

台北外匯市場發展基金會委託計畫

後疫情時代主要央行  
貨幣政策轉變及展望

研究人員\*：卓哲玄

日期： 中華民國一一二年一月

\*中央銀行外匯局四等專員，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

## 摘要

2020 年 3 月，Covid-19 疫情全球蔓延，為因應疫情延燒導致的經濟及金融危機，主要央行紛紛推出超寬鬆貨幣政策救市。受惠於央行貨幣政策及各國政府的財政措施，金融市場迅速回穩，且經濟僅在疫情初期遭受重創後緩步回升。

受寬鬆政策、供應鏈瓶頸、原物料價格回升及其他疫情因素等影響，2021 年初通膨開始升溫，儘管央行官員們一開始多認為僅是暫時性因素影響，暫時沒有調整貨幣政策的需要，惟通膨在 2021 年全年均保持在高位。且 2022 年初，俄羅斯入侵烏克蘭更是進一步刺激通膨再度上揚，因通膨上揚持續時間及幅度均超出預期，恐有失控之虞，主要央行在 2021 年底至 2022 年初不得不紛紛轉向緊縮貨幣政策。

2022 年主要央行中，Fed 共升息 17 碼、ECB 升息 10 碼、BoE 升息 13.6 碼，BoJ 則因日本通膨較歐美和緩，全年未升息。除升息外，Fed 及 BoE 已啟動縮表；ECB 則先透過調升 TLTRO 承作利率的方式，使資產規模下降，預期 2023 年將會啟動縮表；BoJ 則透過放寬 YCC 控制區間，令市場預期未來將轉向緊縮，惟該行目前尚未釋出升息或縮減購債訊息。

展望未來，由於 2022 年底全球通膨似有開始趨緩跡象，且央行亦開始調降升息幅度，各界多預期主要央行升息循環或將在 2023 年中暫時走到終點，待進一步經濟數據已評估未來政策走向。惟對實施 QE 的大型央行來說，縮表僅剛起步，預期未來市場關注焦點會由升息轉向縮表。

## 目 錄

壹、 主要央行為因應疫情紛採大幅寬鬆政策.....	1
一、 Covid-19疫情使全球經濟遭受劇烈衝擊，主要央行紛採大幅寬鬆政策..	1
二、 主要央行採行寬鬆措施後，市場迅速回穩.....	2
三、 由於後續進度緩慢，遲至本年6月NGEU才正式生效.....	3
貳、 受寬鬆政策、供應鏈瓶頸及疫情影響等，2021年通膨開始上揚，主要央行 貨幣政策逐漸轉為緊縮.....	4
一、 大幅寬鬆財政及貨幣政策使美國消費需求遽增.....	4
二、 運輸及配銷受阻之供應鏈瓶頸使得供給跟不上需求.....	5
三、 疫情因素對帶動住宅價格上揚.....	5
四、 通膨超乎全球央行預料，貨幣政策由寬鬆轉為緊縮.....	7
參、 主要央行政策及展望.....	11
一、 Fed啟動升息及縮表，惟升息循環或將走到終點.....	11
二、 歐元區受俄烏戰爭直接衝擊，ECB加速緊縮政策進程，並推出反金融破 碎化政策.....	16
三、 其他央行政策調整(以日本央行(BoJ)及英國央行(BoE)為代表).....	23
肆、 未來展望.....	26
參考文獻 .....	28

## 圖表目錄

圖1、公司債信用溢酬在央行推行寬鬆政策後回穩.....	3
圖2、美國金融情勢在Fed寬鬆政策後很快回穩.....	3
圖3、美國耐久財及非耐久財消費.....	4
圖4、高盛美國供應鏈瓶頸指標.....	5
圖5、全美房價指數及房租指標.....	6
圖6、美國通膨自2021年初開始上揚.....	7
圖7、俄羅斯入侵烏克蘭刺激油價一度大漲.....	9
圖8、俄羅斯入侵烏克蘭刺激糧食價格一度大漲.....	9
圖9、Fed實際緊縮步調比預定更快.....	10
圖10、ECB緊縮步調出乎預期.....	11
圖11、Fed加速縮減購債進程.....	12
圖12、Fed政策利率區間.....	13
圖13、Fed資產規模.....	14
圖14、美國通膨趨勢.....	15
圖15、市場預期未來一年美國利率走勢.....	15
圖16、歐元區通膨大幅上揚.....	17
圖17、義德公債利差.....	18
圖18、ECB宣布利率調升後TLTRO餘額變化.....	20
圖19、市場預期未來一年ECB利率走勢.....	21
圖20、TLTRO項下資產將大幅減少.....	22
圖21、日本通膨漲勢較歐美和緩.....	23
圖22、BoJ放寬控制區間後日債殖利率大漲.....	24
圖23、BoE持有債券規模.....	25
圖24、通膨意外上行國家佔全體比率(3個月移動平均值).....	26

表 1、主要央行因應疫情衝擊的寬鬆措施.....	1
--------------------------	---

## 壹、主要央行為因應疫情紛採大幅寬鬆政策

### 一、Covid-19 疫情使全球經濟遭受劇烈衝擊，主要央行紛採大幅寬鬆政策

2020 年 1 月 23 日，在武漢宣布封城後 Covid-19 疫情迅速襲捲全球，對全球經濟及金融市場造成遠遠超乎預期的劇烈衝擊。為舒緩疫情對經濟的衝擊，本已逐漸轉向貨幣政策正常化的全球主要央行，紛宣布緊急大幅寬鬆措施，以支援受創的全球經濟並穩定金融市場。

主要央行中，美國 Fed 除緊急宣布將政策利率區間調降 150 個基點(bps)至 0~0.25%，並採取無限量 QE 政策外，更推出流動性支援措施；而歐洲央行 (ECB)及日本央行(BoJ)則因政策利率已逼近有效下限，難以再大幅降息，主要係以擴大 QE 及流動性支援機制為主(表 1)。

表 1 主要央行因應疫情衝擊的寬鬆措施

政策	政策利率	QE	流動性及信貸支援機制
<b>Fed</b>	降息 150 bps， 政策利率目標 區間降至 0%~0.25%	1.持續依所需規模購入債券，且 不設上限 2.除美國公債及 Agency MBS 外，另增購 CMBS	1. 商業本票融通機制 2. 定期資產擔保證券貸款機制 3. 初級市場公司融通機制 4. 次級市場公司融通機制 5. 市政債流動性機制 6. 中小企業貸款方案 7. 主要交易商融通機制 8. 貨幣市場共同基金 9. 就業保護方案流動性機制
<b>ECB</b>	維持不變	1.APP；除每個月淨購入 200 億 歐元資產外，2020 年底前會額 外再淨購入 1200 億歐元資產 2.設立總額達 1.85 兆歐元的因應 流行病緊急購買計畫(PEPP)*； 並取消個別國家債券 33%之購 買上限	1.長期再融通操作 2.定向長期再融通操作 3.因應流行病緊急長期再融通操 作

BoJ	維持不變	1. 移除 JGB 購買額度上限 2. 商業本票及公司債購買上限分別提高至 20 兆日圓 3. 日股 ETF 及 J-REIT 購買上限分別提高至 12 兆及 1,800 億日圓	推出並擴大 2 項措施(總規模為 90 兆日圓) 1. 因應疫情之企業金融支援特別操作 2. 中小企業資金支援措施
-----	------	---	---

\* PEPP 初始規模為 7500 億歐元，因應經濟情勢變化逐漸擴增至 1.85 兆歐元  
資料來源：各央行網站

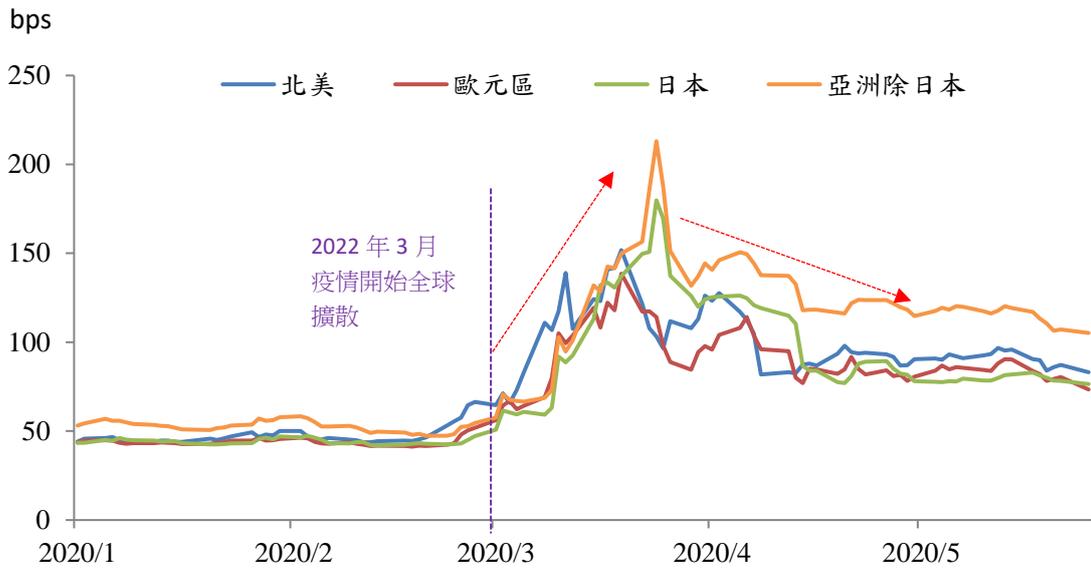
除前述措施外，Fed 為提供境外美元流動性，與 BoC、BoE、BoJ、ECB 及 SNB 共 5 家央行啟動常備美元流動性交換額度(額度無上限)，再與 BoK 等其他 9 家央行簽訂臨時美元流動性交換額度(總額度達 4,500 億美元)；此外，Fed 亦與他國央行及貨幣當局承作暫時性附買回協議機制。

## 二、主要央行採行寬鬆措施後，市場迅速回穩

疫情爆發後，主要央行寬鬆措施的重點除改善市場流動性外，亦透過直接金融或間接金融方式對企業及家庭部門進行融通，縮短貨幣政策傳遞的時間落後(time lag)問題。

由於主要央行提供更多直接支援信用市場之措施，包括擴大實施對象與擔保範圍，如購買公司債、接受更多種類及評等更低之資產作為擔保品，並向不同規模機構提供融資，故公司債的信用溢酬逐漸由疫情剛爆發時的高點回落至較低水準(下頁圖 1)。

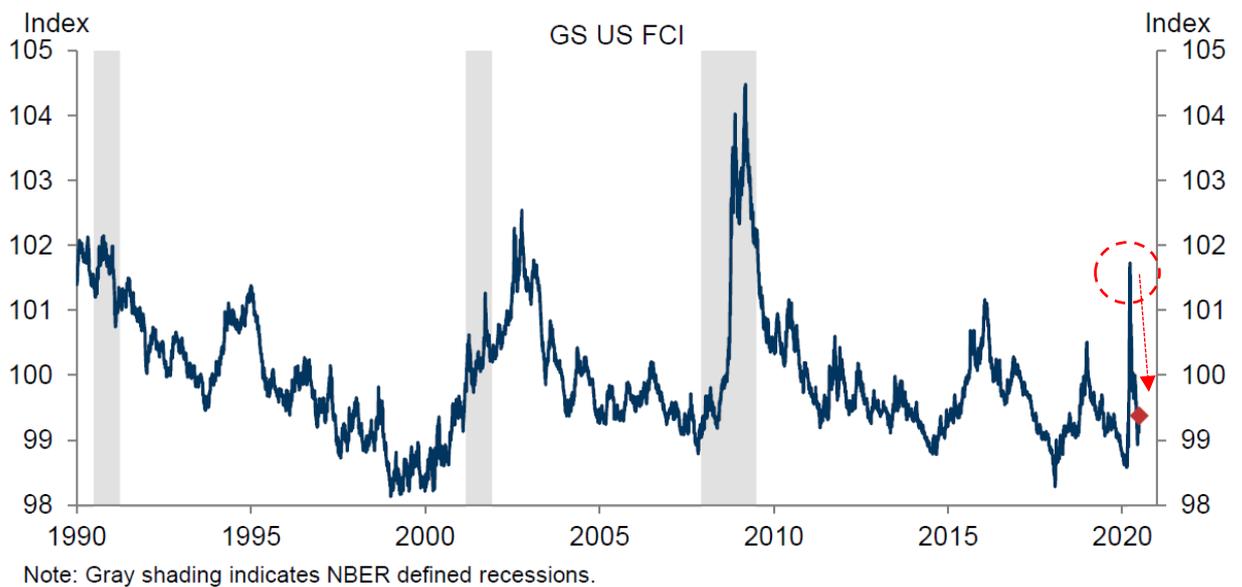
圖 1 公司債信用溢酬在央行推行寬鬆政策後回穩



資料來源：Bloomberg

另觀察高盛編制的金融情勢指標(Financial Condition Index, FCI)可發現，儘管疫情爆發後美國金融情勢一度轉趨緊俏，惟受惠於 Fed 快速施行大幅寬鬆貨幣政策，緊俏幅度遠不如金融危機時期，且很快回到疫情前水準，顯示 Fed 貨幣政策應有發揮穩定市場信心功能，令金融市場很快恢復平穩(圖 2)。

圖 2 美國金融情勢在 Fed 寬鬆政策後很快回穩



資料來源：Goldman Sachs

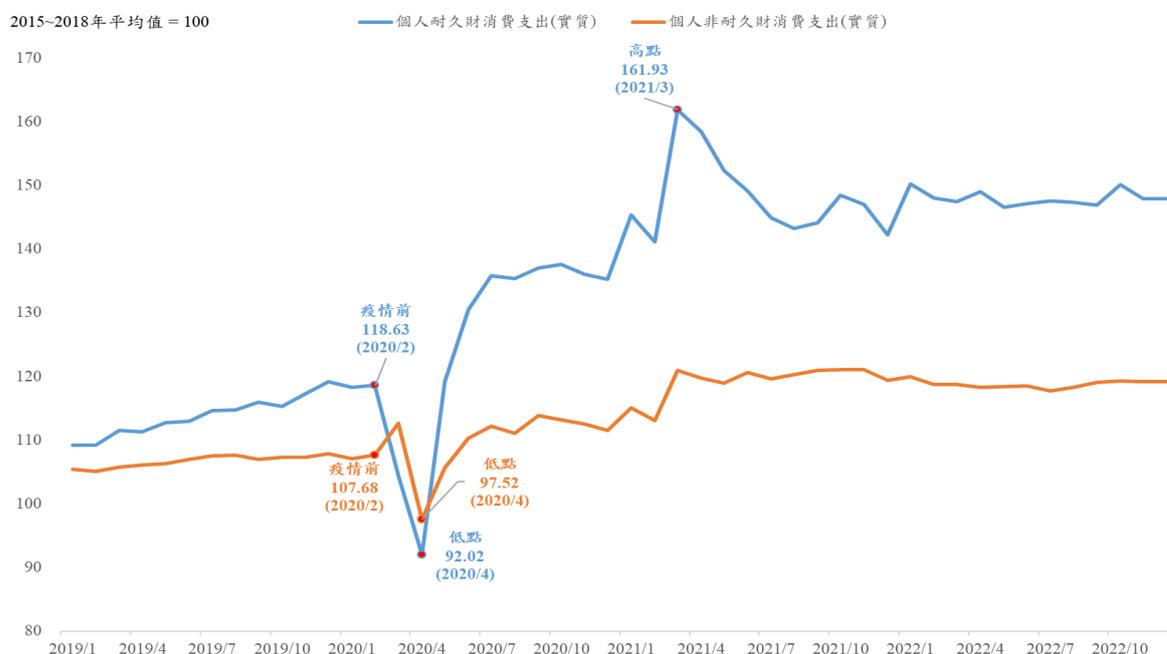
貳、受寬鬆政策、供應鏈瓶頸及疫情影響等，2021 年通膨開始上揚，主要央行貨幣政策逐漸轉為緊縮

### 一、大幅寬鬆財政及貨幣政策使美國消費需求遽增

除主要央行為穩定經濟及金融市場的大幅寬鬆貨幣政策外，為支援因疫情導致收入銳減的民眾生活所需，各國政府多另推出大幅寬鬆財政政策。以美國為例，已卸任的川普政府及現任的拜登政府，分別推出新冠病毒、救濟和經濟安全法案(CARES Act)及美國救援法案(ARP Act)等救助法案，合計每個人最高可領取 3,200 美元救助金<sup>1</sup>。

受惠於美國政府的疫情救助法案，2021 年底美國個人可支配所得，相較於 2020 年 2 月美國疫情爆發前，不但沒有減少，反有略為增加。因此在美國逐漸解封後，個人耐久財及非耐久財消費支出也隨之大幅成長(圖 3)。

圖 3 美國耐久財及非耐久財消費



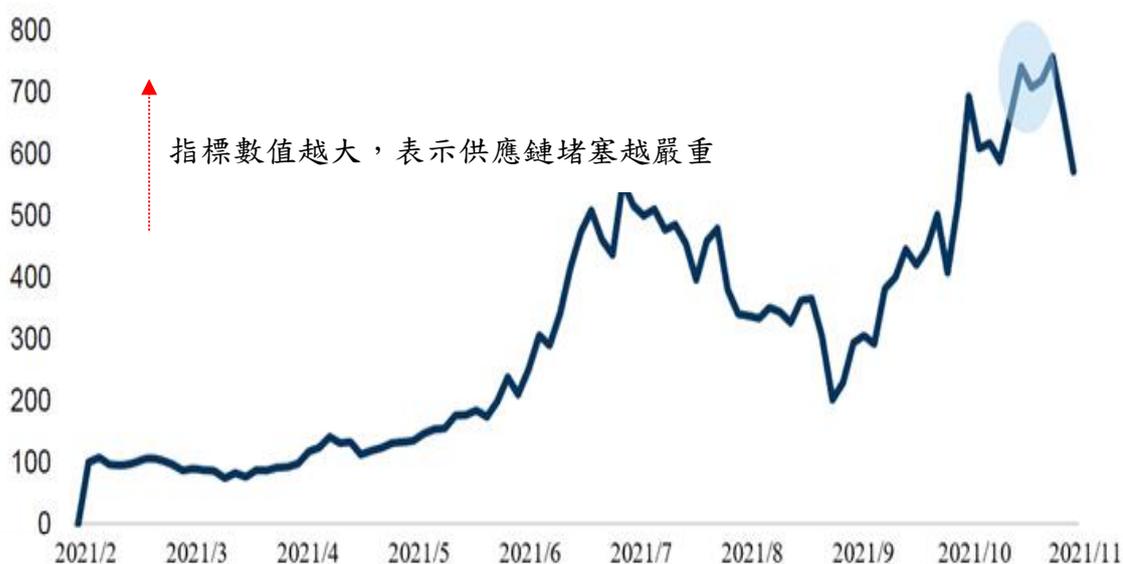
資料來源：Bloomberg

<sup>1</sup> 2020年3月推出新冠病毒、救濟和經濟安全法案(CARES Act)發放每人最高1,200美元；2020年12月通過的2021年綜合撥款法案中，納入疫情救助金，每人最高可領取600美元；2021年3月推出美國救援法案(ARP Act)，發放每人最高1,400美元，合計每人最高可領取3,200美元。

## 二、運輸及配銷受阻之供應鏈瓶頸使得供給跟不上需求

續以美國為例，由於消費需求遽增，美國自亞洲進口亦大幅增加，惟受疫情影響，運輸人力不足，加以港口設備老舊及儲藏空間不足，更嚴重影響裝卸貨物及運輸效率，繼而產生塞港問題。前述種種因素形成的供應鏈瓶頸，使得商品供給難以及時滿足需求(圖 4)，帶動商品價格上漲，而美國廠商為免備貨不足導致超額訂貨(overbooking)，更進一步拉升商品價格，且使供應鏈更加堵塞，供需失衡導致商品物價大幅上漲。

圖 4 高盛美國供應鏈瓶頸指標



\*高盛美國供應鏈瓶頸指標綜合考量鐵路聯運趨勢(Rail Intermodal Trends)、貨櫃停留時間(Chassis Dwell Time)及海運價格(Ocean Shipping Rates)等數據，大於 300 表示嚴重面臨供應鏈瓶頸。

資料來源：Goldman Sachs

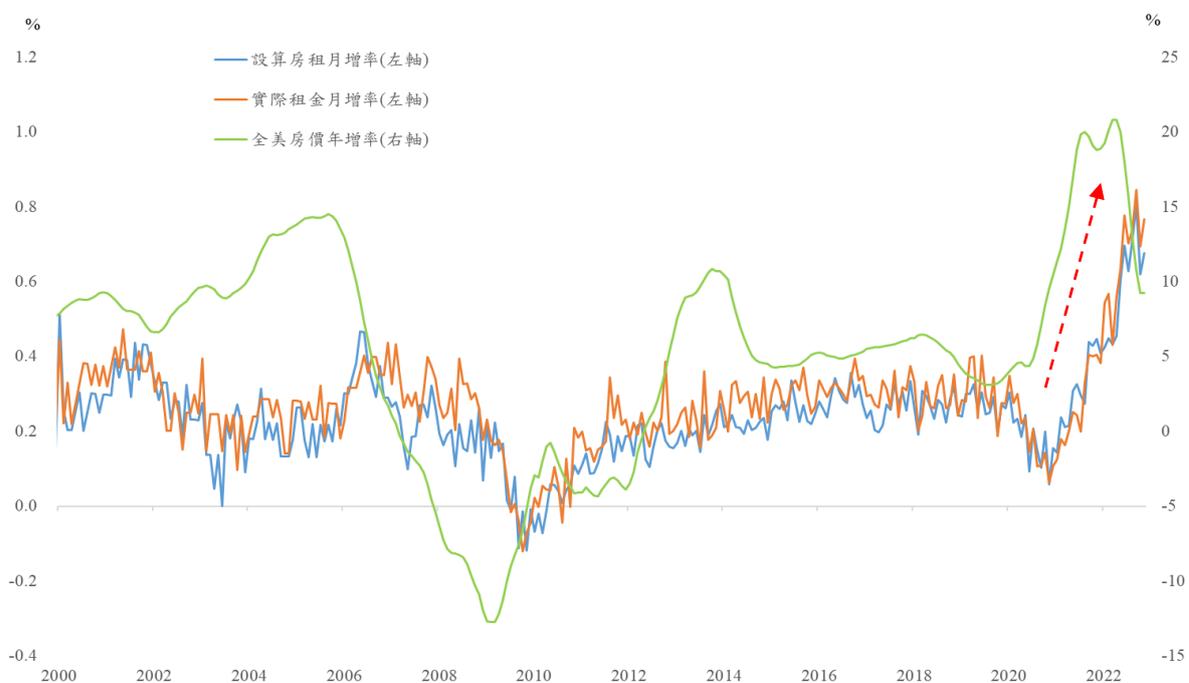
## 三、疫情因素對帶動住宅價格上揚

由於房租與自有房屋設算租金(owners' equivalent rent, OER)合計分別約占核心 PCE 物價指數的 20%及核心 CPI 物價指數的 40%，且就歷史經驗來說，若核心 PCE 通膨高於 Fed 政策目標的 2%的話，通常會伴隨住宅價格通膨上揚。

2020 年疫情爆發之初，由於封城與隔離造成許多失業，許多家庭難以支付租金，當時美國政府禁止房東驅逐無法支付租金的租客，從而使部分房東乾脆免除租金，這部分在當時核心 PCE 通膨統計時，將其房租設算為 0，導致了一波 PCE 住宅價格通膨的下滑。再者，因美國政府單位計算通膨時，住宅價格部分取樣多以大城市的公寓大樓為主，疫情期間有不少人為防疫而從人口稠密的大城市搬遷到人口密度較低的郊區，導致該類住宅需求下降，亦成為當時住宅價格通膨下滑的主因之一。

而在疫情趨緩逐漸解封後，上述因素則逆轉成為通膨上揚的重要因素，人口再度朝城市集中，帶動大城市的房屋需求上揚，同時由於疫情因素及供應鏈問題導致新建案缺工缺料問題嚴重，房屋供給跟不上需求，導致美國房市處於 1970 年代以來最緊俏時刻，無論是房價漲幅及房屋租金增速均顯著上揚(圖 5)，自住及租屋空屋率亦均降至歷史低檔。帶動房價及房租進一步上漲。

圖 5 全美房價指數及房租指標



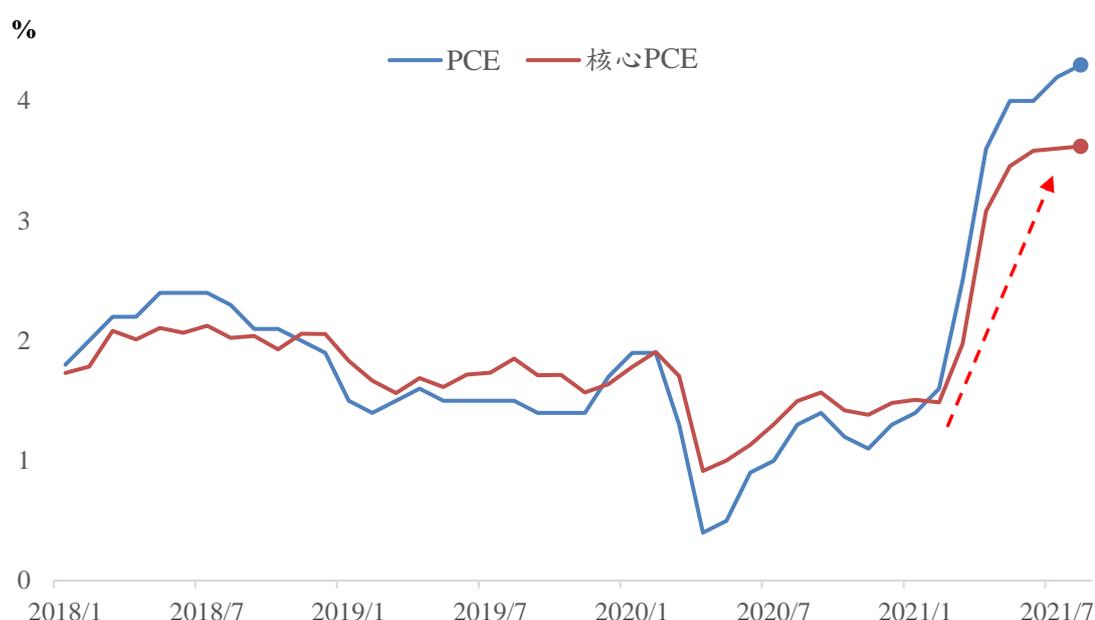
資料來源：Bloomberg

#### 四、通膨超乎全球央行預料，貨幣政策由寬鬆轉為緊縮

##### (一)通膨上揚之初，主要央行多認為僅為暫時性

受寬鬆政策、供應鏈瓶頸、原物料價格回升及其他疫情因素等影響，本波通膨上揚始自 2021 年初(圖 6)，惟以 Fed 為首的重要央行官員們，一開始多認為通膨僅係暫時性現象，待暫時性因素消退後即會回穩。

圖 6 美國通膨自 2021 年初開始上揚



資料來源：Bloomberg

以美國 Fed 為例，2021 年 9 月 FOMC 會議紀錄即指出，當時美國通膨上揚主要由數種因素造成的暫時性現象：(1)低基期效應(base effect)；(2)油價上揚帶動消費者能源價格上揚；(3)美國經濟重啟及逐步解除社交隔離措施帶動需求上揚；(4)供應鏈面臨暫時性生產瓶頸(supply chain bottleneck)，推升要素及運輸成本。依據前述原因，Fed 主席 Powell 及美國財長 Yellen<sup>2</sup>均認為通膨僅係暫時性現象，惟可能會再持續一段時間，不會在短期內消退。且就當時公布的經濟估測值來看，FOMC 與會成員預期核心 PCE 通膨將在 2022 年底回到政策

<sup>2</sup> Condon, Christopher (2021), "Yellen Sticks with 'Transitory' View of U.S. Inflation," Bloomberg, Oct. 13.

目標的 2%附近。

而 ECB 總裁 Lagarde 在 2021 年下半年的數次例行政策會議後的記者會上亦多次指出，歐元區 2021 年通膨上揚係由多種因素造成的暫時性現象：(1)能源價格隨歐洲國家逐漸解封大幅上漲；(2)德國恢復在疫情期間一度取消的加值型營業稅(VAT)；(3)因解封需求增加，惟供應鏈瓶頸導致供給難以滿足需求。Lagarde 並表示，預期通膨將會在 2022 年下滑，PEPP 將執行至 2022 年 3 月，且 2022 年將不太可能升息。

(二)俄烏戰爭爆發，刺激通膨進一步加速上揚

2022 年 2 月 24 日俄羅斯入侵烏克蘭，引發 G7 工業國家等陸續對俄羅斯祭出更嚴厲的金融與經濟制裁，包括限制俄羅斯央行資金調度能力、限制重要人士及機構的融資能力並凍結渠等資產，將特定銀行排除 SWIFT 系統之外，以及實施出口管制等措施。

儘管 2021 年俄羅斯和烏克蘭兩國 GDP 占全球比重分別為 1.8%及 0.2%，且占全球出、進口的比例亦極低，故俄烏兩國經濟停滯對全球經濟影響有限，惟兩國均為全球重要原物料出口國。

在能源及礦物方面，戰爭爆發前，俄羅斯為全球第三大原油生產國及第二大原油出口國(出口占全球比率約 10%)，同時亦為天然氣大生產國及第一大出口國(出口占全球比率近 20%)，且俄羅斯亦是鈮、鉑、鎳等工業金屬的重要出口國，在制裁生效後，一度造成石油及天然氣等原物料短缺，在戰爭爆發後價格漲幅遠高於 2021 年同期(下頁圖 7)。

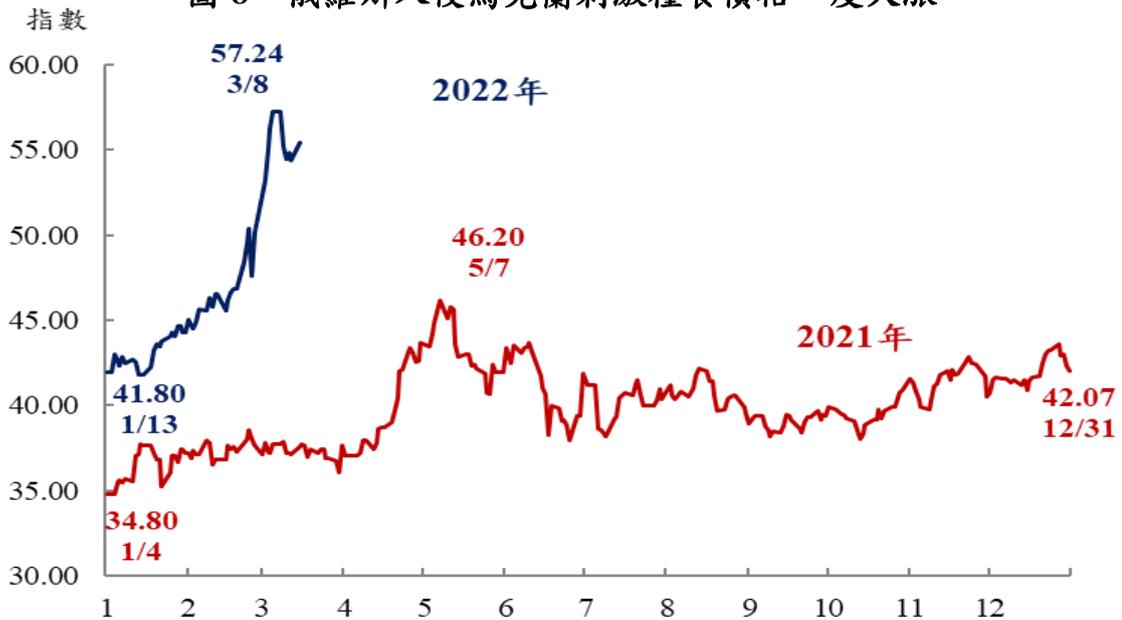
圖 7 俄羅斯入侵烏克蘭刺激油價一度大漲



資料來源：Bloomberg

另在全球糧食供給方面，戰爭爆發前俄羅斯和烏克蘭合計小麥、玉米及向日葵油出口之全球占比分別為 29%、19%及 80%，各國制裁俄國及投資人預期軍事衝突阻擾該地區農民的春季種植計畫，導致生產中斷，亦造成穀物價格在戰爭爆發後價格漲幅遠高於 2021 年同期(圖 8)。

圖 8 俄羅斯入侵烏克蘭刺激糧食價格一度大漲



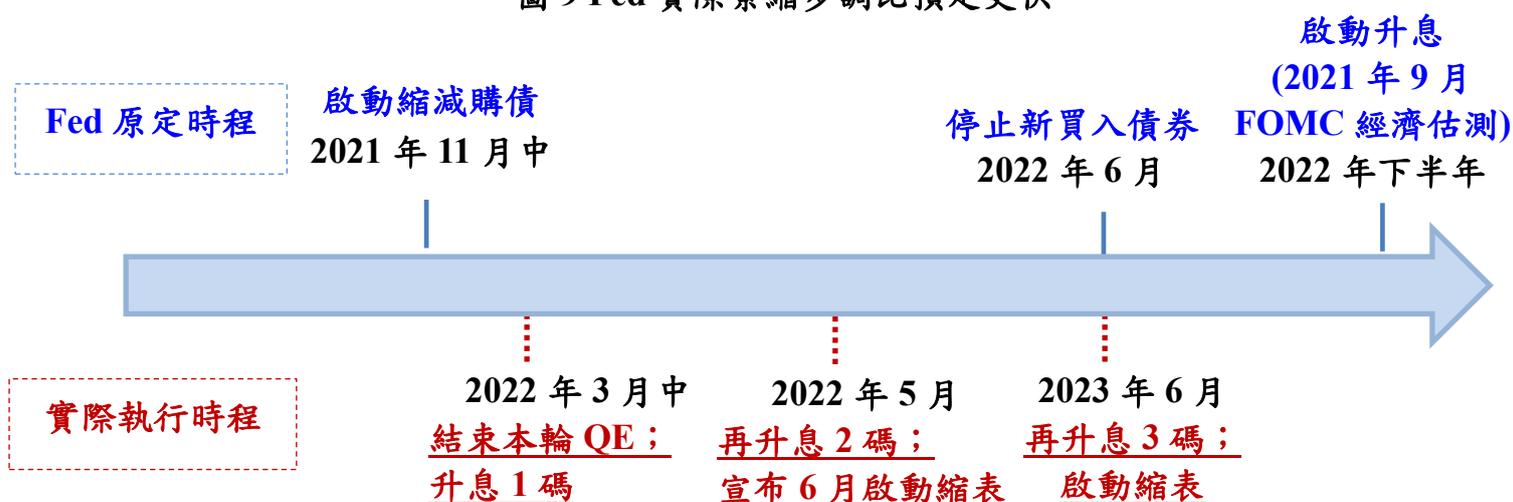
註：該指數係根據芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）之黃豆、小麥、玉米距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

資料來源：Bloomberg

(三)由於通膨持續升溫，恐有失控之虞，主要央行紛紛轉趨緊縮

由於 2022 年通膨並未如原先預期般降溫，加上俄烏戰爭的影響反而加速升溫，導致主要央行紛紛改變原先政策規劃，提早推出緊縮政策。如美國 Fed 加速其縮減購債(taper)政策，比原先預期的更早在 2022 年 3 月升息，且在 2022 年 5 月宣布同年 6 月啟動縮表(圖 9)，總計 2023 年共升息 17 碼。

圖 9 Fed 實際緊縮步調比預定更快



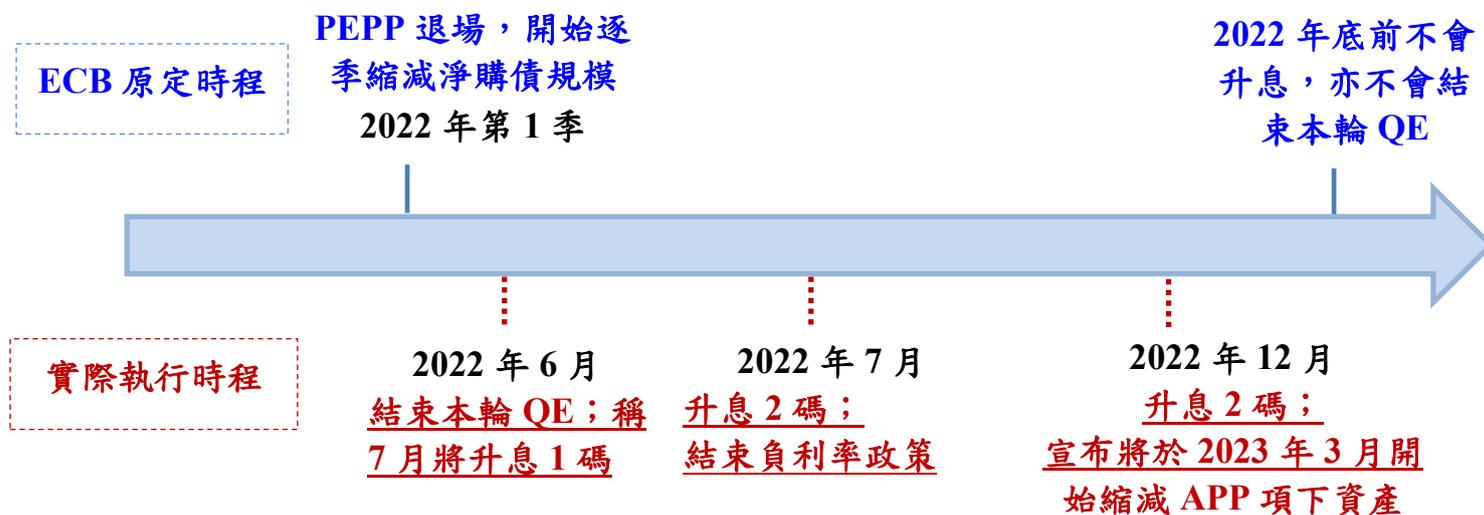
資料來源：Fed 網站

ECB 方面，Lagarde 在 2021 年 12 月政策會議會後記者會曾表示 2022 年應不會升息，且 2022 年 12 月政策會議會後聲明亦指出，為配合 PEPP 在 2022 年第 1 季退場，ECB 的資產購買計畫(APP)將自 2022 年第二季開始暫時擴增每月淨購債規模，惟將逐季縮減至每月 200 億歐元<sup>3</sup>，並維持這個水準至少執行至 2022 年底。惟俄烏戰爭進一步刺激歐洲通膨大幅上揚，ECB 在 2022 年 3 月宣布，2022 年 6 月後將停止在 APP 項下淨買入資產，並稱在 2022 年 6 月宣布升息 1 碼；2022 年 7 月再升息 2 碼，結束歐元區的負利率政策；2022 年 12 月宣布將於 2023 年 3 月開始縮減 APP 項下資產，惟 PEPP 項下資產將持續執行到

<sup>3</sup> APP 原淨購債規模為每月 200 億歐元。

期本金再投資至少至 2024 年(下頁圖 10)；2022 年 ECB 合計升息 10 碼<sup>4</sup>。

圖 10 ECB 緊縮步調出乎預期



資料來源：ECB 網站

## 參、主要央行政策及展望

### 一、Fed 啟動升息及縮表，惟升息循環或將走到終點

#### (一)自 2021 年底開始縮減購債

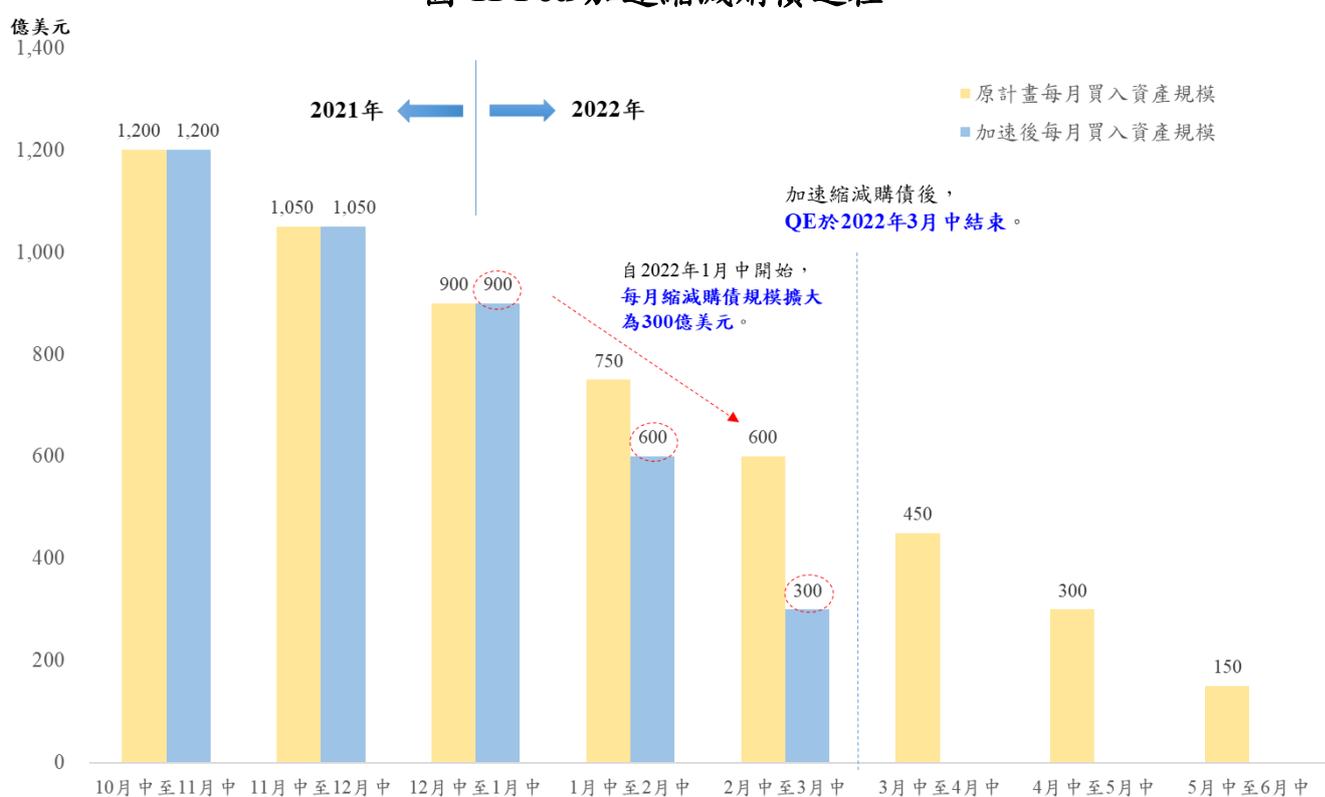
2020 年 3 月，美國疫情爆發後，Fed 連續召開兩次臨時政策會議，宣布降息至 0 利率、如有必要將無上限買入美國政府公債及 MBS、9 項流動性支援機制及增加與國外央行承作美元流動性交換等緊急救市機制；待金融市場逐漸恢復平穩後，2020 年 12 月改為每月將至少淨買入 800 億美元美國公債及 400 億美元 MBS，合計每月將增持 1,200 美元資產。

2021 年初，通膨壓力隨解封開始萌發初期，Fed 官員多視為解封及供應鏈瓶頸等暫時性因素導致的現象，惟慢慢開始釋出貨幣政策可能逐漸轉向正常化的訊息，並於下半年開始較密集討論縮減購債及升息等訊息。

<sup>4</sup> ECB 在 2022 年 7 月、9 月、10 月、12 月分別升息 2 碼、3 碼、3 碼、2 碼。

2021年11月FOMC宣布，自11月中開始，將每月購債額度降為1,050億美元(分別為700億美元美國公債及350億美元MBS)，隔月再降為900億美元(分別為600億美元美國公債及300億美元MBS)，而後依此類推，逐漸降至零。而後再於2021年12月FOMC加速期縮減進程，即自2022年1月中起每月購債額度縮減幅度加倍，購債規模將逐月遞減200億美元美國公債及100億美元MBS，直到降至零，最終於2022年3月結束本輪QE(圖11)。

圖 11 Fed 加速縮減購債進程



\* Fed每月買入資產中，2/3為美國公債，1/3為Agency MBS，以2021年12月中到2022年1月中為例，Fed將買入600億美元美國公債及300億美元Agency MBS。

資料來源：Fed 網站

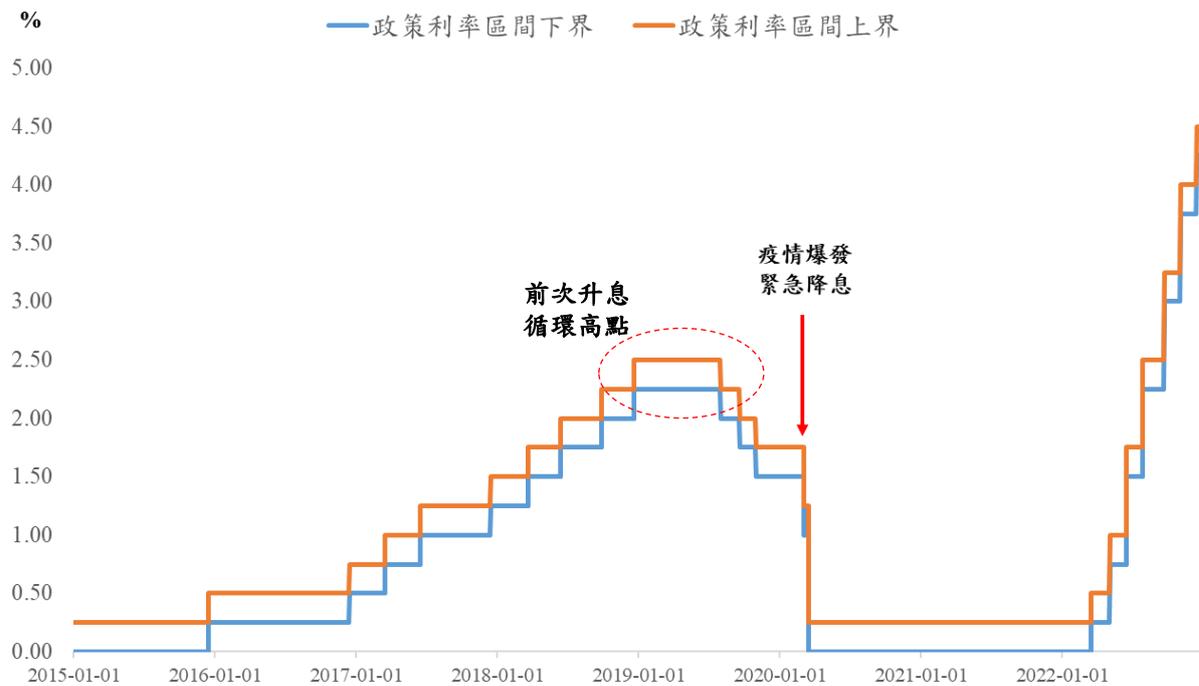
## (二)自 2022 年 3 月啟動升息

本輪 QE 結束後，Fed 很快宣布啟動本次升息循環，於 2022 年 3 月升息 1 碼，且因通膨上揚持續超出預期<sup>5</sup>，更於 2022 年 6 月創下 1994 年以來首次升

<sup>5</sup> 市場原預期美國通膨已見高點，惟2022年6月公布5月CPI為超出預期的新高8.5%，且6月CPI更創下9.1%紀錄，迫使Fed加大升息力道。

息 3 碼(或以上)的紀錄<sup>6</sup>，並在 7 月、9 月、11 月連續 3 次政策會議升息 3 碼，並在 12 月升息 2 碼，合計 2022 年共升息 17 碼，政策利率區間升至 4.25~4.5%，較前次升息循環高點的 2.25~2.5% 超出 2 個百分點(圖 12)。

圖 12 Fed 政策利率區間



資料來源：FRED

### (三)自 2022 年 6 月啟動縮表

2022 年 5 月，Fed 公布本次縮表計畫如次：(1)自 6 月起，每月到期本金將有最高 475 億美元不會進行到期本金再投資(其中美國公債及 MBS 各為 300 億及 175 億美元)<sup>7</sup>；(2)並自 9 月起將到期本金不再投資的額度調高至每月 950 億美元(其中美國公債及 MBS 各為 600 億及 350 億美元)；(3)預期縮表將執行至委員會成員判斷準備金餘額略高於充足水準。

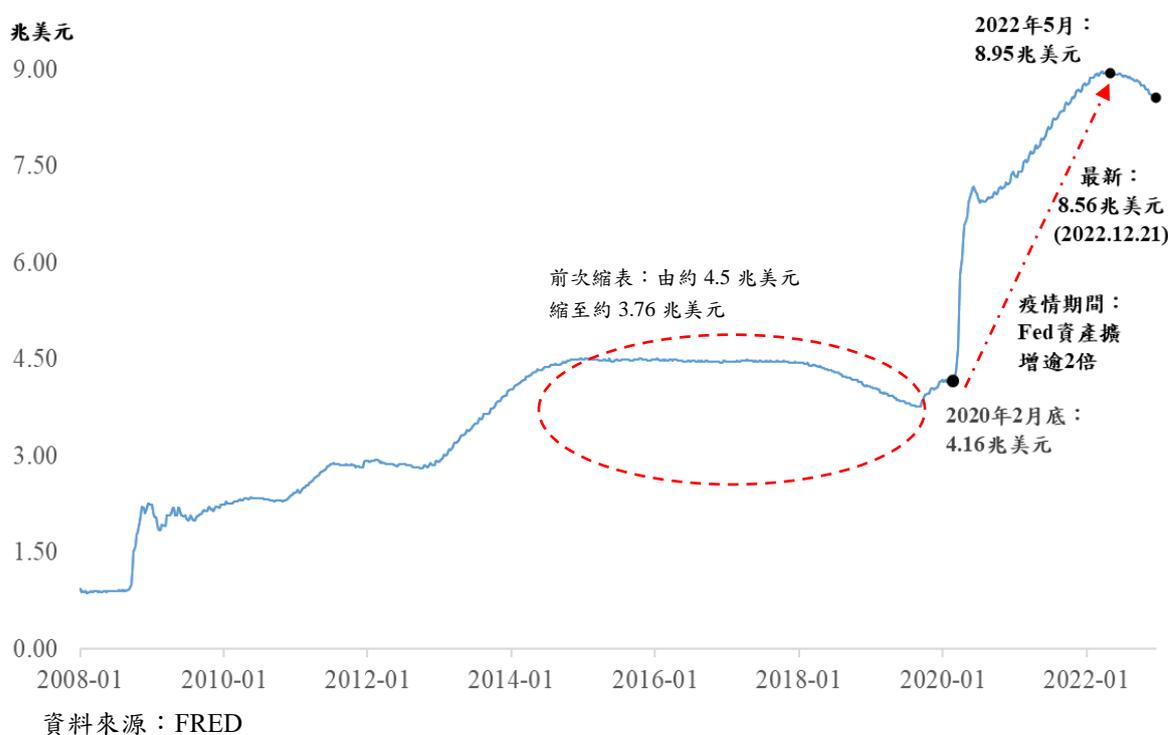
統計疫情期間，Fed 資產規模由疫情爆發前的 4.16 兆美元最高增加至 8.95

<sup>6</sup> Cox, Jeff (2022), “Fed hikes its benchmark interest rate by 0.75 percentage point, the biggest increase since 1994,” CNBC, Jun. 16.

<sup>7</sup> 舉例來說，如當月到期之本金計有 500 億美元美國公債及 400 億美元 MBS，則僅有超出限額部分(即 200 億美元美國公債及 225 億美元 MBS)會進行到期本金再投資；如當月到期本金僅有 200 億美元美國公債及 150 億美元 MBS，則當月不會進行任何到期本金再投資。

兆美元，擴增超過 2 倍(約增加 4.79 兆美元)。另自 2022 年 6 月啟動縮表迄今 (2022.12.21)，Fed 資產規模已縮減至 8.56 兆美元<sup>8</sup>(圖 13)，。

圖 13 Fed 資產規模



#### (四) Fed 政策展望

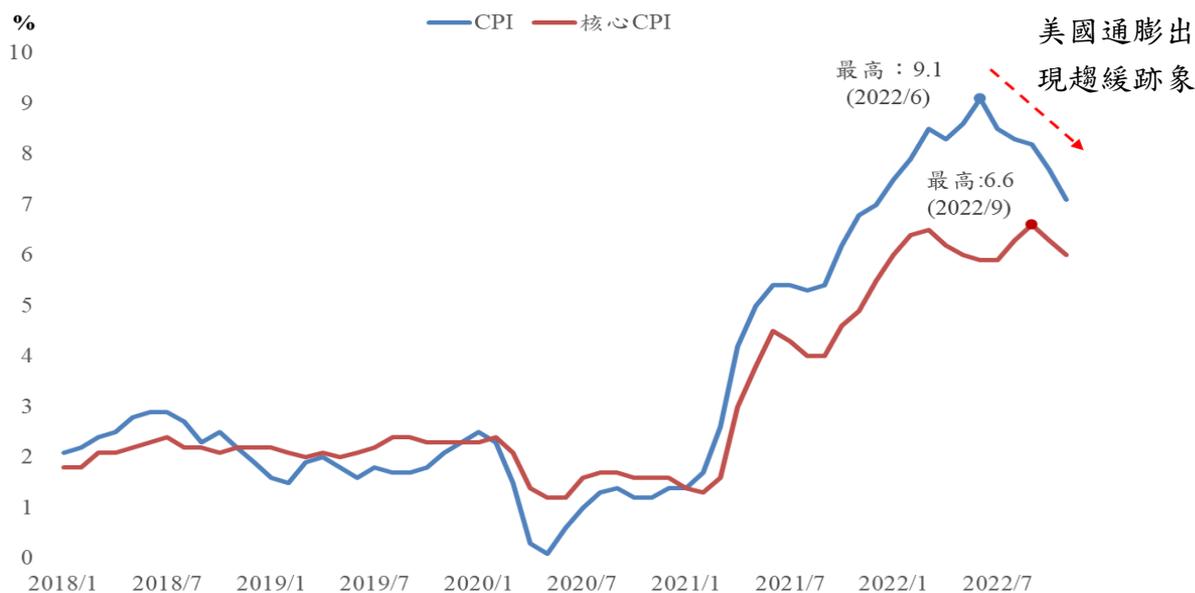
回顧 2022 年 Fed 政策轉變，主要目的仍是打擊通膨，並設法維持充分就業及避免經濟衰退。目前看來，儘管美國通膨下降幅度不如各界在 2022 年初的預期，惟似有見頂跡象。受惠於高基期、能源及糧食價格下滑、房價及二手車價停滯等因素，2022 年下半年已開始緩步下滑，2022 年 10 月跟 11 月更連續兩個月 CPI 及核心 CPI 年增率皆低於市場預期<sup>9</sup>(下頁圖 14)，而 Fed 也在 2022 年 12 月 FOMC 會後開始放緩升息步調<sup>10</sup>。

<sup>8</sup> 目前 Fed 持有之美國公債及 MBS 規模分別為 5.50 兆美元及 2.65 兆美元。

<sup>9</sup> 2022 年 9 月美國 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 8.1% 及 6.5%，低於市場預期之 8.2% 及 6.6%，為 2022 年首次美國 CPI 及核心 CPI 年增率皆低於預期。

<sup>10</sup> 2022 年 12 月 FOMC 宣布升息 2 碼，為 FOMC 自 2022 年 6 月後首次調降升息幅度，此前已連續 3 次政策會議升息 3 碼。

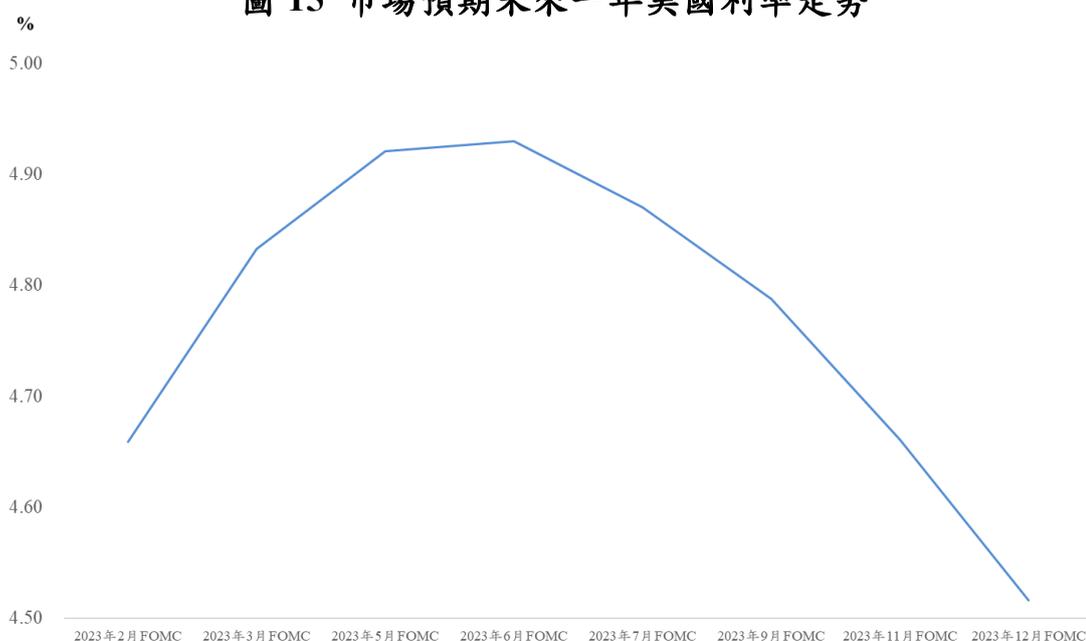
圖 14 美國通膨趨勢



資料來源：Bloomberg

Cahill (2022)<sup>11</sup>指出，從市場交易結果來看，在 12 月 FOMC 會議後，市場對未來升息路徑的預期已有收斂，市場定價的右尾風險(即 Fed 未來可能進一步大幅升息的機率)明顯下降。另以金融市場交易結果反推，目前市場預期 Fed 將在 2023 年上半年將政策利率區間升至 4.75~5%的水準後暫停升息，並在 2023 年下半年開始降息(圖 15)。

圖 15 市場預期未來一年美國利率走勢



資料來源：Bloomberg

<sup>11</sup> Cahill, Michael (2022), "Global Markets Daily: Slowing Down Has Equaled Easing," Goldman Sachs, Dec. 14.

惟就 Fed 前瞻指引來說似非如此，12 月 FOMC 公布的經濟估測(SEP)中位數顯示，2023 年 Fed 會將政策利率區間升至 5%~5.25%，且會到 2024 年才降息。另就公布資訊來看，19 名 FOMC 與會成員中，僅有兩名成員認為 2023 年僅會升息至 4.75%~5%，而有 7 名成員認為 2023 年應會升息至超過 5.25%水準，顯示市場預期與 Fed 官員的看法有一定程度出入。

Fed 官員主要疑慮在於，儘管通膨已有下滑，惟仍高於原先預期水準，且美國就業市場仍非常緊俏<sup>12</sup>，稍有不慎恐使通膨復熾。12 月 FOMC 後，紐約 Fed 主席 Walliams 就曾對外表示，未來政策利率路徑將仍將依經濟數據而定，有可能升至比 5.25%更高的水準；而舊金山 Fed 主席 Daly 則對外稱，就過去經驗來看 Fed 從結束升息到降息平均時間是 11 個月，她覺得 11 個月是一個合理的參考點<sup>13</sup>。

參考前次縮表經驗，Fed 在升息將結束前不太可能釋出結束縮表的訊息，故此議題目前較少得到關注。惟因 2022 年 12 月 FOMC 釋出至少到 2024 年才會有可能降息的訊息，故可預期縮表至少應會持續到 2024 年。Hatzius (2022) 則預期，Fed 縮表將維持到 2024 年底或 2025 年初；另依 Korapaty (2022) 估算，2023 年 Fed 資產負債表實際縮減規模約在 1 兆美元<sup>14</sup>。

## 二、歐元區受俄烏戰爭直接衝擊，ECB 加速緊縮政策進程，並推出反金融破碎化政策

### (一)提前在 2022 年 6 月停止在結束本輪 QE，並在 7 月升息

---

<sup>12</sup> 2022 年 11 月失業率 3.7%，僅較 2022 年 1 月的 3.6% 略高 0.1 個百分點，且儘管薪資成長已有下滑，但 2022 年 11 月平均時薪年增率仍維持在高於長期趨勢水準的 5% 以上。

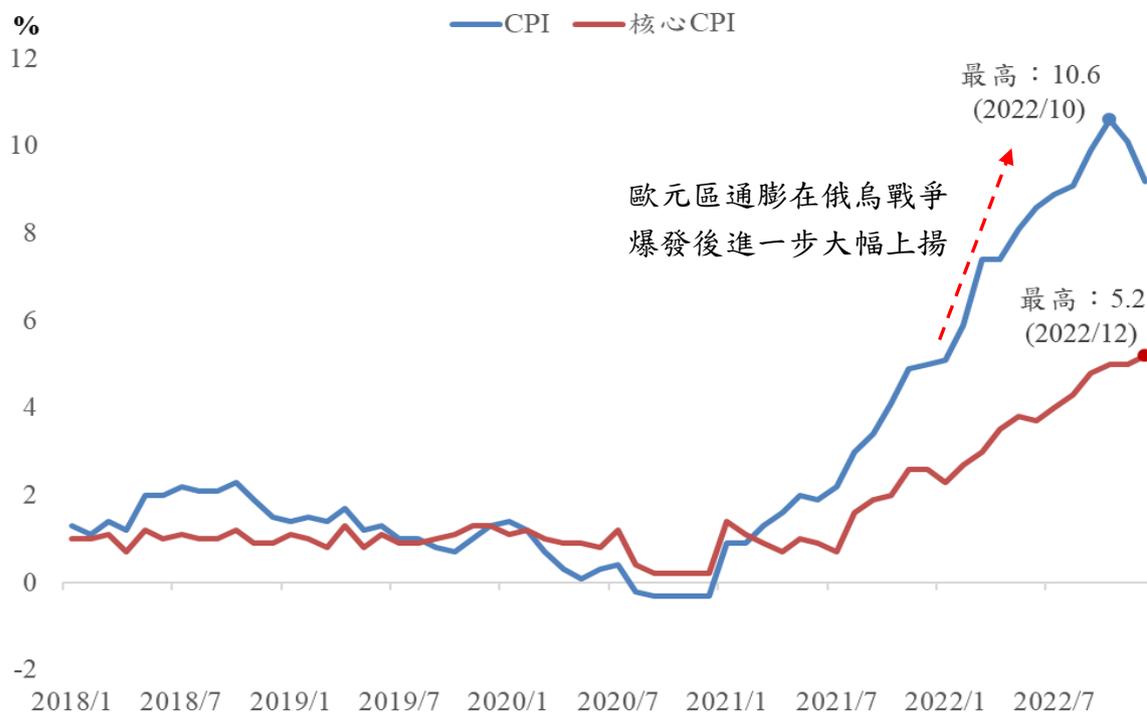
<sup>13</sup> Derby, Michael, Ann Saphir (2022), "Fed May Push Rates Higher, Keep Them There Longer, Policymakers Say," Reuters, Dec. 16.

<sup>14</sup> Hatzius, Jan (2022), "US Daily: A Retrospective on "10 Questions for 2022"," Goldman Sachs, Dec. 20 ; Korapaty, Praveen (2022), "Chasing Neutral"," Goldman Sachs, Nov. 21.

2020年3月，為因應疫情爆發的經濟衝擊，ECB宣布除原有的每月200億歐元淨購債規模外，2020年底前將再額外購買1,200億歐元資產，同時放寬用以補貼銀行特定放款的定向長期再融資操作(Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO)的承作條件並降低承作利率<sup>15</sup>，惟或因政策利率已接近有效下限，疫情期間ECB並未降息。2020年4月再宣布建立PEPP資產購買計畫，初始購買上限為7,500億歐元，後逐漸擴增至1.85兆歐元。

2022年2月，因俄羅斯入侵烏克蘭，受對俄制裁影響導致歐元區天然氣及石油等價格大漲，通膨大幅上揚(圖16)。儘管PEPP如預期在2022年第1季後退場，惟原訂在2022年第2~4季逐季縮減資產購買規模的計畫提前至2022年4~6月完成，ECB於2022年6月結束本輪QE。

圖 16 歐元區通膨大幅上揚



2022年7月，ECB宣布升息2碼，幅度超乎市場預期，為11年來首次升

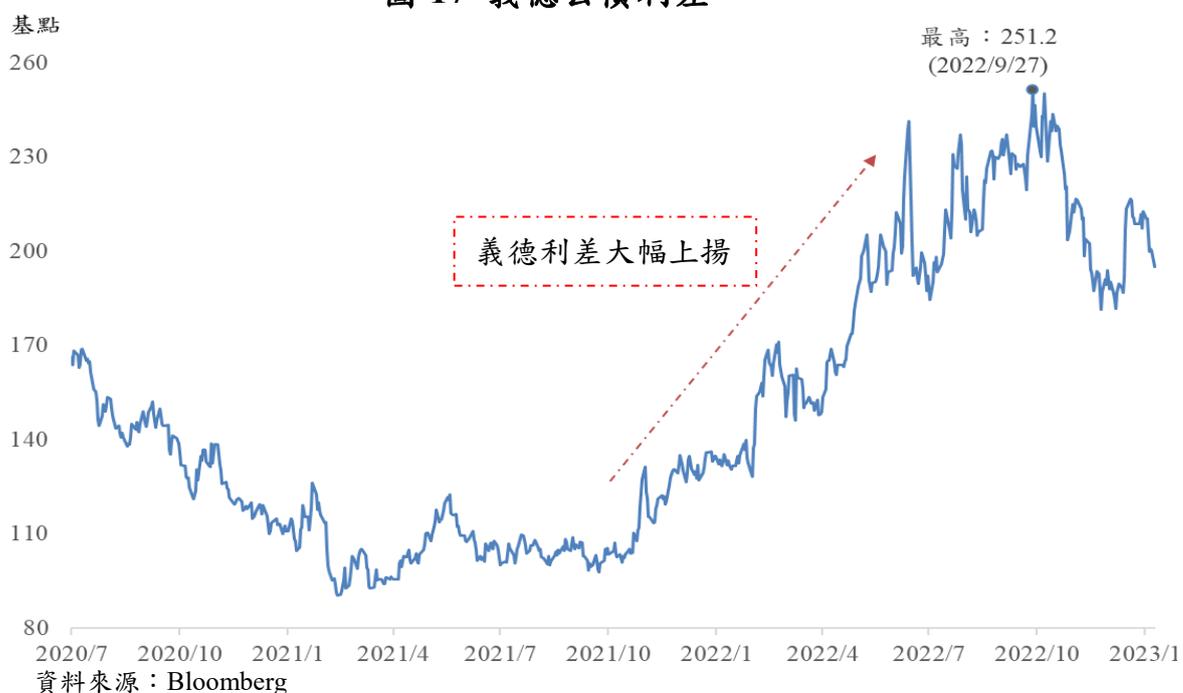
<sup>15</sup> 因應疫情影響，ECB將TLTRO承作利率調降至ECB平均存款減50個基點，且不高於-1%。

息，同時結束該行自 2014 年以來的負利率政策<sup>16</sup>。2022 年合計升息 10 碼，做為 ECB 政策利率的主要再融資利率、邊際貸款利率及存款利率分別升至 2.5%、2.75% 及 2%。除此之外，為了應對因貨幣政策緊縮預期及通膨高漲導致歐元區高負債國家與低負債國家利差大幅上揚，可能衍生的歐元區金融體系破碎化問題，ECB 在 2022 年 7 月推出「傳輸保護工具」(Transmission Protection Instrument, TPI)；ECB 另配合升息，於 2022 年 11 月開始調升 TLTRO 的承作利率。

## (二) 2022 年 7 月推出 TPI

受通膨及政策緊縮預期影響，歐元區高負債國家(以義大利為代表)與低負債國家(以德國為代表)間的公債利差開始逐漸拉大(圖 17)，在 2022 年 5 月義德 10 年期政府公債利差超過 200 個基點(bps)後，歐元區金融體系破碎化(fragmentation)問題開始成為市場關注焦點<sup>17</sup>。

圖 17 義德公債利差



<sup>16</sup> Amaro, Silvia (2022), “European Central Bank Surprises Markets with Larger-than-Expected Rate Hike, Its First in 11 Years,” CNBC, Jul. 21.

<sup>17</sup> Ritchie, Greg, James Hirai (2022), “European Bond Markets Slowly Splinter as End to Stimulus Nears,” Bloomberg, May. 21.

鑒於金融體系破碎化可能損及 ECB 貨幣政策傳導機制，為確保貨幣政策可順利傳導至歐元區內部各國，該行在 2022 年 6 月宣布將設計新的反破碎化工具(anti-fragmentation instrument)，並於 2022 年 7 月宣布升息同時推出 TPI<sup>18</sup>。

根據 ECB 計畫，TPI 將作為該行貨幣政策補強工具，在歐元區有國家因公債市場失序波動，有損及貨幣政策傳導機制之虞時，可用購買該國債券方式介入穩定市場，實際購買數量視情況及需求而定，並未設定限額，其他條件尚有：(1)透過次級市場買入 1~10 年期公部門發行債券，亦可買入符合規定之私部門債券；(2)該國遵守歐盟財政架構；(3)該國沒有嚴重的總體經濟失衡；(4)該國財政具可持續性；(5)該國總體經濟政策健全且具可持續性。ECB 並表示，為避免影響貨幣政策，TPI 項下買入的債券不會對該行資產負債表有長期性影響。

儘管 ECB 釋出將推出 TPI 訊息後，義德利差已有回落，惟因 TPI 執行細節模糊，啟用時機不明確等，儘管其無購買上限的設計應可有效提振市場信心，但實際執行效果可能還是個問號<sup>19</sup>。

### (三)調升 TLTRO 承作利率

ECB 於 2022 年 10 月政策會議決議，自 11 月 23 日起為配合升息、維持物價穩定及杜絕歐元區銀行利用存款利率與 TLTRO 承作利率間的利差作套利<sup>20</sup>，將 TLTRO 承作利率調升至與 ECB 平均存款利率相同，並提供數個提前還款日<sup>21</sup>，讓銀行可依自身意願提前還款。受此影響，歐元區銀行大舉提前還款

---

<sup>18</sup> Koranyi, Balazs, Francesco Canepa (2022), “ECB Hikes Rates, Throws Lifeline to Indebted Countries,” Reuters, Jul. 21.

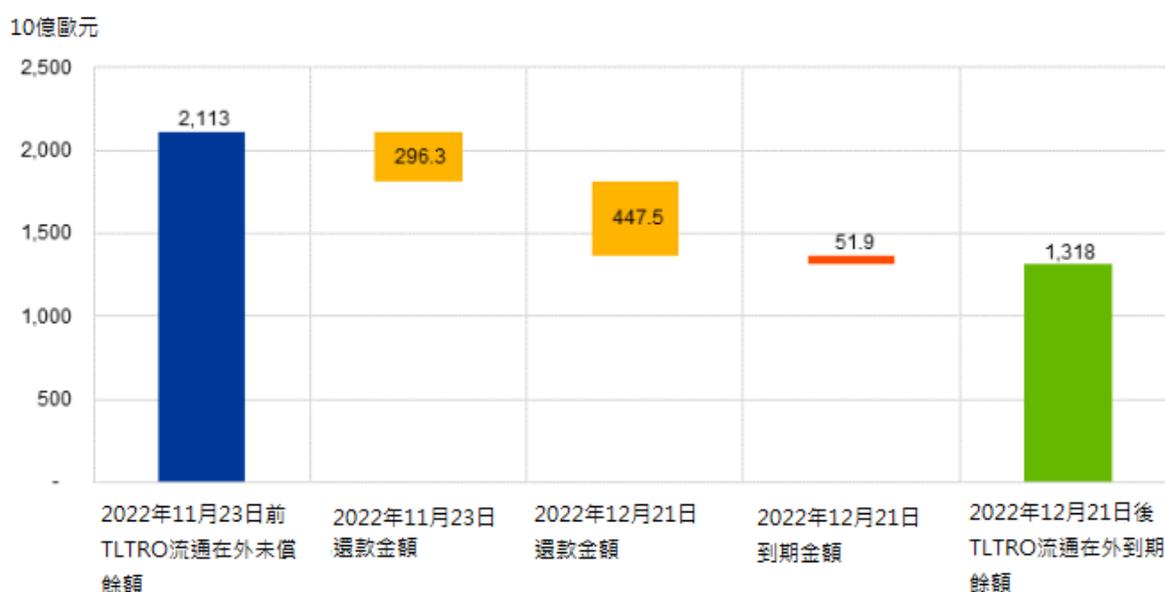
<sup>19</sup> Bahceli, Yoruk, Dhara Ranasinghe (2022), “Analysis: ECB's New Tool Fails to Impress as Italy Confronts Political Paralysis,” Reuters, Jul. 22.

<sup>20</sup> Koranyi, Balazs (2022), “ECB Closing in on Rule Change to Shave Banking Profits, Sources Say,” Reuters, Oct. 13.

<sup>21</sup> 可參考 [https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pdf/Indicative\\_calendar\\_for\\_TLTRO\\_III\\_voluntary\\_early\\_repayments\\_as\\_of\\_27\\_October\\_2022.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pdf/Indicative_calendar_for_TLTRO_III_voluntary_early_repayments_as_of_27_October_2022.en.pdf)

或到期不續作。根據 ECB 公布最新資料，截至 2022 年 12 月 21 日，該行 TLTRO 餘額已由利率調升前的 2.12 兆歐元降至 1.32 兆歐元，減少近 8,000 億歐元(下頁圖 18)，ECB 資產規模亦因而縮減約 8,000 億歐元至 7.99 兆歐元。

**圖 18 ECB 宣布利率調升後 TLTRO 餘額變化**



資料來源：ECB

儘管 ECB 調升 TLTRO 承作利率具有縮減資產負債表規模的效果，惟其操作模式與影響管道與一般定義的縮表不太一樣。首先，縮表係指央行在次級市場買進之債券，到期後被動將資金回收不再執行再投資，此舉係透過次級市場影響金融市場利率訂價，再進而影響銀行存放款利率。而 TLTRO 可視為對歐元區特定放款的補貼，調升承作利率導致銀行失去承作意願後，可能縮減相關放款優惠或直接調升相關放款的利率，惟此舉應不會對金融市場利率訂價產生過多影響。

#### (四)自 2023 年 3 月開始縮表

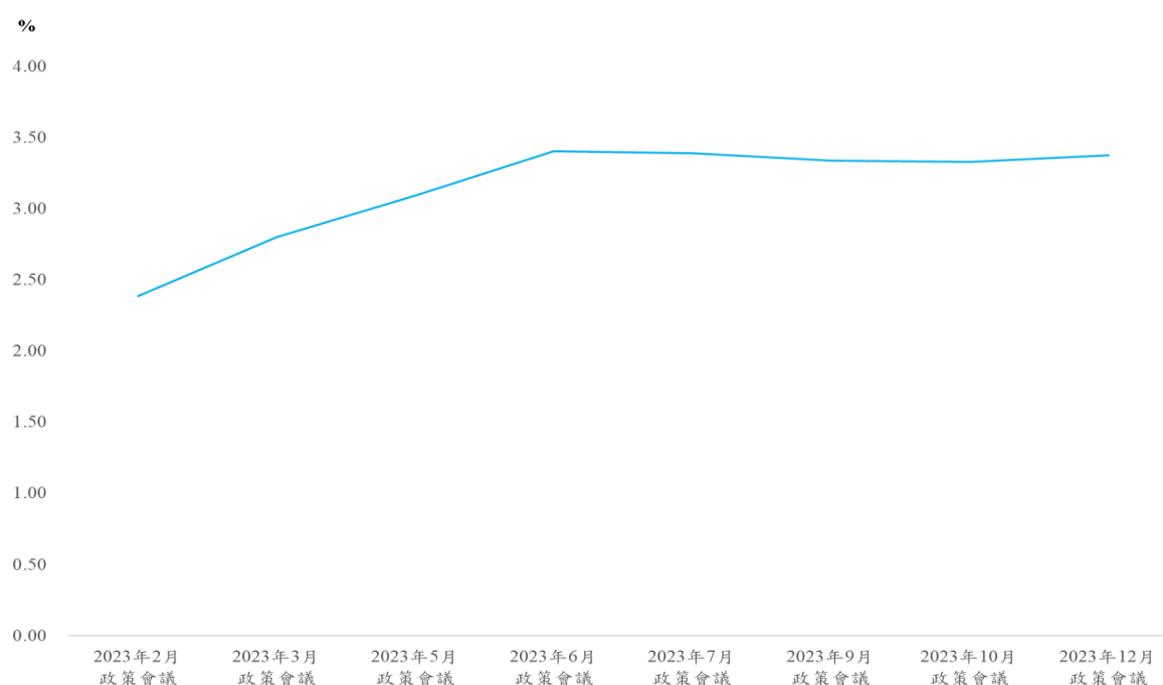
ECB 於 2022 年 12 月政策會議決議，自 2023 年 3 月開始縮減 APP 項下資產，PEPP 項下資產則暫時維持現狀。ECB 預定在 2023 年第二季時，APP 項下資產每月到期本金將有最高 150 億歐元不會進行到期本金再投資，第二季後

再視狀況調整。ECB 總裁 Lagarde 在該次會議會後記者會上表示，設定 150 億歐元上限的理由為，此約為 2023 年第二季時，每個月實際到期本金的一半。

#### (五)ECB 政策展望

儘管因央行緊縮貨幣政策及大宗商品價格價格回落歐元區通膨已有在 2022 年底觸頂跡象，且由於暖冬效應，並未如各界擔憂發生能源危機<sup>22</sup>，惟因通膨仍在高點，各界多預期 2023 年上半年 ECB 仍會持續升息。以金融市場交易結果反推，目前市場預期 2023 年中，ECB 應會將存款利率由目前 2% 升至 3.25% 或 3.5% 水準後<sup>23</sup>，維持至 2023 年底(圖 19)。

圖 19 市場預期未來一年 ECB 利率走勢



資料來源：Bloomberg

而在資產負債表政策部分，目前縮表及 TLTRO 利率調整均會影響到 ECB 的資產負債表規模，惟 TLTRO 主要直接影響歐元區銀行的存放款利率，對金融市場影響可能較小，而縮表則會影響金融市場。

<sup>22</sup> Fokuhl, Josefine (2023), "Europe Set for Warmest January in Years as Gas Crisis Eases Unseasonably Warm Temperatures," Bloomberg, Jun. 5.

<sup>23</sup> 依此類推，主要再融資利率及邊際貸款利率應會分別升至 3.75% 及 4%，或 4% 及 4.25%。

由於預期 ECB 將持續升息，未來銀行應會持續縮減在 TLTRO 項下的借款，Stehn (2022)指出<sup>24</sup>，2023 年可望看到 ECB 在 TLTRO 項下的資產出現大幅縮減，特別是在 2023 年 6 月，由於大量借款到期關係，預期可能出現高達 1 兆歐元的減幅(圖 20)。

圖 20 TLTRO 項下資產將大幅減少



縮表則會影響到金融市場利率，將直接增加歐元區國家的籌資成本，對義大利等債務較大國家造成較重的壓力，由於此容易引發疑歐等政治問題，ECB 在政策執行上應會相對慎重。Korapaty (2022)預期 2023 年 ECB 縮表幅度約 1,500~2,000 億歐元，並指出儘管 ECB 已推出 TPI 政策，可發揮穩定高負債國家的公債殖利率的效果，惟義德利差仍可能微幅拉大。整體來說，預期 2023 年 ECB 資產負債表縮減幅度約 1.5 兆歐元，惟多數係 TLTRO 項下資產減少；為避免引發政治問題，APP 項下資產縮減幅度應不會太高。

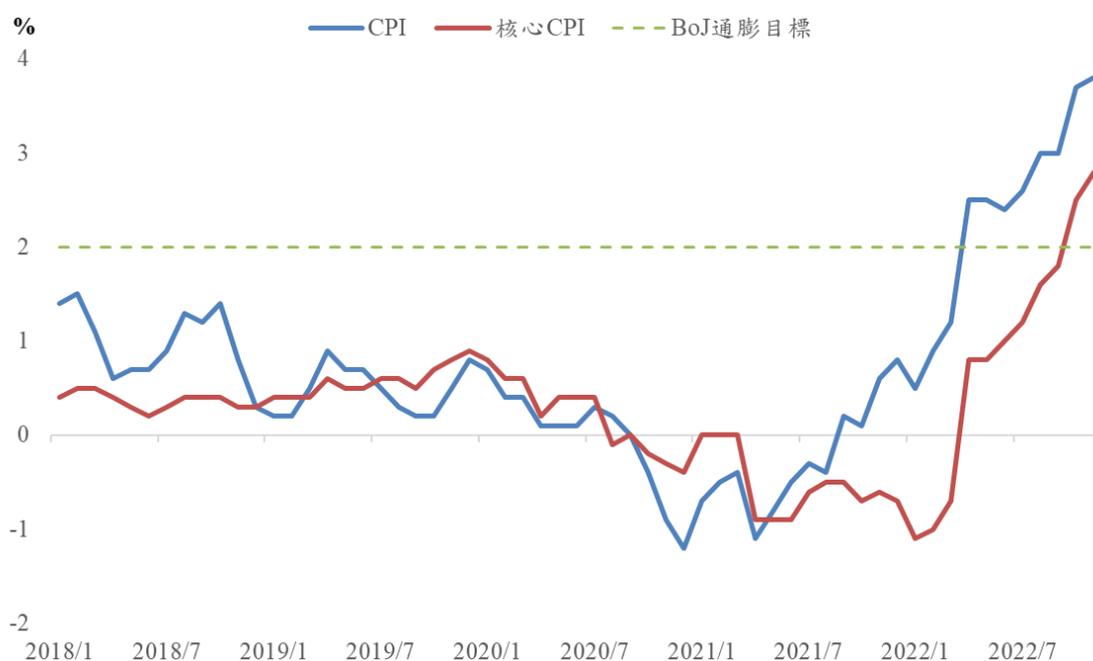
<sup>24</sup> Stehn, Sven (2022), “European Daily: ECB—QT is Coming,” Goldman Sachs, Oct. 12.

### 三、其他央行政策調整(以日本央行(BoJ)及英國央行(BoE)為代表)

(一)日本央行在 2022 年底出乎預期宣布擴大殖利率曲線控制政策(YCC)區間，引發市場揣測是否惟政策正常化的第一步

2022 年以來，儘管日本通膨亦有一定幅度上揚，惟多數時間僅略高於政策目標的 2%，其上漲幅度遠不如歐美等多個經濟體(圖 21)，且 BoJ 亦有透過超寬鬆振興疫後經濟的目的<sup>25</sup>。故相較 Fed 及 ECB，日本央行在 2022 年並未有大幅政策調整。

圖 21 日本通膨漲勢較歐美和緩



資料來源：Bloomberg

2022 年 12 月 20 日，BoJ 在政策會議後宣布，擴大 YCC 區間範圍，將 10 年期日本公債殖利率控制區間由 0%上下 0.25 個百分點擴大至 0%上下 0.5 個百分點。由於在 BoJ 調整政策前，10 年期日本公債殖利率已有一段時間維持在上界附近(0.2%~0.25%)區間波動，故此舉被認為是緊偏向縮貨幣政策(下頁圖 22)，而政策發布後，10 年期日債殖利率立即突破 0.25%，帶動日本公債殖利

<sup>25</sup> Kihara, Leika (2022), "BOJ's Kuroda Lays out Framework for Future Exit from Easy Policy," the japan times, Nov. 10.

率曲線整條上移，及日圓大漲等。

圖 22 BoJ 放寬控制區間後日債殖利率大漲



資料來源：Bloomberg

由於 BoJ 在 12 月政策會議上出乎意料的政策調整，目前各界多認為，未來如日本通膨進一步持續上揚，該行或被迫啟動貨幣政策正常化。惟鑑於 BoJ 總裁黑田東彥本屆任期到 2023 年 4 月，在黑田總裁卸任前應不會大幅調整貨幣政策，或可進一步觀察新總裁的政策立場。

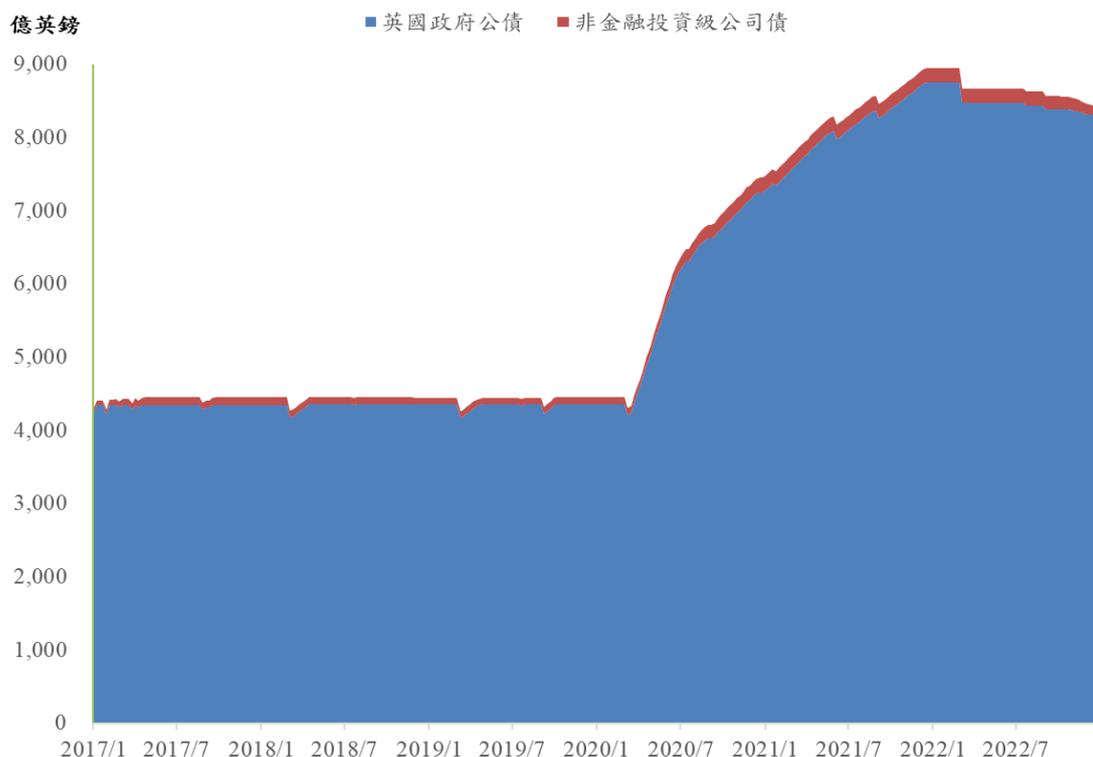
(二)BoE 如預期緊縮貨幣政策，惟為穩定債市秩序，一度介入市場買債並推遲賣出債券

疫情爆發前，BoE 曾將政策利率升至 0.75%，惟在疫情爆發後，在 2020 年 3 月該行將利率降至歷史新低的 0.1%，並宣布重啟 QE，最高時該行買進債券目標額度達 8,950 億英鎊債券(8,750 億英國政府公債及 200 億非金融業投資等級公司債)。惟 2021 年中後，隨通膨上揚，BoE 貨幣政策委員會(Monetary Policy Committee, MPC)內部對貨幣政策走向開始逐漸產生分歧，維持寬鬆政策的投票結果已不再是全票一致通過。

2021 年 12 月，BoE 宣布疫情爆發以來首次升息，截至 2022 年底共升息

3.4 個百分點至 3.5%。2022 年 2 月，BoE 宣布開始縮表，持有之債券到期不再執行再投資；並於 2022 年 9 月政策會議後宣布，將自 10 月 8 日開始出售持有資產，計畫在一年內售出 800 億英鎊債券。惟英國財政部在 9 月 23 日公布新一輪財政刺激方案後，市場對英國債信出現疑慮，致英債價格大跌，BoE 為穩定市場，於 9 月 28 日宣布暫停售出債券計畫，並暫時性買入 20 年期以上英國政府公債；該暫時性買入計畫於 10 月 14 日後結束，合計買進約 196 億英鎊債券，為英國政府爭取到 2 週調整時間。BoE 俟後於 10 月 31 日開始啟動出售債券計畫，出售規模維持不變，至 2022 年底共持有約 8,437 億英鎊債券<sup>26</sup>(圖 23)

圖 23 BoE 持有債券規模



資料來源：Bloomberg

儘管 2022 年 12 月 BoE 政策會議升息 2 碼符合預期，惟就 MPC 投票結果來看，贊成加速升息的委員減少(僅有一位支持升息 3 碼)，而認為應減緩升息步調的委員增加(共有兩位支持暫停升息)，故整體來說偏向鴿派。加上目前英

<sup>26</sup> 8,437 億英鎊債券中，8,308 億為英國政府公債，129 億為非金融投資級公司債

國通膨亦出現觸頂跡象，各界多預期，儘管 2023 年第 1 季 BoE 應會持續升息，惟步調將持續放緩，並可能在上半年暫停升息，且 2024 年有降息機會。

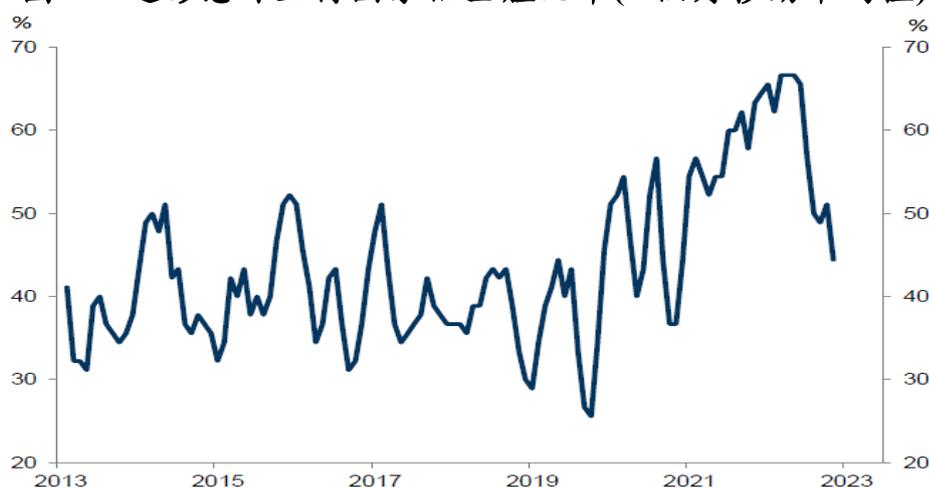
#### 肆、未來展望

Hatzius(2022)指出，2021 年與 2022 年全球通膨出乎意料地一致上揚主要由 3 個因素所帶動：(1)供應鏈瓶頸使貿易財價格上揚，帶動核心商品通膨大漲，成為 2021 年帶動全球通膨上揚的共同性因素；(2)油價及食品價格大幅上揚，成為 2022 年上半年全球通膨最大的上升動能；(3)疫情後各國經濟在差不多時間陸續重啟，帶動全球通膨同步上揚。

展望未來，可預期相關因素在 2023 年應會有一定程度的逆轉，通膨出乎預期上漲的可能性不高：(1)隨供應鏈瓶頸趨緩，帶動貿易財價格大幅上漲的供給問題亦獲得舒緩，可望成為逆轉通膨上揚的因素；(2)2022 年下半年，大宗商品(commodity)價格已有下滑，短期內進一步上漲的機率不高；(3)除中國外，主要國家經濟重啟已近尾聲，未來經濟重啟對通膨的影響可望逐漸消散。

另從近期數據來看，似可佐證前述論點，Hatzius(2022)追蹤比較 30 個國家每月公布的通膨數據與 Bloomberg 調查專業人士預測中位數，發現通膨超出預期的上行比率已下滑至接近平常水準(圖 24)。

圖 24 通膨意外上行國家佔全體比率(3 個月移動平均值)



資料來源：Goldman Sachs

惟前述情境並不代表通膨將大幅下滑，僅係表示通膨應暫無理由可持續大幅上漲，而通膨趨緩亦可能使在 2022 年強力升息的主要央行們放緩升息步調，甚至暫緩升息。目前各界對未來主要央行貨幣政策走向的預測多奠基於此，隨通膨放緩，可舒緩央行進一步升息的壓力，讓主要央行有更多空間專注實現軟著陸(*soft landing*)，避免因貨幣政策過度緊縮而造成衰退。

隨通膨在 2022 年底出現觸頂放緩跡象，主要央行亦開始放緩升息步伐，未來若無如供應鏈瓶頸或俄烏戰爭等刺激通膨大幅上漲的黑天鵝出現，2023 年應會是全球央行這波升息循環的尾聲，未來貨幣政策觀察重點應會轉向大型央行的縮表政策及對市場影響，如美國會不會再次出現 2019 年縮表時發生的美元稀缺問題等。

## 參考文獻

1. Alliger, Jordan (2021), “GS Supply Chain Congestion Scale: Week 4 (Dec. 6th) - Further Weekly Relief, Scale Tracking to Dip below '10',” Goldman Sachs, Dec.6.
2. Amaro, Silvia (2022), “European Central Bank Surprises Markets with Larger-than-Expected Rate Hike, Its First in 11 Years,” CNBC, Jul. 21.
3. Bahceli. Yoruk, Dhara Ranasinghe (2022), “Analysis: ECB's New Tool Fails to Impress as Italy Confronts Political Paralysis,” Reuters, Jul. 22.
4. Cahill, Michael (2022), “Global Markets Daily: Slowing Down Has Equaled Easing,” Goldman Sachs, Dec. 14.
5. Condon, Christopher (2021), “Yellen Sticks with ‘Transitory’ View of U.S. Inflation,” Bloomberg, Oct. 13.
6. Cole, George (2022), “Global Markets Daily: European Rates 2023 Outlook Q&A,” Goldman Sachs, Nov. 29.
7. Cox, Jeff (2022), “Fed hikes its benchmark interest rate by 0.75 percentage point, the biggest increase since 1994,” CNBC, Jun. 16.
8. Derby, Michael, Ann Saphir (2022), “Fed May Push Rates Higher, Keep Them There Longer, Policymakers Say,” Reuters, Dec. 16.
9. Fokuhl, Josefine (2023), “Europe Set for Warmest January in Years as Gas Crisis Eases Unseasonably Warm Temperatures,” Bloomberg, Jun. 5.
10. Hallam, Chris (2022), “Assessing potential headwinds from Reverse Tiering or TLTRO Adjustments for European Banks,” Goldman Sachs, Dec. 20.
11. Hatzius, Jan (2022), “US Daily: A Retrospective on “10 Questions for 2022” ,” Goldman Sachs, Dec. 20.
12. Hatzius, Jan (2022), “US Daily: December FOMC Recap: A Slower Pace but a Higher Peak,” Goldman Sachs, Dec. 14.
13. Hatzius, Jan (2022), “Global Economics Comment: Global Inflation Data Are Now

- Undershooting Expectations,” Goldman Sachs, Dec. 15.
14. Hatzius, Jan (2021), “US Daily: Shelter Inflation and Booming House Prices,” Goldman Sachs, May 15.
  15. Hatzius, Jan (2021), “Inflation Signal, Healthcare Noise,” Goldman Sachs, Fed. 21.
  16. Hatzius, Jan (2022), “Global Views: Q&A on Our 2023 Outlook: This Cycle Is Different,” Goldman Sachs, Dec. 5.
  17. Hatzius, Jan (2022), “Global PMI Monitor: Falling DM Activity Drives Continued Global Manufacturing Slowdown,” Goldman Sachs, Dec. 6.
  18. Kihara, Leika (2022), “BOJ's Kuroda Lays out Framework for Future Exit from Easy Policy,” the japan times, Nov. 10.
  19. Korapaty, Praveen (2022), “Chasing Neutral”,” Goldman Sachs, Nov. 21.
  20. Koranyi, Balazs, Francesco Canepa (2022), “ECB Hikes Rates, Throws Lifeline to Indebted Countries,” Reuters, Jul. 21.
  21. Koranyi, Balazs (2022), “ECB Closing in on Rule Change to Shave Banking Profits, Sources Say,” Reuters, Oct. 13.
  22. Ritchie, Greg, James Hirai (2022), “European Bond Markets Slowly Splinter as End to Stimulus Nears,” Bloomberg, May. 21.
  23. Stehn, Sven (2022), “Euro Area Inflation — Peeking Past the Peak,” Goldman Sachs, Dec. 23.
  24. Stehn, Sven (2022), “European Daily: ECB—QT is Coming,” Goldman Sachs, Oct. 12.
  25. Trivedi, Kamakshya (2022), “BoJ Widens the Band, and the Possibilities,” Goldman Sachs, Dec. 21.
  26. Wilson, Dominic (2022), “Top Ten Market Themes for 2023: The Return of Yield,” Goldman Sachs, Nov. 17.
  27. Yamaguchi, Takeshi, Koichi Sugisaki (2022), “BoJ Reaction: Surprise YCC Adjustment,” Morgan Stanley, Dec. 20.