credit limit），增加其融資，維繫消費與投資意願。

#### 3. 提升州與地方政府的償債能力

針對各州與地方政府協助償債，避免州與地方政府出現財政困難的情形，進而影響教育與其他公共行政作業。

#### 4. 中小企業融資管道之暢通，維持企業的正常運作

透過貨幣政策暢通中小企業融資管道，使其營運持續。

#### 5. 就業與房貸的保障，維繫消費能力

透過就業保障，希望能夠維持社會大眾的消費力道。

#### 6. 股市的支撐效果與投資信心的維護

川普非常在意股市的變化，因為股市屬於領先指標，而且是反映社會信心的指標。川普希望穩住股市，讓大家在消費或投資的信心上獲得支撐。

若就聯邦政府各種策略來講，個人覺得非常到位，幾乎各個面向都有所顧及，而且時間是蠻及時的。但令人擔憂的是如此短的時間，投入如此多的猛藥，是否會造成日後難以承受的後遺症。經濟學者通常比較希望採取循序漸進較為穩健的措施，其後遺症狀較為可控。現在幾乎是採梭哈的型態，前所未見。或許聯準會鮑爾主席來自產業界，比較敏銳，其後續的發展為何，值得我們觀察。

### 三、對經濟、通膨與資本市場的可能影響

就量化寬鬆對未來通膨的影響而言。以美國為例，為防止次級房貸所引發的金融海嘯持續惡化，2008年12月16日美國聯準會將聯邦基金利率降低到0.0%~0.25%，接著先後陸續實施QE1、QE2。隨後因通膨上揚，開始執行買長債賣短債的扭曲操作（operation twist）。等到通膨較為穩定後再繼續執行QE3與QE3 extension。同時推動前瞻指引策略，宣示在2015年年中之前不會調整利率，維持零利率不變，讓社會大眾感受政府有決心要恢復經濟動能。

究竟這段時間貨幣供給增量多少？根據狹義定義的貨幣供給M1而言，在2008年為4.53%，2009年擴增至14.13%。從2011年到2014年為止，依美國的貨幣供給成長率的歷史數據而言，此階段美國M1的年增率是屬於高水準。但是，隨著風暴逐漸平息，貨幣成長率開始下降，到了2018年、2019年又再回到四點多%。

美國貨幣供給量與CPI

	美國貨幣供給量		CPI	
	M1年增率%	M2年增率%	CPI年增率%	核心CPI年增率%
2005	2.03	4.28	3.36	2.15
2006	0.22	5.21	3.23	2.51
2007	-0.14	6.18	2.87	2.34
2008	4.53	6.79	3.83	2.30
2009	14.13	8.08	-0.31	1.70
2010	6.39	2.47	1.64	0.96
2011	15.37	7.24	3.14	1.66
2012	15.17	8.67	2.08	2.11
2013	10.12	6.78	1.47	1.76
2014	10.41	6.16	1.61	1.75
2015	7.34	5.76	0.12	1.83
2016	7.51	6.76	1.27	2.21
2017	8.48	5.71	2.14	1.85
2018	4.38	3.89	2.43	2.14
2019	4.44	5.12	1.81	2.19

資料來源：FRED、BLS。

接著，再就廣義貨幣供給M2來說，由於M2的規模較大，通常其年增率無法與M1並駕齊驅。在2005年至2008年的期間，美國M2的年增率大體介於4%~7%之間，2009年、2012年曾超過8%。2013年後除2018年外，大致是處於5%~7%的區間。亦即，2009年至2012年的量化寬鬆政策並未使美國廣義定義貨幣供給額增加太多。

從這段期間，美國貨幣供給與物價的關聯性來看，兩者並未呈現顯著關聯性。在 2009 年至 2014 年當貨幣供給 M1 年增率呈現兩位數字增長的時候，美國消費者物價指數年增率僅在 2011 年出現 3.14%，其餘大多在 2% 或以下，核心 CPI 更只有在 2012 年出現 2.11%，其餘皆在 2% 以內。

探究其因，主要是美國經濟成長力道不足，內需擴張有限，即便高貨幣成長並無法帶動物價的揚升。此外，2014 年年中以後，快速下滑的國際石油價格，亦是物價維持穩定的重要原因。

美國貨幣供給量

美國貨幣供給量		
	M1貨幣供給量年增率%	M2貨幣供給量年增率%
2019 M01	2.46	4.52
2019 M02	3.87	4.18
2019 M03	1.76	3.89
2019 M04	3.23	4.04
2019 M05	3.65	4.32
2019 M06	4.80	4.66
2019 M07	4.92	5.12
2019 M08	4.44	5.07
2019 M09	5.38	5.52
2019 M10	5.63	6.46
2019 M11	6.71	6.88
2019 M12	6.05	6.47
2020 M01	6.40	6.73
2020 M02	6.57	7.39
2020 M03	14.73	11.31
2020 M04	27.55	18.34

資料來源：FRED。

COVID-19 疫情爆發以來，美國聯邦銀行積極的寬鬆貨幣政策使美國貨幣供給出現罕見的高成長。M1 年增率由 2020 年 2 月的 6.57% 大幅上升至 3 月的 14.73%，4 月更高達 27.55%；M2 方面亦由 7.39% 分別揚升至 11.31% 與 18.34%。

高貨幣增長是否會引發美國的通貨膨脹壓力？個人認為短期間不會，因為，即使如此高的貨幣供給，在景氣快速下滑，需求不振的壓力下，物價不易揚升。且國際石油價格在短期間內不易呈現大幅上漲的情形。以目前的國際原油價格，仍有很多國際油商是呈現虧損的狀態，短期間要改善供過於求的情形並不容易。再者，有些國家基於環保的觀點，仍然積極推動替代能源。我們反而要擔心持續低迷油價所可能引發部分仰賴石油輸出的高債務國家債信下滑的問題。

至於這些熱錢流到哪裡？寬裕的資金的確對房地產市場，以及股市產生很大的支撐力道。美國股市從高點的兩萬九千多點，最低跌到一萬八千多點，現在反彈到兩萬五千點左右，大部分是資金充沛之功。因為如此多的資金在對實體經濟疲弱之下，毋庸置疑勢必流到非實體經濟，也就是轉往金融市場。這在短期對經濟體系的穩定非常重要。若股市無法穩定，則其所可能引發的信用緊縮、市場流動性不足，乃至於對實體經濟運作的負面衝擊可能要花費很多年才能使經濟恢復到應有的動能。

## 四、結語

未來經濟動向的可能情形為何？我們大概可以提出幾個看法：首先，短期間經濟呈現明顯遲緩，且隨後的復甦期可能拉長。因為疫情的發展此起彼落，歐洲逐漸改善，但美國、部分南美洲與亞洲國家方興未艾，尤其是部分國家醫療設施不佳，資訊不透明，使國際疫情不易全面控制，此將使國際貿易大受影響，使經濟恢復力道減弱、時程拉長，經濟出現 V 型反轉的機會並不大。值得注意的是，由於景氣的復甦可能需要一段時間，因此目前高失業率改善的幅度不會那麼快。雖然當前台灣現在並沒有本土案例，但國外許多國家疫情仍在燃燒中，不僅我們對開放有所顧慮，國人前往該國亦存在疑慮，使得國際交流大多處於暫時凍結狀態。對外商務與旅遊活動的停滯，會拖累整體經濟復甦的力道，此現象亦普遍出現在世界各地，因此短期內國際失業率要大幅改善的機會並不高。在物價方面，由於國際經濟遲緩的現象可能要持續至明年第一季，再加上平穩的油價，世界各主要國家短期內並不存在通貨膨脹的壓力。至於在資產市場方面，急遽寬鬆的貨幣政策與刺激的財政政策對股票市場與房地產市場產生一定的激勵作用，但金融市場的活力是要仰賴實體經濟的支撐，若實體經濟因疫情蔓延而遲遲無法恢復應有動能，則股票與房地產市場的榮景可能無法持續。

對於未來經濟情勢的發展有下列幾項不確定性因素。首先，疫情的發展。到目前為止，雖然部分國家如台灣、日本、中國大陸、加拿大、英國、法國與德國等國的疫情已暫告平穩，但美國、巴西、印度、印尼、墨西哥與南非等國的疫情仍令人擔憂。原先預期疫情到了夏季會有所改善，可是依目前的發展型態觀察，溫度提高對於新冠病毒的壓抑效果有限，更何況南美洲已逐漸步入氣溫較低的季節，全球疫情要到那時候能夠完全受到控制？仍然存在高度不確定性。疫情的肆虐不斷，國際經濟恢復正常秩序的時程必定往後挪，各負面因素彼此交互衝擊，進而產生惡性循環的機率愈高，對國際經濟發展將產生更高的風險。

第二，美中霸權的角力。正當國際經濟因新冠疫情而萎縮之際，美中彼此政治、經濟、軍事的角力似乎未曾間斷。使得原本已相當動盪的經濟金融情勢，增添更多的不確定性，世界各國企業生產鏈的發展策略更深受影響。

第三，各國債務問題。因應新冠病毒的衝擊，各主要國家紛紛大幅擴增政府支出，短期內對經濟動能的支持展現一定的力道。但目前世界各主要國家大多債務問題嚴重。尤其是中國大陸、美國、日本與委內瑞拉、巴西等國。若疫情使國際經濟遲緩的情形更加拉長與惡化，則高債務所可能衍生的問題將順勢陸續產生。屆時，國際經濟又要承受另一波不容小覷的考驗。

第四，地緣政治。美中兩霸權的角力範圍涵蓋經濟、政治與軍事等各層面。為了增加自己的盟友，不斷地運用合縱與連橫等各項策略相互攻擊。其中南北韓、中日、南海、兩岸、美蘇、中歐與中印，乃至於香港等議題皆可見角力的火花。而這些爭議很多是長久存在且複雜的問題。其中若發生擦槍走火的事件，對原本風雨飄搖的國際經濟，勢必帶來更多的動盪。

新冠疫情再嚴重也總有雨過天晴的時候，屆時國際經濟將展現較為亮麗的復甦氣象。但在疫情期間各國政府所採行的大幅寬鬆貨幣政策與巨額財政支出所引發後遺症的處理，將考驗各國政府的智慧。畢竟天下沒有白吃的午餐，政府貨幣與財政政策的過度濫觴，往往是埋下日後的深遠隱憂。



## II . QE+ 巨額紓困 全球債務風險上升



李沃牆

**現任：**淡江大學財務金融學系專任教授  
淡江大學兩岸金融中心副主任  
富華創投公司董事  
行政院消保處委員  
中華財務管理科技學會理事暨特聘講師  
美國註冊財務策劃師協會RFPI講師  
金融科技創新園區（FinTech Space）進駐審議委員

**學歷：**國立政治大學經濟學博士

**經歷：**真理大學財金學系副教授兼系主任  
台灣財務工程學會副秘書長  
台灣金融學術聯盟共同執行秘書  
兆豐第一創投公司董事  
連江縣政府（馬祖）縣政顧問  
金門縣誌編撰委員  
新舊制勞退基金委外操作評審委員

### 一、前言

俗云：「天下沒有白吃的午餐」，不論是財政政策、抑或是貨幣政策，都是雙面刃，亦即越強力的財政與貨幣政策，其所造成的後遺症愈大，所以我今天將針對 QE 與各國的強力紓困造成的財政赤字及延伸的債務問題進行分析。

先就全球債務風險來說，其實並非今年才出現的風險，過去幾年以來，全球債務即不斷上升。在此，檢視美國聯準會所實施的 QE，這次除了延續 2009 年到 2014 年 10 月 31 日止三次 QE，加上一次扭轉操作之外，這次比較特殊的是，史無前例購買美國公債與不動產抵押債券。

再從各國採取強力紓困來看，規模之大也是史無前例，而且後續還在持續加碼擴大。川普在三月底時通過史上最大紓困措施，共計 2.3 兆美元（約占 GDP 的 10.2%），後續還會持續加碼，包括直接給付人民現金，不論是救市抑或是對企業的紓困，金額絕對超過 3 兆美元。此外，英國、法國、義大利等都是歐洲疫情較嚴重的國家，這些國家受到疫情影響，不論是對人民的損傷，抑或是對經濟的衝擊，都是非常巨大；尤其英國，號稱經濟百年以來受到最嚴重衝擊的一次，所

以英國也提出了超過 3,300 億英鎊頗巨大的紓困措施，占 GDP 的 14.7%。法國所紓困的金額接近 3,780 億美元，占 GDP 的 14%。中國大陸雖開始所推出的紓困金額不大，但最近在其所舉辦的人大與政協兩會中也通過了接近 10 兆人民幣紓困措施，相當於去年 GDP 的 10%。日本則是在安倍宣布幾個地區進行封鎖後，同時宣布頗巨大的紓困金額達到 108 兆 2,000 億日圓，占 GDP 的 20% 左右，日本政府債務占 GDP 的比重已經超過 237%，如果紓困金額持續擴大加碼，勢必提高其占比。至於台灣這次初步所推出的紓困金額達到 1.05 兆元，占 GDP 的比重大概 5.5%，後續可能再行加碼。

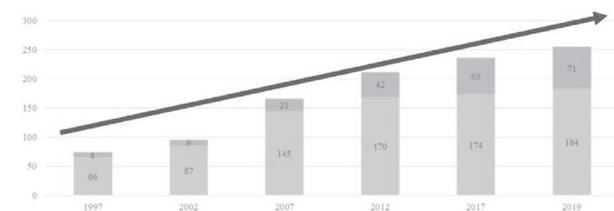
## 二、全球累積債務上升

誠如上述，巨額紓困的結果必然是增加財政赤字，導致債務風險急速上升。依據國際金融協會（IIF）四月最新所公布的報告顯示，去（2019）年，全球累積債務與 GDP 的比率達到 322% 歷史新高，整體規模達 255 兆美元，較 2008 年全球金融海嘯的高峰增加 87 兆美元。其中，發達市場的債務占 GDP 的 383%，規模達 184 兆美元；至於新興市場的債務從過去幾年以來，一直是大家認為可能引發債務危機的國家，包括：土耳其、巴西等國家債務，規模也超過了 71 兆美元，占 GDP 的 222%，預估今年首季累積債務將上升至 257 兆美元，達到占 GDP 的 342%。

若從 1997 年到 2009 年全球成熟市場、新興市場的累積債務變化來看，其中成熟市場債務在二十幾年期間中成長接近三倍，新興市場債務成長則是超過三倍以上。若以曲線圖示來看，整個債務成長趨勢幾乎已經接近 45 度角不斷上升。此外，來自國際貨幣基金組織（International Monetary

全球債務累積概況（單位：兆美元）

年度	1997	2002	2007	2012	2017	2019
成熟市場	66	87	145	170	174	184
新興市場	8	9	21	42	63	71
總計	74	96	166	212	237	255



資料來源：作者根據IIF資料整理及繪圖。

Fund, IMF) 截至去年十一月底止統計，主要國家債務總量占全球債務總量的占比，現今美國是全球 GDP 最大的國家；依據 IMF 統計，其債務大概占全球的 31.0%。中國大陸是全球 GDP 的第二，其債務占全球的 9.8%。雖日本是全球 GDP 的第三，但其債務總量占全球第二高、達到 17%。

再從全球債務累積前十名國家的債務總量占全球的占比，以及其占他們國家的 GDP 占比來看，若按債務總量占全球的占比，依序美國、日本、中國大陸、義大利、法國、英國、德國、印度、巴西、加拿大。如果按照地區，債務總量最大就是亞太地區，其次依序則是北美、歐洲、南美、澳洲等地區。

全球債務前十名國家

Rank	Country	Debt to GDP	Gross Debt (\$B)	% of World Total
#1	United States	104.3%	\$21,465	31.0%
#2	Japan	237.1%	\$11,788	17.0%
#3	China	50.6%	\$6,764	9.8%
#4	Italy	132.2%	\$2,744	4.0%
#5	France	98.4%	\$2,736	3.9%
#6	UK	86.8%	\$2,455	3.5%
#7	Germany	61.7%	\$2,438	3.5%
#8	India	68.1%	\$1,851	2.7%
#9	Brazil	87.9%	\$1,642	2.4%
#10	Canada	89.9%	\$1,540	2.2%

資料來源：<https://www.visualcapitalist.com/69-trillion-of-world-debt-in-one-infographic/>，IMF 2019/11。

在此，我們更進一步來看美國債務狀況，美國的在 1980 年代開始，已經出現所謂「雙赤字」（財政與貿易赤字）。尤其是在川普上任之後，美國債務更明顯地上升。在 2008 年金融危機前，雖然 Fed 資產負債表不大，但是經過 2009 年到 2014 年三次 QE，加上扭轉操作，其資產負債表已經暴增達到 4.5 兆美元；所以聯準會從前年起準備開始進行縮表，卻未料到突如其來疫情，影響其縮表計畫。在近期祭出無限 QE 後，截至 5 月 13 日數據，Fed 資產負債表已經高達 6.9 兆美元，其資產項目絕大部份是美國的短期、中長期公債，以及不動產抵押債券。

美國國債在 5 月 18 日即時數據中已經高達 25 兆美元，占 GDP 之比重已達到 118% 以上。5 月 26 日，美國國債已經來到 25 兆美元以上，占比已經從 118% 上升到 119.72%，亦即代表在短短幾天期間中，美國國債又再新增不少債務。

再從 2010 年到 2020 年的美國赤字變化來看，包括債務增加額度、財政赤字率與 GDP 占比等項。美國的債務在最近十年一直是非常高，特別是在川普 2016 年上任之後，因為對企業的減稅，還有增加基礎建設等，加上這次巨額紓困，今年美國財政赤字與其整體債務勢必有所暴增。依據高盛 (Goldman

美國近 10 年來財政預算赤字變化

財政年度	赤字(10億美元)	債務增加(億美元)	赤字 /GDP	國債 (兆美元)	國債 /GDP (%)
2010	\$1,294	\$1,905	8.6%	13.53	90.24
2011	\$1,300	\$1,229	8.3%	14.76	94.99
2012	\$1,077	\$1,276	6.6%	16.05	99.10
2013	\$680	\$672	4.0%	16.72	99.61
2014	\$485	\$1,086	2.7%	17.79	101.52
2015	\$442	\$327	2.4%	18.12	99.43
2016	\$585	\$1,423	3.1%	19.54	104.41
2017	\$665	\$672	3.4%	20.21	103.52
2018	\$779	\$1,217	3.8%	21.46	104.29
2019	\$984	\$1,314	4.6%	22.67	105.80
2020	\$1,083	\$1,281	4.8%	NA	NA

資料來源：作者根據美國財政部及<https://www.thebalance.com/>資料整理。

Sachs) 估計，截至今(2020)年9月30日財年，美國聯邦政府預算赤字可能達到創紀錄的3.6兆美元，下一財年料為2.4兆美元。

無庸置疑，大家對中國大陸的債務赤字也是非常好奇，而且很多數字從不同機構的調查加以觀察或許有些差異。依據國際金融協會(IIF)2019年7月發表最新報告指出，2019年Q1，中國大陸企業、家庭和政府債務整體存量已經超過40兆元，占GDP的比例已上升至303%，大約占全球全部債務的15%。尤其今年受到疫情影響之下，估計數字將會更高。再從Bloomberg估計來看，又比IMF所估計的債務占全球的9.8%更大。亦即今年受到疫情影響，採取巨額紓困，如果再行增加政府10兆元紓困，加上地方債、企業債、家庭債務持續增加，Bloomberg估計到2022年時，中國大陸整體債務占GDP的比重將會高達327%。

接著，再就中國大陸企業債違約狀況加以觀察，最近幾年中國大陸正在大力發展債券市場，推出「債券通」。目前債券市場規模應該是全球第三大，所以其債務也隨著整個債券市場發展，快速上升；尤其兩年之前開始受到美中貿易衝突，接著受到疫情打擊影響，雖然2017年債務增加幅度不大，但是在2018年時已經超過1,200億人民幣，截至2019年10月初，中國大陸境內違約債券本金合計約1,028.8億人民幣，為史上第二個違約金額超過千億的年份，2020年估計違約金額將會再創新高。過去，他們有債券的違約記錄之後，違約金額與家數持續上升，特別是中國大陸一家的「恆大地產」，去年就爆發了接近五千億人民幣債券違約。今年首季企業債違約金額，如果是與去年同期來比，增加更多；估計今年將有很多得債務到期，企業債違約恐怕還要持續增加。

再者，是大家非常關心的中國大陸地方債，過去大家一直想要了解到底企業債與影子銀行的債務金額是多少，因為很多機構數據差距頗大，很難得知精確數據。依據標準普爾2018年預估，中國大陸地方政府隱藏債務預估已經高達40兆元人民幣，占GDP的60%。但是，中國大陸官方過去也進行至少有兩次到三次全國審計調查，中國大陸官方認為其地方債存量相對GDP仍屬可控範圍，此為官方與一些機構或很多投資人的看法較大差異所在。若從中國大陸近年地方債發行狀況，特別今年是在這次10兆元紓困措施之中，就有包含地方專責債發行。

此外，最近幾年快速上升的是家庭債務，或許大家意料不到，因為過去大家認為華人世界應該為勤儉是美德，包括中國大陸也是。但是，這幾年來整體消費習慣改變，不僅年輕人，而且年長的人也是寧願將工作期間的絕大部份所得，好好加以享受，所以中國大陸消費金額成長快速，其所累積債務也是較多，其中也有很大部份將資產投入在房地產，估計將近八成。

1996年中國大陸家庭負債占GDP的比重僅有3%，2008年就增至18%，到了

2017 上半年已激增至 47.5%，比較 2008 年增加接近 30 個百分點，目前已經遠遠超過國際水準 50% 以上。美國家庭負債占 GDP 之比重，接近 40 年時間始由 20% 升至 50%，中國大陸卻是不到 10 年。不可否認，債務上升之後，其後遺症也是不輕，若中國大陸希望依靠內需作為甚至取代出口促進經濟成長，則恐怕因家庭債務上升而變成有減緩的效果。

其實，惠譽（Fitch Ratings）在 2019 年 7 月時指出，中國大陸家庭債務 GDP 占比攀升速度大約是名目 GDP 增幅的一倍。美國銀行（Bank of America）也是預估，2018 年中國大陸家庭債務 GDP 占比達到 55%。中國人民銀行在其 2019 年度金融穩定報告中更是指出，中國大陸家庭債務 2018 年衝擊中國大陸國內生產毛額（GDP）60%，其債務總額相當於家庭收入之總和。中國人民銀行甚至預警，中國大陸家庭債務對整個人民的消費及對經濟的成長動能，應該都有巨大影響。

雖我們觀察中國大陸財政赤字率不高，過去十年以來大概只有 2016 年接近 3% 國際警戒線，去年預算則是 2.8%；但今年在國內、外的衝擊之下，這次特別提出一籃子財政刺激計畫約 10 兆人民幣規模，包括發行地方專項債 4 兆人民幣、提高中央財政赤字 3.75 兆人民幣、發行抗疫特別國債 2 兆人民幣，所以在今年人大會議中提出財政赤字率接近 3.6%，超越往年。

### 三、美中台及新興市場債務分析

如果就以台灣的國債來看，因為都會符合公債法上限，所以不會超標。目前國債，包括中央與地方債大概超過 6 兆多元。但是，如果將政府未來必須撥補幾 10 幾億的退休基金加入，尤其目前退休基金都面臨著破產疑慮，加上健保已經入不敷出，為了安全資金儲備，現在政府打算每年撥補兩百億元。至於「紓困 2.0」振興方案擴大辦理，其金額已加碼至 1.05 兆元，紓困特別預算原訂 600 億元，其中包括舉債 300 億元，移用歲計賸餘 300 億元，後續又再追加 1500 億元，共計 2,100 億元，在這些債務的累積之下，台灣未來恐怕隱藏債務將會持續增加。但是，如果觀察財政赤字率，其實並不高，甚至 2019 年是 22 年以來的首次達到收支平衡，所以其數據頗為亮麗。

新興市場債務也是正在快速累積，因為本來其經濟成長已經不太理想，加上這次疫情之後更加嚴峻，依據世界銀行（World Bank）研究，在超低利時代的背景之下，到去（2018）年年底止，新興市場債務達到 55 兆美元之鉅，債務累積速度是史上之最快，並且指出一旦全球利率上升，新興市場國家恐將爆發債務危機。其實，過去也有很多評論指出，中國大陸可能發生金融危機，但是目前來看，應該屬於局部性機率較高，因為在中國大陸的嚴格控制之下，個人認為全國性風險並非外界所評論的如此之大。

依據牛津經濟研究院數據顯示，自 2007 年以來，新興市場公共與民間債務總額增加數倍，占全年經濟產值之比率從大約 70% 躍升到 165%。國際金融協會（IIF）統計數據也是顯示，從 1 月 21 日算起的 70 天，外資從新興市場淨流出的金額高達 925 億美元，其失血額至少為 2008 年至 2009 年止全球金融海嘯高峰期間的兩倍，所以巴西、義大利貨幣都出現了相當幅度貶值。亦即貶值加上債務上升與經濟衰退，個人覺得極有可能成為不定時炸彈。

#### 四、結論

我們常講：「冷在風中，窮在債中」。因此，全球如果過去所累積的債務，因為這次紓困，以及疫情對經濟的衝擊，進而爆發規模較大金融危機，如此可能將會影響今年甚至明年經濟復甦。在此一狀況下，個人認為不見得是「Nike 勾勾型」，而是呈現 L 型停滯或 M 型衰退。國債惡化當然也會對未來經濟的發展、債務、引發世代不公等很多問題。其實，美國過去在歐巴馬任內面臨財政懸崖及政府關門（shutdown），川普任內也不只一次面臨政府關門危機；最嚴重的是，在 2011 年 8 月 5 日時，美國百年以來首次遭到降級，引發短期的金融市場衝擊，所以未來在巨額紓困、財務增加的狀況之下，上述的危機還有可能發生。

另一實例則是韓國，前一陣子有一部非常熱門的電影－「分秒幣爭」，敘述韓國在 1997 年、1998 年時所面臨的亞洲金融風暴之後，國家瀕臨破產邊緣，這部電影就要透過人民慷慨解囊，捐獻黃金、首飾等，加上求援 IMF。其實，韓國經濟在這一兩年中受到美中貿易戰與這次疫情衝擊頗大，雖疫情開始之初大概有點失控，但後來漸至佳境，目前正在等待經濟復甦。

反觀中國大陸失業人口，依據保守估計，可能超過一億人以上；至於美國四月份的失業率達到 14.7%，是二次大戰以來的最高；川普從自稱 1969 年以來最低的失業率 3.6%，瞬間竄升達到 14.7%，疫情衝擊之大，可想而知。因應新冠肺炎疫情衝擊，各國政府已經挹注資金接近八兆美元救市，預料未來將會推出更多刺激措施。因此，IMF 警告，此舉將會擴大財政赤字，今年全球公共債務占比可能飆升 13%、達 GDP 的 96%。另一方面，經濟學人智庫（EIU）也是警告，龐大債務危機可能來襲，全球經濟可能面臨第二波衰退打擊，實不容小覷。

### III . 疫情下的全球量化寬鬆風險



李勝彥

**現任：**新光金控獨立董事

國立台北大學亞洲研究中心榮譽顧問  
亞洲金融季報總編輯

**學歷：**美國匹茲堡大學經濟學博士

日本神戶大學經濟學碩士  
國立中興大學經濟學系學士

**經歷：**台新金融控股公司顧問

中國輸出入銀行理事主席、總經理  
臺灣銀行總經理  
中央銀行經濟研究處副處長、處長、業務局局長  
美國華府公共服務委員會資深經濟專家  
日本大阪國際大學政經學部教授  
美國馬利蘭大學助理研究員  
美國維吉尼亞電力公司經濟專家  
美國華府公共服務委員會資深經濟專家

#### 一、前言

在新冠疫情威脅下，全球各國為了挽救經濟，無不實施量化寬鬆政策，其過程確實相當快速。今年之前，正在討論是否縮表或是持續寬鬆，卻因受到疫情衝擊，結果瞬間風雲變色，在這樣的狀況之下，令人關心的是，其未來是否衍生金融危機。一般而言，金融危機相對概念可以分成：

- 金融變動：市場現象
- 金融泡沫：辨識困難（破滅之後始知）
- 金融風暴：經濟實質面大幅轉壞（例如經濟成長、就業）

先從股價反彈來說，美國道瓊指數從二月最高的兩萬九千點，到三月大幅下跌至一萬多點，下跌一萬多點是相當可觀的。雖股市下跌很快，但反彈也快，這種狀況好像難以指出其屬於金融風暴。其實，金融風暴係指經濟實質面在短期內大幅波動，例如失業在短期內大幅變化，很難恢復，如此我們可以說是風暴。至於金融變動方面，例如早上的股價，中午的收盤都不一樣，這是屬於金融變動，

並非金融危機。

其次，各國拼命實施量化寬鬆，雖引發股價大幅變動，但好像沒有造成市場失序狀況。再以美元指數作為觀察，除了新興國家比較貶值之外，美元好像還是維持強勢狀況，並未失序，如果美元劇貶，美元指數貶到八十以下，此時則須注意。若美元穩定，則國際金融市場、外匯市場想要脫序發展，不大容易。

誠如上述金融變動，例如股價上上下下變動，是屬於市場的現象。相對金融泡沫而言，在基本上是一個價格超過既有的基本面，但是如果泡沫不破，不能說是一個泡沫。亦即我們必須經過一段時間之後，再行檢視其過程有無呈現劇變，最後回歸原點什麼都無，始能說明其屬於泡沫。

至於物價反彈，過去物價反彈原因大多因為石油危機，但是現在美國頁岩油蓬勃發展，在原由供應上不致造成短缺，若沒有石油戰爭，則物價和油價大概也是難以上漲；加上疫情造成經濟衰退，需求不是那麼強勁。

很顯然地，經濟實質面大幅轉壞極易形成較可怕的金融風暴。其實，近年美國經濟本來相當穩健，經濟成長大致維持 2% 左右；不過，今年二月之後所突發的疫情，造成經濟大幅轉壞，經濟成長率劇跌，失業率大幅增加，儼然已經形成一個風暴。

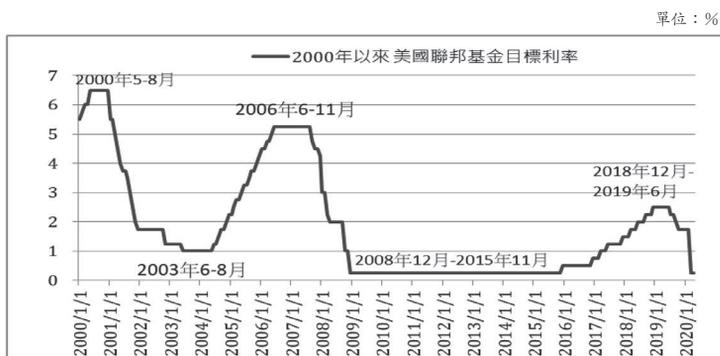
## 二、疫情擴大恐將迫使各國央行持續推出量化寬鬆

在此，我們先行回顧全球金融風暴之時所實施的量化寬鬆政策。2007 年美國次級房貸風暴重創美國金融業，進而於 2008 年 3 月引爆全球金融風暴迄今超過十年。不過，近年因美國經濟呈現穩健成長，而帶動全球景氣活絡。亦即今年二月在疫情爆發前，美國經濟屬於穩健成長，此與 2008 年金融風暴爆發之時的貨幣政策和金融市場失調，導致泡沫破滅有所不同。若從 2008 年金融海嘯之後一路走來，我們歸納其政策不是過緊就是過鬆，與市場之狀況似乎不太搭配。其實，美國聯準會貨幣政策是相當的透明，容易猜測，就是希望達成就業最大化及物價穩定化目標，接著就是在目標達成後讓極度寬鬆的貨幣政策退場。

事實而言，美國 Fed 的政策利率之變動是金融風暴的主要源頭。例如：2001 年在網路泡沫破滅時實施寬鬆政策，2004 年則是開始緊縮政策。2007 年爆發次級房貸風暴，2008 年以來超級量化寬鬆政策（降息及量化寬鬆 QE），2016 以來開始實施「利率正常化」和 Fed 縮表計畫，讓寬鬆的貨幣政策退場從 2016 年、2017 年時開始退場；不過，其退場卻僅一半，馬上又再實施寬鬆。因此，可以說是緊縮一半，馬上又再寬鬆，因為寬鬆緊縮是貨幣政策的宿命，不足為怪，所以

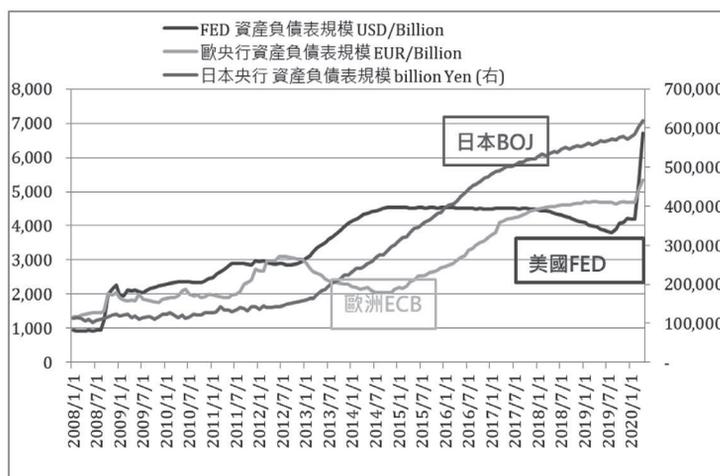
Fed 就是在貨幣政變動中扮演重要角色。

再從美國、歐盟和日本等三大經濟體央行實施 QE 情形來看，美國於 2008 年、2009 年金融風暴時，曾經聯合十個國家很快實施降息，再隔一年開始實施 QE，其 QE 從 2008 年一直到 2016 年，至 2017 年時始採緊縮政策；不過，川普上任不久之後則是暫停緊縮。如今，面對疫情衝擊之下，Fed 被迫選擇採取沒有上限 QE，造成其資產負債表瞬間上升。



資料來源：李勝彥提供。

美國政策利率



資料來源：李勝彥提供。

美歐日央行資產負債表規模

日本央行從來沒有提及縮表，迄今一直實施放錢，尤其在此次新冠疫情爆發後提高放錢速度，從原先六百兆日圓，倍增到一千二百兆日圓。至於歐元區經濟體方面，也是在新冠疫情爆發後馬上很快實施 QE 收購債券，其在實施上也是有如美國，採取沒有上限收購。

在此，回顧 Fed 縮表計畫，其規劃從 2017 年 10 月起正式啟動，初始每月縮減上限，美國公債和房貸抵押擔保證券（MBS）各 60 億、40 億美元，將金融海嘯以來累積的 Fed 資產負債表 4.5 兆美元，到 2019 年 2 月 20 日時已縮減至 3.98 兆美元，希望到 2022 年時降至 2.5-3.5 兆美元。不過，Fed 主席鮑爾在 2019 年 2 月 27 日時表示，Fed 決策官員即將同意在今年年底時停止縮表，使得 2019 年 3

月債市傳聞 QE 可能重現。其實，縮表威力極大，難以評估，其將使全球欠缺美元流動性。

不論是金融海嘯，抑或是最近疫情，全球在量化寬鬆下將呈現「成長低、利率低、物價低」的三低現象。在低成長狀況下，寬鬆貨幣政策將會刺激資產價格上升，進而擴大財富與所得的差距。這是相對報酬率比較，成長率就是投資資本報酬率一樣，首先必須刺激資產價格，如果資金沒有找到相對報酬率較高地方，就是先買資產，在資產中比較能夠一搏的是股票，所以股票在經濟有轉好的跡象時，將一定是帶頭往前衝鋒。若以最近狀況來說，不論是美股或台股，因為疫情爆發，經濟活動都被凍結，大家僅能在家或利用視訊，所以各個資金無處漂流，現在疫情似乎有轉為和緩的跡象，資金馬上大批出籠，有別於美股在疫情正在嚴重時，呈現多次熔断現象。

其實，美國在 2017 年到 2019 年期間，其經濟是屬於相當穩健的狀況，使得美元指數居高不下。至於目前新台幣為何居高不下，個人認為因為我們疫情沒有那麼嚴重，我們防疫管理又比其他國家良好，所以此時資金將會隨著進來。

此外，全球主要股市表現方面，雖在 2019 年時都是欣欣向榮，但 2020 年 2 月疫情爆發之後迄今，每個國家股市都是受到相當程度影響。究竟股市變動，是否可能導致經濟衰退？一般而言，股市及經濟衰退有很大的程度取決於股市的長期低迷不振，如果股市長期低迷不振，則將可能形成金融風暴。一旦淪為金融風暴，要讓它起死回生通常比較困難，1990 年代日本的房市泡沫所造成的金融風暴是明顯實例。

通貨膨脹率走勢，是各國採取 鬆政策的一個很重要的參考指標。2008 年以來，美、歐、日、英等國家皆是設定消費者物價指數（CPI）年增率 2% 作為政策目標（對應現代貨幣理論 Modern Monetary Theory），除了日本尚未達標之外，美歐英皆已突破 2%。上屆 Fed 主席，在打破美國通膨超過 2% 時，自己發明一個容忍說法：大家需要耐心，通膨稍微超過 2%；但是，此話一出，美股馬上上升，所以物價確實是很多傳統的貨幣理論，或者是貨幣學、經濟學理論重要的一個貨幣政策參考指標。雖最近有人引用「現代貨幣理論」指出，若沒有通貨膨脹，和沒有財政赤字擔憂，國家一直印錢沒有關係；但另一方面也被人家認為說是沒有什麼根據。不過，在實際上現在實施量化寬鬆國家，其重要的依據是通貨膨脹多寡，若沒有通貨膨脹，則就不必要憂慮，經濟體較大國家都在拼命印錢。

如果提及財政赤字，日本確實是現代貨幣理論的實際執行國家，其目前債務占 GDP 的比重已經超過 230%，但是日本似乎沒有在意其上限。其實，日本從

二三十年前開始從事財政改革，其債務占 GDP 的比重卻是越來越高。很久以前，大家認為日本債務快要破滅，債務泡沫就要出現；不過，日本的公債所擁有的主體 92% 以上是日本國民，所以日本是自己印發公債，自己的國民購買，所以沒有資金外流現象，此與其他國家不可同日而語。

整體而言，市場利率反映是寬鬆政策能否持續的觀察指標，包括：

- 短期（二年期）公債殖利率上升，是反映緊縮政策的跡象。
- 長期（十年期）公債殖利率上升，是反映通膨升 的跡象的跡象。
- 短期殖利率若是大於長期殖利率（殖利率倒掛現象），是反映政策趨緊、景氣 低迷的來臨。

### 三、全球量化寬鬆是否引發股價與雙率市場失序

任何投資泡沫現象一定有破滅的時候，其可能情形有三：

- 投資本身的報酬率已達極限的破滅。
- 因發現其他較高的報酬率而投資轉向的破滅。
- 因貨幣當局難以忍受泡沫的吹大而政策趨緊的破滅。

一般而言，泡沫要上升的背景一定是景氣低迷、通貨膨脹低及利率水準低，所以價格才會上升，金融機構或政府機關也是都有關係。例如：現在我們在收購，銀行也配合，投資者對價格的追漲，從數天之前到現在股價都在上漲，因我們也想而追漲，所以股價不斷上漲。之後，隨著景氣好轉，一般物價將會上漲，所以將會吹大泡沫，泡沫吹大之後將會呈現什麼反應，將會什麼時候破滅，難以掌握。一旦破滅之後，經濟學家始會檢視，本身報酬率已達極限，若有發現其它較高報酬率投資則就轉向。

不過，最重要的泡沫是貨幣當局難以忍受，就會發出泡沫即將破滅警語，貨幣當局當然也受不了，有些專家學者則會建議調高利率，或是採取縮表等。亦即價格有升有跌，我們難以判斷什麼金融情勢始能稱為泡沫。雖泡沫經濟是無法事先預測的，但有跡可循。因此，僅有在泡沫破滅難於修復時，回頭檢視我們始知曾經歷一個泡沫起落循環。

舉例來說，1980 年代中期之後日本房市神話泡沫，雖在此之前曾經推升日本日經股價指數在 1989 年 12 月 29 日時達到最高 38,916 點，但泡沫破滅之後迄今，即使在目前日本安倍首相的極度貨幣寬鬆之下，其股價指數從未回到最高水準，

其反映當時日本經濟泡沫吹漲很大，破滅之後造成經濟受傷很重，加上日本經濟結構障礙，需要長期政策療傷。但是，另一方面，雖日本經濟長期呈現成長低迷，所謂失落二十年、三十年，但卻又很少國家能夠在如此之高債務比例，以及偏低經濟成長之下維持相當活力。此乃使得世界有任何風險時，很多資金就會轉往日本避險，購買日幣避險，所以日本是一個特殊的正常國家。

2008年美國次級房貸泡沫破滅，美國道瓊股價指數雖曾經在2009年3月6日時跌到最低6,627點，但之後受到美國聯準會（Fed）持續推出極度寬鬆貨幣刺激政策，經過長期在寬鬆貨幣加持下，道瓊指數在2020年2月12日時創下29,568點歷史新高，反映美國實質經濟復甦與其寬鬆政策的妥當性及關聯性。但是，受到此次新冠病毒疫情影響，道瓊指數在短期內曾經於2020年3月23日時急速下墜來到18,213點。這整情形是否屬於泡沫？或者說是緊縮過度，目前因為加入疫情因素，其實難以判斷。

究竟美股存在哪些的特點？個人從金融海嘯中觀察其變動，大致可以歸納：第一，若金融風暴不是源自美國本身或與美國沒有直接的密切相關，例如1990年代日本房市泡沫破滅、1997年亞洲金融風暴等，則不致對美股產生重大之衝擊。第二，美國三大股票指數若漲跌互見，則表示其股市發展並不十分穩定，而且美國身為科技大國，若Nasdaq科技類股持續下跌，則表示科技產業投資減少，美國後續經濟成長將會受到影響。此乃川普為要在科技上維持全球領導作用，現在打擊華為不遺餘力原因所在。

至於將影響美國股市泡沫危機之潛在因素，包括：

- Fed 啟動升息和縮表（資金成本和流動性）。
- 美國經濟成長和企業獲利等基本面不如預期（美國景氣與減稅帶動獲利成長）。
- 長期公債殖利率遽升。

美國是否危機即將來臨，從上述針對美股的發展，以及將產生泡沫的主要的因素來看，雖Fed現在是在資金流動性儘量放寬，但最為重要的是基本面，例如股票的基本面就是企業的獲利基本面。美國S&P500指數EPS，以及美國企業稅後獲利，到2019年時都是還好，現在我們需要觀察的是2020年表現狀況。

#### **四、各國量化寬鬆紓困是否觸使疫後全球物價反彈**

全球各國在實施量化寬鬆紓困後是否造成疫後物價反彈，個人認為沒有什

麼通膨疑慮。不過，川普說話將會影響鮑爾。川普曾經說過：「美元利率不能太低或太高，也不樂見美元太強」，這一句話已經穩定全球物價，使得美國物價不致產生輸入性通貨膨脹。不過，在 2020 年 5 月中旬時川普表示：「現在是強勢美元利多的大好時機」，顯然川普的政治壓力和鮑爾的經濟現實之磨合，將會是 Fed 的重大課題。

從「商人」之論點觀察，保護主義氣焰將會調整，在川普主政下雙率急升機率不大。雖現在是強勢美元的大好時機，但不能強得太過離譜，所以在利率已經極為低檔得下，難以呈現通膨現象。

至於雙率現況持續性方面，目前美國、歐洲、日本、中國大陸等四大央行目前在貨幣政策上都是選擇 QE；不過，中國大陸人民銀行僅是實施一半 QE。至於其重點可以整理如下：

- 美國聯準會 (Fed)：2020 年 3 月 3 日及 15 日召開緊急會議，由於新冠病毒疫情已對美國經濟造成傷害，決議調降聯邦資金利率目標區間至 0~0.25%，並且承諾沒有上限收購債券資產等寬鬆貨幣政策。

- 歐洲央行 (ECB)：維持低利率政策不變，其再融通利率為 0%，ECB 在今年 3 月時表示低利率政策將維持到 2% 之前水準，並且推出沒有上限購債計畫。

- 日本央行 (日銀)：維持低利率政策 (-0.1%) 和 10 年期公債殖利率 (0%)，以及每年購債額度倍增，ETF 由 6 兆日圓增加至 12 兆日圓，JREIT 自 900 億日圓增加至 1800 億日圓。

- 中國央行 (人行)：為能提振國內景氣，繼 3 月實施定向降準 0.5~1 個百分點後，4 月下調中小型銀行存款準備金率 0.5 個百分點。

過去，如果判斷雙率將會走到什麼程度，個人認為利用過去其最高值和最低值來看即可，這是一個很好參考。例如：美國十年期公債殖利率，最大的是 2010 年四月達到 4%，最小的是曾經在今年 2020 年三月時掉到 0.31%；不過，現在已經回到 0.78% 左右。

美元指數則是在 2017 年時達到極大值 103.82，2011 年則是最小值 72.7，雖此時或許部分人士指出，美國將會不再是國際的主要貨幣，但個人認為美元在未來相當期間中仍然是國際清算的基礎貨幣。

最後，再談未來風險，其主要是再政策變化及通貨膨脹等二大風險，其關鍵就是 Fed 緊縮程度和原油價格上漲空間。亦即通貨膨脹的主要風險是在於油價，

若油價沒有發生石油戰爭，加上頁岩油礦開採，則應該還是相當穩定。至於國際準備貨幣變化方面，依全球是否產生政經停滯、軍事不穩、美元沒落等狀況評估，目前來說並無現象，而這些其實難以判斷。因此，估計在十年內，美元仍然是一強集中的國際基軸貨幣。

## IV . 疫情下經濟措施解析



楊雅惠

**現任：**考試院考試委員

國立台灣大學財務金融學系兼任教授

**學歷：**國立台灣大學經濟學研究所博士

國立台灣大學經濟學研究所碩士

國立台灣大學商學系學士

美國哈佛大學經濟系博士後進修（訪問學人）

**經歷：**行政院金融監督管理委員會委員

中央銀行理事

國立台灣大學財務金融系兼任教授

教育部教授資歷

中華經濟研究院研究員

中華經濟研究院台灣經濟所所長、財經策略中心主任

### 一、前言

疫情下的全球量化寬鬆風險是大家關切的議題，其分析角度很多，個人分成三個部分說明。首先，先從疫情對經濟的影響來說，大家知道疫情對今年的經濟一定有所影響，明年將會復甦，但是影響與復甦情形如何，值得觀察。其次，疫災與歷次經濟萎縮的差別，此次與過去的金融危機、泡沫等，具有相當差別。第三個部分則是政策措施，從各國實施的政策措施進行分析。最後，將會提到可能風險與檢討，討論紓困與振興之經濟措施，並留意可能風險。

### 二、疫情對經濟之影響

疫情對經濟的影響，今年四月IMF提出一個極低迷的報告，預測2020年全球經濟是非常不佳的數據，其中已開發國家是-6.1%，美國是-5.9%，新興市場及開發中國家也僅是-1.0%，中國大陸則是從2019年的6.1%降到1.2%，印度疫情非常嚴重所以僅有1.9%。

國際經濟預測（IMF）

		2019	2020	2021
已開發國家		1.7	-6.1	4.5
	美國	2.3	-5.9	4.7
	歐元區	1.2	-7.5	4.7
	日本	0.7	-5.2	3.0
	英國	1.4	-6.5	4.0
	加拿大	1.6	-6.2	4.2
新興市場及開發中國家		3.7	-1.0	6.6
	亞洲新興市場和發展中經濟體	5.5	1.0	8.5
	中國	6.1	1.2	9.2
	印度	4.2	1.9	7.4

資料來源：IMF2020年4月份世界經濟展望。

不過，四月預測明年將會反轉，但是否真的如此之高，IMF 將會應該持續預測，屆時數據應該與現在的數據不同。

接著，再就聯合國（UN）及 IHS Markit 預測觀察，依據今年 5 月 13 日聯合國報告預測 2020 年全球經濟萎縮 3.2%；其中，已開發國家萎縮 5%，開發中國家也是萎縮 0.7%，預計 2020 年、2021 年全球經濟產出預料將會損失接近 8.5 兆美元。雖指出 2021 年將會成長，但成長幅度不高，僅有 3.4%。至於 HIS Markit 在五月時預測 2020 年全球 GDP 將會下滑 5.5%，是金融危機之後經濟萎縮程度的三倍，經濟全面復甦大概需要二至三年。這些數字或讓大家有點失望，因為我們非常希望經濟能夠早日復甦，尤其明年舉行東京奧運，大家非常希望能有出國機會；但是，現在所呈現的數據告訴我們的是，疫情並未緩和。

此外，另一預測指出，世界各國工時都會大幅減少，若以今年第一季來說，減少的比例全球是 4.5%，到第二季時將減少到 10.5%，不論低所得的國家、中低所得的國家、中高所得的國家、高所得的國家，都有相當減少，而且第二季比第一季減少的幅度更多。

另一方面，主計總處對台灣經濟成長率的預測，在今年疫情爆發後第一季與歷年第一季之比較，109 年的第一季經濟成長率是 1.54%，與 106 年 3.24%、107 年 3.23%、108 年 1.84% 之比較，今年第一季經濟成長率的確呈現萎縮。

依據桃園機場統計，台灣今年從一月份到三月份進出旅客量，數字差別非常地大。今年一月份成長率 3.94%，二月大降成為 -51.6%，到三月時則是 -86.48%，整個旅客量減少 44.56%。進出旅客減少如此之多，的確影響今年經濟，其中影響最大的是服務業，尤其運輸業在第一波時受到很大影響。

J.P 摩根（J.P.Morgan）2020 年 4 月 1 日所公布的 3 月份全球製造業採購經理人指數（PMI），雖由 2 月的 47.1 略微升至 47.6，惟已在榮枯線之下，全球綜合 PMI 自二月的 46.1 驟降至 3 月的 39.4，創下 11 年來最低水準，而且月減 6.7 則為 2001 年 10 月來最大跌幅。這是採購經理人對投資的意向和判斷，其前景看來是較差的。尤其世界各國經濟成長接連遭受衝擊，加上國際油價急遽下挫，金融市場投資氣氛緊張、流動性趨緊，導致全球股、債市普遍下跌，而且波動性加劇，投資人對全球經濟展望的信心明顯下滑，今年第 1 季全球股市震盪下跌 19.08%。

再者，台灣失業統計方面，雖大家是看失業率，但個人此次則看失業人數。從 108 年十月到今年三月來看每個月與上個月的比較，去年十月與九月之比較，失業人數減少 4000 人，到十一月時約減少 4000 人，到十二月時約減少 8000 人，也就是說至去年年底時，失業人數是在降低。不過，到今年一月時，雖失業減少

3000人，但到二月、三月時失業人數分別增加約7000人和2000人，這些充分反映出來的是今年受到疫情影響，這些數據告訴我們不論旅遊業、客運量、失業人數，以及經濟成長數據都是往下走的。

在此，再就政府基金績效加以觀察，政府基金運作與整個經濟金融情勢具有相當密切的關係，從數據大概很清楚地可以看到，歷年以來政府基金受到經濟金融環境的影響。一般而言，政府基金包括：勞退舊制、勞退新制，勞保準備金、公保準備金，以及國保基金與退撫基金。這些基金成立年度不同，例如勞退舊制76年開始，勞退新制94年開始。

若從97年到108年的投資績效進行觀察，這裡有幾個比較特別的年份，就是97年的金融海嘯、100年的歐債風雲、104年的全球經濟遲緩，107年的美中貿易衝突，其投資績

效出現負數是同步發生的。換句話說，我們的金融市場或我們的投資，不論是政府基金抑或是私人基金都是有類似的情形，在整體環境變化時，其投資績效都是急速下滑。因此，97年金融海嘯時全部績效數據都是負值，100年歐洲風雲同樣都是負值，104年全球經濟遲緩也是負值，107年美中貿易戰爆發之時全部都是負值。若就其負值加以比較，可以發現負數最多的是97年金融海嘯。

面對這種情形之下，今年在疫情爆發後，其投資績效短期內必然也是負值。從一月到三月期間收益率，全部都是超過-10%，其中規模最大的是新

政府基金歷年收益率彙整表

單位：%

年度	勞退(舊制) (76年起)	勞退(新制) (94年起)	勞保 (84年起)	公保準備金 (88年起)	國保基金 (97年起)	退撫基金 (85年起)	
<b>97(金融海嘯)</b>	(10.04)	(6.06)	(16.53)	(12.44)	2.39	(22.33)	
<b>98</b>	13.40	11.84	18.21	15.23	1.52	19.49	
<b>99</b>	2.11	1.54	3.96	2.61	3.74	3.60	
<b>100(歐債風雲)</b>	(3.53)	(3.95)	(2.97)	(2.87)	(3.66)	(5.98)	
<b>101</b>	4.50	5.02	6.25	4.72	5.06	6.17	
<b>102</b>	6.58	5.68	6.35	6.02	4.06	8.30	
<b>103</b>	7.19	6.38	5.61	6.72	6.05	6.50	
<b>104(全球經濟遲緩)</b>	(0.58)	(0.09)	(0.55)	0.37	(0.45)	(1.94)	
<b>105</b>	4.17	3.23	4.02	5.12	4.26	4.29	
<b>106</b>	7.74	7.93	7.87	8.24	8.04	7.15	
<b>107(美中貿易戰)</b>	(2.15)	(2.07)	(2.22)	(3.13)	(2.28)	(1.14)	
<b>108</b>	13.47	11.45	13.30	12.76	12.03	10.62	
簡單平均 收益率	各基金成立 ~108年	4.14	2.96	4.11	3.77	3.40	3.88
	97-108年	3.57	3.41	3.61	3.61	3.40	2.89

說明：括弧代表負值。

資料來源：歷年收益率由退撫基金管理委員會協助提供。

政府基金投資績效比較表（109年截至3月底止）

單位：億元，%

基金別	運用資金(億元)	期間收益率(%)
新制勞退基金	24,970	-11.37
舊制勞退基金	9,390	-13.37
勞保基金	6,902	-10.33
國保基金	3,334	-10.49
公保基金	3,119	-10.01
退撫基金	5,372	-10.42

註：期間收益率係109年度截至3月底止之收益率，為已實現加計未實現損益後之收益率。

資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會。

制勞退基金之報酬率是 -11.37%，其它各基金報酬率相距不遠，都是 -10% 以上。

至於台灣發行量加權股價指數方面，從 108 年十二月到 109 年五月，109 年 3 月 19 日是最低的，過了 3 月 19 日之後，股價指數是往上走的。不過，至六月時再看這些數據是否呈現有較好的可能性？並不排除這種可能性。因為股市在疫情爆發時，整個投資信心是低落的，股市報酬是低落的，所以基金表現是不好的。但是，股市並非一直崩盤，也就是說並沒有像泡沫一樣持續崩盤，也沒有像 1997 金融風暴一樣一路下跌。因為各國狀況並不一樣，加上各國政府也都努力提出振興措施，在這種情形下，股市所反映的不只是對經濟的成長全然悲觀，也反應了信心波動的起伏，所以股市投資的效益未必全然悲觀。

不過，值得注意的是，在這段期間中期貨價格有異常的現象，2020 年 4 月 20 日美國原油期貨跌至一桶「-37.63 美元」，是史上首度的「負油價」紀錄，造成各國股市大崩。因為當天屆臨期貨結算日，然而至期貨結算日時仍有大量未平倉單，緊急拋售卻苦無人承接，讓石油期貨的價格轉至負數。其實，原油需求從一月疫情爆發後呈現不穩，導致價格一路崩跌。為救油價，OPEC+（石油輸出國組織與其夥伴）已經達成協議，23 個產油國家包括沙烏地阿拉伯、俄羅斯，從 5 月 1 日起每日減產 970 萬桶石油。但是，全球疫情未見盡頭，減產能否挽救石油價格，業者仍不樂觀。究竟不太穩定油價情勢會支撐多久，若油價一直下跌，則未來是否減產？必須持續加以觀察。

### 三、疫災與歷次經濟萎縮之差別

再談這次疫災與歷次經濟蕭條、經濟萎縮的異同方面，此次疫災與以前我們談論的經濟蕭條有些部分很不一樣。若以最近幾次經濟趨緩來說，例如 1997 年的亞洲金融風暴，2007 年、2008 年的全球金融海嘯，以及 2010 年的歐債風雲，金融風暴原因在於經濟面、金融面，但是這次是完全不同的，所以其復甦態樣將會不同。

先看 1997 年亞洲金融風暴，由於東南亞國家經濟體質欠佳，普遍存在儲蓄偏低、政府財政赤字、外債很高、外匯準備不足問題，加上貿易逆差，以及過度投資。亦即這些東協國家體質不良，國際投資人看到這點，其股市與匯市在投機客操作下失序，讓原本體質不良的銀行金融機構倒閉。該次風暴從馬來西亞、泰國、菲律賓、新加坡、印尼等國家開始，散布至亞洲各國，包括日本、韓國皆難倖免。

相對台灣在 1997 年時，表現並沒有比其它國家差，因為在 1997 年時台灣外匯存底較高，加上貿易順差，儲蓄也是足夠，使得我們在其它國家受到金融風暴

信心喪失時，並未受到鉅大衝擊。但是，在 1998 年時台灣表現卻不如其它國家，其原因在於因東南亞國家經濟萎縮、經濟低迷，而對其它國家的貿易量減少，造成台灣出口貿易量也就減少，導致台灣在 1998 年時發生本土型金融風暴，在股市中財務不佳企業不斷爆發地雷股，也就是說這些企業本身體質不良，其財務調度出現問題，所以在其它國家復甦時，我們反而發生本土型金融風暴。進一步若將 1997、1998 年加以總合來看，亞洲四小龍股匯市場動盪情形之差異不多。

該次金融風暴之後檢討問題所在，皆與經濟體質不佳、銀行結構不良、企業資金調度失靈有關，使得亞洲不少國家在其銀行倒閉後進行金融體系整頓，例如南韓也在那時進行整頓，要求改善體質。不過，台灣沒有這種大幅整頓情形，沒有一家金融機構倒閉。換句話說，1997 年亞洲金融風暴原因是在經濟金融體質問題，之後各國在改進措施上，也是從經濟的體質加以改進，經過 1997 年金融風暴洗禮，亞洲地區開始轉為復甦。

其次，2008 年所發生的全球金融風暴、金融海嘯，起因並非全球經濟出現問題，而是美國金融體系出現問題。2007 年次貸問題非常嚴重，美國的資金寬鬆、衍生性金融商品充斥，總體系統性風險等因素均有關，造成全球金融市場崩跌，大型國際金融機構紛傳倒閉，風雨飄搖，風暴從美國一直散佈到全球各國都受到相當程度的影響。

在金融海嘯漸漸平息後，檢討聲浪甚高，美國與英國皆發表金融改革報告，限縮銀行機構兼業範圍，嚴審衍生性金融品。國際清算銀行並且要求銀行必須加提自有資金，提高資本適足率，以因應總體系統性之風險。亦即在這次金融風暴後，全球包括美國英國等開始進行很多金融改革，也包括：如何推動金融教育普及化等，提出很多討論。在那之後，全球利率開始降低，但迄今沒有真正脫離陰影而升息，而且不知低利率將維持多久。

2010 年歐債風雲其實與整個歐元區的問題是相關的，在歐元區內五個國家外債過高、外匯準備不夠、財政赤字非常嚴重，其中不良財政體制卻影響到金融層面，尤其財政最差的希臘在問題發生時，的確引起大家擔心，甚至提出希臘是否需要脫離歐元區之議題。不過，大家卻又擔心一旦任何一個國家離開歐元區，整個歐元區是否崩盤，所以大家都在討論如何給予希臘紓困。由於德國與希臘的文化不同，德國做事非常嚴謹，相對希臘比較浪漫，所以對處理財經方面的嚴謹程度也不一樣，彼此曾歷經許多的時間進行討論協商。雖然之後問題已經沒有當時檯面上令人擔心，但是歐元區問題並未永久解決。

以前經濟蕭條時主要是財政與金融的問題所造成的，與現在不同的就是，因

為現在問題不是在金融面，不是在經濟面，不是在財政面，而是在人類生活的安全性，與健康的問題所造成的。此外，加上疫情影響不像之前金融風暴所影響的主要是投資股票、匯市的投資者，現在疫情是不論每一個人的貧富、年齡、國籍等基本背景，而是凡是人類就要小心，所以影響是公平的，若能 having 較好的免疫力，身體比較健康，就較能夠安然度過。

因此，個人一直認為，若要經濟復甦依靠的是疫情緩和，在過渡階段中則是如何讓疫情的衝擊能夠較小，這是政府需要處理的，也是我們大家需要努力的。亦即疫情沒有結束，經濟就不可能回到以前水準。如果疫情全部都告平息，全部平緩，經濟一定立刻起飛。無庸置疑，若以現在來說，不太可能要求每個國家的步調是一樣，比較起來，我們台灣的表現是非常良好，的確讓許多國家的政府驚艷。但是，目前全球其它許多國家疫情還是非常嚴重，如此使得我們在外貿上一定受到影響，亦即全球經濟不太可能馬上全部起飛，所以現在最重要的還是對疫情的掌控。

#### 四、政策措施

在疫情發生時，全球各國政府都會提出一些措施，包括：貨幣措施、金融措施、財政政策、產業政策、勞動政策等，這些措施功能不太一樣，其中貨幣金融措施主要是在疫情發生之時穩定市場，讓正常的交易不致因資金臨時不足，而造成交易停頓等。財政政策一部份是用來防疫，一部份是用來紓困或振興，是一個較重短期的措施。產業政策部分，其實在這種情形下，無法以短期的辦法去談產業政策，而是儘量讓產業的衝擊程度降低，或者是讓企業在受到衝擊過程中，增加調整時間，藉以延緩受到衝擊。勞動政策在此時的措施，則是讓一些失業的民眾減少受到影響。顯然，這些措施功能不太一樣，個人覺得貨幣金融政策現在是一個短期需要趕快救急的措施，所以沒有去管長期，現在先救起來再說。財政政策也是，就是現在先行給予紓困，以及因應防疫需要等諸如此類，每個政策所扮演的功能並不一樣。但是長期的後遺症，仍需關切。

至於金融市場失序部分，3月19日台灣股市大跌，其實是與美國的道瓊指數大跌相關的，因為美國在三月中曾經熔斷4次，此時如何讓市場的動態能夠穩定，讓投資的信心能夠維持、讓市場的資金能夠充裕，是在金融措施上需要考慮的。貨幣政策就是做降息的措施，在三月時，各國央行接續降息，全球至少39個國家採取降息救市。美國更是採用極少見的大幅降息措施，包括3月3日降息2碼，3月15日又在降息4碼，將聯邦資金利率目標區下壓到0%至0.25%，以圖挽回股市大跌之勢。

台灣中央銀行也於 2020 年 3 月 19 日決議降息 1 碼（0.25 個百分點），重貼現率 1.125% 來到歷史新低。其實，偏低利率已經維持多年，自金融海嘯後一直落在低檔，效果已呈鈍化，過度大幅降息反令市場擔心是否貨幣政策工具已經用盡，未來是否還有降息空間。如果一直降息，其效果不大，則是否需要再度降息？若以目前來說，至少在短期內是不太可能升息的。

再者，2020 年 3 月 23 日美國史無前例採用沒有上限量化寬鬆政策，不但在數量上衝到無限高點，在操作方式上也是同步創新，例如投資標的擴大，增加對投資等級債及 ETF 之購置。回顧各國 QE，美國在金融海嘯後實施三波 QE，日本則在 2001 年、2010 年實施 QE，歐元區在 2015 年後實施 QE。

一般而言，QE 有一個很大的功能，就是對金融市場打強心針，我們可以看到 3 月份股市急跌下，雖美國先後降息兩次，共計下降 6 碼，但對股市的影響不大，股市還是持續下跌。不過，在美國宣布無限 QE 時，我們可以看到金融市場似乎稍微降低崩盤疑慮。

在此，個人參考引用呂忠達先生於 2020 年 4 月 16 日在「工商會務季刊」報告之中指出，美國在三月到四月，聯準會推動一些措施，包括：

- 實施無限 QE，暫停之前所規劃的 7,000 億美元購債計畫，改採 QE 購債金額不設上限，其寬鬆規模超過金融海嘯時期。

- 推出規模高達 3,000 億美元新的融資計畫，支持企業、企業主與消費者取得信貸資金。

- 推行「商業票據籌資機制」（Commercial Paper Funding Facility, CPFF），同意聯準會逕向銀行和大型企業購買商業票據。

- 推行「一級交易商信貸機制」（Primary Dealer Credit Facility, PDCF），提供一級交易商信貸，可以透過多種投資級債券涵蓋商業票據和市政債，以及多種股票證券作為抵押。

- 推行「貨幣市場共同基金流動性機制」，提供最長一年的貸款予金融機構，以維持 3.8 兆美元的貨幣市場共同基金運作。

- 實施「定期資產支持貸款機制」（Term Asset-Backed Securities Lending Facility, TALF），逕向「資產擔保證券」（ABS）發行者提供融資，促進發放信用卡貸款、學貸、車貸，以及企業信貸有關等消費者債務證券。

- 推行「中小企業直接貸款計畫」（Main Street Business Lending Program），

透過美國政府新冠肺炎經濟振興方案經費，放款給中小企業貸款的銀行。

- 重磅推出「殺手級」新工具 PMCCF 與 SMCCP，依據《聯邦準備法案》，聯準會不能購買 ETF、公司債等資產。PMCCF 為一級企業信貸融資工具，可以支持新發債券和貸款融資，其目標對象是投資級企業，提供四年過渡性融資。SMCCP 為二級企業信貸融資工具，主要購買投資級企業所發行的二級市場債券，同時購買在美國上市、投資範圍是美國投資級債券的「交易所交易基金」(ETF)。

檢視我們政府所管理的國安基金，報載從 2000 年起因應政黨輪替、停建核四、兩顆子彈、雷曼兄弟倒閉、歐債風雲、美國升息不確定性及這次新冠疫情，共計實施七次護盤。據悉，國安基金從事護盤並非因直接由政府基金而投入資金，其實國安基金是需向各政府基金付息的。究竟國安基金在政府宣布護盤後，有無真正護盤，我們外界並不清楚。雖媒體指出有真正的護盤，但護盤多少，並無很清楚的數據。但是，個人指出的是信心提振效果，因為在政府宣布護盤時，看來股市信心有所回穩，政策的宣告效果是有所呈現出來。

財政政策部分，2020 年 3 月 13 日立法院通過防疫及紓困振興特別預算 600 億元之後，政府後續又再增加移緩濟急基金 1,400 億元，特別預算 1,500 億元，央行、郵政儲金及公營銀行貸款額度 7,000 億元，亦即 4 月上旬公布整體計規劃達到 1 兆 500 億資金儲備在側，後續又視狀況調整增加。

再者，我們再來檢視其它國家所提出的財政政策，包括：

- 美國：財政部長原提出 1.2 兆美元預算因應，經國會討論成案時，已提高至 2 兆美元（約新台幣 60 兆元），3 月 27 日川普於簽字成為法案，創下空前紓困金額紀錄。

- 英國：3 月 17 日財政大臣宣布提出 3,300 億英鎊（約新台幣 12 兆元）作為企業擔保援助。

- 法國：3 月 16 日總統馬克宏宣布政府提供 3,000 億歐元（約新台幣 10 兆 1,100 億元）貸款擔保，並將釋出 450 億歐元紓困資金，協助企業和勞工。

- 德國：宣布推出至少 5,500 億歐元（約新台幣 18.6 兆）紓困措施，同時將暫停面臨嚴重周轉問題企業的法律義務，藉以申請破產。

主要國家採取的措施，包括紓困與振興，其中紓困是一種短期的措施。雖台灣現在已經開始推動經濟復甦，但之前在談論紓困原則時，個人曾提及一個問題，究竟是救企業抑或是救失業？或是兩個皆都需要救？其實，有其不同的思維。假

設我們經費有限，如果救企業與救失業兩者無法兼顧，究竟是救企業優先，抑或是救失業為要？我們需要如何處理？個人覺得，急難期間，應該致力維持民眾基本生活所需，優先救助因臨時失業而生活困頓者，失業問題不能忽略。

若要救企業，其中隱含有長期與短期的思維，在短期思維上，必須延後倒閉時間，俾讓企業有調整的機會。至於在長期思維上，倘若政府出手援助產業，不太可能全部照顧，如何擇取救助產業將會涉及公平性問題；此時，不妨考量該項產業是否與台灣的核心競爭力有所關聯，將資源用在刀口上。此刻權衡拿捏，將影響未來新局之下的台灣優勢。

這個時候可以思考，疫情結束之後，勢必造成全球產業結構調整，所以我們除了急著紓困、振興之外，同時也應該思考我們的長期發展方向，哪些產業可能較有前瞻性，哪些產業經過市場調整之後，其產業鏈可能將會重新調整。例如：假設我們附近共有十家餐廳，因為疫情或許關門三家，未來七家餐廳是否可能將其經營的規模擴展更大，產業內結構改變。再者，不同產業未來前景也是不同，例如視訊產業，其前景是看好的。此外，還有哪些產業在疫情結束後，是一個很熱門的產業。因此，在疫情即將結束之同時，若政府政策已經開始朝向振興之路，則必須將長期的策略逐漸加以融入思考。

其實，在執行紓困振興措施時，依據政府權責有不同的單位，例如救產業是經濟部，救失業是勞動部，救低收入戶是衛福部，救交通業是交通部，救文藝業是文化部，所以政府部門之間在政策執行上，雖或許有點急迫，但仍是需要有相互整合的思維。

## 五、可能風險與檢討

最後，在提及未來因應時，政策執行上需要有效整合，財政負擔與行政成本需要加以權衡，以及紓困對象更是需要次序明確。也就是說，政府在執行措施時，需要與大家充分之溝通。儘管，從數據中檢視我們防疫表現，是呈現令人高興為傲的績效。但是，在實施紓困時，再怎麼做都是難讓全體民眾高興，因為有人一定計較，為何別人較多，自己為何較少。畢竟，政府不太可能大量撒錢，讓每一個人人都拿到一樣多，照顧到讓每一個人服服貼貼。誠如衛福部陳時中部長提及，現在疫情還沒過去，務請大家忍耐一下，所以政府在執行措施時需要充分說明，俾讓民眾了解，共體時艱。

接著，我們需要持續思考的是通膨。目前通膨發生機率不高，雖各國狀況不同，但低利已經很久，降息的空間是有限。尤其美國疫情尚未平息，並不排除持

續實施寬鬆措施。股價的部分，個人認為還是持續動盪；債市的部分，除了政府公債增加之外，企業如果經營困難，其債信可能受到影響，是值得思考的。

至於疫情牽動經濟前景方面，面對這種毫無預警的新型挑戰下，政府振興經濟方案需要隨時檢討調整。如果未來一旦疫情消退，若市場基本機制尚存，經濟活力迅速回復，投資意願立馬提升，則經濟復甦是呈L型、U型、V型，其實與各國疫情解禁的情形有所關聯。此外，在產業結構上，勢必有相當幅度的改變，大、中小企業的生機不同，各國競爭力將會重新洗牌。此時，網路經濟與視訊經濟在百業蕭條中是商業大旺的產業，疫情突顯其前景看好。

整體而言，未來可能風險型態，政治風險甚大，因為2020年11月3日適逢美國總統大選。台灣疫情控制良好，其部分原因乃是因為當前政局穩定，加上防疫比較尊重專業，未受太多政治因素干擾；但是，美國則是受到太多政治因素干擾而影響到疫情的控制，所以在國際上的政治情勢是難以避免的風險。另一方面，則是國際將會降低資源供應數量，某些物資極有可能缺貨。因此，台灣必須備足自給資源，包括：糧食、日常用品，以及與生產事業相關的原物料、中間財等。此外，我們需要留意金融市場交易秩序，包括金融市場的動盪和價格之異常，備好彈性因應機制。

## 照片集錦



主辦方：  
現代財經基金會董事長；台綜院董事長 黃輝珍



主持人：  
現代財經基金會副董事長；國策顧問 李伸一



與會人士合影1



與談人：吳中書  
台灣金融研訓院董事長



與談人：李沃牆  
淡江大學財務金融學系專任教授



與談人：李勝彥  
新光金控獨立董事



與談人：楊雅惠  
台灣大學財務金融系兼任教授；前金管會委員



與會人士合影2



## 現代財經論壇

---

出版者／財團法人現代財經基金會

董事長／黃輝珍

副董事長／李伸一

執行秘書／張艾茹

企劃秘書／藍安柔

地址／10682台北市大安區敦化南路二段77號20樓之3

網址／[www.tnef.org.tw](http://www.tnef.org.tw)

電話／(02) 2702-2100

傳真／(02) 2702-6595

出版日期／2020年7月 初版一刷

非賣品

著作權聲明：

本書著作權為財團法人現代財經基金會與撰稿人共同所有，並受國際著作權法保護，未經授權任意拷貝、引用、翻印，均屬違法。

版權所有·翻印必究