

後全球金融危機（及疫情危機）央行角色
的演變與挑戰－兼論 MMT 可行嗎？*

台北外匯市場發展基金會專案研究計畫

郭恬吟、郭涵如、黃建勳、陳淑梅

2021 年 12 月

*本文內容純屬個人意見，與服務單位無關，如有錯誤亦概由作者負責。

目 錄

壹、前言	1
貳、全球金融危機後，尤其新冠肺炎疫情危機期間，央行角色不斷擴大.....	3
參、央行角色轉變的挑戰與重思.....	22
肆、MMT 是解決當前困境的良方嗎？	37
伍、結語	53
參考文獻	55

壹、前言

全球金融危機以來，央行在正常時期與危機時期所採的貨幣政策工具，已變得愈來愈難區分，這象徵著吾人正身處非比尋常的時期。

過去，情況相對簡單。在正常時期，央行主要藉由流動性管理操作來引導隔夜市場利率；至於在危機時期，央行則扮演最後貸款者（Lender of Last Resort, LOLR）角色，透過對金融體系的緊急流動性援助，來穩定金融市場與金融機構。

全球金融危機爆發後，顛覆了這個簡單的情況。自危機爆發以來，鑑於利率已接近有效利率底限（Effective Lower Bound, ELB），主要央行開始積極地運用資產負債表政策以激勵總合需求，該等政策亦成為央行設定貨幣政策立場的重要工具。在此情況下，主要央行採大規模資產購買計畫，且開始高度地仰賴前瞻式指引（forward guidance）充作準承諾（quasi-commitment）工具；尤有甚者，若干央行（如 ECB、BoJ 等）甚至史無前例地採行負利率政策（negative rates policy）。

全球金融危機凸顯了過度金融創新、金融監管不足等問題；全球央行亦從全球金融危機汲取了重要啟示：僅有物價穩定仍不足以確保金融穩定。全球金融危機前，處於危機核心的先進經濟體過度專注於物價穩定，忽略了銀行業授信浮濫、證券化（securitization）等金融創新過度發展，以及信用快速擴張等可能肇致的嚴重風險。全球金融危機後，為修補金融體系的脆弱性及危機前監管不力等缺失，若干央行相繼將金融穩定納入職責，或是益加重視金融穩定的重要性。

相較於全球金融危機主要是金融體系內生的不穩定問題，進而影響更廣泛的實體經濟；近期的新冠肺炎（COVID-19）疫情危機，則較類似於天然災害對實體經濟的外生衝擊，並蔓延至金融體系。為避免暫時性的大封鎖（Great Lockdown）危機造成永久的傷害，主要央行已更迅捷地祭出更強力的因應措施，不僅更迅速地擴大資產購買計畫，

並推出範圍更廣的信用融通機制，對企業提供更直接之支持。

新冠肺炎疫情危機期間，主要央行大規模地部署強而有力的貨幣政策工具，已有助於穩定經濟與金融市場；惟在此過程中，彼等正逐漸改變其角色的詮釋，尤以 Fed 為最。新冠肺炎疫情危機後，主要央行已由最後貸款者、最後造市者 (Market Maker of Last Resort, MMLR)，演變成最後購買者 (buyer of last resort)，乃至信用配置者 (credit allocator)；在緊急時期固然需要緊急措施，惟伴隨主要央行的政策觸角延伸日廣，彼等似已悄然跨越若干紅線。論者擔憂，當代央行干預市場的程度日深，是否將扭曲價格與經濟誘因？央行所採舉措是否可能造成社會重分配、加劇不均？此外，對於在疫情期間緊急採廣泛信用融通機制的央行而言，彼等是否將陷入被財務困難的借款者拖累之惡性循環？

全球金融危機爆發後，主要央行已在提振經濟方面擔負重任，惟伴隨貨幣政策效果遞減，甚或可能引發若干副作用，貨幣政策與財政政策如何形成妥適的政策組合以發揮綜效 (synergies)，已成各界關注的議題。尤其是，新冠肺炎疫情危機後，貨幣政策空間縮減的問題益顯嚴峻，加以主要經濟體的財政支出大幅擴增，部分論者認為，主張由央行發行通貨來支應政府支出的「現代貨幣理論」 (Modern Monetary Theory, MMT)，似不失為可考慮的解方；惟亦有論者認為，此種類如財政赤字貨幣化 (monetization of fiscal deficit) 的舉措恐引發惡性通膨 (hyperinflation)、經濟衰退等惡果；有關是否可能訴諸 MMT 的政策指引來解決目前的困境，於近期再掀討論熱潮。

本文擬先由全球金融危機後，尤其新冠肺炎疫情危機期間，央行角色不斷擴大談起；接著，引介央行角色轉變所帶來的挑戰及省思，並探討近期引發熱議的 MMT 是否有助於解決當前問題；最後，則針對後危機時期央行角色的重思與展望，作一總結。

貳、全球金融危機後，尤其新冠肺炎疫情危機期間，央行角色不斷擴大

一、全球金融危機後，央行的政策工具箱擴增，且益加重視金融穩定

(一) 全球金融危機爆發後，主要央行大舉降息，訴諸非傳統性貨幣政策，以激勵經濟

全球金融危機後，主要先進經濟體央行採極寬鬆的貨幣政策立場，將利率降至極低；此外，彼等亦在政策工具箱中，增添若干非傳統性貨幣政策工具，如量化寬鬆 (Quantitative Easing, QE)、負利率政策與前瞻式指引等。

1、QE

全球金融危機爆發，導致銀行放款意願降低，造成信用緊縮，美國 Fed 遂透過再投資政策調整資產負債表規模與組成，以挹注市場流動性；其所運用的工具，主要是泛稱為 QE 的大規模資產購買計畫，以及債券到期年限延長計畫 (Maturity Extension Program, MEP)。

為引導房貸利率下跌及改善金融市場狀況，Fed 於2008年12月~2010年8月購買1,750億美元之 Fannie Mae、Freddie Mac 及聯邦房貸銀行 (Federal Home Loan Banks) 所發行之機構債，同時於2009年1月~2010年8月購買1.25兆美元之 Fannie Mae、Freddie Mac 及 Ginnie Mae 提供擔保之不動產抵押貸款擔保證券 (Mortgage-backed Securities, MBS)。

另為使中長期利率下降，Fed 於2009年3月~2009年10月亦購買3,000億美元之長天期美國政府債券，到期日以2年~10年期為多數，其中包括抗通膨債券 (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS)。

在2010年8月10日的聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議中，FOMC 決議，在物價穩定的情況下，為協助經濟復甦，將運用已到期之機構

債及機構 MBS 所回收本金，再投資於長天期美國政府債券，以維持現有債券規模不變；當現有之美國政府債券到期時，所回收之本金亦將再投資於美國政府債券。

2011年9月21日的 FOMC 會議未繼續推出新一輪 QE 政策，改推出債券到期年限延長計畫，以強化景氣復甦力道，稱為扭轉操作(Operation Twist)。在此計畫中，Fed 將於2012年6月前購入4,000億美元的6年~30年期政府債券，同時賣出4,000億美元3年期以下的政府債券。

為支持房貸市場，FOMC 決議將到期機構債及機構 MBS 本金再投資於機構 MBS，一改先前僅再投資於政府債券的政策。其論據為：「投資房地產與否取於長期利率，貨幣間的套利取決於短期利率」，故在短期利率不變的情況下，壓低長期利率，可在不使國際收支惡化的前提下，激勵經濟。至於既有政策（即美國政府債券到期時，所回收之本金將再投資於美國政府債券），則仍持續進行。

2、負利率政策

負利率政策的實施背景為：各國央行為激勵經濟而調降利率，惟因通膨預期下滑，致民間消費延遲，使低利率政策激勵經濟的效果不彰；此時，各國央行為進一步壓低實質利率，俾增加有效需求，將政策利率訂在低於零利率底限（zero-lower bound）。

截至上（2020）年6月，全球實施負利率政策的央行包括：ECB、瑞典央行（Sveriges Riksbank）、丹麥央行（Danmarks National Bank, DNB）、瑞士央行（Swiss National Bank, SNB）、日本央行（Bank of Japan, BoJ）、匈牙利央行（Magyar Nemzeti Bank），以及波士尼亞與赫塞哥維納央行；後兩者因分別實施釘住歐元匯率及實施與歐元連結之聯繫匯率制度，因而仿照 ECB 實施負利率政策¹。

¹ 中央銀行 (2020b)。

一般而言，央行實施負利率政策之目的，大致分為3種：(1) 因應通縮風險（推升民眾通膨預期）、(2) 激勵經濟成長（提高銀行放款、民間消費及投資意願），以及(3) 避免本國貨幣過度升值（透過壓低國內債券殖利率，抑制國際資本流入，避免本國貨幣過於強勢，進而不利出口表現及推升通膨預期）。

ECB 與 BoJ 實施負利率政策，主因 QE 政策成效漸緩，無法有效提升通膨預期，達成激勵經濟之效，故彼等將政策利率調降至負值，以活絡經濟活動。至於瑞典央行、丹麥央行及瑞士央行等則因受 ECB 政策外溢效應（spillover effects）影響，為避免國際資本大量流入，致本國貨幣匯價劇升，而被迫實施負利率政策以為因應（見表1）。

表1 主要央行實施負利率政策之原因

央行	生效日	因應通縮	激勵景氣	避免過度升值
ECB	2014/06/11	V	V	
瑞典央行	2014/07/09	V		V
丹麥央行	2014/09/05			V
瑞士央行	2014/12/18	V	V	V
BoJ	2016/02/16	V	V	V

資料來源：各國央行網站

3、前瞻式指引

全球金融危機期間，主要央行實施許多非傳統性貨幣政策，這些前所未見的緊急對策，迫使央行須積極對外解釋；為強化溝通，彼等採行前瞻式指引。

Coenen and Warne (2013) 指出²，前瞻式指引係央行政策利率降至零利率底限時的溝通工具之一，旨在強化央行與外界溝通；央行透過明確向民眾傳達，未來持續存在的貨幣政策立場，冀能藉此引導外界對貨幣政策的預期。

² Coenen and Warne (2013)。

根據 BoE (2013)³，前瞻式指引可概括分為三類：(1) 開放式指引；(2) 時間條件式指引；(3) 狀態條件式指引（見表2）。

表2 前瞻式指引的類型與採行央行

類型	開放式指引	時間條件式指引	狀態條件式指引
內容	央行以描述性資訊說明未來貨幣政策的走向，以及政策改變的背景情境，但未明確指出改變的時點或條件。	央行明確承諾維持寬鬆政策，直到未來的某一時點；適用於通膨率低於目標水準時。	央行將貨幣政策展望與經濟條件掛鉤，而非承諾到特定時點，係提供透明化的最佳方式。
採行央行	BoJ、ECB	加拿大央行、Fed	Fed、BoE

資料來源：BoE (2013)

國際間央行咸認，前瞻式指引在危機期間或有必要，但正常時期恐已過時、不合時宜。市場參與者亦曾對前瞻式指引表現出不以為然的態度，例如美銀美林證券主管 Ethan Harris 表示，前瞻式指引顯然已不合時宜，過去市場太過倚賴央行預告接下來的可能動向，但現在若完全聽信前瞻式指引很可能會出錯⁴。

此外，央行對外溝通的頻率增加，雖可提高透明化(transparency)，但晚近愈來愈多研究指出，增加溝通與提高透明化雖立意良善，但均有最適水準，太多且紛雜的資訊，反而無法提高政策有效性。例如前 BoE 總裁 Mark Carney 因採前瞻式指引，對升息時點釋出的訊息混亂不一，而飽受批評；此外，FOMC 委員常對外發表諸多不同意見，徒增外界困惑。

(二) 全球金融危機凸顯金融穩定的重要性，若干央行復將金融穩定納入職責

1、全球金融危機的啟示為：央行維持物價穩定仍不足夠，仍須關注金融穩定

³ BoE (2013)。

⁴ 援引自 Blitz (2015)。

1990年代~2008年全球金融危機爆發前，國際間央行的普遍看法是，央行的主要職責是維持物價穩定，因為它是維持經濟穩定的前提；因此，過去大多數央行將貨幣政策的重心置於物價穩定，而相對忽略金融穩定的重要性⁵。

然而，Kim and Mehrotra (2015) 指出⁶，2008年全球金融危機帶來的啟示是：物價穩定不足以確保金融穩定。美國次級房貸引爆的全球金融危機，反映出過去主要央行採通膨目標化 (inflation targeting) 架構，過度強調物價穩定、專注於通膨率目標，而忽略金融穩定；在此情況下，房市風險及銀行曝險不斷積累，直至房價崩跌、重創銀行，金融體系無法正常運作，釀成嚴重的全球金融危機。

全球金融危機顯示，金融不穩定將會損及經濟穩定；當全球金融危機爆發後，失業率攀高，民眾無力償還房貸、房屋被法拍，進而擴大不利影響，導致經濟大衰退，陷入金融與經濟兩者相互影響的惡性循環。

Lagarde (2015) 指出⁷，全球金融危機的重要教訓是：物價穩定是促使金融穩定的必要條件、非充分條件；事實上，低通膨不時與醞釀中的金融不平衡 (financial imbalance) 同時出現，亦即只有物價穩定不足以確保金融穩定；因此，各國決策者須更加關注金融穩定。

2、全球金融危機後，許多國家始將「促進金融穩定」納入「中央銀行法」，或強調央行關注金融穩定的重要性

2008年全球金融危機爆發後，凸顯央行除維持物價穩定目標外，尚有促進金融穩定的職責，因此，許多國家將「促進金融穩定」納入其「中央銀行法」，例如：英國⁸、馬來西亞、新加坡、南韓、挪威等；

⁵ 中央銀行 (2012)。

⁶ Kim and Mehrotra (2015)。

⁷ Lagarde (2015)。

⁸ 1997年，BoE 將金融監理權從 BoE 移轉至金融服務管理局 (Financial Services Authority, FSA)；

此外，亦有國家為實現金融穩定目標而賦予央行更多工具，如瑞典等。

此外，Fed、ECB 等主要央行，亦強調央行關注金融穩定的重要性。2013年10月9日，時任 Fed 副主席 Janet Yellen 在美國總統歐巴馬（Barack Obama）提名其擔任 Fed 主席的記者會表示，若國會通過其任命案，她誓言達成美國國會責付 Fed 促進就業最大化、物價穩定及金融體系穩健之重大職責；外界解讀，Yellen 將金融穩定視為 Fed 的第三項法定職責。至於 ECB 則自2014年11月起，已開始實施單一監理機制（Single Supervisory Mechanism, SSM），正式肩負金融穩定的責任。

根據 Jeanneau（2014）的統計⁹，在亞太地區12個國際清算銀行（BIS）的會員國中，已有10國央行在其法規命令中明確納入金融穩定之目標。整體來說，不論是亞太地區或是全球，已有愈來愈多主管當局使用總體審慎政策，作為確保金融穩定的工具。

二、新冠肺炎疫情危機期間，主要央行進一步擴大寬鬆措施，以挽救經濟

（一）新冠肺炎疫情危機與全球金融危機的起源、對實體經濟的影響，以及貨幣金融情勢等有所不同¹⁰

全球金融危機主要係源自於美國金融體系的金融脆弱性（financial vulnerabilities）所致之金融不穩定，進而蔓延至實體經濟；在金融泡沫破滅後，需求萎縮，進而影響國際金融市場，拖累美國及全球經濟。論者指出，1999年，美國國會廢除「格拉斯—史蒂格勒法」（Glass-Steagall Act），鬆綁自大蕭條（Great Depression）以來，區隔投資銀行業務與商業銀行業務的管制，係引發危機的遠因之一；一般咸認，全球金融危機的始作俑者為華爾街（Wall Street）。

2012年，英國裁撤 FSA，BoE 並修正「英格蘭銀行法」，將金融監理權回歸 BoE。

⁹ Jeanneau (2014)。

¹⁰ 中央銀行 (2021b); 中央銀行 (2021c); 中央銀行 (2020c)。

全球金融危機重創華爾街，導致銀行信用萎縮，帶來龐大的經濟產出損失、社會財富損失等，引發全面性的大衰退，受影響的產業廣泛，除金融業外，以營建業、製造業、服務業與零售業等受創最深；全球金融危機後，金融機構與民間積極去槓桿化（deleveraging），貨幣政策傳遞機制受阻，實體經濟復甦緩慢（見表3）。

相較於全球金融危機是金融體系的問題影響更廣泛的經濟，新冠肺炎疫情危機則是對經濟的廣泛影響蔓延至金融體系；新冠肺炎疫情危機的問題根源並非金融業，而是來自外來衝擊，其較類似於天然災害對實體經濟的衝擊，主要大街（Main Street）首當其衝。

新冠肺炎疫情危機爆發後，各國為控制疫情擴散，實施多項禁止人員、物品自由移動等大封鎖措施，引發突發且廣泛的經濟活動停擺、供應鏈中斷，全球貿易量劇降；此外，雇主實施無薪假或裁員，家庭收入銳減，消費、投資均減少，全球經濟成長率遽降，且降幅與下降速度均較全球金融危機時為大。尤有甚者，全球金融市場亦受嚴重衝擊，投資者爭相拋售風險性資產，風險性資產價格遽跌，資金流向安全性資產，風險溢酬（risk premium）大幅攀升，金融情勢突然大幅緊縮。

新冠肺炎疫情危機爆發之初，對產業的影響具不對稱性，與全球金融危機時不同；新冠肺炎疫情危機爆發後，與人密切接觸的消費服務業（如飯店、餐飲業、博弈業、郵輪公司等）、能源業、運輸業、汽車零件業等所受衝擊最深；至於不動產業、軟體服務業、製藥業、半導體業等，則反而受益。迄今，各產業間復甦的情況仍不平衡，依賴人際往來的產業，如旅遊休閒業等，仍持續受到衝擊。

此外，有別於全球金融危機，IHS Markit 預期，伴隨著歐美國家疫情受控，經濟陸續逐漸恢復，本（2021）年 GDP 成長率為5.60%，反彈力道較大、貿易復甦速度較快；另全球股市亦相對較快回補跳空缺口，且資本相對充足，銀行信用亦呈增加。

表3 全球金融危機與新冠肺炎疫情危機的比較

兩次危機 比較內容	全球金融危機	新冠肺炎疫情危機
起因	<ul style="list-style-type: none"> 金融體系內生的不穩定問題，影響更廣泛的實體經濟。 	<ul style="list-style-type: none"> 類似於天然災害對實體經濟的衝擊，對實體經濟的廣泛影響蔓延至金融體系。
受影響的產業	<ul style="list-style-type: none"> 全球金融危機引發全面性的大衰退，其中，受創特別嚴重的產業包括：營建業、製造業、服務業、零售業、金融業等。 	<ul style="list-style-type: none"> 新冠肺炎疫情危機引發大封鎖，對產業的影響具不對稱性。 <ul style="list-style-type: none"> — 受負面影響較大者：飯店、餐飲業、博弈業、郵輪公司等消費服務業、能源業、運輸業、汽車零件業等。 — 受正面影響較大者：不動產業、軟體服務業、製藥業、半導體業等。 — 迄今，各旅遊休閒業仍受衝擊。
GDP	<ul style="list-style-type: none"> 2009 年全球 GDP 下跌 1.74%，2010 年成長 4.23%，反彈力道較小。 	<ul style="list-style-type: none"> 上年全球 GDP 下跌 3.39%，預估本年成長 5.60%，反彈力道較大¹¹。 中國大陸 GDP 於上年第 2 季迅速恢復，其他先進經濟體亦於本年第 2 季以來開始大幅復甦。
全球貿易 ¹²	<ul style="list-style-type: none"> 全球商品貿易量下滑 12.8%，復甦時間花費 25 個月。 	<ul style="list-style-type: none"> 上年全球商品貿易量下滑 5.3%，但於上年 11 月即恢復至疫情前水準，復甦時間僅花費 10 個月。 本年商品貿易成長仍強勁，至於服務貿易則呈溫和成長，惟仍低於疫情前水準。

¹¹ 數值來自 IHS Markit (2021/12/15)。

¹² UNCTAD (2021)。

股市	<ul style="list-style-type: none"> • 2008年9月9日~2009年3月9日，MSCI 全球指數重挫45%；經過13個月後，才完全回補跳空缺口。 	<ul style="list-style-type: none"> • MSCI 全球指數於上年初(1月21日~3月23日)重挫33%，惟5個月後即回補跳空缺口，從上年3月下旬以來，迄今已漲約90%¹³。
銀行信用	<ul style="list-style-type: none"> • 相較於全球金融危機前(2007年8月~2008年8月)，全球金融危機爆發後，美國、日本、歐元區的銀行信用均呈萎縮。 	<ul style="list-style-type: none"> • 相較於新冠肺炎疫情危機前(2019年1月~2020年1月)，新冠肺炎疫情危機爆發後，美國、日本、歐元區的銀行信用則均呈增加。

資料來源：國際組織、各國官方網站等

(二) 為因應疫情危機，主要央行加速擴大貨幣寬鬆，央行資產負債表規模進一步擴張

儘管新冠肺炎疫情危機期間引發金融市場動盪的原因，與全球金融危機的起因有所不同，但在這兩種情況下，國際間央行皆運用相似的政策工具因應，迅捷採取行動以維持經濟金融穩定。為因應新冠肺炎疫情危機，主要央行重啟並擴大全球金融危機時期的貨幣政策工具，包括降息與大規模資產購買計畫（或泛稱的 QE 措施）等（見表4）。

表4 新冠肺炎疫情危機爆發後，主要央行所採的 QE 措施

央行	QE 措施
Fed	持續購入所需規模；另除購買美國公債及機構 MBS 外，新增機構商業不動產抵押貸款擔保證券（CMBS）。
ECB	購債規模除現行每月200億歐元外，至上去年底前增加 QE 規模1,200億歐元。 啟動因應流行病緊急購買計畫，規模7,500億歐元，增至1.35兆歐元，之後再增至1.85兆歐元。
BoJ	移除日本政府債券（JGB）購買額度上限。 商業本票與公司債購買上限加總，提高至20兆日圓。 股票 ETF 及日本不動產投資信託基金（J-REITS）購買上限各增至12兆及1,800億日圓。

資料來源：各央行官網

¹³ 截至本年12月28日數據。

新冠肺炎疫情危機爆發後，主要央行大舉降息，惟就歷史標準來看，彼等近期降息前的政策利率水準，即與零利率相差不遠；相較之下，全球金融危機前的政策利率水準，則遠高於上年初疫情爆發前的水準。新冠肺炎疫情危機後，鑑於短期利率調降幅度受限，這些央行再次轉向購買長天期債券，藉以拉低殖利率；此外，主要央行以空前的規模、速度與範疇，採取較全球金融危機期間更強力的政策措施。

新冠肺炎疫情危機爆發之初，Fed 宣布無限制 (open-ended) 購買公債與機構 MBS，另新增機構商業不動產抵押貸款擔保證券 (Commercial Mortgage Backed Security, CMBS)；值得注意的是，疫情爆發後，Fed 的購債速度較全球金融危機期間更快；上年3月稍晚，Fed 以每日750億美元的速度購買公債，直至上年4月下旬，才降至每日150億美元¹⁴；此一步調，遠比全球金融危機後每月1,200億美元的購債速度為快，致 Fed 資產負債表規模大幅擴張，資產的月變動額亦創新高 (見圖1)。

圖1 Fed 持有公債的月變動額



資料來源：Haas and Neely (2020)

¹⁴ Fed 嗣後逐步放慢購債速度，從本年12月14日起，每月購入公債規模調降至600億美元。

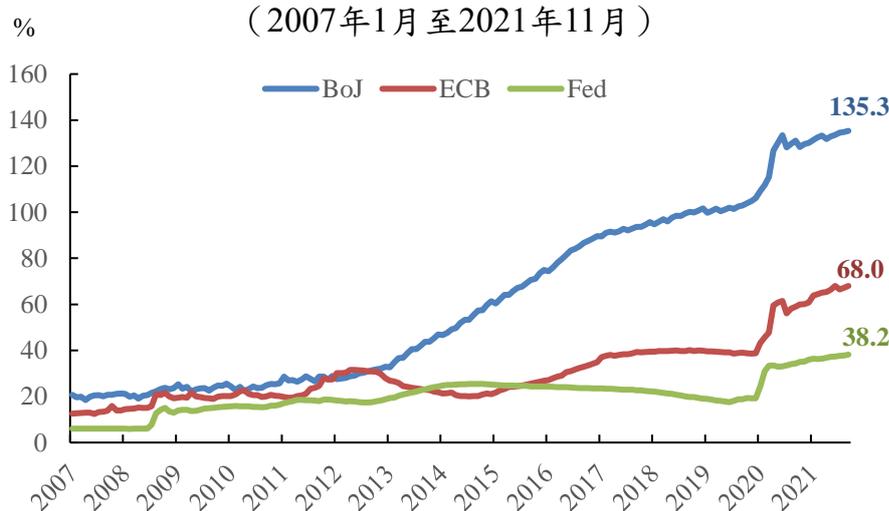
上年3月12日，ECB 宣布該行因應新冠肺炎疫情危機的措施，除現行每月200億歐元的資產購買規模外，增加在上年底前1,200億歐元的資產購買額度，另上年3月18日 ECB 推出7,500億歐元的疫情緊急購債計畫（Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP）；迨至上年3月25日，ECB 再宣布擬購入必要規模的公債以因應極端情況（即購債無上限），並移除該行持有任一歐元區國家流通在外公債33%的上限；上年6月、12月，ECB 再陸續擴增 PEPP 規模至1.85兆歐元。

至於 BoJ，則是取消每年80兆日圓的日本政府債券購買額度上限；另增加商業本票與公司債的購買加總提高至20兆日圓，加倍股票型 ETF 與 J-REITS 購買速度，購買上限各增至12兆及1,800億日圓。

近期主要央行資產負債表規模已持續擴張，創歷史新高（見圖2）；與2007年1月相比，上年4月初，Fed 資產規模已擴張約7倍；至於 ECB 與 BoJ 也大約成長了4~5倍。至本年11月底，就央行資產規模對 GDP 比率而言，BoJ 已達135.3%、ECB 達68.0%、Fed 則為38.2%（見圖2）。

圖2 主要央行資產規模對 GDP 比率

（2007年1月至2021年11月）



資料來源：Bloomberg

（三）為減緩疫情衝擊，主要央行大採廣泛的信用融通機制，尤以 Fed 為最

主要央行大採資產購買計畫，使央行的強力貨幣大幅增加；惟對安全性、具流動性資產的高需求，加以這些資產在銀行間的分配並不平均，短期信用在特定信用市場仍屬缺乏；因此，主要央行亦針對特定金融市場，推出範圍更廣的信用融通機制（見表5）。此外，面對疫情導致大封鎖的衝擊，首當其衝的是主要大街，各國亦強化對主要大街的援助，與過去以華爾街為主要紓困對象的作法有別。

表5 新冠肺炎疫情危機爆發後，主要央行所採的信用融通機制

央行	信用融通機制	央行	信用融通機制
Fed	商業本票融資機制	ECB	放寬長期再融通操作條件
	定期資產擔保證券貸款機制		第三輪定向長期再融通操作
	初級市場公司信用機制		因應流行病緊急長期再融通操作
	次級市場公司信用機制	BoJ	企業金融支援特別操作
	地方政府流動性機制		中小企業資金支援措施
	中小企業貸款方案		
	主要交易商融通機制		
	貨幣市場共同基金流動性機制		
	就業保護方案流動性機制		

資料來源：各央行官網

在主要央行中，尤以 Fed 所推出的信用融通機制最為廣泛。新冠肺炎疫情危機爆發後，Fed 推出「公司信用機制」(Corporate Credit Facility, CCF) (包括「初級市場公司信用機制」(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF) 及「次級市場公司信用機制」(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF))；在 CCF 下，Fed 提供公司債流動性的範圍已擴及所謂的墮落天使債 (fallen angel bonds)；此外，Fed 亦擴大「定期資產擔保證券貸款機制」(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)，將信評等級 AAA 的 CMBS 及新發行之擔保貸款憑證 (Collateralized Loan Obligations, CLO)，亦納入合格的擔保品範圍。

Fed 官員認為，彼等須為公司債市場提供廣泛的支持，以避免信用乾涸引發範圍更廣的破產與失業；Cleveland Fed 總裁 Loretta Mester 指出，在本次危機中，她願承受較以往更大的信用風險，因這是巨大、史無前例的負面衝擊。

此外，為因應疫情衝擊，Fed 推出6,000億美元的「中小企業貸款計畫」(Main Street Lending Program, MLSP)；若干 Fed 官員表示，Fed 的 MLSP 將是其最複雜的任務；此為大蕭條以來，Fed 首度直接對中小企業提供流動性，係屬購債機制。至於著眼於小型企業的「就業保護方案流動性機制」(Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF)則屬貸款機制，由 Fed 提供融資予參與就業保護方案之銀行，銀行再提供資金給小型企業，若小型企業雇主維持雇用所有員工8週，並將該筆資金用於工資、租金、房貸利息及水電費等，則借款人毋須還款，因此性質上近似紓困。

前 Fed 經濟學家、現任資產管理公司 Mellon 首席經濟學家 Vincent Reinhart 指出，Fed 於2008年提供華爾街紓困，而未提供市井小民援助，引發以主要大街的納稅人資金來援助華爾街之批評聲浪，使其聲譽遭受打擊；他表示，Fed 不會重蹈覆轍。

此外，Fed 亦實施「商業本票融資機制」(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)、「貨幣市場共同基金流動性機制」(Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF)、「主要交易商融通機制」(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)，以及「地方政府流動性機制」(Municipal Liquidity Facility, MLF) 等，提供流動性支持。

另一方面，ECB 亦挹注金融體系流動性，惟其速度與規模似不及 Fed。ECB 進行更多「長期再融通操作」(LTRO)，並對「第三輪定向長期再融通操作」提供更優惠的利率條件、提高融通額度；迨至上年4月30日，ECB 宣布自上年5月起，啟動「因應流行病緊急長期再融通

操作」(pandemic emergency longer-term refinancing operations)。

至於 BoJ，則實施企業金融支援特別操作，透過民間金融機構，提供0%利率、期限1年內的資金給企業貸款與一般民眾貸款；另該行亦實施中小企業資金支援措施，透過民間金融機構，提供無息、無擔保貸款予中小企業，強化對中小企業營運資金之支持。

三、除維持經濟金融穩定外，近期若干央行更加入因應氣候變遷等行動，關注的議題益加廣泛

(一) 近年來，全球開始正視氣候變遷議題，央行也不遑多讓

氣候科學研究指出，全球平均氣溫上升，很可能引發氣候模式的改變，包括洪水、野火等極端天氣事件的強度及頻率不斷增加，對人類生存造成重大威脅。越來越多的科學證據將氣候變遷 (climate change) 的成因，指向了人類活動。

有鑑於氣候變遷對全球所構成的威脅，全球195個國家於2015年12月在法國巴黎通過「巴黎協定」(Paris Agreement)，取代了「京都議定書」，以遏止全球暖化。各國共同承諾，未來將努力讓全球氣溫的上升幅度，在本世紀結束前控制在與前工業時代相比最多2°C內的範圍，且應努力追求前述氣溫升幅續減至1.5°C內的更嚴格目標。

在各國通過「巴黎協定」的幾個月前，二十國集團 (G20) 財金首長於2015年4月要求金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB)，檢視金融部門如何考慮氣候相關議題。為此，FSB 於2015年12月宣布成立氣候相關財務揭露專案小組 (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD)。TCFD 的任務是，讓企業自願性、一致性揭露與氣候相關的財務資訊，以幫助投資人、貸款人及保險公司瞭解重大風險。

前 BoE 總裁 Mark Carney，被視為喚起央行關注氣候變遷議題的

先驅。2015年9月，時任 BoE 總裁的他，受邀至英國保險交易所 Lloyd's 的一場晚宴發表演說指出¹⁵，氣候變遷將衝擊金融穩定及保險業。Carney 示警在座的投資人與保險業者留意：他們冒著低估氣候變遷對全球金融穩定所構成巨大威脅的風險。

Carney 以「地平線上的悲劇」(tragedy of the horizon) 來形容氣候變遷所帶來的威脅，往往被企業、政治人物及技術專家等所忽視。這樣的呼籲，實則需要一些時日，才能在政策決策的長廊中獲得迴響。Carney 此舉，係以位於金融業頂端的層級，率先論及有關全球暖化的話題，確實喚起了各國央行逐漸正視此問題的嚴重性。

在「巴黎協定」締約2週年時，法國總統 Emmanuel Macron、聯合國秘書長 Antonio Guterres，以及時任世界銀行總裁金墾，於2017年12月在巴黎共同舉行「一個地球高峰會」(One Planet Summit)，討論應如何支持並加速全球因應氣候變遷的作為。包括墨西哥央行、BoE、法國央行(含 ACPR¹⁶)、荷蘭央行、德國央行、瑞典金融監督管理局、新加坡金融管理局及中國人民銀行(以下簡稱中國人行)在內的8國央行與金融監理機構，就在當時共同發表聲明，宣布成立綠色金融體系網絡(Network for Greening the Financial System, NGFS) 討論全球暖化對金融體系帶來的重大風險。

NGFS，係一個將央行與金融監理機構匯集在一起的論壇，其成立宗旨為，協助全球實現「巴黎協定」的目標，致力於金融部門在環境與氣候風險管理上的發展，以及引導主流資金投資綠能與低碳產業，轉型為可持續經濟(sustainable economy)。

自 NGFS 成立以來，在國際上所受關注日益提高，且各國金融監

¹⁵ Carney (2015)。

¹⁶ 法國金融審慎監管局(ACPR)，係在法國央行主持下運作的獨立行政機關，負責監理銀行業及保險業。

管當局在因應氣候變遷上的角色認知均已提升，因此吸引越來越多成員加入，已發展為全球央行與金融監理機構在氣候變遷與綠色金融等議題上的最主要論壇。至本年11月2日止，全球已有100家央行及金融監理機構成為 NGFS 的成員，另有 IMF、BIS 等16個國際組織以觀察員身分參與其中。

無論是綠色金融體系網絡（Network for Greening the Financial System, NGFS）、金融穩定委員會，以及本年6月初 BIS 等國際機構聯合舉辦的「綠天鵝會議」（Green Swan Conference），均多次提及了氣候變遷作為金融穩定問題的嚴重性，喚起央行及市場參與者的注意。

（二）國際間央行對氣候變遷議題的各種考量

近年來，外界期待央行擔負更多職責，若干央行除肩負物價穩定職責外，尚納入金融穩定、充分就業等，此外，歐洲國家央行甚至面臨應將氣候變遷也納入央行法定職責的壓力¹⁷。

主要央行及 IMF 等相關機構大抵認為¹⁸，在因應氣候變遷方面，還是得由政府（尤其是財政及環保部門）與立法機關擔負起主要責任。財政政策工具如賦稅、補貼及公共投資等，應作為減緩氣候變遷的首要政策工具—將氣候變遷所產生的外部性（externalities）及社會共同利益予以內部化，並確保低碳的公共基礎設施。

遏制全球暖化所需的最重要政策工具，雖不在央行的職責範圍內，但這並不代表央行可輕易地忽視氣候變遷，或者在對抗氣候變遷方面沒有發揮作用。就近年主要央行面對氣候變遷的態度來看¹⁹，不乏央行

¹⁷ 詳中央銀行（2021a）。

¹⁸ Krogstrup and Oman (2019)。

¹⁹ 例如，《中央銀行業》於2019年12月12日在德國法蘭克福舉行首屆「氣候風險峰會」（Climate Risk Summit），與會者大多是歐洲各國央行與其他公部門機構官員，支持將氣候變遷風險納入央行法定職責的與會官員所占比率為58%；另根據 NGFS 針對內部26家央行成員（涵蓋51國）所作調查，有近7成者認為，為了因應氣候變遷風險，貨幣政策架構有重新檢視的空間。詳 Mendez-Barreira (2019)、NGFS (2020a)。

官員支持將氣候變遷風險納入央行的法定職責，或是認為貨幣政策架構有重新檢視的空間，以因應氣候變遷。

國際間央行對氣候變遷議題的考量，大致可歸類為下列三點：

1、關注氣候變遷，是否與央行既有職責有所衝突？

有論者認為²⁰，如果氣候變遷將成為中期引發通膨的重要因素，或是威脅到長期金融穩定，那麼央行本於促進金融穩定及物價穩定等法定職責，考慮氣候風險實乃理所當然。再者，央行在維持核心職責的前提下，也肩負支持政府經濟政策的職責。

例如本年3月，BoE 被英國政府賦予對抗氣候變遷危機此一新任務，被要求其貨幣政策也應反映出環境可持續性（environmental sustainability）及經濟朝向淨零溫室氣體排放轉型的重要性。本年7月，ECB 宣布新的貨幣政策策略，其中一個重大變化就是將氣候變遷所帶來的挑戰納入其中；ECB 表示，會在其職責範圍內，確保歐元體系（Eurosystem）根據歐盟的氣候目標及目的，充分考慮到氣候變遷及碳轉型對貨幣政策與央行業務的影響。

另有論者認為²¹，近來央行所關注的氣候變遷等議題，確實都帶有經濟影響；不過，他們指出，強行將這些大多數無涉央行業務的議題帶到貨幣政策領域，也可能帶來若干問題。首先，這涉及到央行的職責擴充（mission creep）問題，除了因應氣候變遷外，未來是否還有其他重大議題加諸於央行，不利央行維持其實施貨幣政策所需的獨立性（independence）。再者，就央行的核心職責來看，央行的負擔已相當沉重，有可能因此分散了央行管理通膨的注意力，反而得不償失。

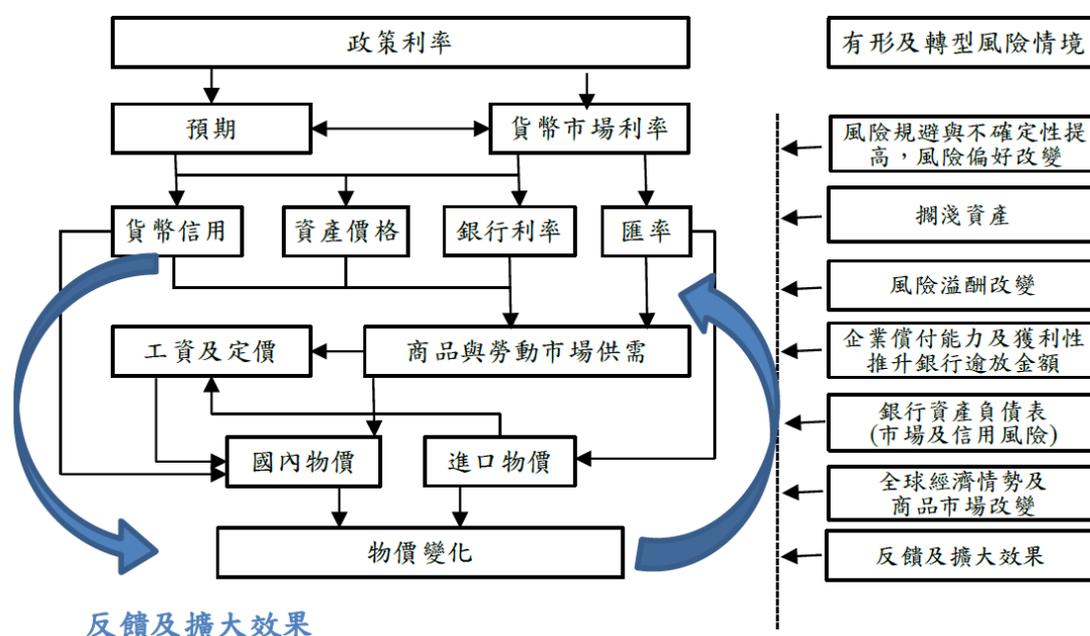
²⁰ De Cos (2021)。

²¹ King and Katz (2021)、Webb (2021)。

2、氣候變遷對央行貨幣政策傳遞機制的影響為何？

NGFS 報告示警²²，貨幣政策的傳遞管道 (transmission channels)，可能愈發暴露於氣候相關金融風險中。無論是信用管道 (credit channel)、利率管道 (interest rate channel) 及預期管道 (expectations channel)，均可能遭受氣候變遷的衝擊。這意謂著，央行貨幣政策空間及傳遞管道可能會因此受到影響，干擾總體經濟變數，提高了央行在評估貨幣政策上的難度 (見圖3)。

圖3 氣候變遷衝擊下之貨幣政策傳遞



資料來源：NGFS (2020b)、NGFS (2021)

現階段，主要央行尚在致力探索氣候變遷對貨幣政策傳遞機制的影響。舉例來說，NGFS 報告示警，信用管道可能會受到氣候變遷最嚴重的影響，以信用管道作為貨幣政策主要傳遞管道的國家，尤應注意；因此，各國央行必須檢視：氣候變遷較可能對哪個貨幣政策傳遞管道帶來影響？貨幣政策空間會因氣候變遷而受到何種程度的限縮？假使

²² NGFS (2020b)、NGFS (2021)。

氣候變遷明顯削弱貨幣政策空間及傳遞管道，又該如何調整貨幣政策工具，避免氣候變遷影響貨幣政策對整個經濟的傳導？種種問題，都牽動著央行在貨幣政策工具與操作策略的設計及調整。

3、央行在促進綠色金融時，需注意哪些問題？

若干主要央行已考慮到，如何發揮引導主流資金投資綠能與低碳產業的作用。例如，BoE 已考慮如何綠化「公司債購買機制」(CBPS)²³，俾激勵公司支持轉型，作為 BoE 支持英國朝向淨零碳排轉型的第一步；ECB 提出氣候行動計畫²⁴，將根據其職責，對於指導其公司債購買配置的架構進行調整，並納入氣候變遷標準；BoJ 發布了「BoJ 對氣候變遷的因應策略」文件指出²⁵，BoJ 將於本年啟動「支持因應氣候變遷努力的資金提供措施」，向那些為了因應氣候變遷而努力、進行相關投資或貸款的金融機構，提供一年期的零息資金。

然而，央行如此促進綠色金融的相關措施，是否違背「市場中立性」(market neutrality) 原則等若干重要問題，也是央行人士關注的焦點。例如，基於貨幣政策的本質應針對整體經濟²⁶，如何適當地考慮市場中立性，盡可能避免直接介入個體面的資源配置，造成市場扭曲？將引導主流資金投資綠能與低碳產業的作用，納入貨幣政策工具與操作策略的考慮時，又該如何保有央行在必要時反轉貨幣政策的彈性？這些問題，均值得深思。

²³ BoE (2021)。

²⁴ ECB (2021)。

²⁵ BoJ (2021a)、BoJ (2021b)。

²⁶ Amamiya (2021)。

參、央行角色轉變的挑戰與重思

一、全球金融危機以來，央行的角色與職責日增，已為其帶來莫大挑戰

(一) 全球金融危機以降，外界對央行賦予高度期待，央行角色日益廣泛

全球金融危機前，一般咸認，理想央行的模式應為：獨立於政府、透過通膨率目標聚焦於物價穩定，以及具備緩和總體經濟波動的主要職責。此一共識在過去廣獲支持，相關理論與實證研究均指出，央行獨立性對降低通膨率至關重要，且不致損及經濟成長或就業。在此情況下，先進經濟體與新興市場經濟體央行均朝提升央行獨立性的方向發展。

然而，全球金融危機爆發後，以往理想央行的模式備受挑戰。全球金融危機期間，央行成為拯救經濟的要角，引發各界對全能央行的期待；迨至近期，國際間央行被賦予的任務日益廣泛且多元，例如紐西蘭政府於2019年將最大就業納入紐西蘭央行的貨幣政策目標²⁷，並自本年3月1日起要求紐西蘭央行評估貨幣政策決策對房價可持續性的影響²⁸；英國政府亦賦予 BoE 對抗氣候變遷的新任務，促使 BoE 的貨幣政策反映氣候變遷與環境可持續性等考量²⁹；此外，ECB 於本年7月間完成貨幣政策策略檢視，承諾將積極採取行動以因應氣候變遷的挑戰，並將氣候變遷因素廣泛地納入貨幣政策與相關風險評估等³⁰。

(二) 若央行肩負的職責過多，恐引發央行角色與目標趨於模糊、貨幣政策效力減弱等隱憂

儘管各界對央行寄予厚望，期待央行扮演全能角色，惟究諸實際，貨幣政策並非萬靈丹。

²⁷ RBNZ (2019)。

²⁸ RBNZ (2021)。

²⁹ Central Banking Newsdesk (2021a)、Hodgson et al. (2021)、Ziady (2021)。

³⁰ ECB (2021)。

UBS 財富管理全球首席經濟學家 Paul Donovan 表示³¹，Powell 與 Lagarde 均對於央行能修補任何經濟問題的全能央行神話，提出反駁；他強調，央行無法總能解決所有問題。

一般咸認，若央行職責過於廣泛、目標過於多元，可能弱化大眾對貨幣政策目標的理解、引發對央行角色與職掌之混淆，且各目標間甚至可能有所牴觸，從而削弱央行政策施行的效果，恐不利於經濟金融穩定之維持。

例如，前 BoE 總裁 Mervyn King 即曾對央行領導者踏入非屬其核心職責的領域，表達擔憂；前美國財政部長、哈佛大學經濟學家 Lawrence Summers 亦對央行過度關注其國內政治、過度傾向於討論環境及其他央行職權以外的議題，表達不認同。此外，英國財經雜誌《Money Week》總編輯 Merryn Somerset Webb 指出，央行家們開始關注不均乃至氣候變遷等廣泛議題，恐分散央行管理通膨的注意力³²。

一般咸認，欲解決分配不均、氣候變遷等涉及層面較廣的問題，央行固可扮演一定角色，惟仍有賴其他具備更佳工具的政策當局主導。

二、寬鬆性貨幣政策的效果已瀕臨極限，且恐引發若干副作用³³

（一）全球金融危機後，央行儼然成為唯一的行動者，負荷恐過於沉重

全球金融危機後，對先進經濟體而言，貨幣政策曾是激勵經濟的主要工具，甚至被視為唯一的行動者（the only game in town）。不過，較低的利率隱含著，觸及零利率底限的機率將較以往增加，非傳統性貨幣政策工具的運用亦可能更為普遍。

然而，伴隨利率已接近有效利率底限，持續且密集地運用非傳統性貨幣政策以支撐需求，其效益恐已遞減；此外，當通膨率與利率已

³¹ Holland et al. (2020)。

³² Miller (2020)、Webb (2021)。

³³ da Silva et al. (2019)、Borio (2020)。

下滑，貨幣政策已無足夠空間來處理總體經濟不平衡的問題；進一步採寬鬆性貨幣政策，可能帶來非預期的結果，尤其是貨幣政策負擔過重的風險。前 PIMCO 執行長、現任安聯集團首席經濟顧問 Mohamed El-Erian 即指出，各界對央行倚賴過深，已使央行負擔過重。

（二）貨幣寬鬆的效益已遞減，且仍有其侷限

1、貨幣寬鬆的效益已遞減，傳遞至實體經濟的效果仍待商榷

2019年，哈佛大學經濟學博士候選人 Anna Stansbury 與哈佛大學經濟學家 Summers 指出³⁴，近年來歐洲與日本恐已陷入所謂的貨幣黑洞（monetary black hole），亦即利率困於零，且無脫離的實質可能；在此流動性陷阱（liquidity trap）下，寬鬆性貨幣政策的發揮空間恐微乎其微。

Stansbury and Summers (2019) 指出，降息激勵經濟的效果減弱，主要可能係因：

- （1）對利率敏感的耐久財，在 GDP 所占份額已減少。
- （2）當利率下降，為達預設財務目標而進行儲蓄的定向儲蓄行為（target saving behavior）可能將增加；若此情況盛行，即使在極低（甚至可能是零）利率下，亦可能產生高儲蓄。
- （3）利率下滑損及金融機構的資本狀況，從而削弱其放款能力。
- （4）當經濟循環趨於全球化（globalized），貨幣政策的匯率管道變得較不重要。

BIS 研究報告指出³⁵，在避免落入通縮與拉低長期利率方面，央行的大規模資產購買計畫（即 QE 措施）已被證明為有效，然而，這些非傳統性貨幣政策的邊際效益最終仍可能遞減。

³⁴ Stansbury and Summers (2019)、Central Banking Newsdesk (2019b)。

³⁵ Da Silva et al. (2019)。

BIS 貨幣暨經濟部門主管 Claudio Borio 亦表示³⁶，非傳統性貨幣政策的有效性確實可能遞減，畢竟，利率下降空間與信用利差壓縮的程度，均屬有限。尤有甚者，即使央行能大幅拉低長期利率，惟私部門（如商業銀行、家計單位與企業等）對此是否將有顯著回應（如銀行增加信用供給、家計單位增加消費、企業增加投資等），仍待商榷。

2、QE 等寬鬆性貨幣政策仍有其侷限

BoJ 總裁白川方明亦指出³⁷，寬鬆性貨幣政策對總體經濟的提振效果有限。以 QE 為例，QE 係將私部門未來的需求，提前帶到今日；若經濟係面臨暫時的需求短缺，此一政策可發揮效果；惟若疲弱的經濟並非單純地肇因於需求缺乏，而是有更大的結構性問題抑制需求，此種貨幣寬鬆的行動將導致自然利率（natural rate of interest）以更快的速度下滑，且終將陷入困境。

白川進一步指出，QE 發揮有效性的傳遞機制主要有二：

- （1）將未來的需求提前實現：若經濟面臨的衝擊係屬暫時，則央行採 QE 可能係屬合理；若非如此，因未來的需求終將耗盡，故自然利率將下滑，政策利率亦將下降。
- （2）藉由通貨貶值，將國外的需求帶至國內：若經濟衝擊係屬該國所獨有，則央行採 QE 可能係屬合理；若非如此，則可能將導致通貨競貶，及全球性的零利率。

白川認為，若未符合經濟衝擊係屬暫時或該國所獨有之條件，則央行大採 QE 極可能產生永無止境的低利率；若長期低利率讓無效率的企業存活，則將拉低生產力成長與潛在成長，從而使自然利率進一步下滑，進而鞏固永久性的低利率。

³⁶ Borio (2020)。

³⁷ Shirakawa (2019a)、Shirakawa (2019b)、Shirakawa (2019c)。

（三）央行長期採貨幣寬鬆，恐加劇金融穩定風險

央行長期維持低利率，恐削弱金融機構的獲利能力、損及金融機構的健全性，且可能助長殭屍企業（zombie company）存活；企業殭屍化（zombification）的風險提高，不僅阻礙資本的效率配置，且可能因支撐既有公司續存而妨礙競爭，進而對經濟產生不利影響。

另一方面，央行長期採貨幣寬鬆，導致借款成本降低，恐鼓勵過度的風險承受（excessive risk-taking）、扭曲金融市場、加深金融脆弱性，甚或推升資產價格、引發資產價格泡沫等，對金融穩定構成威脅。

BIS 研究報告指出³⁸，全球金融危機後，低利率已使大型金融機構（如保險公司、退休基金、銀行等）的投資組合組成有所改變，增加彼等對殖利率突然反轉（snapback）的敏感度；期限溢酬（term premium）驟升與較高的長期債券殖利率，均可能造成資產評價損失、引發資產拋售與規避風險氛圍，從而加速去槓桿化；這些事件對新興市場經濟體的衝擊尤鉅，且可能引發通貨危機（currency crises）。

近期相關研究，已就利率突然反轉的風險（亦即利率須驟升，以因應未預期到的通膨上升之風險）進行檢視；例如 BIS 全球金融體系委員會（Committee on the Global Financial System, CGFS）於2018年7月發布的研究報告即指出³⁹，在討論更多激勵政策是否係屬必要，或可能引發金融不穩定時，瞭解此種利率突然反轉的風險，至關重要。

此外，新冠肺炎疫情危機爆發後，主要央行大採超寬鬆貨幣政策，在實體經濟仍相對低迷之際，部分金融市場已呈強勁反彈，進一步凸顯實體經濟與金融市場脫鉤的問題；論者擔憂，寬鬆性貨幣政策持續過久，恐帶來扭曲金融體系、破壞金融穩定等不利影響，且恐加劇資產價格泡沫化的隱憂。ECB 於上年5月發布的「金融穩定評論」

³⁸ da Silva, Luiz Pereira et al. (2019)、Central Banking Newsdesk (2019a)。

³⁹ BIS (2019)。

(financial stability review) 中即強調，新冠肺炎疫情危機放大了過去的脆弱性，包括：低銀行獲利、高企業槓桿，及非銀行部門的資產評價損失⁴⁰。

(四) 主要央行採超寬鬆貨幣政策所致的外溢效應，對小型開放經濟體衝擊尤鉅，惟小型開放經濟體並不適合採 QE

主要央行採超寬鬆貨幣政策(包含 QE 措施等)，導致資本大量流入新興市場經濟體，使彼等面臨匯價升值、資產價格泡沫等嚴峻挑戰。小型開放經濟體的金融市場多屬淺碟型市場、購債規模受限，且不若大國能藉由 QE 的匯率管道以促貶貨幣、激勵出口，進而提振經濟。

關於此，台灣央行於2014年間即已指出，大國實施 QE 才有帶動本國貨幣貶值的效果，台灣經濟規模小且新台幣非國際貨幣，即使採 QE 亦難以顯著影響新台幣匯價。此外，瑞士央行總裁 Thomas Jordan 亦曾表示，瑞士等小國的債券市場規模小且流動性低，QE 措施並不可行。

三、央行角色大幅擴增所帶來的挑戰與反思

(一) 主要央行正摸索其新角色的詮釋⁴¹

新冠肺炎疫情危機爆發後，主要央行的角色已由傳統的最後貸款者轉為最後造市者、最後購買者，並充當信用配置者，甚至涉入較具爭議的政治範疇。

前 PIMCO 執行長 El-Erian 指出，在新冠肺炎疫情危機下，Fed 與其他央行均在戰爭迷霧 (fog-of-war) 中運行，這需要適應。哥倫比亞大學史學教授 Adam Tooze 表示，Fed 被派赴未曾前往的地方執行任務。他指出，因新冠肺炎疫情危機所致的金融與經濟衝擊，央行官員

⁴⁰ Jeffery (2020a)。

⁴¹ Jeffery (2020b)、Timiraos and Hilsenrath (2020)、The Wall Street Journal (2020)。

被捲入一連串彼等無法控制，且通常不會碰觸的糾葛；但這一次，央行家認為他們須涉入，且須奮力投入。

非常時期需要非常措施，誠如 Fed 主席 Jerome Powell 在上年5月底所言，Fed「跨越了許多以前從未碰觸過的紅線。」他補充道，儘管存在風險，「正是在這種情況下，你必須先放手做，再想後果。」

前 Fed 主席 Janet Yellen 與 Ben Bernanke 亦表示，若 Fed 未大膽地採取行動以保護經濟，其獨立性將受到更嚴重的傷害。Yellen 指出，在危機中提供緊急貸款，是創設 Fed 的原因之一。

不過，前 Fed 副主席、普林斯頓大學經濟學家 Alan Blinder 認為，雖然 Fed 等央行聲稱其因應危機所採措施，是貸款工具 (lending tools)，而非支出工具 (spending tools)；惟若這些所謂的「貸款」無法被完全償還，央行恐跨越職責的紅線。

(二) 主要央行涉入信用領域，乃至政治範疇，已為其帶來新挑戰⁴²

1、Fed 廣泛採行信用政策，已引發若干疑慮

(1) Fed 購買墮落天使債可能使其暴露於更大的信用風險，且恐扭曲金融市場，甚或損及央行獨立性與可信度

El-Erian 指出，Fed 瞭解市場失靈可能反向汙染已然受損的實體經濟，其大舉介入金融市場、因應市場失靈 (market failures) 的舉措係屬正確，惟涉入信用風險恐帶來隱憂。

他表示，Fed 在其推出的「公司信用機制」中，將提供流動性的範圍擴及所謂的墮落天使債 (fallen angel bonds) (上年3月22日後由 BBB-/Baa3 以上 (投資等級) 降至 BB-/Ba3 (垃圾等級) 以上的公司債)，可能使 Fed 暴露於更多信用風險，恐為一大隱憂。

⁴² 同註40。

El-Erian 表示，當央行逐步涉入處理信用風險的領域，而非因應流動性風險與市場功能受損等問題，則可能損及其獨立性與自主性 (autonomy)，且恐扭曲金融市場、妨礙信用配置的效率。他強調，央行不應被視為扮演拉抬資產評價的角色；央行應注意的是金融市場功能，而非支撐資產價格，否則恐引發道德風險 (moral hazard)，且恐損及央行獨立性與可信度 (credibility)。

(2) Fed 信用配置的相關決策，及是否須建立流動性保險的常備機制等，仍是一大難題⁴³

伴隨 Fed 廣泛地採行信用政策以因應危機，其角色已逐漸擴充至信用配置的領域；此際，Fed 的挑戰在於，其須決定誰能取得資金，以及取得資金的代價與條件為何。

依據19世紀初的中央銀行思想家巴治荷 (Walter Bagehot) 提出之「巴治荷原則」(Bagehot's Dictum)，具清償能力的金融機構在提列優質擔保品的前提下，央行可按略高於正常利率的懲罰性利率 (penalty rate)、施以貸放條件限制，自由地提供金融機構融通。

不過，投資基金 D.E. Shaw 全球經濟主管 Brian Shack 表示，目前「巴治荷原則」可能不適用；他認為，在當前情況下，巴治荷提出的懲罰性利率可能不適當，且擔保品可能不易估價。

BoE 執行董事 Andrew Hauser 指出⁴⁴，主要央行已在危機期間大舉運用 QE，惟幾無與此相關的正式金融穩定架構，相關問題包括：

- 主要央行所採 QE，多屬單向購買相對長天期的資產，因此，當核心市場功能回復時，其無法自動退場或自償 (self-liquidate)；在此情況下，央行儼然成為最後購買者，而非最後造市者。

⁴³ Timiraos and Hilsenrath (2020)。

⁴⁴ Central Banking Newsdesk (2021b)、Hauser (2021)。

- 主要央行通常係按市價購買資產，與「巴治荷原則」不符；在缺乏懲罰性利率（即保險溢酬（insurance premium））的情況下，恐使該等機制被視為例行措施，而非具嚴格條件的支持機制。
- 新冠肺炎疫情危機期間，QE 成功的關鍵在於其將大量風險從私部門的資產負債表移除、滿足非銀行部門的現金需求，並讓金融機構恢復提供實體經濟融資的能力。不過，與此同時，公部門的資產負債表已承接更多風險；若未來金融市場功能失常再現，政策當局恐需付出更高的代價。
- 近期主要央行因應新冠肺炎疫情危機的措施，係屬非預期且權衡性的行動。不過，這些特殊工具的運用，已嵌入了關於央行未來可能如何因應市場功能失常的不適當預期。
- 在本次新冠肺炎疫情危機中，經濟衝擊與金融市場功能失常均由相同的外在事件所引起；此意味著，單一工具（大規模資產購買計畫）即可有效地回復貨幣穩定與金融穩定。然而，在不同情況下，這兩項目標的最適政策回應，可能有所不同。

2、Fed 提供地方政府融通，已引發若干政治面的爭議

Fed 於上年4月27日宣布，將擴大「地方政府流動性機制」；在此機制下，Fed 將買進由州政府、人口50萬人以上（原訂為200萬人以上）的郡政府及25萬人（原訂為100萬人以上）以上的市政府所發行之短期票券（到期日由2年以下延長至3年以下）。

長期以來，Fed 將提供地方政府融通視為政治的地雷禁區（political minefield）。在擴大「地方政府流動性機制」前，Fed 最初對郡政府、市政府提供融通所設定的人口門檻限制，已引發反彈，不滿的聲浪包括：排除鄉村地區恐致居民權益受損、排除非裔美國人最多的地區恐加劇種族鴻溝等。

此外，Fed 官員擔憂，Fed 持有這些地方政府債券，可能面臨地方政府無法償債的風險；其他懸而未決的問題包括：若地方政府破產，Fed 將扮演何種角色？Fed 應支持借款者，抑或與其他債權人站在同一陣線向地方政府追討債務？

2004~2017年間擔任 Fed 法務長的 Scott Alvarez 表示，Fed 不要求地方政府採行增稅或削減警察、消防員薪資等舉措，來償還其債務；Alvarez 指出，此為2008年 Fed 並未直接對地方政府提供流動性的原因之一。

(三) 央行涉入準財政領域，亦恐產生若干風險

1、近期主要國家央行與財政當局的合作日增，央行已逐步涉入準財政領域

(1) 近期 Fed 與美國財政部的協調合作程度，達二戰以來最高⁴⁵

在美國政府債務持續攀升之際，Fed 購債能協助政府以低廉的成本融資；此外，Fed 因應新冠肺炎疫情危機所推出的多項流動性機制，均與美國財政部合作，由美國財政部注資以強化信用保護等。

近期 Fed 迅捷、強力且廣泛地採取行動，展現了其與美國國會、財政部自第二次世界大戰以來未見的合作水準；第二次世界大戰時，Fed 壓低長期利率以協助融通戰爭支出與經濟復甦；1951年，Fed 成功地要求杜魯門政府同意終止該政策⁴⁶。

(2) 英國政府

英國財政部與 BoE 於本年4月9日宣布，暫時擴展英國政府動用 BoE 透支 (overdraft) 的籌資機制 (Ways and Means facility, W&M

⁴⁵ 同註43。

⁴⁶ 1951年3月19日，美國 Fed 與財政部達成「財政部-Fed 協定」(Treasury-Fed Accord)，將政府債務管理與貨幣政策分離、極小化公共債務貨幣化 (minimize monetization of the public debt)，奠定了央行獨立性與當代貨幣政策的基礎。

facility) (簡稱 W&M 機制)，以支應疫情期間英國政府額外的資金需求；此外，BoE 的非傳統性寬鬆措施亦與英國財政部有緊密合作，例如 BoE 實施資產購買機制 (Asset Purchase Facility, APF) 所衍生之損失，係由英國財政部承擔。

(3) 若干亞洲開發中國家甚至允許央行在初級市場購買公債

近年來，若干亞洲開發中國家甚至已立法明定，在特定條件下，允許央行在初級市場購買公債 (見表6)。

表6 若干亞洲國家允許央行在初級市場購買公債的主要內容

亞洲國家	央行在初級市場購買公債的主要內容
印尼	上年3月，印尼總統 Joko Widodo 簽署法令(效期至2022年)，當市場無法完全吸納政府發行之公債時，允許印尼央行於初級市場購入政府公債。
菲律賓	上年3月，菲律賓央行獲授權，可用3個月期附買回協議 (repurchase agreement)，直接向該國政府購入3,000億菲律賓披索(約合59億美元)的政府公債，該協議可再展期3個月。
馬來西亞	自2005年起，馬來西亞央行可於初級市場以市價購入政府公債，最大額度為發行規模之10%。
印度	印度於2018年修法，新增若因經濟結構改革導致意外的財政影響、實質產出季成長較前4季平均下滑至少3個百分點等因素，印度央行可自初級市場購入政府公債。

資料來源：整理自各國央行官網或相關報導

2、新冠肺炎疫情危機後，貨幣政策與財政政策協調日增，央行獨立性備受挑戰

在新冠肺炎疫情危機的強烈衝擊下，若缺乏積極的貨幣寬鬆與財政激勵，阻礙長期經濟成長的嚴重傷疤恐將成形；此可能讓央行無法回歸初始狀態，並為下波衝擊或衰退做好準備；現在，貨幣政策與財

政政策正相互依存 (interdependent)。

全球金融危機以來，全球低利率環境已使政府借款成本降低，加以主要央行擴大資產購買計畫、大量購買政府債券，貨幣政策與財政政策的連結已加深，甚至無異於提供政府隱性的貨幣融通 (covert monetary financing)⁴⁷；此外，若干主要央行為因應危機而推出廣泛的融通機制，與財政部的合作益加緊密，更進一步模糊兩者的界限。

伴隨貨幣政策與財政政策的連結日增，具獨立性的央行追求狹隘、定義明確的貨幣政策目標之時代，正遭受威脅。加州大學柏克萊分校教授 Barry Eichengreen 指出⁴⁸，貨幣政策與財政政策的嚴格區隔，是中央銀行業的一項悠久歷史；如今，伴隨新冠肺炎疫情危機爆發，貨幣政策與財政政策的協調日增，兩者間的區隔原則 (separation principle)，正遭受質疑。

論者擔憂，貨幣政策與財政政策協調過深，可能易於淪為財政支配 (fiscal dominance)。彼等指出，攀升的政府債務負擔將使未來央行採緊縮性貨幣政策的成本更高，從而可能限縮央行的操作空間；若政府積累了沉重的債務，當通膨加速上升，央行亦可能不願升息，此主要係因，升息可能將大幅加重政府的償債成本，甚至可能導致政府瀕臨破產。在此情況下，央行升息與否的決策，恐將受政府掣肘。

對傳統央行獨立性觀念的挑戰，不僅來自政治面；即使是學界的主流思維，亦開始打破傳統禁忌，例如：要求央行提供政府貨幣融通 (monetary financing) (即泛稱的直升機撒錢 (helicopter money))，甚至質疑央行獨立性的價值等。

當央行的某些行動在功能上看似等同於貨幣融通之際，央行行動

⁴⁷ 論者指出，央行直接提供政府信用往往被視為貨幣融通，在法律上被禁止；惟央行在次級市場購買公債，則可被接受；兩者間的分界，似未非常明確。

⁴⁸ Eichengreen, Barry (2020), "Monetary-Fiscal Policy Co-operation and the 'Slippery Slope'," *Central Banking*, Nov. 30.

正面臨微妙的平衡。巴西央行總裁 Campos Neto 指出，危機後，央行資產負債表的管理，將成為政策制定者的重要挑戰。重要的是，應遏止運用央行資產負債表來實現財政政策目標的衝動，因為此舉對任何支持獨立性的論點，都將帶來致命打擊⁴⁹。

3、一般咸認，貨幣政策與財政政策仍應保有適當界限⁵⁰

一般咸認，儘管近期為因應新冠肺炎疫情危機，主要央行與財政當局合力挽救經濟、協調程度提高，惟此應屬暫時性的安排，不應成為永久性的常態；貨幣政策與財政政策仍應保有適當界限，央行不應淪為提供政府融通的融資機構。

Fed 主席 Powell 等央行家，均對於以貨幣來融通財政政策的作法劃清界限。Powell 強調，Fed 於上年推出的緊急貸款計畫，係屬暫時性的安排；Fed 成為聯邦融資機構，不應是永久性的情形。

BoE 總裁 Andrew Bailey 表示，擁有協調的政策並深知 BoE 獨立性的重要性，係屬可能。德國央行總裁 Jens Weidmann 亦指出，在當前環境下，貨幣政策與財政政策正和諧地合作；貨幣政策與財政政策各自的目標一致，惟不應假定此種和諧將成為永久的情況。

法國央行總裁 de Galhau 強調，任何對財政支配的質疑將引發對貨幣的不信任（monetary mistrust），以及對貨幣價值喪失信心等。

關於此，BIS 總經理 Agustín Carstens 認為⁵¹，欲遏止財政支配的範圍擴張，須符合下列兩大條件：

（1）政府須維護財政可持續性

若大眾對財政可持續性的信心產生動搖，其對央行可能須提供政

⁴⁹ 同註40。

⁵⁰ Eichengreen (2020)、Torres et al. (2020)、Bartsch et al. (2020)、Jeffery (2020a)。

⁵¹ Carstens (2020)、Central Banking Newsdesk (2020)。

府支持的預期恐將浮現，從而可能損及央行的可信度；因此，在確保財政可持續性方面，政府須準備好採取先發制人的行動。

(2) 央行應聚焦於其物價穩定與金融穩定職責，且不應對政府債務提供融通，俾維持其可信度

央行的政策行動須聚焦於維持物價穩定與金融穩定，且不應對政府債務提供融通，俾維持其可信度；央行的職責與制度之獨立性（institutional independence），對其實現穩定經濟與金融體系的目標，係屬必要。與此同時，央行所採措施被視為與其維持穩定的職責一致，將至關重要。

在此，央行的可信度資本（credibility capital）扮演關鍵角色。在先進經濟體，央行暫時跨越貨幣政策與財政政策的界限，或屬可能，因彼等能仰賴長久以來所建立的高可信度。相對地，許多新興市場經濟體央行則無法如此。

BIS 總經理 Carstens 強調，後疫情環境下，健全的貨幣是央行為可持續成長所能做出的最佳貢獻；欲維持健全的貨幣，央行獨立性與可信度不可或缺；為達此目標，貨幣政策與財政政策的自然界限，須被尊重。

Eichengreen 指出，央行與財政當局的協調加深，可能將帶來更高的通膨；他強調，犧牲央行抗通膨的可信度（anti-inflationary credibility），可能得不償失。

對貨幣當局與財政當局而言，不可將暫時性的最適行動轉為永久性模式；若永久陷入兩者參雜的機制，不僅在本質上不可持續，且可能引發立即性的危機；尤其是，一旦企業、勞工與市場預期此種機制轉變，其代價將是政策工具有效性的喪失。

一方面，若通膨預期未受制約，則央行對政府債務的貨幣支持

(monetary backstop) 無法成功；另一方面，若公共債務可持續性岌岌可危，則財政部對央行非傳統性貨幣政策的財政支持(fiscal backstop)，亦無法運作。因此，須考慮朝更多財政激勵的政策組合(policy mix)再平衡邁進，在極低利率的環境下，尤為如此⁵²。

⁵² Bartsch et al. (2020)。

肆、MMT 是解決當前困境的良方嗎？

一、一度位處邊緣的 MMT，近期廣獲矚目⁵³

(一) MMT 的起源

一般認為，MMT 誕生於1990年代，由學術圈的微小角落發展出來，創始人主要包括：對沖基金經理人 Warren Mosler、巴德學院(Bard College)經濟學教授 Randall Wray 及澳洲紐卡斯爾大學(University of Newcastle)名譽教授 Bill Mitchell (或 William Mitchell)。

Mosler 於1993年出版《軟通貨經濟學》(Soft Currency Economics) 乙書，被視為是 MMT 具體成形的著作；Wray 於1998年出版《瞭解現代貨幣》(Understanding Modern Money)，試圖從 MMT 的角度看待經濟，無論是財政政策或貨幣政策。

此外，Mosler 亦贊助研究生鑽研 MMT；近期 MMT 的主要倡議者、斯托尼布魯克大學(Stony Brook University)公共政策與經濟學教授 Stephanie Kelton，正是這批學生之一。

(二) MMT 的發展

其實，MMT 問世之初，並未廣獲關注。近年來，伴隨美國民主黨政治家等大力宣揚 MMT，加以各界對貨幣當局與財政當局角色的重思等議題益加關注，MMT 一躍成為熱議焦點；尤其是，近期各國為因應新冠肺炎疫情危機而導致政府支出大增，更讓 MMT 備受矚目。

1、2019年若干美國政治家，已大力鼓吹採行 MMT

2019年美國民主黨籍眾議員 Alexandria Ocasio-Cortez、參議員 Bernie Sanders 等政治家，均力主奉行 MMT，亦即由 Fed 印鈔來支應美國政府擴張性支出計畫(如美國綠色新政(Green New Deal)與全民醫療保險等社會政策)所需資金。

⁵³ Bruegel (2019)、Coy (2019)、Cohen (2019)。

以斯托尼布魯克大學公共政策與經濟學教授 Kelton 為首的 MMT 倡議者，更力倡 MMT 的理念、回應外界對 MMT 的質疑，使 MMT 聲名大噪。此外，上年2月，Red Globe Press 出版以 MMT 為基礎的第一本學術教科書—《總體經濟學》，作者包括：Mitchell、Wray，及紐卡斯爾大學名譽教授 Martin Watts。

2、上年新冠肺炎疫情危機爆發後，MMT 再成熱議焦點

迨至上年，為減緩新冠肺炎疫情危機衝擊，各國政府積極採行因應措施，導致公共支出大增；在各國急於尋找支應龐大政府支出的方法之際，MMT 主張，可發行本國通貨的央行應依據財政支出所需來提供資金、在通膨未失控時毋須擔憂赤字等概念，似成為當下具吸引力的解方。

有關是否可能訴諸 MMT 的政策指引來安度當前危機，於近期再掀討論熱潮。此際，人們寄望創造性的新策略能為舊經濟問題提供新解方，MMT 似為人們燃起了一線希望。

二、MMT 的立論基礎與重要內容⁵⁴

(一) MMT 的立論基礎與相關的經濟學派

MMT 倡議者認為，MMT 的立論基礎，可回溯至1943年，出生於俄羅斯的英國經濟學家勒納（Abba Lerner）所提出之功能性財政（functional finance）理論，亦即財政須著眼於達成公共目的之功能性，而非收支平衡的健全性。此外，MMT 亦汲取英國經濟學家 Wynne Godley 的部門平衡（sectoral balances）觀念指出，當政府有赤字時，非政府部門則有盈餘；反之亦然。

MMT 支持者宣稱，MMT 融合了凱因斯（John Maynard Keynes）、明斯基（Hyman Minsky）等重要經濟學家的思想。《華盛頓郵報》指出，MMT 的概念與許多主流經濟學家的思想具若干程度之關聯性（見圖4）。

⁵⁴ Bruegel (2019)、Coy (2019)、Cohen,(2019)、Mankiw (2019)。

圖4 MMT 相關的經濟學派譜系



資料來源：Matthews, Dylan and Marianne Seregi (2012), "Mainstream Economics and Modern Monetary Theory: A Family Tree," *The Washington Post*, Feb. 17.

(二) MMT 的基本主張與重要內容

MMT 的基本概念在於，一國應由財政政策扮演主導角色，由央行提供資金來支應政府支出。MMT 認為，任何能以本國貨幣進行融資的政府均不會破產；只要通膨率未失控，就毋須擔憂赤字問題；即使通膨率過高，政府亦可透過增稅來抑制通膨。有關 MMT 的主要論點與內容，詳見表7：

表7 MMT 的主要論點與內容

主要論點	內容
擁有自身貨幣的國家毋須擔憂債務過高，只要資源充足，通膨不是問題	<ul style="list-style-type: none"> 任何能以本國貨幣融資的政府均不會破產，因其總能透過印鈔來償付債務。 政府支出的唯一限制是通膨，惟只要有足夠的勞工與設備來滿足成長之需求，而不引燃通膨，政府即可花費其所須的資金，以實現充分就業等目標。
經濟須由財政政策來引導，央行應依據財政所需來印鈔，調整利率無效	<ul style="list-style-type: none"> 經濟須由財政政策（政府支出與稅負）來引導；當財政部需要資金時，央行須根據財政所需來創造基礎貨幣。 在法定貨幣的世界中，自然利率應為零。 調整利率無效，因為企業係基於成長展望來做投資決策，而非貨幣成本。
工作保障為重要環節，且將扮演自動穩定因子的角色	<ul style="list-style-type: none"> 美國應新增由聯邦政府資助、地方管理的工作保障。 工作保障扮演自動穩定因子的角色，相較於經濟繁榮時期，在經濟下滑時期，政府應雇用更多民眾。
政府支出增加，利率將下滑	<ul style="list-style-type: none"> 政府支出增加，私部門將獲得資金並存入銀行體系。 當更多資金進入銀行體系，且對資金的需求並未增加，利率將傾向於下滑，而非上升。
賦稅的主要功能為控制通膨，並非支應政府支出所必須	<ul style="list-style-type: none"> 賦稅的主要角色，是讓通膨受到控制的抵銷因子。 對富者課稅有助於減緩不均，惟此並非支應政府支出所必須。

資料來源：Bruegel (2019)、Coy (2019)、Cohen,(2019)、Mankiw (2019)

1、擁有自身貨幣的國家毋須擔憂債務過高，惟赤字過大仍可能引發通膨

MMT 倡議，一個擁有自身貨幣的國家（如美國），毋須擔憂債務積累過多，因其總能印製更多貨幣來支付利息；因此，政府支出的唯一限制是通膨，若公部門與私部門同時花費太多，通膨即可能爆發。不過，只要有足夠的勞工與設備來滿足成長之需求，而不引燃通膨，政府即可花費其所須的資金，以實現維持充分就業等目標。

或有論者誤解，MMT 認為赤字永遠不重要；不過，MMT 支持者指出，赤字過大仍可能引發通膨。MMT 重要倡議者、斯托尼布魯克大學公共政策與經濟學教授 Kelton 指出，赤字並非過度支出的跡象，或必然是通膨的前兆；不過，赤字仍可能過大，尤其是當赤字支出並非用於提升一國的產能，或勞工、原料及廠房短缺，而不足以吸收過多的支出時，即可能對物價產生壓力。

2、經濟須由財政政策來引導，央行應依據財政所需來印鈔，調整利率無效

MMT 支持者指出，經濟須由財政政策（政府支出與稅負）來引導；當財政部需要資金時，央行須根據財政所需來創造基礎貨幣（base money）。

MMT 拒絕當代的共識——經濟主要應由升息與降息所引導；MMT 支持者認為，在法定貨幣（fiat money）的世界中，自然利率應為零。MMT 支持者指出，調整利率無效，因為企業係基於成長展望來做投資決策，而非貨幣成本。

3、工作保障為 MMT 的重要環節

為穩定就業，MMT 主張應加入由聯邦政府資助、地方管理的工作保障（job guarantee）。

MMT 支持者表示，相較於經濟繁榮時期，在經濟下滑時期，政府應雇用更多民眾；彼等希望運用工作保障等自動穩定因子（automatic stabilizers），讓經濟重回軌道。

4、政府支出增加，利率將下滑

傳統經濟學指出，在其他條件不變下，預算赤字（budget deficit）增加，將傾向於推升利率。

相反地，MMT 則挑戰傳統經濟學的核心原則。MMT 指出，當政府支出增加，私部門獲得資金且存入銀行體系；當更多資金進入銀行體系，且對資金的需求並未增加，利率將傾向於下滑，而非上升。除非政府選擇出售公債以吸收準備金，惟政府通常毋須如此。

5、賦稅的主要功能為控制通膨，並非支應政府支出所必須

MMT 認為，政府毋須透過出售公債或徵稅來支應其支出，主要係因，在財政部控制下的央行，可支付所有費用。MMT 表示，銀行不是基於存款來進行放款，而是根據借款需求來進行放款，借款人再將資金存入銀行；其基本概念是：放款創造存款，而非存款創造放款。

因 MMT 與左派有關，某些人們認為，MMT 支持對富者課稅來支應社會計畫的支出。事實上，MMT 打破了自由派的正統觀點；MMT 指出，雖然對富者課稅有助於減緩不均，惟此並非支應政府支出所必須。

在 MMT 的理想世界中，賦稅仍然存在，惟其主要目的除減緩不均外，主要在於扮演讓通膨受到控制的抵銷因子。

三、各界對 MMT 的評論

(一) MMT 支持者與主流經濟學家、央行家間的爭論未歇⁵⁵

長期以來，MMT 支持者與反對者的歧見持續存在；這些複雜的辯論包括：利率如何決定，以及政府與私部門是否應競逐資金等。

MMT 支持者認為，近年來，主流經濟學並未勝出；MMT 擁護者指出，在很大程度上，主流經濟學未能預見全球金融危機，且亦未能使全球經濟脫離低成長、低利率、低通膨的長期停滯(secular stagnation) 困境。

MMT 倡議者指出，通膨主要並非過度強勁成長的結果；彼等多將通膨歸咎於企業過大的訂價能力。因此，在試著阻斷經濟成長以遏止通膨前，MMT 倡議者將試著打破獨占 (monopolies)、阻止銀行承作過多放款。

關於上述 MMT 倡議者的論點，主流經濟學家指出，MMT 正確的部分並不新穎，至於新提出的部分則不正確。在央行業、金融圈與學術界等，MMT 均面臨批評聲浪，且 MMT 有時被戲稱為魔法貨幣樹 (Magic Money Tree)；更令人驚訝的是，許多看似為 MMT 盟友的自由派經濟學家 (例如哈佛大學經濟學家 Summers 等)，均強力抨擊 MMT。

Summers 曾指出，富裕國家飽受長期停滯所苦，彼等政府須持續地將赤字支出維持於高水準，俾使其經濟免於落入衰退，此與 MMT 的論點類似；惟 Summers 指出，MMT 在許多層次均有謬誤。

Summers 與其他經濟學家可能擔憂，MMT 將為彼等對赤字較為鴿派的觀點帶來惡名。諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 亦表示：「只要 MMT 支持者宣稱標準的經濟學完全錯誤，我想我們有必要回應。」

⁵⁵ Coy (2019)、Summers (2019)、Krugman (2019a)、Krugman (2019b)、Mayeda and Dmitrieva (2019)、Rogoff (2019)、Cox (2019)、Kihara (2019)、Issing (2020)。

1、MMT 主張以財政政策來引導經濟的論點，仍存在爭議

MMT 批評者指出，試著運用財政政策來引導經濟，已被證明為失敗，因為國會與總統鮮少能迅速地因應經濟下滑。此外，不能仰賴政治家藉由增稅或降低支出的方式來抑制通膨上升，此恐引起大眾反彈，在執行上恐面臨困難。

2、央行屈從於政府恐引發經濟不穩定

MMT 批評者指出，央行聽命於政府恐肇致通膨失控、引發經濟不穩定。在第二次世界大戰期間，美國 Fed 聽命於財政部；美國財政部的透支特權，於接下來幾年內間歇被使用，直至1981年才完全終止；一般咸認，此種政府的透支特權不應長期存在，主要係因，屈從於政府的央行，終將使通膨升至失控的局面。

3、MMT 倡議的工作保障，似不易落實

MMT 批評者對 MMT 主張的工作保障存疑；彼等指出，若政府給予受保障工作的薪資過低，對失業勞工與經濟的助益不大；惟若提供的薪資過高，將損及私部門就業。

4、擁有自身貨幣的國家，並非即無赤字疑慮

MMT 認為，一個擁有自身貨幣的國家，毋須擔憂赤字；對此，MMT 批評者表示否定。畢竟，事實證明，若全球投資者對一國喪失信心，該國通貨的匯價將重挫。

主要央行官員（如 Fed 主席 Powell、BoJ 總裁黑田東彥等）、主流經濟學家（如哈佛大學經濟學教授 N. Gregory Mankiw、哈佛大學經濟學家 Summers、諾貝爾經濟學獎得主 Krugman、IMF 首席經濟學家 Gita Gopinath 等），均公開對 MMT 表達反對意見。彼等指出，MMT 恐損及央行獨立性，且恐引發惡性通膨、通貨遽貶、長期利率與風險溢酬上揚、實質薪資下滑、經濟成長衰退等嚴重風險（見表8）。

表8 主要央行官員與其他 MMT 反對者的意見

主要央行官員、 政界人士		對 MMT 的看法或評論
Fed	主席 Jerome Powell	<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 主張政府可印鈔票來支應赤字與債務是錯誤的。 ● 美國政府債務對 GDP 比率已相當高，更重要的是，債務成長速度比 GDP 成長更快。
	前主席 Janet Yellen	<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 主張政府可印鈔來支應債務的理論是錯誤的，那可能會導致惡性通膨。
ECB	ECB 執行理事 Benoit Cœuré	<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 是財政支配理論，與現行歐洲的貨幣支配理論不同。 ● MMT 的假設有嚴重限制，現實世界中，政府過度支出，最終將引發通膨。
	ECB 首席經濟學家 Peter Praet	<ul style="list-style-type: none"> ● 政府債務可由央行提供融資的觀念，實屬危險主張。 ● 歷史經驗顯示，這已帶來惡性通膨與經濟動盪。
BoJ 總裁黑田東彥		<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 認為「以本國貨幣計價的政府債券不會導致政府違約」，此一想法過於極端。 ● MMT 很難讓人接受，因為它沒有考慮到鉅額財政赤字的風險，以及未償還債務的影響。 ● 政府在中長期保持財政紀律以獲取市場信任，是重要的。
日本政黨「維新會」議員藤卷健史		<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 是巫毒經濟學。 ● 日本如採 MMT 試驗，終將面臨財政崩潰。
前日本首相安倍晉三		<ul style="list-style-type: none"> ● 日本政府不會依循 MMT 的原則，來執行財政政策。
前日本副首相暨財務大臣麻生太郎		<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 是一種極端學說且非常危險。 ● MMT 恐弱化財政紀律，不想讓日本變成 MMT 試驗場。
業界人士		主要評論內容
DoubleLine Capital 創辦人 Jeffrey Gundlach		<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 是無稽之談，只是用來支持大規模社會主義方案的說詞，且恐引發投資者對長期債券的嚴重抵制。
Berkshire Hathaway 執行長 Warren Buffett		<ul style="list-style-type: none"> ● 放任政府債務對 GDP 比率持續上升，並不明智。 ● MMT 的赤字支出恐帶來通膨盤旋上升的風險。
BlackRock 執行長 Larry Fink		<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 無可取之處。 ● 赤字恐驅動利率升至難以為繼的水準。

經濟學家	主要反對論點
諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman	<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 忽略了貨幣政策與財政政策的抉擇，且未完全解決技術面與政治面對增稅或削減支出的限制。 ● 當美國經濟已接近充分就業，赤字支出將推升利率。
哈佛大學經濟學家 Kenneth Rogoff	<ul style="list-style-type: none"> ● 印鈔並非萬靈丹，財政政策仍具潛在風險。 ● MMT 為供給面經濟學的極端版本，其可能危及央行獨立性，且恐帶來嚴重後果。
哈佛大學經濟學家 Lawrence Summers	<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 認為央行印鈔為零成本的觀念有誤，因為美國政府仍對其所創造的任何新貨幣（銀行存放於 Fed 的準備金）付息。此外，MMT 恐引發惡性通膨。 ● 仰賴央行來融通政府赤字，恐導致匯價崩潰、通膨上升、長期利率上揚，進而使實質薪資下滑。
IMF 首席經濟學家 Gita Gopinath	<ul style="list-style-type: none"> ● 天下沒有白吃的午餐，一國可花多少錢是有限制的。 ● 以貨幣融通赤字，常導致通膨失控、投資崩跌與成長衰退。
前 IMF 首席經濟學家 Olivier Blanchard	<ul style="list-style-type: none"> ● 除非政府預算赤字十分小，否則不太可能在不引發通膨的情況下，完全以貨幣融通赤字。
哈佛大學經濟學教授 N. Gregory Mankiw	<ul style="list-style-type: none"> ● 政府雖能印鈔償債，惟不代表政府能擺脫跨期預算限制。 ● 經濟雖常處於產能過剩狀態，惟不意味政府毋須擔憂通膨壓力。 ● 政府介入訂價或有助於改善私部門價格制定，惟不代表政府能藉此提升整體福祉。
前 ECB 首席經濟學家 Otmar Issing	<ul style="list-style-type: none"> ● MMT 是天真且危險的政策處方。 ● MMT 有關增稅以抑制通膨的主張，恐窒礙難行。 ● MMT 認為能以本國貨幣償債的國家不會破產之論點，未必能成立。 ● MMT 撤銷央行對印鈔的控制權，並將此權力交予政府。恐損及央行獨立性，引發混亂。

資料來源：Coy (2019)、Summers (2019)、Krugman (2019a)、Krugman (2019b)、Mayeda and Dmitrieva (2019)、Rogoff (2019)、Cox (2019)、Kihara (2019)、Issing (2020)

此外，儘管不同經濟學派之間的信仰有所差異，惟大抵而言，諸多經濟學派對 MMT 均不認同（見表9）⁵⁶。

⁵⁶ Coy (2020)。

表9 諸多經濟學派均不認同 MMT 的概念

學 派	反對 MMT 的理由
馬克思主義	<ul style="list-style-type: none"> • MMT 將焦點放在政府印鈔及支出完全是重點錯誤，其無法處理或回答為何資本主義經濟學仍常出現週期性下滑。 • 印更多鈔票使政府能有更多支出，但無法創造更多價值，除非資本可更有效地利用勞動力。
奧地利學派	<ul style="list-style-type: none"> • 批評聚焦於過度輕易地放款，將導致不良投資及暴漲暴跌循環，並對 MMT 的若干想法提出挑戰，包含政府支出優先於稅收、貨幣本質上與政府債務無異等。 • 以美國為例，自 1971 年來，不受限地印鈔並未帶來更多選項，僅是發放許可證予 Fed，使其能製造更多暴漲暴跌循環。
凱因斯主義	<ul style="list-style-type: none"> • MMT 倡議者低估貨幣政策（利率及貨幣供給）激勵經濟的能力。 • 錯誤倚賴財政政策（支出與稅收）。
後凱因斯主義	<ul style="list-style-type: none"> • MMT 控制由政府引起之通膨激增的理論，將大幅增加政府透過價格控制、法規及工作保證進行的干預。 • 透過排除貨幣政策作為工具，MMT 倡議者過度誇大 MMT。
反凱因斯主義	<ul style="list-style-type: none"> • 反凱因斯主義並非某種經濟學派，而係用於描繪保守的經濟學家。 • 懷疑以財政激勵措施終結衰退的效果，如 1970 年代的停滯性通膨即駁斥 MMT「當經濟體充斥產能閒置，不太可能出現通膨」的主張。 • MMT 主張，若 Fed 停止對準備金付息，準備金持有人的所得將下滑，彼等將減少支出，通膨因而走低。然而，上述錯誤很容易察覺，一旦政府停止付息，人們會拋售公債，轉投入提供報酬的資產，並將收益用於購買商品及服務，進而推升物價水準，故通膨將走高，而非走低。

資料來源：Coy (2020)

(二) 經濟學家大抵認為，MMT 的部分元素屬實，惟 MMT 的推論恐不盡正確⁵⁷

1、政府雖能印鈔償債，惟不代表政府能擺脫財務限制

政府雖能發行通貨以償債，惟政府（透過央行）仍須對其所創造的新貨幣（銀行存放於央行的準備金）付息；即使這些利息可透過發行更多通貨來支付，惟持續擴張的貨幣基數（monetary base），終將推升通膨。

通膨率上升將導致實質貨幣餘額下滑，從而進一步減少政府透過貨幣創造所能獲取的實質資源。

2、經濟雖常處於產能過剩狀態，惟不意味著政府毋須擔憂通膨壓力

MMT 認為，經濟往往在具有閒置產能的狀態下運作，此與新興凱因斯學派（new Keynesian）認為，經濟通常處於超額供給狀態的觀點類似。

不過，MMT 指出，因經濟具閒置產能，名目總合需求的增加將被經濟之實質產能所吸納，故不致引發通膨。此外，MMT 否定傳統的貨幣數量學說（quantity theory of money），認為貨幣供給增加與一般物價水準上升的簡單比例關係，並不存在。這些 MMT 的論點，則與新興凱因斯學派有別。

主流經濟學家大抵認為，在經濟具超額產能的情況下，理論上雖不致面臨通膨威脅，惟若貨幣基數的需求受限，則毫無節制地創造貨幣以支應政府支出，終將使經濟的閒置產能耗盡，進而對通膨形成上行壓力。

⁵⁷ Mankiw (2019)、Buiter (2020)。

3、政府介入訂價或有助於改善私部門價格制定，惟不代表政府能藉此提升整體福祉

MMT 經濟學家認為，政策制定者應以追求最適水準（optimal level）（社會福祉最大化的水準）為目標；若私部門價格制定者提高價格而妨礙該目標的實現，政策制定者可藉由運用價格指引或價格管制來解決此問題。

根據傳統經濟理論，在市場力量普遍存在的環境下，政府干預訂價或有助於改善私部門的價格制定與資源配置。

不過，此一推論不代表在真實世界中，政府能藉由廣泛地介入價格制定過程而提升福祉；由經濟的複雜度與價格管制之歷史經驗可知，此一解方可能不切實際。

4、即使在流動性陷阱下，貨幣供給增加似不致引發通膨，惟仍可能引發資產價格泡沫與金融風險

在當前許多先進經濟體的名目政策利率位處有效利率底限的流動性陷阱下，增加貨幣供給以支應政府支出增加（或減稅）似屬適當；理論上，只要利率仍維持於有效利率底限，則不致帶來通膨。

不過，即使貨幣供給大增不致引發通膨，惟仍可能催生資產價格泡沫、加劇金融風險。此外，一國利率仍可能回升至高於有效利率底限的水準；若基於中性利率（neutral rate）將持續維持在有效利率底限附近的假設來制定政策，並不妥適。

四、整體而言，MMT 的論點仍有爭議，在實務面尚不可行，恐非良策⁵⁸

（一）MMT 的假設存在限制、論點仍有爭議，且未經嚴謹推論與完整研究，貿然採行恐帶來不利後果

⁵⁸ Krugman (2019a)、Krugman (2019b)、Rogoff (2019)、Summers (2019)、Holland and Curran (2020)、Jeffery (2020a)、Cox (2019)、Kihara (2019)、Shirai (2019)、馬駿 (2020)。

政府雖能藉創造新貨幣來支付所有債務，惟實際上，當貨幣供給超過某一臨界點時，將引發惡性通膨。此外，如經濟未達充分就業水準時，赤字支出可能有助於支撐經濟；惟因自然產出水準不易推估，若經濟已接近充分就業，則赤字支出或恐推升利率、排擠民間投資。

MMT 認為，即使通膨率過高，政府可透過增稅來抑制通膨，惟其未解決技術面與政治面對增稅的限制。此外，MMT 通常以封閉經濟體來推論，惟在開放經濟體中，貨幣供給過多恐帶來貶值壓力，引發匯價崩跌、資本外流。

另一方面，在很大程度上，MMT 的效果良窳，仍取決於政府支出效率；若公共投資的效率不足，提振經濟的效果仍屬有限。

(二) 多數央行家認為，目前 MMT 並未在實務面付諸實行

或有論者指出，目前若干央行正朝 MMT 邁進，甚至已遵循 MMT 原則；對此，多數央行家認為並非如此。

Fed 主席 Powell 表示，MMT 的主張有誤。BoJ 總裁黑田亦指出，MMT 的想法過於極端；他強調，政府須維持財政紀律化，且否認 BoJ 遵循 MMT 原則。

前 BoJ 官員白井早由里 (Sayuri Shirai) 指出，MMT 在執行上面臨挑戰。就日本而言，不利的人口結構因素，導致日本的勞動力嚴重短缺，且經濟閒置 (economic slack) 程度極低；若奉行 MMT 採相關政策，恐使日本的勞動緊縮情勢惡化、對私部門的經濟活動產生排擠效果，無法提振經濟。

中國人民銀行貨幣政策委員會委員馬駿指出，中國大陸的傳統貨幣政策仍有空間，與 MMT 的應用場景不同；此外，西方國家政府若過度使用 MMT，則恐引發債務危機與通貨危機。

(三)類如 MMT 的財政赤字貨幣化恐損及財政紀律化與央行獨立性、引發惡性通膨等不利結果，多數經濟體均予以設限

經濟學家大抵認為，以央行貨幣永久性地融通財政赤字，不僅將破壞財政紀律化，且終將使央行資產負債表規模擴張至難以為繼的水準，此可能侵蝕央行操作獨立性（operational independence），從而傷害其控制通膨的可信度，甚至可能引發惡性通膨、通貨大幅貶值、實質薪資下降與成長衰退等不利結果⁵⁹；1930年代的日本、1970~1990年代的智利與秘魯、2000年代的阿根廷，以及近期的委內瑞拉，足堪印證⁶⁰。

1930年代，日本大藏大臣高橋是清（Takahashi Korekiyo）曾祭出央行貨幣融通等一系列經濟激勵政策，1932年11月更由 BoJ 認購日本公債，此舉雖曾讓日本經濟短暫復甦，惟卻難以持續，更埋下惡果；最終，「高橋財政」為他自身惹來殺身之禍，更導致日本的財政紀律盡失、難以回復，且通膨率飆升、連年居高不下⁶¹。

此外，1970~1973年的智利、1985~1990年的秘魯、2003~2015年的阿根廷及1999年以來的委內瑞拉，均因政府當局發行貨幣以融通鉅額的財政赤字，貨幣供給大幅增加，最終引發惡性通膨；伴隨這些國家的通膨率飆升、本國貨幣貶值，民眾減持國內貨幣、貨幣制度瓦解，導致貨幣成長對通膨的影響被放大，形成惡性循環。儘管這些政府隨後祭出薪資、價格管制及保護主義政策，惟並未奏效，其產出、就業驟跌，實質薪資下滑，且經濟成長衰退。

鑑於此，多數經濟體（美國、歐元區、日本等）均對類如 MMT 的財政赤字貨幣化設限，台灣亦有相關限制（見表10）。

⁵⁹ Bailey (2020)、Mayeda and Dmitrieva (2019)、Summers (2019)、The Economist (2020).

⁶⁰ Edwards (2019)、Miller (2016)、Shizume, Masato (2009).

⁶¹ 鑑於此，日本於1947年立法規定，禁止 BoJ 直接承購日本政府債券，詳中央銀行(2016)。

表10 多數經濟體均對類如 MMT 的財政赤字貨幣化設限

經濟體	內容	相關法規或契約	央行藉由在初級市場購買公債或透支機制，以直接提供政府融通
美國		美國「聯邦準備法」	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國「聯邦準備法」第14條對 Fed 在初級市場購買公債設限。 ● 美國國會可放寬此限制。
歐元區		<ul style="list-style-type: none"> ● 歐盟「里斯本條約」 ● 歐盟「歐洲中央銀行體系及歐洲中央銀行條例」 	<ul style="list-style-type: none"> ● 歐盟「里斯本條約」第123條禁止 ECB 提供會員國政府資金。 ● 「歐洲中央銀行體系及歐洲中央銀行條例」第21條禁止央行在初級市場購買公債、對公部門或政府等提供透支或其他形式的信用機制。
英國		<ul style="list-style-type: none"> ● 歐盟「里斯本條約」 ● 英國「英格蘭銀行法」 	<ul style="list-style-type: none"> ● 英國國內法規並未禁止。 ● 仍受歐盟條約(如「里斯本條約」)的約束。
日本		<ul style="list-style-type: none"> ● 日本「公共財政法」 ● 日本「日本央行法」 	<ul style="list-style-type: none"> ● 日本「公共財政法」第5條禁止 BoJ 在初級市場購買公債或提供政府預支。 ● 日本國會可允許例外。
台灣		<ul style="list-style-type: none"> ● 台灣「中央政府建設公債及借款條例」 ● 台灣「中央銀行法」 ● 台灣「財政部委託中央銀行代理國庫契約」 	<ul style="list-style-type: none"> ● 台灣「中央政府建設公債及借款條例」第9-1條禁止央行承受本公債之發行或承貸本借款；但行政院送經立法院決議允許者，不在此限。 ● 台灣「財政部委託中央銀行代理國庫契約」規定，國庫總庫經管之國庫存款，如國家遭遇緊急危難或重大變故，致當日支付總數超過結存數而發生不敷支付情事時，其超過之數，由行方先行臨時墊借，撥入國庫存款戶內支付。

資料來源：1. Saravelos, George, Daniel Brehon and Robin Winkler (2016), "Helicopters 101: Your Guide to Monetary Financing," *Deutsche Bank Research*, Apr. 15.

2. 台灣資料係根據「中央政府建設公債及借款條例」、「中央銀行法」與「財政部委託中央銀行代理國庫契約」。

伍、結語

全球金融危機後，主要央行已大膽地採行史無前例的非傳統性貨幣政策；迨至新冠肺炎疫情危機後，央行的政策觸角延伸得更廣，甚至踏入信用分配、乃至政治範疇等未知領域。

全球金融危機以來，主要央行對非傳統性貨幣政策工具的運用日增；這些工具雖能有效地影響金融情勢，惟其效果似呈遞減，且長期而言恐帶來副作用。尤其是，彼等近期為因應新冠肺炎疫情危機所採的廣泛、強力之緊急性措施，已使政策操作空間進一步縮減。

為減緩新冠肺炎疫情危機衝擊，主要央行除重啟全球金融危機時期所採的貨幣政策工具外，更採行範圍益加廣泛的信用融通機制；然而，央行涉入市場的範圍過廣、程度過深，恐使其自身成為問題的一部分；此外，在若干央行似已位處貨幣融通的臨界點之際，貨幣政策的自主性能否維持，亦引發擔憂。

主要央行因應新冠肺炎疫情危機的初步行動，雖已有助於防止金融崩潰（financial meltdown）、減緩經濟萎縮；惟當危機從流動性進入償付能力、乃至復甦階段，政策重擔可能將漸由貨幣政策移轉至財政政策與結構性政策。BIS 總經理 Carstens 即強調，瞭解貨幣政策的限制至關重要，貨幣政策無法獨自實現較高的可持續成長；為協助經濟成長，政府須扮演適當的角色。為達成此目標，提升潛在成長的結構性改革，以及聚焦於公共投資、以成長為導向的財政政策，均屬必要。

近期財政赤字貨幣化、MMT 等極端主張崛起，或許即反映主要央行的貨幣政策工具即將用罄、效果瀕臨極限等問題，以及國際間政府債務大增，引發公共債務可持續性能否維持等疑慮。然而，MMT 等相關主張過於激進，實屬危險的政策指引，大抵侷限於理論層面的討論，目前尚無任一主要國家真正採行。歷史經驗顯示，若央行以貨幣融通財政赤字，恐引發惡性通膨、經濟動盪等嚴重風險，不得不慎。

邁入後危機時期，政策空間的重建尤為重要。BIS 貨幣暨經濟部門主管 Borio 即指出，一旦情況允許，首要之務將是重建政策緩衝，除貨幣政策外，審慎政策與財政政策皆然。一般咸認，貨幣政策與財政政策如能妥適搭配，有助於為彼此創造政策空間、重建政策緩衝；兩者相輔相成，有助於提升政策成效。

不過，相互支持的貨幣政策與財政政策仍須保持適當界限，並奠基於穩固的制度性架構，以維持長久的政策可信度。此外，儘管央行因應危機的靈活性，以及強化與財政當局的合作均屬重要，惟這些危機因應措施應屬暫時，且應有妥適的退場機制；未來如伴隨情勢恢復正常，貨幣政策、財政政策仍應基於其職責，維持較明確的分際，以維護長期經濟金融穩定。

在歷次危機中，央行已累積了更多危機管理的經驗；BoE 執行董事 Hauser 建議，伴隨央行已由提供銀行流動性的最後貸款者，擴充至充當金融市場流動性後盾的最後造市者角色，央行或可考慮將其提供金融市場流動性保險 (liquidity insurance) 的架構予以正式化，俾能適切、有效地因應金融市場功能失常之問題。

全球金融危機以來，尤其新冠肺炎疫情危機期間，全球央行背負了許多新職責；在非傳統性貨幣政策、危機因應與金融穩定等領域，均累積了較以往更大的權力；迨至近期，更有論者主張央行應處理氣候變遷、不均等更廣泛的問題。伴隨央行背負的職責日增，與政府及其他機構緊密協調的必要性可能將增加；此是否可能損及央行獨立性、權責化，從而可能削弱其核心目標的明確性及施政有效性，值得留意。

危機帶來新變局，亦可能產生新的典範轉移；關於央行未來的角色與定位，已成需要深思的議題。展望未來，央行仍須維持貨幣政策的獨立性，並善用迅捷因應危機的能力、著眼於長期穩定的遠見，在堅守其核心職能的前提下，協助政府推動有利於永續發展的政策。

參考文獻

- 中央銀行(2021a),「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月17日。
- 中央銀行(2021b),「新冠肺炎危機 vs. 全球金融危機:起因、影響及因應對策與啟示」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月17日。
- 中央銀行(2021c),「後疫情時代主要經濟體貨幣政策與財政政策的協調問題」, 央行理監事會後記者會參考資料, 3月18日。
- 中央銀行(2020a),「新冠肺炎疫情的影響及因應對策」, 中央銀行新聞參考資料, 12月25日。
- 中央銀行(2020b),「再論負利率政策之利弊」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月18日。
- 中央銀行(2020c),「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。
- 中央銀行(2016),「直升機撒錢的政策風險極高」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月22日。
- 中央銀行(2012),「有關央行肩負『物價穩定』與『金融穩定』的法定職責 Q&A」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月21日。
- 李榮謙、郭恬吟、陳倩如、傅君琦(2020),「小型開放經濟體理想的貨幣政策架構—兼論台灣採彈性貨幣目標化架構的經驗」, 台北外匯市場發展基金會專案研究計畫, 7月。
- 馬駿(2020),「關於財政赤字貨幣化之我見」, 金融時報, 5月17日。
- 陳南光、李榮謙(2020),「從傳統到現在—中央銀行的政策角色演變與發展」, 台灣銀行家, 8月。
- 陳南光、李榮謙(2020),「從現在展望未來—中央銀行角色在肺炎新局下的挑戰與政策展望」, 台灣銀行家, 8月。

- Amamiya, Masayoshi (2021), “Masayoshi Amamiya: Japan's Economy and Monetary Policy,” Speech (via webcast) at A Meeting with Local Leaders, Niigata, Jul. 21.
- Bailey, Andrew (2020), “Andrew Bailey: Bank of England Is Not Doing ‘Monetary Financing’,” *Financial Times*, Apr. 5.
- Bartsch, Elga et al. (2020), “Stronger Together? The Policy Mix Strikes Back,” *VoxEU*, Dec. 15.
- BIS (2019), “Financial Stability Implications of A Prolonged Period of Low Interest Rates,” *CGFS Papers*, Jul..
- Blitz, Roger (2015), “Central Banks Choose Pythonesque Approach as New Tool,” *Financial Times*, Apr. 28.
- BoE (2021), “Options for Greening the Bank of England’s Corporate Bond Purchase Scheme,” *Discussion Paper*, May 21.
- BoE (2013), “Monetary Policy Trade-Offs and Forward Guidance,” *BoE: Publications*, Aug. 7.
- BoJ (2021a), “Statement on Monetary Policy,” *BoJ Press Release*, Jul. 16.
- BoJ (2021b), “The Bank of Japan's Strategy on Climate Change,” *BoJ Press Release*, Jul. 16.
- Borio, Claudio (2020), “When the Unconventional Becomes Conventional,” Speech at “The ECB and Its Watchers XXI”, Sep.30.
- Bruegel (2019), “On Modern Monetary Theory,” *Blog Post*, Feb. 19.
- Buiter, Willem H. (2020), “The Problem with MMT,” *Project Syndicate*, May 4.
- Carney, Mark (2015), “Breaking the Tragedy of The Horizon - Climate Change and Financial Stability,” Speech at Lloyd’s of London, Sep. 29.

- Carstens, Agustín (2020), “Maintaining Sound Money Amid and After the Pandemic,” Speech at the Progress Foundation 50th Economic Conference on “Sound Money - A Noble Goal Under Constant Fire”, Zurich, Oct.8.
- Central Banking Newsdesk (2021a), “BoE Given Green Remit For Monetary Policy,” *Central Banking*, Mar. 3.
- Central Banking Newsdesk (2021b), “Central Banks Must Become ‘Market-Makers of Last Resort’ – BoE’s Hauser,” *Central Banking*, Jan. 8
- Central Banking Newsdesk (2020), “Carstens Warns QE Strengthens ‘Fiscal-Monetary Nexus’,” *Central Banking*, Oct. 9.
- Central Banking Newsdesk (2019a), “BIS Authors Offer Advice on Escaping Low Inflation Trap,” *Central Banking*, Sep. 5.
- Central Banking Newsdesk (2019b), “Summers And Stansbury Warn of ‘Black Hole’ As Central Bankers Debate Solutions” *Central Banking*, Aug. 23.
- Coenen, Gunter and Anders Warne (2013), “Risk to Price Stability, The Zero Lower Bound and Forward Guidance: A Real-Time Assessment,” *ECB Working Paper*, No.1582, Aug..
- Cohen, Patricia (2019), “Modern Monetary Theory Finds An Embrace In An Unexpected Place: Wall Street,” *The New York Times*, Apr. 5.
- Cox, Jeff (2019), “Powell Says Economic Theory of Unlimited Borrowing Supported by Ocasio-Cortez Is Just ‘Wrong’,” *CNBC*, Feb. 26.
- Coy, Peter (2020), “Everybody Loves to Hate Modern Monetary Theory,” *Bloomberg Businessweek*, Jun. 30.
- Coy, Peter, Katia Dmitrieva and Matthew Boesler (2019), “Warren Buffett

- Hates It. AOC Is for It. A Beginner's Guide to Modern Monetary Theory," *Bloomberg Businessweek*, Mar. 25.
- Da Silva, Luiz Pereira et al. (2019), "The Inflation Conundrum in Advanced Economies And A Way Out," *Paper Based on Remarks at the University of Basel* in May, Sep. 5.
- De Cos, Pablo Hernández (2021), "What Will Be the Impact of Climate Transition on Monetary Policy?" Speech at the Central Banking Summer Meetings, Jun. 14.
- ECB (2021), "ECB Presents Action Plan To Include Climate Change Considerations In Its Monetary Policy Strategy," *ECB Press Release*, Jul. 8.
- Edwards, Sebastián (2019), "Modern Monetary Disasters," *Project Syndicate*, May 16.
- Eichengreen, Barry (2020), "Monetary-Fiscal Policy Co-operation and the 'Slippery Slope'," *Central Banking*, Nov. 30.
- Haas, Jacob and Christopher J. Neely (2020), "Central Bank Responses to COVID-19," *Economic Synopses*, No. 23, Federal Reserve Bank of St. Louis Fed, Apr. 21.
- Hannon, Paul (2021), "Global Trade Roars Back From Depths of Covid-19 Pandemic," *The Wall Street Journal*, Feb. 25.
- Hauser, Andrew (2021), "From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort via the Dash for Cash: Why Central Banks Need New Tools for Dealing with Market Dysfunction," Speech given at Thomson Reuters Newsmaker, London, Jan. 7.
- Hodgson, Camilla, Valentina Romei and Nathalie Thomas (2021), "Bank of England Given New Mandate to Buy 'Green' Bonds," *Financial*

- Times*, Mar. 3.
- Holland, Ben, Alaa Shahine and Liz McCormick (2020), “IMF Joins Powell and Lagarde Urging Governments to Keep Spending,” *Bloomberg*, Oct.15.
- Holland, Ben and Enda Curran (2020), “How Coronavirus Has Upended Economics in Just a Few Weeks,” *Bloomberg*, Mar. 26.
- Issing, Otmar (2020), “The MMT Myth,” *Project Syndicate*, Nov. 3.
- Jeanneau, Serge (2014): “Financial Stability Objectives and Arrangements – What’s New?” *BIS Papers*, No 76.
- Jeffery, Christopher (2020a), “Central Banking Enters A New Era,” *Central banking*, Jun. 4.
- Jeffery, Christopher (2020b), “El-Erian on Covid-19 Policy Risks, ‘Zombie’ Markets And Central Bank Capture,” *Central Banking*, Apr. 14.
- Kihara, Leika (2019), “BOJ Chief Rejects Idea of Japan As ‘Modern Monetary Theory’ Model’,” *Reuters*, May 9.
- Kim, Soyoung and Aaron Mehrotra (2015), “Managing Price And Financial Stability Objectives –What Can We Learn From The Asia-Pacific Region?” *BIS Working Papers*, No. 533, Dec..
- King, Mervyn and Dan Katz (2021), “Central Banks Are Risking Their Independence,” *Bloomberg*, Aug. 23.
- Krogstrup, Signe and William Oman (2019), “Macroeconomic and Financial Policies for Climate Change Mitigation: A Review of the Literature,” *IMF Working Paper*, Sep. 4.
- Krugman, Paul (2019a), “What’s Wrong with Functional Finance?” *The New York Times*, Feb. 12.
- Krugman, Paul (2019b), “Deficits Matter Again,” *The New York Times*, Jan.

9.

Lagarde, Christine (2015), “Monetary Policy in the New Normal,” Remarks at 2015 China Development Forum Panel Discussion, Mar. 22.

Mankiw, N. Gregory (2019), “A Skeptic’s Guide to Modern Monetary Theory,” *Paper Prepared for AEA Meeting*, Dec. 12.

Mayeda, Andrew and Katia Dmitrieva (2019), “Top IMF Economist Says No Free Lunch From Modern Monetary Theory,” *Bloomberg*, Apr. 9.

Mendez-Barreira, Victor (2019), “Central Bankers in Favour of Climate Change Goals in Mandates,” *Central Banking*, Dec. 13.

Miller, Rich (2020), “Yellen, Summers Say Central Banks No Match for Savings Glut,” *Bloomberg*, Nov.16.

Miller, Rich and Enda Curran (2016), “Helicopter Cash Clues Lie in Life and Death of Japanese Viscount,” *Bloomberg*, Jul. 19.

NGFS (2021), “Adapting Central Bank Operations to A Hotter World: Reviewing Some Options,” Mar..

NGFS (2020a), “Survey on Monetary Policy Operations and Climate Change: Key Lessons for Further Analyses,” Dec..

NGFS (2020b), “Climate Change and Monetary Policy Initial Takeaways,” Jun..

OECD (2021), “No Ordinary Recovery,” *OECD Economic Outlook*, May.

RBNZ (2021), “RBNZ Supports Focus on Housing,” *RBNZ Press Release*, Feb. 25.

RBNZ (2019), “New RBNZ Monetary Policy Committee Remit Reiterates Focus on Price Stability And Employment,” *RBNZ Press Release*, Feb. 14.

- Rogoff, Kenneth (2019), “Modern Monetary Nonsense,” *Project Syndicate*, Mar. 4.
- Shirai, Sayuri (2019), “Putting Modern Monetary Theory to the Test,” *Central Banking*, Jun. 14.
- Shirakawa, Masaaki (2019a), “Central Banking: Bridging the Gap between Theories and Practices,” Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30.
- Shirakawa, Masaaki (2019b), “Global Challenges Confronting Central Banking: Spreading of “Japanification”?” Lecture at Seminar at National Taiwan University, Oct. 30.
- Shirakawa, Masaaki (2019c), “World Has Learned Wrong Lessons from 'Japanification',” *Nikkei Asian Review*, Oct. 21.
- Shizume, Masato (2009), “The Japanese Economy during the Interwar Period: Instability in the Financial System and the Impact of the World Depression,” *Bank of Japan Review*, May.
- Stansbury, Anna and Lawrence H. Summers (2019), “Whither Central Banking?” *Project Syndicate*, Aug. 23.
- Summers, Lawrence (2019), “The Left’s Embrace of Modern Monetary Theory Is A Recipe for Disaster,” *The Washington Post*, Mar. 4.
- The Economist (2020), “China’s Economists Debate Deficit Monetisation,” *The Economist*, May 28.
- The Wall Street Journal (2020), “Transcript: Fed Chief Jerome Powell Q&A With Alan Blinder,” *The Wall Street Journal*, May 29.
- Timiraos, Nick and Jon Hilsenrath (2020), “The Federal Reserve Is Changing What It Means to Be a Central Bank,” *The Wall Street Journal*, Apr. 27.

Torres, Craig, Lucy Meakin and Jeff Black (2020), “Central Banks Short on Ammo Forced to Rely on Governments,” *Bloomberg*, Nov.14.

UNCTAD (2021), “Global Trade Update,” *UNCTAD*, Nov. 30.

Webb, Merryn Somerset (2021), “Central Banks Need to Stop The Mission Creep,” *Financial Times*, Aug. 27.

Ziady, Hanna (2021), “Fighting Climate Change Is Now A Job for the Bank of England,” *CNN*, Mar. 4.