

全球金融危機 15 年後的舊問題與新挑戰之探討^{*}

台北外匯市場發展基金會專案研究計畫

中央銀行

經濟研究處

陳倩如、郭涵如、郭恬吟

2024 年 5 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。本文感謝中央銀行經濟研究處長官及同仁的指導與協助。

摘 要

2008 年 9 月 15 日，美國第 4 大投資銀行雷曼兄弟(Lehman Brothers)聲請破產，導致 2007 年美國次級房貸危機(subprime mortgage crisis)進一步擴大為全球金融危機(global financial crisis)，全球經濟陷入大衰退(Great Recession)，並帶來龐大的經濟及非經濟面損失。

為避免金融危機再次發生，國際組織、各國官方機構，以及民間與學界，紛紛對全球金融危機的起因進行諸多檢討，並著手從事各項金融改革。15 年後的今天，銀行的資本與流動性因受到嚴格監管，金融業韌性(resilience)確實提升；但是，監管程度相對寬鬆的影子銀行(shadow banking)之規模卻急速擴大，且風險愈來愈難察覺。至於，女性在全球金融界管理層的代表性僅稍微提升，欲藉此減少集體迷思(groupthink)，恐還有一大段距離。

2020 年新冠肺炎(COVID-19)疫情來襲，為全球經濟帶來莫大挑戰；全球金融危機以來貨幣政策空間縮減的問題，益顯嚴峻。為提供總體經濟所需的支持，貨幣當局與財政當局竭盡所能，惟貨幣政策與財政政策的傳統界限趨於模糊，貨幣政策甚至面臨財政支配(fiscal dominance)及金融支配(financial dominance)等潛在挑戰。美國川普(Donald Trump)政府的管制寬容(regulatory forbearance)，最終於上(2023)年 3 月釀成美國中小型銀行危機。另外，在全球經濟逐漸從疫情中恢復之際，俄烏戰爭、以哈衝突陸續爆發，加以美中對抗持續，造成地緣政治(geopolitics)緊張局勢加劇，更使不確定性(uncertainty)進一步提高。

鑑於這些舊問題與新挑戰恐影響貨幣政策的執行與決策，因此全球央行都認真看待，並嘗試找出因應對策。

本文結論與建議如下：

- 1、處理影子銀行的隱藏性槓桿問題為優先要務，台灣主管機關已針對影子銀行業進行監管或指導。
- 2、各國政府及民間部門須集體行動，促進性別平等，台灣亦致力於實現董事會成員性別多元化之目標。
- 3、面對美國中小型銀行危機，美國金融監管當局採多項因應對策，Fed 則希望銀行於需要時利用貼現窗口，以消除貼現窗口的汙名化，惟美國中小型銀行危機結束恐言之過早。
- 4、為確保貨幣政策與財政政策維持適當界限，亟需良好的制度性架構與保障，讓政府維護財政可持續性，央行則聚焦於其物價穩定等核心職責。
- 5、為維持金融穩定、避免金融支配的疑慮蔓延，主要央行或可重新思考其角色、確保危機期間對市場的介入僅為暫時性；此外，妥適的金融監管政策與總體審慎政策等，均至關重要。
- 6、央行須審慎行事，且不能完全依賴用舊數據估計的模型；同時，還須避免過分關注當前數據等其他陷阱。
- 7、在高度不確定的環境下，央行的前瞻式指引(forward guidance)恐已不合時宜；央行對外溝通應更平易近人、更謙遜。

關鍵詞：全球金融危機、貨幣政策、美國中小型銀行危機、不確定性

JEL 分類代號：E52、G01

目 錄

壹、前言.....	1
貳、舊問題：金融業更具韌性，但影子銀行規模急速擴大.....	2
一、全球金融危機突顯金融管制不足、銀行業流動性管理不善等問題.....	2
二、金融監管當局著手各項改革，並呼籲擴大金融領域的女性領導權	5
三、15 年後，影子銀行的規模正急速擴大，金融業距離實現性別平等還很遠	10
參、新挑戰 1：美國中小型銀行的風險問題	14
一、管理不善及當局管制失靈，係為美國中小型銀行危機重要肇因	14
二、美國中小型銀行倒閉事件的危機為全球金融危機以來最大規模	18
三、美國中小型銀行危機與 1980 年代的儲貸危機極其相似 ..	26
四、美國監管當局擬改革存款保險制度並力促銀行使用 Fed 貼現窗口，以解決危機問題	29
五、美國中小型銀行危機結束恐言之過早，加上當前商業不動產困境，致外界的擔憂劇增	32
肆、新挑戰 2：貨幣政策恐面臨財政支配及金融支配等潛在挑戰 ..	35
一、貨幣政策與財政政策的關係似已出現轉變，並引發財政支配的疑慮	35
二、在長期貨幣寬鬆的環境下，央行恐面臨金融支配的威脅 ..	40

三、全球債務激增，殭屍企業因利率升高而面臨破產的問題， 恐為貨幣政策帶來挑戰	44
伍、新挑戰 3：經濟金融環境面臨高度不確定性	50
一、長達數十年的「大溫和」時期已結束，全球恐邁入「大波 動」時期	50
二、各種不確定性的衡量指標，都顯示目前的不確定性程度升高	51
三、近期不確定性升高的原因	53
四、央行面對不確定性環境的挑戰	58
陸、結論與建議	67
一、處理影子銀行的隱藏性槓桿問題為優先要務，台灣主管機 關已針對影子銀行業進行監管或指導	67
二、各國政府及民間部門須集體行動，促進性別平等，台灣亦 致力於實現董事會成員性別多元化之目標	69
三、美國中小型銀行危機尚未結束，台灣銀行業財務體質健 全，不致產生系統風險	70
四、貨幣政策與財政政策仍應維持適當界限，具可信度的制度 性架構至關重要	70
五、政策當局應確保危機期間的干預僅為暫時性，另須採行適 當的金融監管與總體審慎政策	71
六、在高度不確定性的環境下，央行執行貨幣政策須與時俱進 並審慎行事	71
七、前瞻式指引恐已不合時宜，央行溝通應更平易近人、更謙遜	72
參考文獻	73

壹、前言

2008 年 9 月 15 日，美國第 4 大投資銀行雷曼兄弟（Lehman Brothers）聲請破產，導致 2007 年美國次級房貸危機（subprime mortgage crisis）進一步擴大為全球金融危機（global financial crisis），全球經濟因而陷入大衰退（Great Recession），並帶來龐大的經濟及非經濟面損失。15 年後的今天，世人是否已汲取教訓？

面對金融監管未能與金融自由化、金融創新（financial innovation）並進，市場失靈加上政府過度崇尚自由市場而致管理鬆散，以及全球化（globalization）下的管制套利（regulatory arbitrage）等全球金融危機的重要肇因，為避免金融危機再次發生，IMF 的態度從大力鼓吹資本自由移動，再回歸認同資本管制；巴塞爾銀行監理委員會（Basel Committee on Banking Supervision, BCBS）力促改革銀行資本提列與流動性管理規定，並強調總體審慎監理；金融穩定委員會（Financial Stability Board, FSB）則針對強化影子銀行（shadow banking）體系的監管，提出適當建議。另外，亦有論者呼籲擴大金融領域的女性領導權，透過擴大金融領域的女性領導權，以減少集體迷思（groupthink）。

15 年後，銀行的資本與流動性因受嚴格監管，金融業確實更具韌性（resilience）；但是，監管程度相對寬鬆的影子銀行之規模卻急速擴大。至於女性在全球金融界管理層的代表性雖已逐步提升，但金融業距離實現性別平等還很遠。

本報告從全球金融危機起源的美國次級房貸危機出發，除了以全球的觀點來討論上述的舊問題，並檢視當前國際間央行面臨的美國中小型銀行高風險、貨幣政策恐遭財政支配（fiscal dominance）及金融支配（financial dominance）、高度不確定性（uncertainty）等新挑戰。

貳、舊問題：金融業更具韌性，但影子銀行規模急速擴大

2008 年美國投資銀行雷曼兄弟倒閉事件引發金融體系大範圍的擠兌，最終導致系統危機（systemic crisis）的爆發，共有 24 國成為銀行危機（banking crisis）的受害者。研究指出²，全球金融危機造成一般美國民眾的終身所得減少 70,000 美元。

為避免金融危機再次發生，國際組織、各國官方機構，以及民間與學界，紛紛對全球金融危機的起因進行諸多檢討，並著手從事各項改革。監管當局對銀行的資本與流動性採嚴格監管，確實使金融業更具韌性；但是，監管程度相對寬鬆的影子銀行之規模卻急速擴大。

一、全球金融危機突顯金融管制不足、銀行業流動性管理不善等問題

（一）金融創新、全球化與管制套利是導致全球金融危機之主因³

2008 年全球金融危機，起源於美國的次級房貸危機。2000 年代初期，美國房價歷經較長一段多頭行情，房貸條件亦較為寬鬆，導致信用不良的借款人比重提高；伴隨信用及還款能力未符一定標準的次級房貸比重上升，整體房貸結構的風險亦增加。自 2004 年起，美國利率走升、房價下跌，許多償債能力不佳的次級房貸戶首當其衝，面臨再融資困難或無力還款問題，導致違約情形迅速增加，2007 年起，美國房貸機構倒閉頻傳；迨至 2008 年 9 月中旬，美國投資銀行雷曼兄弟破產，使危機加劇惡化。由於美國的金融創新盛行，次級房貸透過證券化過程包裝成複雜之結構型金融商品，且藉由金融全球化（financial globalization）的傳遞，使危機由美國蔓延至全世界。

² Barnichon (2018)。

³ Lagarde (2018)。

1、金融創新的發展遠超越監管

金融機構（尤其是美國與歐洲的金融機構）瘋狂實施一系列不計後果的冒險行為，包括：減少對傳統存款的依賴而更依賴短期融資、大幅降低貸款標準、透過證券化的方式將貸款移至資產負債表外，以及更普遍地將活動轉移到金融部門內監管較少的隱蔽角落。例如，2006 年，美國的次級房貸市場之份額，高達全體房貸擔保證券（Mortgage-Backed Securities, MBS）的 40%，而此一比重在 1990 年代初期幾乎為零。

有論者認為，金融創新該為這場災難負責。例如，如諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 認為⁴，金融創新如：擔保債務憑證（Collateralized Debt Obligation, CDO）、結構型投資工具（Structured Investment Vehicle, SIV）、住宅房貸擔保證券（Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS）、資產擔保商業本票（Asset-Backed Commercial Paper, ABCP）等，是欺騙世人的有害產品。Fed 前主席 Paul Volcker 更表示⁵，金融創新毫無價值，自動櫃員機（Automated Teller Machine, ATM）是過去幾十年來，銀行業唯一有用的金融創新，因為它至少證明對消費者有助益；至於信用違約交換（Credit Default Swaps, CDS）、CDO 這些商品，則將經濟帶向災難邊緣。

2、金融全球化讓全球金融連結加深，導致危機迅速蔓延

1980 年代，時任英國首相柴契爾夫人（Margaret Thatcher）與美國總統雷根（Ronald Reagan）推行新自由主義（neoliberalism），小政府、大市場成為主流經濟思潮。崇尚自由市場（free market）的「華

⁴ Krugman (2007)。

⁵ Armitstead (2009)。

盛頓共識」(Washington Consensus)⁶於 1989 年應運而生，全球興起經濟金融自由化浪潮，各國大抵朝解除管制、減少干預的方向前進。

自此，全球金融整合及金融自由化快速發展，進一步強化美元之獨大，並帶動全球金融循環(global financial cycle)，影響全球風險性資產價格及資本移動。市場自由化盛行，且全球金融體系的複雜性與相互連結性提高，帶來高度的金融全球化，資產價格及匯率變動在國際間擴散的效果增加，世界一隅的金融問題將蔓延他國。例如，全球金融危機，即反映金融全球化導致金融風險迅速傳播，在全球引起廣泛的經濟金融動盪。

歐洲各家銀行都是美國 MBS 的主要買家。同時，採用歐元也造成大量資本於整體歐元區借款成本下降之際，流入歐元區邊陲國家，且其資金多來自歐元區核心國之銀行，這又是一個會導致金融蔓延的管道⁷。

3、全球化下的管制套利助長了全球金融危機

一般咸認，全球化下的管制套利，是雷曼兄弟倒閉並讓災情蔓延，成為全球金融危機的重要原因。金融全球化下，金融創新某種程度上是針對跨境管制套利⁸。

除了跨境的管制套利，還有跨架構的管制套利，以及架構內的管制套利⁹。例如，為逃避金融監管當局對銀行的嚴格監管，而出現影子銀行，就是一種跨架構的管制套利。至於，銀行嘗試鑽法規漏洞，在規定的風險水準下，持有較少的資本與流動性，則是一種架構內的管制套利。

⁶ 1989 年經濟學家 John Williamson 邀集拉丁美洲經濟決策者於華盛頓召開會議，當時在會上所形成的共識，主要係基於自由市場的原則，倡議民營化(privatization)、利率自由化(interest rate liberalization)及貿易自由化(trade liberalization)等政策，外界稱之為「華盛頓共識」。

⁷ Lagarde (2018)。

⁸ Lane and Milesi-Ferretti (2011)。

⁹ Nouy (2017)。

(二) 全球金融危機顯示，金融監管未能與金融創新並進，且銀行的流動性管理欠佳、資產負債表不透明，更加劇危機的嚴重性

金融監管制度未能與金融自由化及金融創新並進發展，是引發美國次級房貸危機之關鍵因素。美國次級房貸危機讓美國全民付出高達 14 兆美元 GDP 流失之代價¹⁰，且失業率更於 2009 年 10 月攀至 10%，創 1982 年 11 月以來高點。

全球金融危機突顯銀行的期限錯配、對流動性部位管理不善等問題；此外，銀行資產負債表的透明度不足，使市場參與者因誤判風險而承受極大損失，從而導致金融中介暫時停擺，全球經濟陷入衰退¹¹。

二、金融監管當局著手各項改革，並呼籲擴大金融領域的女性領導權

面對金融監管未能與金融自由化與金融創新並進，市場失靈加上政府過度崇尚自由市場而致管理鬆散，以及全球化下的管制套利等全球金融危機的重要肇因，為避免金融危機再次發生，金融監管當局開始進行檢討，並著手各項改革。

(一) IMF 從大力鼓吹資本自由移動，再回歸認同資本管制¹²

IMF 對資本移動的態度，曾歷經多次的改變（見圖 1）：

- 1、1940 年代擘劃 IMF 的 John Maynard Keynes 及懷特 Harry Dexter White 均贊同資本管制（capital control）。
- 2、1970 年代末期~2008 年全球金融危機前，IMF 鼓吹資本自由移動、反對任何形式的資本管制。

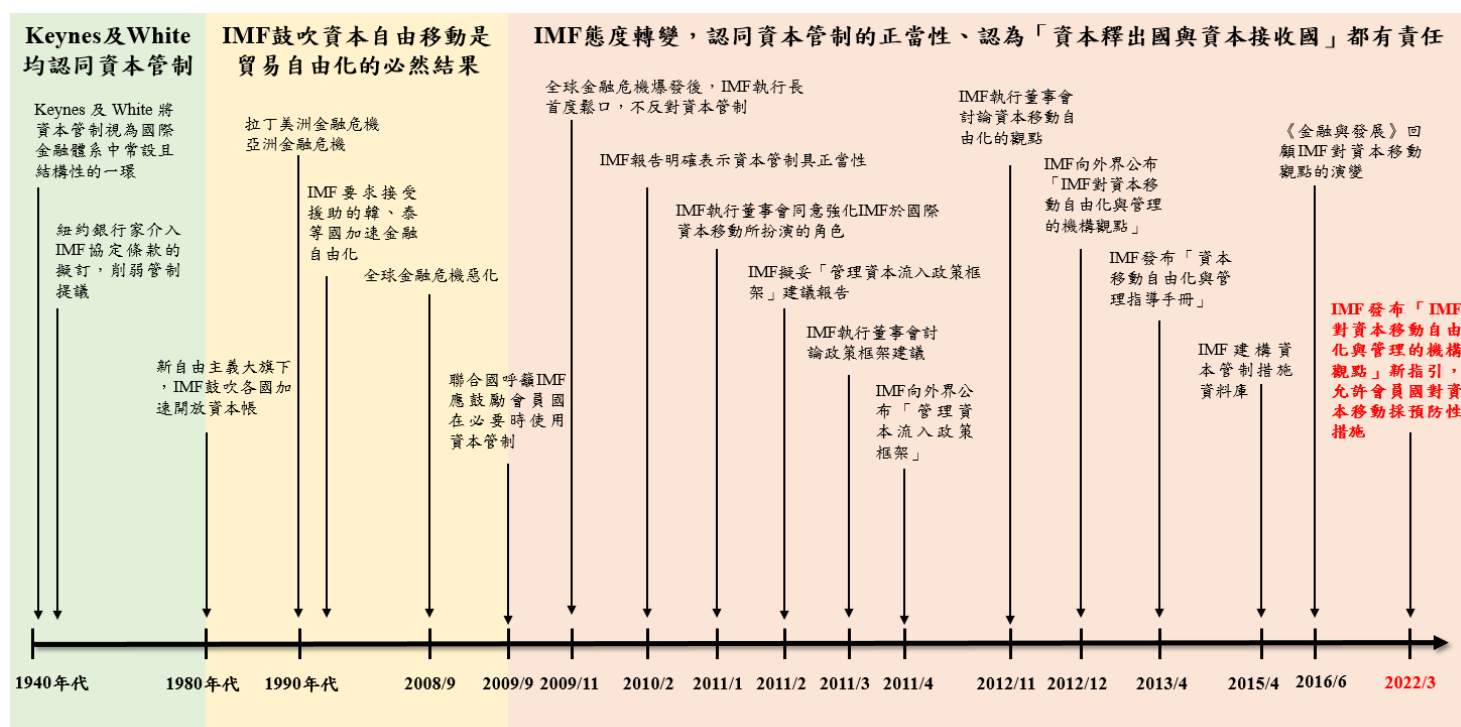
¹⁰ Luttrell, David et al. (2013)。

¹¹ BIS (2012)。

¹² 中央銀行（2022）。

3、全球金融危機後，IMF 態度大轉變，承認資本移動的效益被誇大，認同資本管制的正當性（legitimate），回歸 Keynes 及 White 所秉持的關鍵宗旨。

圖 1 IMF 資本管制與資本自由移動的態度演變



資料來源：中央銀行（2022）

（二）BCBS 發布 Basel III，改革銀行資本提列與流動性管理規定，強調總體審慎監理

全球金融危機促使各界正視自由市場可能存在的市場失靈問題、瞭解既有管制規範（如 Basel II）的不足與缺失，進而體認到政府能扮演重要角色；金融監管當局透過更妥適的金融管制，有助於促進金融穩定。

面對全球金融危機的教訓，巴塞爾銀行監理委員會（BCBS）為解決金融脆弱性(vulnerabilities)與系統危機所導致的市場失靈問題，於 2010 年 12 月 16 日發布巴塞爾資本協定第三版（Basel III），除提

高最低資本要求、增訂槓桿比率與流動性標準等多項改革外，更將總體審慎概念納入監理架構。BCBS 的各項金融管制改革包括：增訂逆循環資本緩衝（countercyclical capital buffer）、資本保留緩衝（capital conservation buffer）、淨穩定資金比率（Net Stable Funding Ratio, NSFR）、流動性覆蓋比率（Liquidity Coverage Ratio, LCR）、系統風險附加資本（systemic capital surcharge）及嚴格限制大額曝險等。

另外，美國、英國及歐盟分別通過了「陶德－法蘭克法案」（Dodd-Frank Act）、圈護制度（ring-fence system）及「利卡寧報告」（Liikanen Report），加強對銀行業監管。

（三）主管當局加強對影子銀行的監管

全球金融危機以來，影子銀行的議題便一直成為金融監管當局關注的焦點。影子銀行透過證券化，將風險傳遞至各國及各部門；後危機時期，各國紛紛加強對傳統銀行的監管，更進一步迫使銀行將金融中介活動移至較不受管制的影子銀行體系。影子銀行愈益龐大且增長迅速，一旦缺乏正確監管，很可能再度引發金融危機¹³。

為此，G20 於 2010 年 11 月促請金融穩定委員會（FSB）針對強化影子銀行體系的監管提出適當建議。FSB 提出的監控方法，包括 7 項原則，作為各國在建立監控影子銀行的基礎：

- 1、範疇：先具備一套廣泛的系統性監理架構，以利其全面性瞭解影子銀行體系及其對金融體系的風險。
- 2、過程：須定期、持續地辨別及評估影子銀行的風險。
- 3、數據或資訊：建立監控架構的過程中，相關監管部門需有權力彙集所有總體及個體的數據或資訊，同時對應申報的內容

¹³ The Economist (2014)。

及範圍皆充分瞭解，並輔以其他資料來源，如市場訊息及統計數據等。

- 4、創新或變異：確保監控架構具彈性及適應性，以利掌握金融體系中存在潛在風險的各種創新活動。
- 5、管制套利：影子銀行體系涵蓋管制套利行為，監管當局須留意各種因政策改變而產生的規避監管動機。
- 6、特定管轄性質：監理架構的建立應能與國際接軌，惟仍須考量國內金融市場結構及金融監理制度。
- 7、資訊交換：應定期與其他監管當局及跨境監管機構交換資訊，特別是在評估風險傳遞至其他國家的外溢效應（spillover effect）。

為強化影子銀行體系的韌性，主管當局亦實施若干新的管制規定；例如，美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）於 2014 年 7 月發布有關貨幣市場基金（Money Market Fund, MMF）的新規定，Fed 等主管當局亦於 2014 年 10 月聯合發布有關證券化產品的新規定，要求證券化產品的創始者須自行承擔部分風險。此外，在緊急情況下，Fed 於必要時仍得經美國財政部同意，更廣泛地提供金融市場（包括非銀行金融機構）流動性。

（四）擴大金融領域的女性領導權，以減少集體迷思

「玻璃天花板」（glass ceiling）乙詞，係指女性無法升上組織高階層的非正式障礙。近幾年，研究發現，女性不只面對著「玻璃天花板」，還身處於「玻璃懸崖」（glass cliff），亦即在失敗風險最高的危機時期，女性較男性更可能被指派擔任領導職位。

ECB 總裁 Christine Lagarde 過去擔任 IMF 執行長時，便呼籲擴大金融領域的女性領導權，透過擴大金融領域的女性領導權，以減少集體迷思。她曾多次表示，如果是「雷曼姊妹」（Lehman Sisters）而不是「雷曼兄弟」，那麼今日世界的面貌肯定大大不同。相關研究指出¹⁴，銀行風險承擔程度與公司董事會性別多元化程度呈負相關，支持了「雷曼姊妹」假說。

良好的監管雖然能夠發揮巨大作用，但是卻無法面面俱到，還須以金融機構的內部改革作為監管之補充。在這一背景下，改革的重點內容之一，就是擴大金融領域的女性領導權。因為擴大多樣性能使思維更加敏銳，從而減少集體迷思的可能；此外，這種多樣性還能更審慎，減少引發危機的魯莽決策。IMF 研究證實，銀行與金融監管機構董事會女性成員的比重愈高，穩定性就愈強。另有論者認為¹⁵，女性比男性更厭惡風險，因此會做出較為保守的金融決策。

更多元化的團隊會有更高的生產力及效率，或許是因為女性可提供更廣泛的技能，特別是在情商（emotional intelligence, EQ）與關係型領導（relational leadership）風格方面¹⁶。倫敦政經學院（LSE）於 2022 年刊出的研究報告指出¹⁷，陷入危機的公司任命女性高階主管的可能性，較未陷入危機的公司高出約 50%；其目的可能是為了向外界發出強有力的改革訊號，表明其願意打破現有的階級制度，並適應不斷變化的社會規範。女性較男性具有關懷特質，若一家公司病入膏肓，她們可能會被任命來治癒它。在工作場所實現性別平等的多元化，並不會削弱而是能提高勞動力的品質。

¹⁴ Hoang and Wu (2022)。

¹⁵ Masciandaro et al. (2018)。

¹⁶ Jama (2023)。

¹⁷ Reinwald et al. (2022)。

三、15 年後，影子銀行的規模正急速擴大，金融業距離實現性別平等還很遠

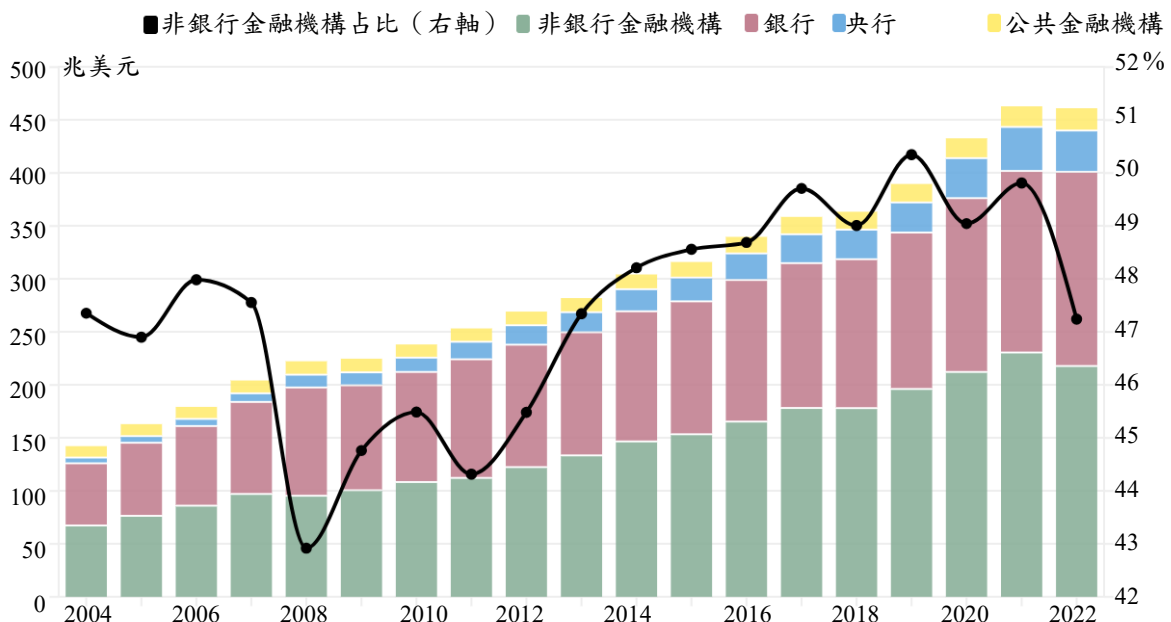
（一）影子銀行的規模正急速擴大，風險愈來愈難察覺

全球金融危機後，各國監管當局正視影子銀行問題，並加強監管；但是，監管程度相對寬鬆的影子銀行規模正急速擴大，且風險愈來愈難察覺。

根據 FSB 統計，2022 年全球金融資產總額為 461.19 兆美元；其中，銀行的金融資產為 183.25 兆美元（占比約 39.73%）；包括投資基金、保險公司、退休基金及其他金融中介機構在內的非銀行金融機構（Non-Bank Financial Intermediation, NBFI），亦即所謂的影子銀行，其金融資產為 217.88 兆美元（占比約 47.24%）（見圖 2）。

圖 2 全球金融資產

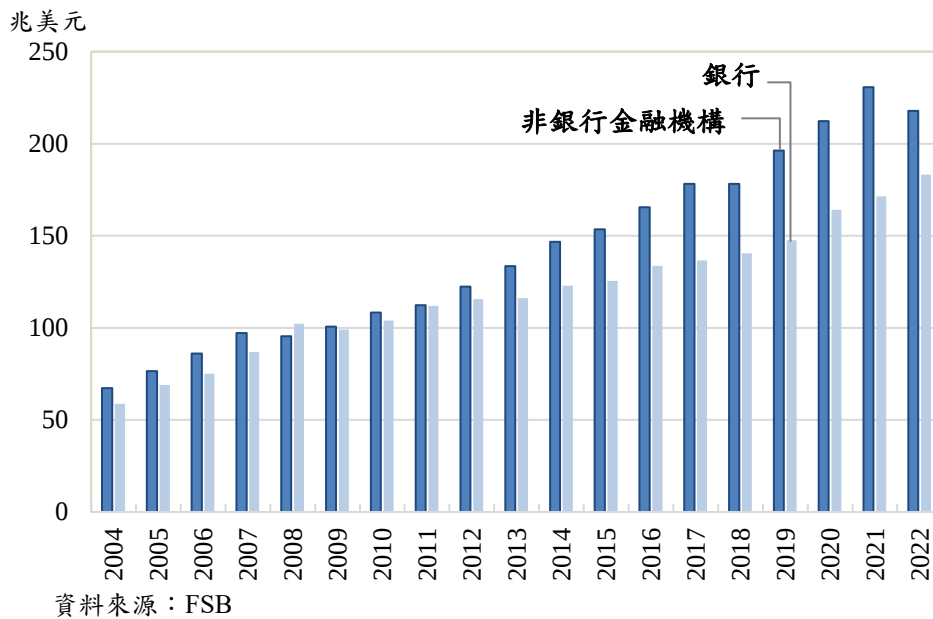
2004~2022 年



資料來源：FSB（2023）

全球金融危機前後，影子銀行的金融資產規模與銀行大致相當，且一度在 2008 年低於銀行（見圖 3）。然而，全球金融危機後，影子銀行的規模急速擴大，2022 年的規模（217.88 兆美元）已是 2008 年（95.43 兆美元）的 2.28 倍，且遠超過銀行（183.25 兆美元）。

圖 3 全球非銀行金融機構與銀行的金融資產規模
2004~2022 年



儘管全球金融危機後，大型銀行因被加強監管，對於中小型企業的貸放變得謹慎，但投資基金等非銀行金融機構，卻對信用較差公司，增加資金提供，更多活動因此湧向未受監管的影子銀行體系。若再次發生與全球金融危機相當的危機，各國欲採行旨在激勵經濟的寬鬆性貨幣政策或擴張性財政政策，恐變得困難。此外，鑑於中國大陸仍存在脆弱性，全球也無法如過去般倚賴中國大陸拯救經濟。

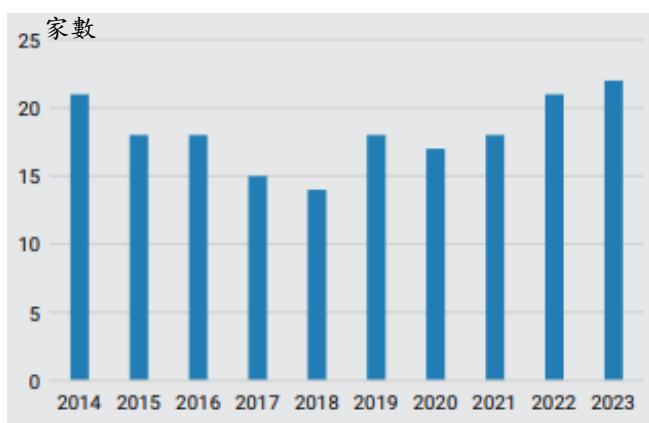
（二）女性在全球金融界管理層的代表性已逐步提升，但金融業距離實現性別平等還很遠

官方貨幣與金融機構論壇（Official Monetary and Financial Institution Forum, OMFIF）於上年 4 月發布的性別平衡指數（Gender

Balance Index, GBI) 顯示¹⁸，全球 336 家金融機構（包括 186 家央行、50 家退休基金、50 家主權財富基金、50 家商業銀行）中，只有 14% 由女性領導，但較 2022 年的 13.7% 改善；副總裁或最高管理層的女性占比為 24%，6,221 位高階主管的女性占比則為 30%。

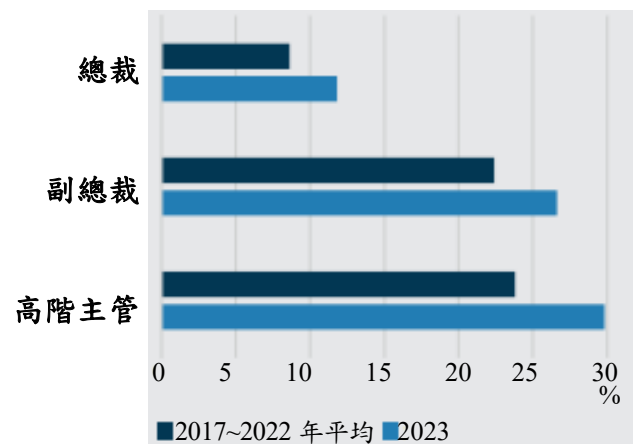
若單從央行來看，全球 186 家央行（包括美國 12 家地區性聯邦準備銀行）中，目前有 22 家央行由女性擔任央行總裁乙職，是 OMFIF 自 10 年前調查以來的最高紀錄（見圖 4），比重從 2022 年的 11% 上升至 12%；至於央行副總裁的女性占比為 27%，3,059 位央行高階主管的女性占比則為 30%，兩者皆較 2017~2022 年平均值為高（見圖 5）。OMFIF 指出，儘管女性在全球金融界管理層的代表性已逐步提升，但金融業距離實現性別平等，可能還要再等上 140 年！

圖 4 由女性擔任央行總裁的央行家數*
2014~2023 年



* 樣本為 186 家央行（包括美國 12 家地區性聯邦準備銀行）。
資料來源：OMFIF（2023）

圖 5 全球央行管理層的女性占比*
2014~2023 年



* 樣本為 186 家央行（包括美國 12 家地區性聯邦準備銀行）。
資料來源：OMFIF（2023）

摩根士丹利資本國際公司（Morgan Stanley Capital International, MSCI）全球股票指數追蹤之企業，其中 3,000 家大型企業中，僅 64 家

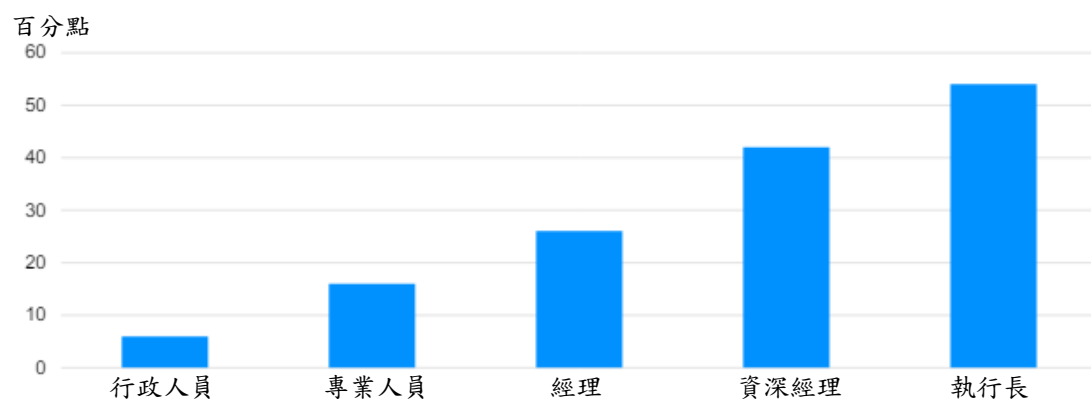
¹⁸ OMFIF (2023)。

企業的董事會女性成員占多數；不過，這已是 2021 年的 2 倍，其中包括花旗（Citi）和殼牌（Shell）等巨擘¹⁹。北美的此類公司一直擁有較高的信用評等，雖然難以釐清其中的因果關係，但賦予女性權力應該是其中的原因之一。

另外，穆迪分析（Moody's Analytics）發布報告指出²⁰，OECD 國家擁有碩士或同等學歷的女性人數超過男性，但擔任中、高階管理職的女性人數仍嚴重不足。在所有產業中，隨著職位的提升，性別差距也會擴大（見圖 6）；據統計，全球的高階主管中，女性占比僅 23%。平均而言，女性在教育方面的前期投資較高，但往往會擔任較低階層及薪酬的職位；以這些女性的教育成就來衡量，她們擔任低於自身技能水準以下的職位。家庭責任由女性承擔、缺乏支援，是造成男女薪資差距的根本原因。婦女不太可能要求晉升，同時又被要求達到比男性更高的標準。Holland and Ell（2023）估計，縮小 OECD 國家的勞動參與及管理階層的性別差距，可使全球經濟成長約 7%，相當於 7 兆美元；不過，以目前的速度，可能要花 132 年才能消除經濟上的性別差距。

圖 6 全球各種職位的性別差距*

2020 年



* 性別差距為男性占比減女性占比。

資料來源：Holland and Ell (2023)

¹⁹ The Economist (2023a)。

²⁰ Holland and Ell (2023)。

參、新挑戰 1：美國中小型銀行的風險問題

上年 3 月接連發生美國矽谷銀行（Silicon Valley Bank, SVB）倒閉、瑞士信貸（Credit Suisse）陷入信心危機，引發當時恐衍生出歐美銀行危機的市場擔憂。同年 3 月 19 日，瑞士政府為避免全球銀行體系發生進一步的市場動盪，促成瑞士第一大銀行—瑞銀（UBS）以 30 億瑞郎（約 32.5 億美元）的價格，收購瑞士信貸；同年 3 月 27 日，美國第一公民銀行（First Citizens Bank）收購矽谷銀行。

目前，瑞士信貸信心危機似乎因瑞銀收購後而止血。然而，矽谷銀行倒閉後卻引發一連串美國中小型銀行破產危機，在短短幾天內標誌銀行（Signature Bank）、第一共和銀行（First Republic Bank）也相繼倒閉。上年 3 月矽谷銀行倒閉以來引發的美國中小型銀行危機，被認為恐引發系統風險事件，甚至危及更廣泛的金融體系。

美國中小型銀行危機凸顯出，若干銀行在歷經長期低利率後，對升息環境準備不足，未充分管理利率風險及流動性風險²¹。再者，2018 年美國川普（Donald Trump）政府放寬了全球金融危機後，對銀行業嚴格監管的「陶德—法蘭克法案」部份法規，致許多美國中小型銀行的資產負債期限錯配（maturity mismatch）及存款來源過度集中等問題，無法及時察覺因應。

目前，美國監管當局刻正進行若干監管改革措施，致力於避免危機再度發生；但近期美國商業不動產市場低迷，又再次威脅美國中小型銀行的營運，帶來新的挑戰。

一、管理不善及當局管制失靈，係為美國中小型銀行危機重要肇因

美國當局在疫情期間為維持經濟運轉，實施前所未有的政策支持措施，導致儲蓄飆增，進而促使銀行存款的快速增長；銀行將大部分的銀行存款，置於存續期間較長的長期證券投資上，此等投資通常有顯著的利率風險。

²¹ Adrian et al. (2024)。

最初，銀行因強勁的貸款成長，加以低利率存款，致銀行淨利差擴大；但隨著持續升息，銀行卻面臨融資成本增加，以及所持有的證券及長期固定利率貸款市值下跌的問題，產生龐大的未實現損失。另一方面，存戶也將資金搬移至如貨幣市場基金等較高報酬的金融商品，加速存款外流。銀行以為通膨率上漲僅為暫時性的，因而低估了利率風險，又未妥善做好流動性管理，導致當出現龐大的未實現損失，高額未投保存款導致存戶恐慌擠兌，因而造成上年矽谷銀行等的倒閉事件，並進一步曝露美國銀行的營運模式面臨之結構性挑戰。

另一方面，Fed 檢討報告指出，除了銀行未能妥善管理利率風險及流動性風險外，時任美國總統川普主導的管制寬容（regulatory forbearance），也妨礙了有效監管。

金融危機後實施的「陶德—法蘭克法案」係為防止重蹈 2008 年全球金融危機覆轍，對銀行業嚴格監管，但被若干論者認為帶來過重的管制負擔；川普更稱其為一大災難，不利美國消費者與小型企業取得信用，進而阻礙美國的經濟成長。2018 年 5 月，川普簽署「經濟成長、監理鬆綁及消費者保護法」（Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act, EGRRCPA），放寬「陶德—法蘭克法案」部份法規（見表 1），如壓力測試及流動性管理規範等，主要包括：

- 1、將須遵守「陶德—法蘭克法案」第 165 條加強審慎規範（enhanced prudential standards, EPS）的系統重要性金融機構（systemically important financial institutions, SIFIs）資產門檻，從 500 億美元提高到 2,500 億美元。
- 2、合併資產少於 100 億美元且交易資產及負債水準較低的受保存款機構及其附屬機構，可豁免遵守自營交易規則的「伏克爾法則」（Volcker Rule）。
- 3、取消對資產少於 2,500 億美元的銀行控股公司（Bank Holding Company, BHC）、銀行及其他金融機構進行公司營運的壓力測

試 (company-run stress test)，亦即「陶德－法蘭克法案」壓力測試 (Dodd-Frank Act Stress Test, DFAST)；但是，Fed 仍須對合併資產在 1,000 億~2,500 億美元的金融機構進行定期壓力測試，亦即監管壓力測試 (supervisory stress test) (見表 2)。過去，接受壓力測試的銀行總資產門檻為 500 億美元。

但究諸實際，總資產規模超過 500 億美元的銀行，本應接受壓力測試，但卻在 2018 年放寬監管後豁免接受壓力測試；另總資產在 1,000 億~2,500 億美元的銀行，則是進行 2 年一次的 Fed 壓力測試，無法即時因應 Fed 政策利率轉向的情況。在流動性要求方面，加權短期批發性融資 (wSTWF) 少於 500 億美元的銀行，亦毋須遵守及揭露流動性覆蓋比率 (LCR) 及淨穩定資金比率 (NSFR) 規定；此 2 項規定原旨在降低期限錯配的流動性風險。此等管制寬容致美國中小型銀行無法防範於未然，甚至帶來流動性不足的後果。

表 1 「陶德－法蘭克法案」對銀行控股公司的加強審慎規範

資產規模	放寬監管前	放寬監管後		
	≥500 億美元	≥2,500 億美元， 及全球系統重要性銀行 (G-SIBs)	1,000 億~2,500 億美元	≤1,000 億美元
「陶德－法蘭克法案」的壓力測試	✓	✓	✗	✗
Fed 規定的壓力測試	✓	✓	✓	✗
風險委員會 (針對公開上市公司)	✓	✓	✓	✓
整體風險管理	✓	✓	✗	✗
流動性要求	✓	✓	✗	✗
清理計畫	✓	✓	✗	✗
單一交易對手信用限制	✓	✓	✗	✗
應急資本 (contingent capital)	✓	✓	✗	✗
短期負債限制	✓	✓	✗	✗
早期矯正	✓	✓	✗	✗

資料來源：NYU Law's Program on Corporate Compliance and Enforcement

表 2 Fed 對美國銀行業的監管要求*

	第 1 類 美國 G-SIBs	第 2 類 總資產≥7,000 億美元， 或跨境活動≥750 億美元	第 3 類 總資產≥2,500 億美元， 或非銀行資產等 **≥750 億美元	第 4 類 總資產在 1,000 億-2,500 億美元的其他公司	其他公司 總資產在 500 億 ~1,000 億美元
資本	TLAC/長期債務				
	壓力測試 ●年度 DFAST ●年度 Fed 壓力測試 ●提交年度資本計畫	壓力測試 ●年度 DFAST ●年度 Fed 壓力測試 ●提交年度資本計畫	壓力測試 ●每隔一年進行 DFAST ●年度 Fed 壓力測試 ●提交年度資本計畫	壓力測試 ●Fed 壓力測試(每2年1次) ●提交年度資本計畫	
	風險基礎資本 ●G-SIBs 附加資本 ●進階法 ●逆循環資本緩衝 ●無法排除 AOCI 的資本影響	風險基礎資本 ●進階法 ●逆循環資本緩衝 ●無法排除 AOCI 的資本影響	風險基礎資本 ●逆循環資本緩衝 ●可排除 AOCI 的資本影響	風險基礎資本 ●可排除 AOCI 的資本影響	風險基礎資本 ●可排除 AOCI 的資本影響
	槓桿資本 ●強化補充性槓桿比率 (SLR)	槓桿資本 ●補充性槓桿比率	槓桿資本 ●補充性槓桿比率	槓桿資本	槓桿資本
SCCL	SCCL ●BHC/IHC 等級的 SCCL ●FBO：符合母國規定	SCCL ●BHC/IHC 等級的 SCCL ●FBO：符合母國規定	SCCL ●BHC/IHC 等級的 SCCL ●FBO：符合母國規定	SCCL ●FBO：若全球總資產≥2,500 億美元，則須符合母國規定	SCCL ●FBO：若全球總資產≥2,500 億美元，則須符合母國規定
流動性 (控股公司)	標準化 ●日 LCR：100% ●日 NSFR：100%	標準化 ●日 LCR：100% ●日 NSFR：100%	標準化 ●wSTWF<750億美元： 日 LCR、日 NSFR：85% ●wSTWF≥750億美元： 日 LCR、日 NSFR：100%	標準化 ●wSTWF<500億美元： 無 LCR 規定 ●wSTWF≥500億美元： 月 LCR、月 NSFR：70%	
流動性 (結合美國 操作)	報告 ●每日 FR 2052a	報告 ●每日 FR 2052a	報告 ●wSTWF<750億美元： 每月 FR 2052a ●wSTWF≥750億美元： 每日 FR 2052a	報告 ●每月 FR 2052a	
	內部 ●流動性壓力測試(每月) ●流動性風險管理	內部 ●流動性壓力測試(每月) ●流動性風險管理	內部 ●流動性壓力測試(每月) ●流動性風險管理	內部 ●流動性壓力測試(每季) ●量身訂製流動性風險管理	
控股公司	美國 IHC 要求	美國 IHC 要求	美國 IHC 要求	美國 IHC 要求	美國 IHC 要求

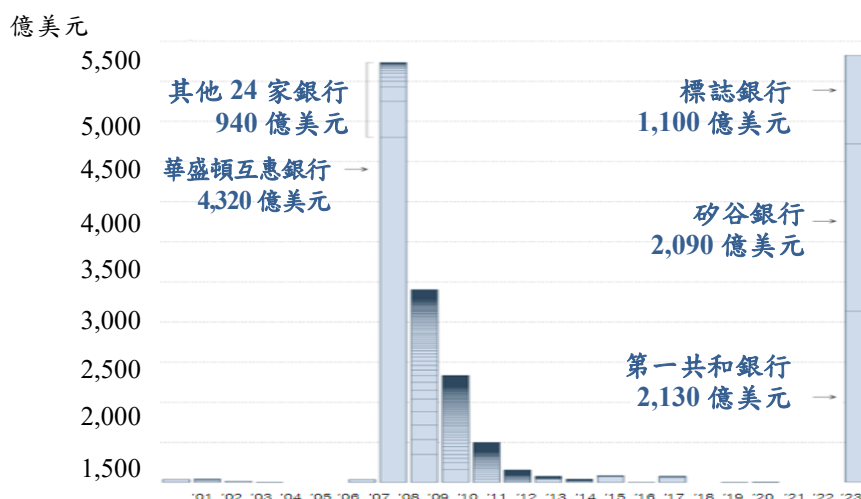
* 全球系統重要性銀行 (G-SIBs)；總損失吸納能力 (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC)；「陶德－法蘭克法案」壓力測試 (DFAST)；累計其他綜合損益 (Accumulated Other Comprehensive Income, AOCI)；補充性槓桿比率 (Supplementary Leverage Ratio, SLR)；單一交易對手信用限制 (Single Counterparty Credit Limit, SCCL)；銀行控股公司 (BHC)；中間控股公司 (Intermediate Holding Company, IHC)；外國銀行組織 (Foreign Banking Organization, FBO)；流動性覆蓋比率 (Liquidity Coverage Ratio, LCR)；淨穩定資金比率 (Net Stable Funding Ratio, NSFR)；加權短期批發性融資 (weighted short-term wholesale funding, wSTWF)；複雜機構流動性監測報告 (FR 2052a)。

** 非銀行資產、wSTWF 或表外曝險等資產。

資料來源：Fed (2019)

上年 3 月起，美國中小型銀行爆發危機，矽谷銀行、標誌銀行及第一共和銀行陸續破產遭收購，其倒閉規模僅次於 2008 年 9 月倒閉的華盛頓互惠銀行（Washington Mutual Bank），並列為美國史上前 4 大的銀行倒閉事件（見圖 7）。

圖 7 2001 年以來各年美國銀行倒閉規模



資料來源：The New York Times

二、美國中小型銀行倒閉事件的危機為全球金融危機以來最大規模²²

（一）矽谷銀行

1、上年 3 月 10 日全美第 16 大的矽谷銀行破產，堪稱是美國史上第 3 大規模的銀行破產事件

上年 3 月 8 日晚上，矽谷銀行公布已出售幾乎所有備供出售（Available For Sale, AFS）的證券，稅後損失達 18 億美元。消息一出，股價大跌約 60%，儘管執行長 Greg Becker 向客戶信心喊話；但該行客戶於上年 3 月 9 日當天提取 420 億美元的存款，占矽谷銀行總存款的 1/4，矽谷銀行已無現金。

迨至上年 3 月 10 日早上，矽谷銀行股價在盤前交易時又再度大跌

²² 本節主要參考郭涵如、陳倩如（2023）。

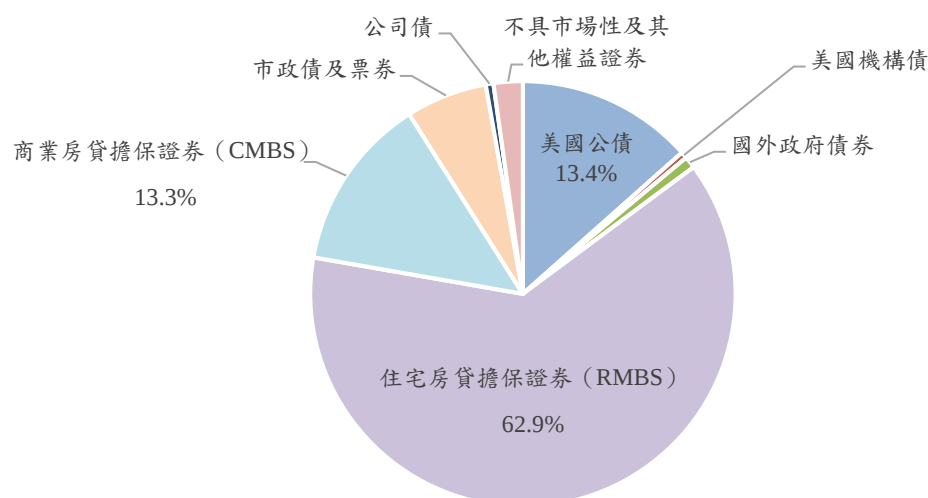
70%，以至於矽谷銀行的增資益發困難，進而導致增資計畫的取消，隨後，矽谷銀行由美國聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）接管，且最終被第一公民銀行收購。矽谷銀行從宣布增資到破產受接管，僅經過短短不到 2 天的時間。

2、矽谷銀行因存放比低，為增加收益轉採長期債券投資

矽谷銀行是為新創公司及創投資本家服務的銀行，過去 5 年在美國矽谷榮景、低利率環境下，這些新創公司客戶手上握有充裕的現金，造就了矽谷銀行存款大幅增長。

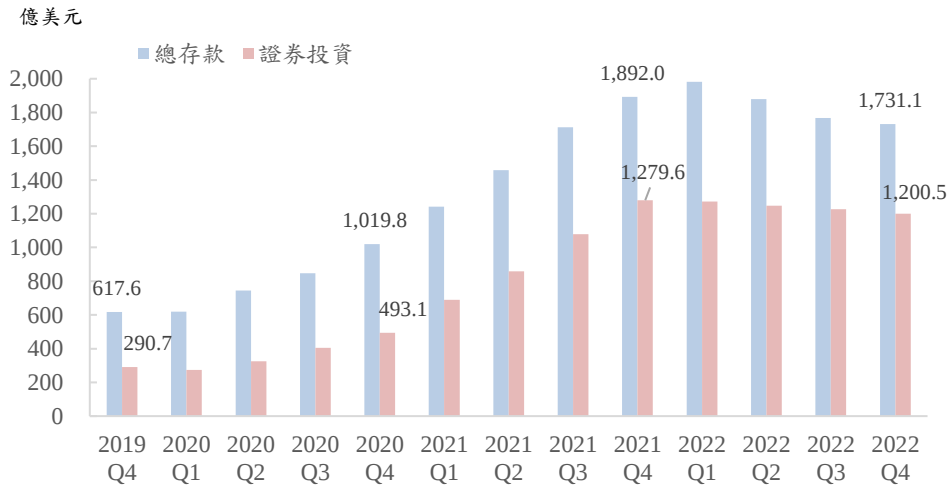
相較於其他銀行主要倚靠存放款利差賺取收入，矽谷銀行卻有存款負債規模遠大於貸款資產規模的問題，因此該行轉而進行以機構房貸擔保證券（Agency Mortgage-Backed Securities, Agency MBS）（包括住宅房貸擔保證券（RMBS）及商業房貸擔保證券（CMBS））及美國公債等安全性資產為主的固定利率長期投資（見圖 8）；迨至 2021 年底，矽谷銀行的投資規模，已從 2020 年第 1 季的 270 億美元，上升至 1,280 億美元，成長近 4 倍，2022 年底則為 1,201 億美元，投資對存款的比率達 69.3%（見圖 9）。

圖 8 2022 年底矽谷銀行的投資組合



資料來源：矽谷銀行年報

圖 9 矽谷銀行總存款及證券投資規模
2019 年第 4 季~2022 年第 4 季

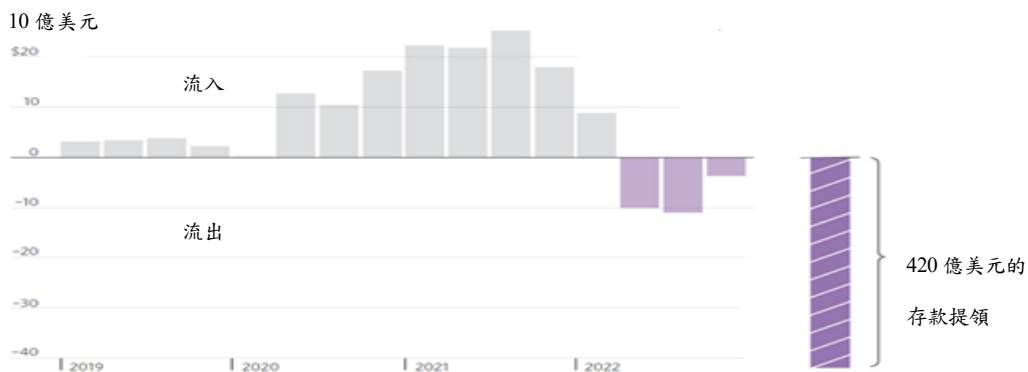


資料來源：The Wall Street Journal

3、但當 Fed 加速升息時，矽谷銀行流動性問題浮現，投資只能被迫認賠出清，終致破產

然而，2022 年初開始總體環境發生了改變，隨著通膨變得根深柢固，Fed 開始加速升息，使得矽谷銀行面臨獨特的風險。一方面，科技產業成長減緩，創投的獲利榮景亦因升息受到影響，創投資金來源枯竭，矽谷銀行的客戶也開始提取彼等在矽谷銀行的存款；2022 年初至 2023 年初，矽谷銀行的存款變化從流入轉為流出（見圖 10）。

圖 10 矽谷銀行存款的每季變化
2019~2023 年



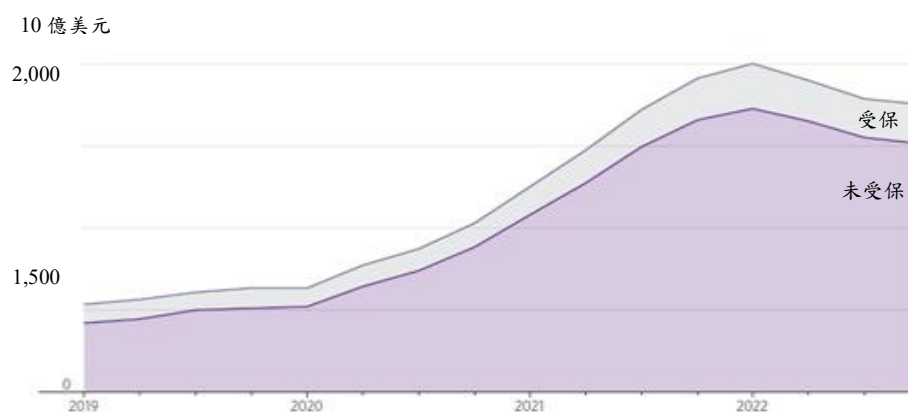
資料來源：The Wall Street Journal

2023/3/9

另一方面，升息也導致債券市價暴跌。原本，矽谷銀行的投資均屬於備供出售或持有至到期（Held To Maturity, HTM），不會影響本期損益，至多備供出售投資資產的部分，會認列未實現損失，進而影響其他綜合損益。然而，矽谷銀行需出售債券，以彌補流動性缺口，不得不迫使將先前位於價格高點買入的債券，在價格相對低點時賠售，認列投資損失。

尤有甚者，矽谷銀行特別容易受到擠兌風險的影響，在 FDIC 的存款保險制度下，約 9 成的矽谷銀行存款未受到存款保險保障（見圖 11），讓其客戶有擠兌的動機，尤其矽谷銀行這些主要新創公司客戶，面臨較為艱困的時期。因此造成了矽谷銀行遭擠兌後破產。

圖 11 矽谷銀行存款中受保及未受保的存款



資料來源：The Wall Street Journal

4、美國監管當局採取多方行動²³，欲遏止矽谷銀行破產恐引發的外溢效應

矽谷銀行倒閉後，標誌銀行幾天後也隨之倒閉；為強化公眾對美國銀行體系的信心，遏止對矽谷銀行倒閉後恐引發的外溢效應，進而影響美國金融體系健全性的擔憂，美國監管當局採取多方行動因應。

上年 3 月 12 日，美國財政部長 Janet Yellen、Fed 主席 Jerome

²³ Department of the Treasury et al. (2023); Federal Reserve Board (2023)。

Powell 及 FDIC 主席 Martin Gruenberg 聯合發布新聞稿表示，矽谷銀行存戶從上年 3 月 13 日開始，將可以動用其在矽谷銀行所有的存款；不過，矽谷銀行的股東及特定未受擔保的債券持有者，不會受到保護。這些監管當局強調，採取此等行動的相關損失，不會由納稅人承擔。另同篇聲明稿中，亦提及另一家被紐約監管當局關閉的標誌銀行，其存戶同樣受到 FDIC 的完全保護。

同時，Fed 亦於上年 3 月 12 日宣布，將透過創建一項新的「銀行定期融資計畫」(Bank Term Funding Program, BTFP)，讓美國銀行、儲蓄機構 (savings institution)、信用合作社 (credit union) 及其他合格的存款機構，可以公債、機構債、MBS 或其他合格資產作為擔保品，向 Fed 取得長達一年的貸款。此外，有 250 億美元來自於美國財政部的「匯率穩定基金」(Exchange Stabilization Fund) 作為「銀行定期融資計畫」的支持。

「銀行定期融資計畫」的額外資金提供條件較以往寬鬆，其中如儘管銀行持有的債券因 Fed 升息而跌價，其作為擔保品時，仍可以面額價值 (face value) 計價，而不是以市價計價；另貸款利率為一年期隔夜指數交換利率 (one-year overnight index swap rate) 加 10 個 bp。

BTFP 成功支撐美國整體銀行體系，阻止一場可能很嚴重的銀行業危機，已於本年 3 月 11 日結束。

(二) 第一共和銀行

1、第一共和銀行在存款流失逾千億美元消息揭露，股價暴跌後遭 摩根大通收購，成為美國史上第 2 大規模的銀行倒閉事件

上年 4 月 24 日，美國第一共和銀行公布第一季財報顯示，即使先前來自以摩根大通 (JPMorgan Chase) 為首的 11 家大型銀行的 300 億美元注資，欲恢復存戶信心，該行存款仍被提領逾千億美元。

隔日，第一共和銀行因上年第一季的利潤遠低於市場預期，致原已受矽谷銀行破產等危機影響而暴跌的股價再度砍半（見圖 12），市值縮水至 15 億美元，2022 年 3 月初時該行市值還曾超過 220 億美元。

圖 12 2023 年以來第一共和銀行股價走勢



資料來源：Bloomberg

上年 5 月 1 日，第一共和銀行被加州金融保護及創新部門（California Department of Financial Protection and Innovation）關閉，並指定由 FDIC 接管。同日，FDIC 與摩根大通達成協議，由摩根大通收購第一共和銀行大部分的資產，惟 FDIC 將分擔約 80% 的第一共和銀行貸款損失（包括住宅貸款及商業貸款等）；FDIC 估計，美國存款保險基金將承擔約 130 億美元的成本，並提供摩根大通約 500 億美元固定利率的融資²⁴。

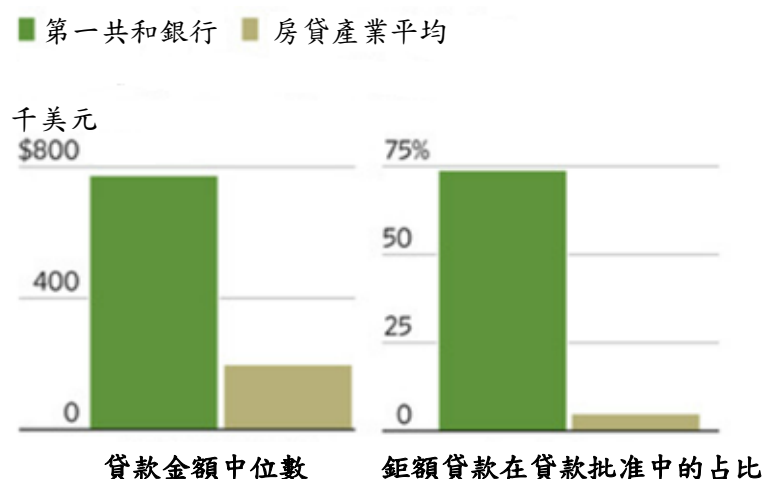
2、第一共和銀行面對 Fed 升息及銀行危機，固定利率房貸價值大跌，過於集中的存款資金更大幅撤離，淨利差驟降

位於加州舊金山的第一共和銀行，以服務高端客戶為主，在低利率時期以優惠條件提供鉅額房貸，甚至還提供前 10 年只須償還利息的貸款；例如，臉書（Facebook）創辦人祖克伯（Mark Zuckerberg）

²⁴ Laughlin (2023)。

的 6 百萬美元豪宅，即向第一共和銀行申請 30 年期房貸，借入利率僅 1.05%。2016 年上半年，該行近 3/4 皆為鉅額貸款（jumbo loan）（見圖 13），且貸款金額中位數高達近 80 萬美元，遠高於美國房貸產業的平均水準²⁵。

圖 13 第一共和銀行貸款規模中位數及鉅額貸款占比



資料來源：The Wall Street Journal

另一方面，作為可享有優惠貸款的條件，高端客戶在該行開設帳戶，並存入大筆資金。這樣的營利模式，讓第一共和銀行在 2011~2021 年間利潤成長了 4 倍，並成為全美第 14 大的銀行，還讓摩根大通及美國銀行欲試圖在富人區開設分行，欲複製其成功的經營模式。不過，這些高端客戶的大額存款大多無法受到存款保險的保障，有 68% 皆為未受保存款。

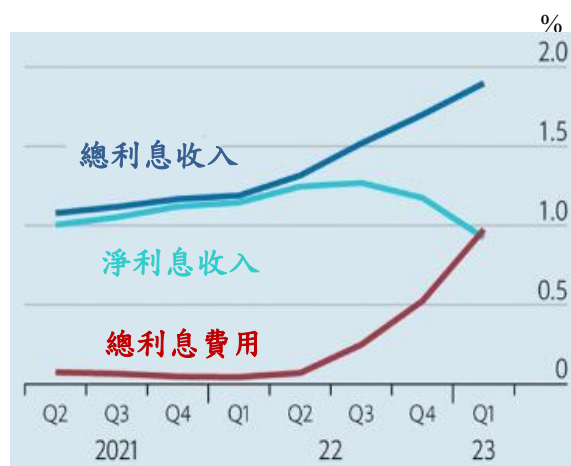
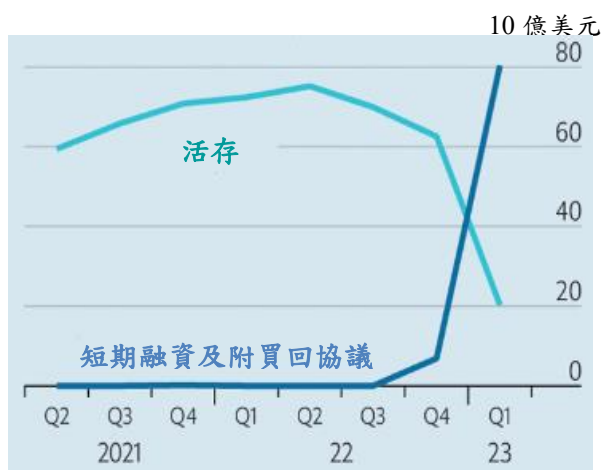
隨著 Fed 近來快速升息，第一共和銀行貸放出許多長天期固定優惠利率房貸之價值急遽下跌。另一方面，持有短期美國公債的貨幣市場基金隨著升息有誘人的收益率，成為該行存款縮水的壓力來源；當上年 3 月爆發銀行危機時，高端客戶的存款更是大舉逃離，第一共和銀行僅能轉向以當前昂貴的市場利率借取短期融資（大多來自於 Fed

²⁵ Ensign et al. (2016); Matt (2023)。

及聯邦住宅貸款銀行（Federal Home Loan Banks, FHLB）），淨利差早已大幅縮水（見圖 14、圖 15）。

圖 14 第一共和銀行存款及融資金額

圖 15 第一共和銀行利息收入及利息費用



資料來源：The Economist

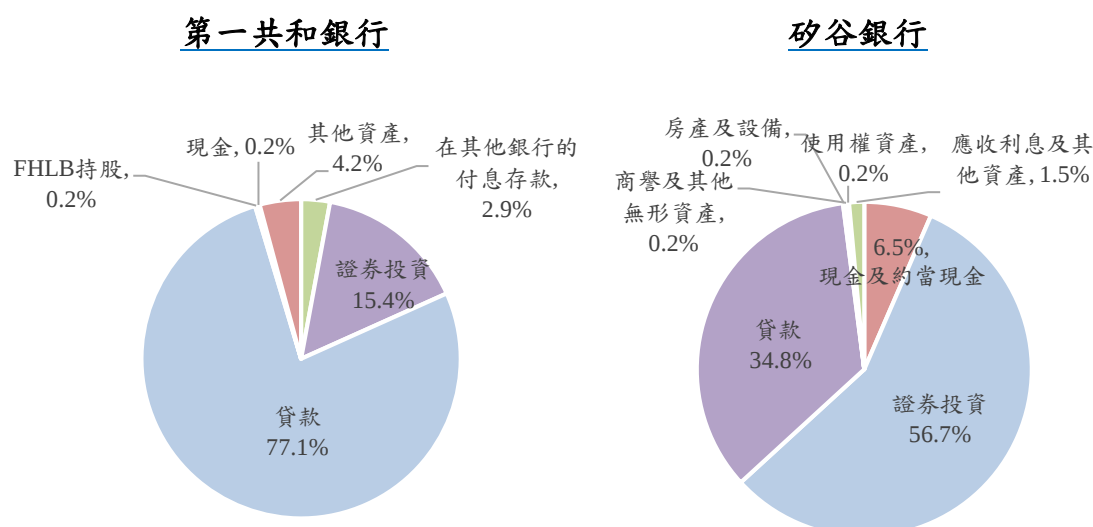
3、Fed 為因應銀行危機而提出的「銀行定期融資計畫」對資產以貸款為主的第一共和銀行助益不大；該行最終欲出售資產不成而倒閉

第一共和銀行的資金缺口問題，即使 Fed 以及時提出的「銀行定期融資計畫」（BTFP）因應，也難以解決。

BTFP 列出可予以緊急融資的合格擔保品，以美國公債及 MBS 為主；相較於資產近 6 成為證券投資的矽谷銀行（見圖 16），第一共和銀行等大多數的地區性銀行資產配置仍多以放款為主，僅有若干金額的證券投資。根據第一共和銀行截至上年 3 月底的財報資訊，其貸款金額占資產的比重為 77%，至於證券投資在資產的占比則為 15.4%；據估計，只有約 100 億美元的證券能作為擔保品取得緊急融資，與其資產逾 2,000 億美元的規模相比，對第一共和銀行發揮的助益效果不大²⁶。

²⁶ Krishna (2023)。

圖 16 第一共和銀行及矽谷銀行的資產配置



資料來源：第一共和銀行 2023 年第一季財報、矽谷銀行 2022 年財報

第一共和銀行試圖自救，減輕該行資產與負債錯配的問題，避免遭 FDIC 接管，評估出售 500 億~1,000 億美元的資產，當中包括長期房貸及證券，接洽包括美國大型銀行在內的潛在買家，並擬提供這些買家能獲取認股權證 (warrant) 或特別股 (preferred stock) 等。不過，最終第一共和銀行仍未成功自救而倒閉。

三、美國中小型銀行危機與 1980 年代的儲貸危機極其相似²⁷

1、1980 年代後期的儲貸機構，亦是在 Fed 快速升息下，因資產負債期限錯配問題，終致信心不足後破產

《財富雜誌》²⁸以美國大文豪馬克吐溫的名言：「歷史不會重演，但常會押韻。」(History (The past) does not repeat itself, but it (often) rhymes) 為引，亦即歷史雖然不會重演，但相似的事件卻重複地發生，指出矽谷銀行破產後在銀行體系蔓延的效應，似乎與 1980 年代後期的儲貸危機 (Savings and Loan Crisis, S&L Crisis) 非常地相似；無論當時還是現在，皆是 Fed 以迅速升息對抗頑固高通膨，但以利率風險高

²⁷ 本節主要參考郭涵如、陳倩如 (2023)。

²⁸ Daniel (2023)。

的資產貶值作為代價之情況。

美國的儲蓄暨貸款協會（Savings and Loan Association, S&L）始於 1831 年，第一家設立於賓州，由最初一群希冀想購買房屋但卻缺乏足夠資金的人所組成，旨在幫助收入較低者擁有房屋；在 1800 年代早期，當時的銀行未提供住宅房貸，儲蓄暨貸款協會將協會成員的儲蓄集結起來，貸放給部分成員作為購房資金，之後待貸款償還，再貸放給其他成員，因此又稱為儲貸機構（Thrift）。

相較於銀行，許多儲貸機構的房貸利率較低，相對應地也對存款支付較低的利息。基於低成本，儲貸機構在美國銀行體系的規模不斷地擴張，成為美國房貸市場重要的渠道。1932 年，美國通過「聯邦房屋貸款銀行法案」（Federal Home Loan Bank Act），旨在監督儲貸機構產業；2 年後再創立聯邦儲貸保險公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC），為在儲貸機構的存款提供保險。迨至 1980 年，全美儲貸機構近 4,000 家，總資產規模達 6,000 億美元，其中 4,800 億美元為房貸，囊括當時美國約近半的住房貸款（總計 9,600 億美元）。

1979 年 Paul Volcker 接任 Fed 主席後，決心解決當時「大通膨」（Great Inflation）問題，以空前的速度升息。儲貸機構的貸款相對集中於房貸，加以倚賴短期存款作為資金來源，易遭受利率風險；快速升息時，其持有以房貸為主的固定收益資產價值下跌，同時資金成本卻上升，必須支付更多的利息方能吸引存款，形成了吾人所稱的負利差，許多儲貸機構開始產生大量的虧損，終致無力償還。最終，1980~1995 年間，有逾 1,000 家儲貸機構破產，並花費納稅人逾 1,600 億美元。

美國中小型銀行危機與儲貸危機事件背後發生的原因均相同：長期槓桿，加以存戶或貸款者失去信心，無論如何都會產生立即性的災難²⁹。

²⁹ Will (2023)。

2、1980 年代儲貸機構也面臨相同脆弱性問題，如監管鬆散、內部管理不當、高道德風險，以及過度集中單一類型客戶

以矽谷銀行為首的美國中小型銀行破產，也被歸咎於鬆散的監管、內部管理不當、高道德風險，以及過度倚賴單一類型的客戶，這也與 1980 年代儲貸機構的問題相當吻合。

2018 年時任美國總統川普施行的管制寬容，被認為是矽谷銀行等美國中小型銀行破產終致消滅的肇因。同樣地，儲貸機構在 1980 年代發生財務問題時，監管當局的因應是實施管制寬容，除降低資本標準外，亦通過法案讓儲貸機構得以從事較高風險的消費者貸款及商業貸款，還將所有金融機構的存款保險額度，從 4 萬美元提高至 10 萬美元。但究諸實際，儲貸機構的財務問題只是隨著時間惡化，後來還被稱之為「殭屍」（zombie）。

另兩者都具高道德風險。例如，矽谷銀行等美國中小型銀行被披露為招攬舊金山灣區客戶，有送客戶高級紅酒、提供滑雪旅行免費招待等不光彩行為；至於儲貸機構，幾乎每一家儲貸機構都有非常不謹慎的貸放活動，宣稱能以賽馬、高爾夫球場及藝術品作為擔保品提供貸款，甚至還擁有自家飛機等高額的行政花費。

第 3 個關鍵的相似處，就是彼等都過度集中在單一產業。儲貸機構幾乎完全專注於提供房貸服務，因此當 1980 年代升息導致房屋價值下跌之際，就引發問題；同樣地，矽谷銀行因很大的程度上專門服務科技公司，但這些公司經常未經考驗且沒有獲利性，在利率上升且創投資金流入放緩時，該行就面臨風險，且這樣存款集中於大額帳戶的經營模式，只要這些存戶一聽到傳言，就會快速抽回彼等的資金，此時銀行已無力償還。

四、美國監管當局擬改革存款保險制度並力促銀行使用 Fed 貼現窗口，以解決危機問題

1、FDIC 提出存款保險改革建議，呼籲美國國會應修法，進行針對性保障的存款保險改革

針對未受保存款對銀行擠兌及金融穩定的影響，美國 FDIC 於上年發布「存款保險改革選項」(Options for Deposit Insurance Reform)報告³⁰，探討 3 種存款保險改革的選項，及彼等的優缺點（見表 3）。

表 3 FDIC 提出存款保險制度改革的選項

改革選項	意見
限額保障（ limited coverage ）：提高存款保險額度上限（目前為 25 萬美元）	➤ 並不能解決與未受保存款高度集中有關的擠兌風險，未受保存款仍有引發金融穩定的疑慮。 ➤ 需有其他如限制銀行對未受保存款的資金依賴、減少未受保存款擠兌動機或能力等政策工具同時進行，方能在當前有大量未受保存款的銀行體系中，達到金融穩定的目標。
全額保障（ unlimited coverage ）：使存款保險額度無上限	➤ 這恐為銀行帶來大量的資金流入，促使銀行採取過多風險承擔的行為，並對存款人失去約束力，道德風險提高。 ➤ 此外，恐對作為存款替代品的資產市場，造成重大干擾的情況。
針對性保障（ targeted coverage ）：向不同類型的帳戶提供不同的存款保險額度上限；尤其對企業支付帳戶，提供顯著較高的存款保險額度上限	➤ 目標性地提高企業支付帳戶的存款保險額度上限，會產生相對較大的金融穩定效益，且相對於其他選項，道德風險成本較低。 ➤ 此類支付帳戶的損失最有可能影響工資等，因此針對性地提高存款保險額度上限，能達到企業持續支付及營運的需求。

資料來源：FDIC (2023)

FDIC 認為，針對如企業支付帳戶提高存款保險額度上限的針對

³⁰ FDIC (2023b)。

性保障改革，是確保金融穩定及保障存款人最具成本效益的方式，呼籲美國國會應參採建議，進行修法。

2、Fed、OCC 及 FDIC 正閉門起草計畫，要求銀行每年至少使用貼現窗口一次

Fed、美國通貨監理署（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）及 FDIC 正閉門起草一份計畫，擬要求美國銀行業每年至少使用 Fed 貼現窗口一次，俾消除貼現窗口的汙名化（stigmatising），並確保銀行在困難時期能做好準備。Fed 首次試圖不鼓勵銀行使用貼現窗口進行借貸迄今近一世紀，美國監管當局官員正嘗試將主要融通機制，重新定位為日常流動性來源。

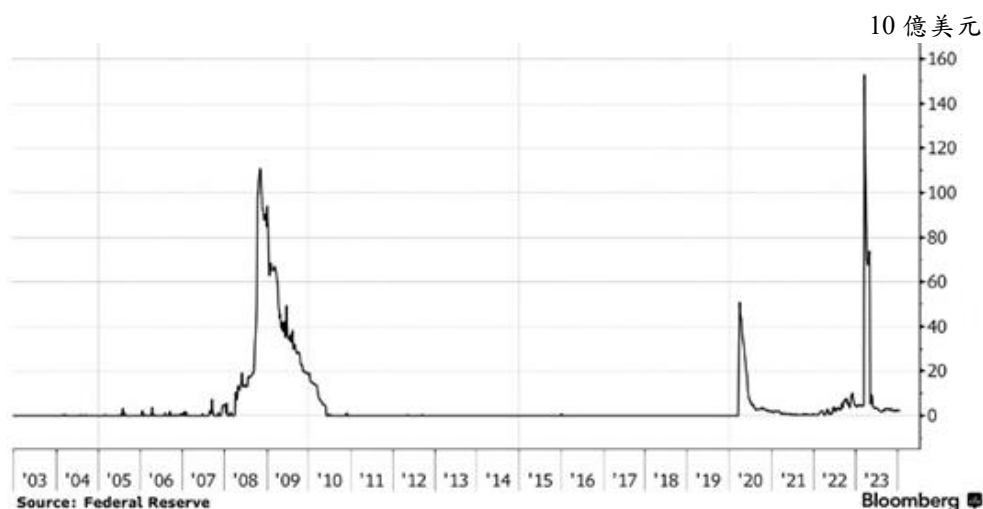
長久以來形成了一種觀念，任何利用貼現窗口的銀行，一定都是身處困境；貼現窗口機制的汙名，一直困擾著 Fed。即使 2003 年，Fed 對貼現窗口進行全面改革，建立了唯有資本充足的銀行方能使用的主要融通機制（見表 4）；但是，除非真正遇到危機，否則美國銀行業鮮少利用 Fed 貼現窗口，因害怕敲響警鐘。20 年來，Fed 貼現窗口被大幅度使用的情況僅有 3 次（見圖 17）。

表 4 Fed 的貼現窗口機制

方案	主要融通 (primary credit)	次要融通 (secondary credit)	季節性融通 (seasonal credit)
對象	財務健全存款機構	體質弱或問題存款機構	小型存款機構 (通常為持有 5 億美元以下存款)
融通利率	- 聯邦資金利率目標區間上限（目前為 5.50%） - 浮動利率	- 主要融通利率加上 50 個基點（目前為 6.00%） - 浮動利率	- 有效聯邦資金利率與 3 個月定存單利率之平均數（目前為 5.35%） - 浮動利率
融通期限	可達 90 天	通常為隔夜	最多 9 個月
說明	基本上 Fed 不會過問理由	- 存款機構須提供申請理由 - 在其他資金來源無法以合理利率取得短期資金時使用	多數為存款及放款有重大季節性波動問題（如在農業地區）的小型存款機構

資料來源：Dwyer, Patrick and Zaid Karim (2023); Fed 貼現窗口官網

圖 17 20 年來 Fed 貼現窗口的使用情況



資料來源：Bloomberg

上年 12 月，Fed 副主席 Michael Barr 在「ECB 銀行監理論壇」（ECB Forum on Banking Supervision）發表演講時，強調貼現窗口的重要性。Barr 表示，上年美國的銀行壓力事件，當中一個顯著特徵是，矽谷銀行及標誌銀行等難以因應因未投保存款戶失去信心而導致前所未有的存款提領；儘管大幅度的資金外流是這些地區性銀行無法繼續營運的肇因，但其實彼等在一開始就沒有充分準備好使用 Fed 的貼現窗口，以管理流動性風險；受到波及的銀行，也因流動性風險管理不夠健全而陷入困境。Barr 指出，不論在順境或逆境，銀行都須做好準備並願意利用貼現窗口。

OCC 代理署長 Michael Hsu 表示，監管者將提出改革，確保銀行能做好更充分的準備，以因應存款的突發性提領。他解釋，吾人希望確保銀行有足夠的融資來源，來應對 5 天內任何形式的資金流出，特別是與未投保存款相關的部分。他形容，測試銀行向 Fed 貼現窗口借款的能力，就像是在進行消防演習（fire drill）一樣；當真的發生流動性短缺緊急情況時，銀行就能實際向 Fed 貼現窗口借款。

五、美國中小型銀行危機結束恐言之過早，加上當前商業不動產困境，致外界的擔憂劇增

1、美國中小型銀行危機說結束恐言之過早

上年 3 月，耶魯大學管理學院教授 Andrew Metrick 等人發表研究報告³¹示警，FDIC 接管矽谷銀行幾乎可以肯定不是單一事件，而是醞釀一個更大問題的徵兆。

該研究報告回顧自 13 世紀以來 138 個國家 880 次銀行危機中，近 2,000 次監管者對銀行產業的干預行為，並將其與當前危機中各國監管者的行為比較，欲透過檢視監管者的行為了解現在銀行體系的實際情況。彼等研究發現，上年 3 月銀行危機，監管者採取帳戶保障（account guarantee）及緊急貸款（emergency lending）等干預（intervention）措施，與歷史上 57 次的銀行危機相似，且這當中有 45 次被認定屬於系統銀行危機（systemic banking crisis）。

究諸實際，從歷史經驗來看，這樣的干預模式算是比較少見，另額外有私部門參與內部紓困（bail-in）³²的危機，歷史上僅有 3 次銀行危機有類似的情況。上年 3 月以來監管者的干預模式，亦強烈顯示當前正處於系統銀行危機之中。

Schmelzing 表示，現在就說危機已經結束仍言之過早。從歷史上資料來看，過去與當前相似的 57 次銀行危機持續數月，甚至數年；這恐對於當前來說不是一個好的預兆。

另南加州大學金融及經濟學教授 Erica Jiang 等人於上年 3 月發表的研究報告³³，模擬若美國有一半的未受保存戶從銀行提領存款，恐讓約 190 家美國金融機構的淨值為負，且這些極可能皆為較小型的金融機構。

³¹ Metrick and Schmelzing (2023)。

³² 即私部門債權人也承擔虧損，其債權遭註銷。

³³ Jiang et al. (2023)。

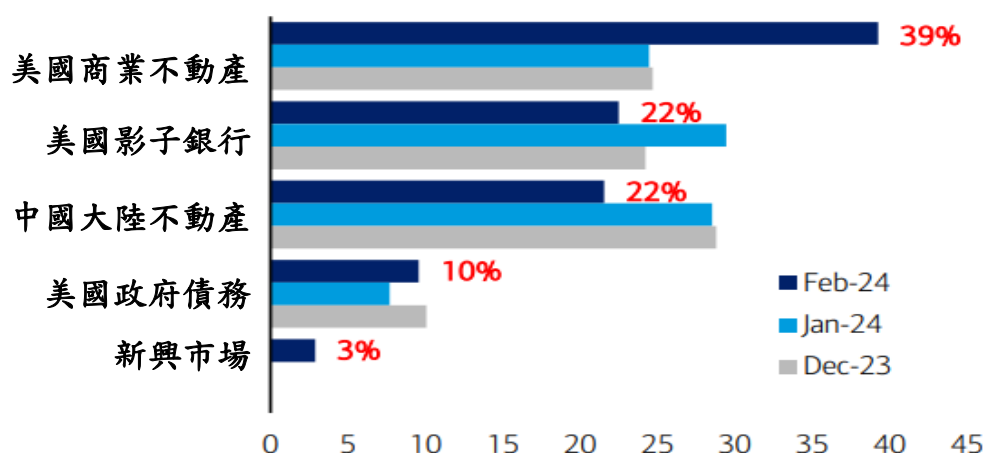
2、本年 1 月及 4 月美國中小型銀行再爆財務危機，當前商業不動產低迷更增添其風險

本年 1 月 31 日，紐約社區銀行（New York Community Bancorp, NYCB）意外公布上年第 4 季因提列 5.52 億美元的商業不動產貸款（Commercial Real Estate loan, CRE loan）備抵呆帳而虧損，股價隨即大跌，再度引發外界對美國地區性銀行業的擔憂，信用評等機構穆迪甚至調降該行信評至垃圾等級的 Ba2。

究其原因，NYCB 為紐約市多戶型住宅³⁴（multifamily house）等商業不動產的主要貸款者。2019 年紐約的新租賃法，限制紐約市房東對商業不動產的租金漲幅，致紐約多戶型住宅市場跌價，加上疫情及 Fed 過去多次升息，衝擊整體美國商業不動產市場，NYCB 因而陷入困境。

隨著全球房地產市場出現問題跡象，基金經理人對於廣泛信用危機的擔憂正在加深中。本年 2 月美國銀行（BoA）全球基金經理人調查（Global Fund Manager Survey）顯示，有 1/6 的受訪者認為，系統信用事件（systemic credit event）是當前金融市場面臨最大的尾部風險（tail risk）之一，且美國商業不動產（Commercial Real Estate, CRE）最可能成為系統信用事件引發的來源（見圖 18）。

圖 18 基金經理人認為最有可能引發系統信用事件的來源

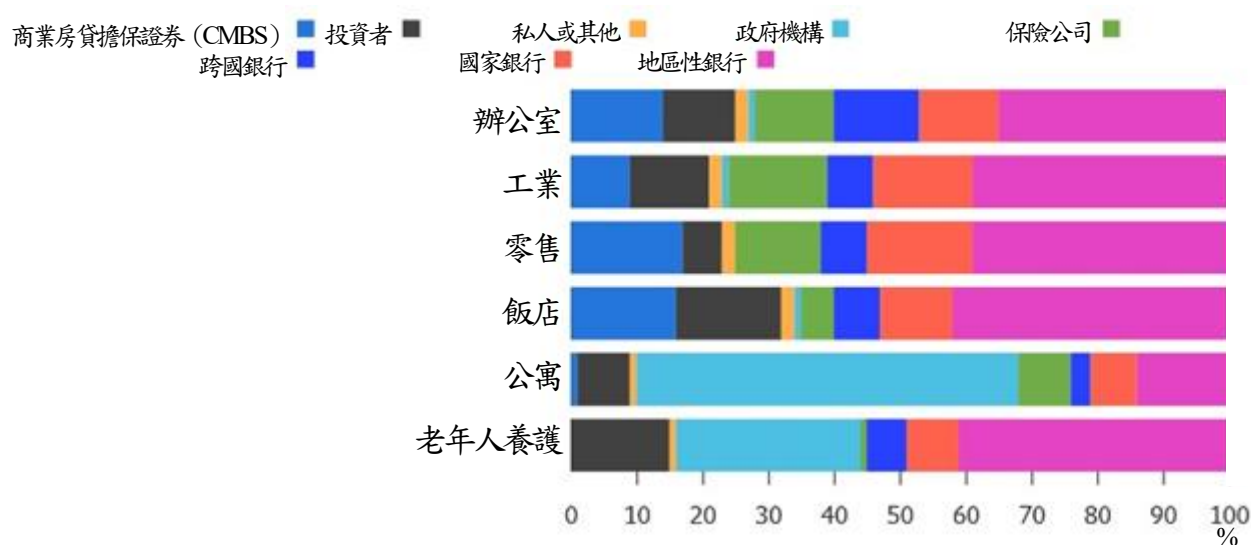


資料來源：BoA Securities

³⁴ 美國將擁有 5 戶以上的多戶型住宅，歸類為商業不動產，通常用於出租產生收入，為業主賺取利潤。

近幾年美國中小型的地區性銀行在各類商業不動產貸款中占主導地位（見圖 19），因而特別易遭受商業不動產跌價的影響；據研究估計³⁵，若商業不動產貸款違約率達 10%，將導致美國銀行業增加 800 億美元的額外損失；該研究報告示警，若發生商業不動產危機，恐致美國 300 多家地區性銀行面臨償付能力不足的擠兌風險。

圖 19 商業不動產的各資金來源占比
2023 年上半年



資料來源：MSCI Real Assets

再者，本年 4 月 26 日，位於美國賓州費城的共和第一銀行（Republic First Bank）倒閉，遭 FDIC 接管，並由富爾頓銀行（Fulton Bank）收購。FDIC 估計，與共和第一銀行倒閉相關的存保基金（Deposit Insurance Fund）承擔成本，總計為 6.67 億美元。共和第一銀行與上年 3 月以來倒閉的矽谷銀行等美國地區性銀行有相同的問題。過去在低利率時期，大量投資的債券及承作的長天期固定利率貸款，隨著 Fed 升息，價值大幅下跌，加上前執行長大肆拓點揮霍支出，致該行資不抵債，最終因融資計畫失敗而倒閉。凸顯出美國地區性銀行之財務健全情況令人擔憂。

³⁵ Jiang et al. (2023)。

肆、新挑戰 2：貨幣政策恐面臨財政支配及金融支配等潛在挑戰³⁶

2020 年新冠肺炎（COVID-19）疫情來襲，為全球經濟帶來莫大挑戰；全球金融危機以來貨幣政策空間縮減的問題，益顯嚴峻。為提供總體經濟所需的支持，貨幣當局與財政當局竭盡所能、共同採取行動；惟兩者的連結與合作日增，亦使貨幣政策與財政政策的傳統界限趨於模糊。

全球財政支出規模更甚以往，從而引發政府債務過高等疑慮；主要央行進一步採貨幣寬鬆與更廣泛的融通機制、乃至強化與財政當局的合作，已使貨幣政策與財政政策的連結益加緊密，引發不利於長期經濟與金融穩定等疑慮；伴隨金融支配的隱憂日增，主要央行推動 QE 退場亦面臨挑戰。此外，面對當前的全球高通膨水準，貨幣政策與財政政策該如何協調，才能在打擊通膨的同時，讓龐大的政府債務妥適地退場，已成為外界關注的問題。

一、貨幣政策與財政政策的關係似已出現轉變，並引發財政支配的疑慮

1、全球金融危機爆發後，貨幣政策大抵扮演主導角色；惟近期財政支配的可能性，似已提高

2008 年全球金融危機後，大抵係屬貨幣支配(monetary dominance)時期³⁷。在貨幣支配機制下，政府負責施行財政政策，而央行則實施貨幣政策以維持物價穩定，亦即央行能自由地設定利率，並獨立地追求其目標。這種分離原則，係透過賦予央行獨立於政府的操作獨立性(independence)、降低政治家對央行的干預，而得以實現。當時，央行指出，核心問題並非物價上漲，而是需求疲弱可能引發嚴重通縮(deflation)的可能性；因此，彼等主要聚焦於發展非傳統性政策工

³⁶ 本節主要參考中央銀行（2021）；郭恬吟、陳倩如、郭涵如、黃建勳（2023）。

³⁷ Brunnermeier (2023)。

具，俾提供額外的激勵。此外，央行亦能深具勇氣地追求那些可同時滿足進一步激勵的需要，及達成社會目標的政策，包括加速綠色轉型或促進經濟包容性（economic inclusion）等。

然而，新冠肺炎疫情顯示，貨幣政策無法總靠一己之力來控制通膨，財政政策亦發揮作用；更重要的是，隨之而來的公共債務增加，提高了財政支配的可能性。財政支配的概念，恰與貨幣支配形成對比。論者憂心³⁸，在財政支配機制下，政府財政赤字、公共債務規模大幅增加，恐迫使央行須大規模購買政府債券（亦即 QE 措施），以支應擴張性財政政策所需，惟此可能以犧牲物價穩定為代價。

2、貨幣政策與財政政策的連結似已加深，在新冠肺炎危機後尤然

（1）新冠肺炎危機後，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

就美國而言，新冠肺炎疫情後，Fed 與美國財政部的協調合作程度，達二戰以來最高。在美國政府債務持續攀升之際，Fed 採貨幣寬鬆、實施購債計畫，能協助政府以低廉的成本融資；此外，Fed 因應新冠肺炎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。

在英國方面，英國財政部與 BoE 於 2021 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 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。

³⁸ Shirai (2021)。

另一方面，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，此包括印尼、菲律賓、馬來西亞、印度等。

（2）新冠肺炎危機後，貨幣政策與財政政策的協調日增，央行獨立性備受挑戰

在新冠肺炎危機的強烈衝擊下，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）³⁹；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。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⁴⁰。

全球金融危機後，尤其新冠肺炎危機以來，為減緩經濟衝擊，先進國家政府的赤字法則（deficit rules）及債務減速機制（debt brakes）等限制性護欄已被推翻⁴¹。論者擔憂，貨幣政策與財政政策協調過深，

³⁹ 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。

⁴⁰ Eichengreen (2020)。

⁴¹ Rajan (2023)。

可能易於淪為財政支配。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，央行行動正面臨微妙的平衡。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⁴²。

3、重思貨幣政策與財政政策的非傳統合作及相關議題

在新冠肺炎疫情等特殊情況下，貨幣當局與財政當局可能須打破常規、共同合作，惟這僅為暫時，且不應以犧牲獨立性為代價⁴³。

在危機時期，貨幣當局與財政當局可能從共同行動中獲益；不過，在正常情況下，這種合作方式極不適當。為使貨幣政策搭配財政政策的政策組合（policy mix）運作成功，須以嚴格的法規規範，以及健全、具獨立性的貨幣當局與財政當局為先決條件。

在當前高通膨、高債務環境下，尤須嚴守央行追求中長期物價穩定、財政當局確保債務可持續性（debt sustainability）的要求。在可靠的政策

⁴² Jeffery (2020)。

⁴³ Corsetti (2023)。

機制下，妥善設計的貨幣支持（monetary backstop）搭配適當的財政措施，或有助於防止預期驅動的危機（expectations-driven crises）。

（1）貨幣政策與財政政策，最好分別由職權明確的獨立政策當局實施

自 1980 年代先進經濟體戰勝通膨以來，彼等的經濟政策已逐漸趨同，且形塑了當今吾人的思維模式。藉由釘住低通膨率目標，貨幣政策得以穩定經濟活動；如此使得財政當局毋須微調政策以支撐總合需求，從而能專注於提供公共財（public goods）及追求重分配（redistributive）目標。在理想狀態下，財政政策應透過自動穩定因子（automatic stabilizers）（如失業保險等）發揮抗循環（anti-cyclical）效果，以穩定經濟。貨幣政策與財政政策，最好分別由具明確目標與職權的獨立機構來實施。

財政當局與貨幣當局間的顯性協調（explicit coordination），不僅混淆了責任，且往往將導致工具誤用（例如對財政赤字提供貨幣融通等）；此可能損害政策當局的可信度（credibility），從而恐削弱政策的有效性。此外，從國際面向來看亦然；各國透過維持其國內秩序，有助於為全球穩定與福祉做出貢獻。

（2）當前或須重思貨幣政策與財政政策的關係，並考慮進行相關改革

然而，時至今日，可能須重思貨幣政策與財政政策的關係，並考慮進行相關改革。主要係因，近年來的情況，已凸顯了若干潛在的問題。

首先，在低通膨環境下，平均名目利率低，貨幣當局幾無進一步降息的空間（亦即受到所謂的有效利率底限（effective lower bound）約束），從而可能妨礙貨幣當局提供必要的逆循環（countercyclical）激勵。

其次，當政府債務位處較高水準時，即使是形式上獨立的貨幣當局與金融管制當局，亦可能感受到須採取行動以支持預算可持續性（budget sustainability）的壓力（例如可能須於一段較長的期間內維持較低利率等）；當通膨衝擊亟須貨幣當局採具可信度的政策回應時，此問題顯得格外重要。

再者，當民間債務及槓桿居高不下，且與金融市場緊密相連時，高政府債務可能引發流動性與償付能力危機的系統脆弱性（systemic vulnerability）；此亦可能對貨幣當局與財政當局的舉措，產生極為重大的影響。

自全球金融危機以來，這些潛在問題已導致經濟政策的制度性結構出現變化。在許多國家，有關銀行業的監理、管制及清理（resolution）權力，已不再授權給專門機構，而是重新回歸央行；在金融管制的設計方面，總體審慎政策（macroprudential policy）現已成為重要的組成成分。此外，央行已擴大其非傳統性貨幣政策，伴隨央行購買政府債券及其他資產，其資產負債表規模已變得非常龐大；該等政策可能對所得與財富不均造成重大影響，從而與財政政策產生交集。

誠然，經濟易受巨大衝擊影響的脆弱性，並未完全減緩；當前面對氣候變遷、能源轉型、人口結構改變、社會包容性及地緣政治等諸多挑戰，各經濟體或應思考，是否應針對總體經濟政策及其互動的模式進行改革。

二、在長期貨幣寬鬆的環境下，央行恐面臨金融支配的威脅

（一）全球金融危機與新冠肺炎危機後，主要央行均祭出 QE 以支撐經濟

2008 年全球金融危機後，若干先進經濟體央行相繼實施 QE。與此同時，各國政府大量發行政府債券，並形成龐大的政府債券資產池；在此情況下，央行藉由購買政府債券，以影響政府債券等價格。在信

用溢酬(credit premia)與流動性溢酬(liquidity premia)攀升之際(2008年9月雷曼兄弟破產後尤然),央行購買政府債券旨在支撐債券價格、減緩金融市場動盪;儘管央行最初不願採此舉措,惟當時彼等可能別無選擇,故仍採這些措施,以支持危機期間的經濟復甦⁴⁴。

為避免央行對公共債務提供貨幣融通(此意味著央行資產負債表規模的永久性擴增),這些 QE 相關的操作,被視為嚴格的暫時性舉措;一旦政策利率開始正常化,該等操作即應反轉。然而,全球金融危機 10 餘年後,主要央行大抵仍運用相同的工具來因應新冠肺炎危機衝擊。

(二) 當前的高通膨環境與過去有別,物價穩定與金融穩定目標面臨抵換,主要央行推動 QE 退場亦面臨挑戰

1、央行資產負債表規模大增,引發資源錯置、金融不穩定等隱憂

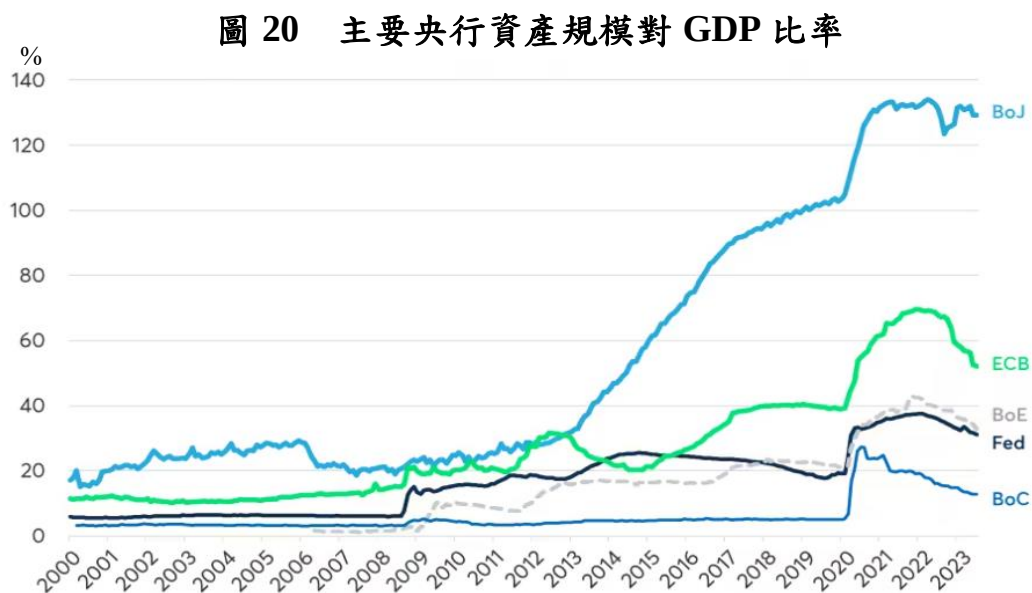
2008 年全球金融危機後與當今情況的主要差異在於,當前的通膨過高。15 年前,央行透過非傳統性政策激勵經濟活動及維持金融穩定的雙重目標一致。現在,通膨管理(inflation management)與金融穩定間則存在明顯的抵換,主要係因,為抵禦通膨而升息,恐導致金融市場不穩定。

全球金融危機後,主要央行面臨需求疲弱及金融不穩定(financial instability)的雙重問題,並承諾將竭盡所能地處理這些問題。當傳統的利率政策之激勵效果瀕臨極限,彼等轉向非傳統性 QE 措施,冀能藉此激勵放款與實體經濟活動。此外,該等 QE 措施亦使央行扮演了重要的新角色—最後造市者(market maker of last resort)。

新冠肺炎疫情爆發後,鑑於降息空間有限,主要央行除迅速調降政策利率外,更擴大 QE 措施、加快購債速度;在此情況下,主要央

⁴⁴ Chadha (2021)。

行的資產規模對 GDP 比率大幅攀升，約達全球金融危機爆發前的 4~6 倍，且新冠肺炎危機期間的擴增速度亦遠高於全球金融危機時期（見圖 20）。



資料來源：CME Group

央行大舉實施資產購買計畫，可能扭曲市場價格的訊號；此外，若貨幣寬鬆持續過久，恐導致資源錯置（misallocation）、助長殭屍企業（zombie firm）存活，從而可能拖累創新、不利經濟成長。因此，央行亦希望推動 QE 退場。然而，當危機結束時，此一資產負債表規模大增的情況並未消除，因央行擔憂，迅速的反轉行動恐對經濟造成損害。央行維持大規模資產負債表的意願，已導致私部門債務積累、信用利差壓低、價格訊號扭曲，以及房貸增加所致的房價高漲。

許多經濟學家認為，央行資產負債表規模擴大，恐將損害市場功能，並使央行曝露於較高的風險中。例如，印度前央行副總裁、現任紐約大學教授 Viral Acharya 即對可能的「流動性依賴」（liquidity dependence）示警，認為此可能妨礙央行政策的施行。此外，BIS 貨幣暨經濟部門主管 Claudio Borio 等經濟學家，已呼籲具有龐大資產負債表規模的央行，應回歸稀缺準備金體系（scarce reserves system）。

在此種模式下，央行的資產負債表規模盡可能維持較小，且商業銀行須透過彼此間相互交易，以滿足日常的流動性需求⁴⁵。

由於私部門已變得過於依賴央行，央行縮減資產負債表規模的緊縮效果，可能遠較 QE 提供的激勵效果顯著，從而恐引發市場震盪、加深金融不穩定。在當前私部門債務位處高點、價格訊號(price signals)扭曲的環境下，加以私部門高度仰賴央行在危機中提供的流動性，金融支配的潛在威脅似日益增加。

2、主要央行推動 QE 退場的概況與挑戰

疫情過後，主要央行正加速縮減自身的資產負債表規模（無論是加速出售債券，或持有債券到期不再投資等）。值得注意的是，在量化緊縮(Quantitative Tightening, QT)方面，BoE 的步調比 Fed 與 ECB 快得多，BoE 亦為主要央行中主動出售持有公債進行 QT 的首例。2022 年 9 月 22 日，BoE 宣布將出售資產購買機制(Asset Purchase Facility, APF)的公債；該行表示，APF 的公債部位將在未來 1 年內縮減 800 億英鎊，降至 7,580 億英鎊。迨至上年 9 月 21 日，BoE 宣布，基於貨幣政策目的所持有之 APF 公債部位將於未來 1 年內進一步縮減 1,000 億英鎊，降至 6,580 億英鎊。

若市場管理流動性的能力等問題持續存在，則央行過度縮減其資產負債表規模，恐為不明智的舉措⁴⁶。不過，BoE 已建立了常備附買回機制(standing repo facility)作為安全閥(safety valve)，充分滿足準備金需求，以避免該行於推動 QT 或其他流動性機制退場時過度收回準備金，導致短期市場利率波動過大。

⁴⁵ Hinge (2023)。

⁴⁶ Hauser (2023)。

3、面對金融支配的潛在威脅，央行應強化總體審慎監管，並確保任何危機期間的干預僅為暫時性

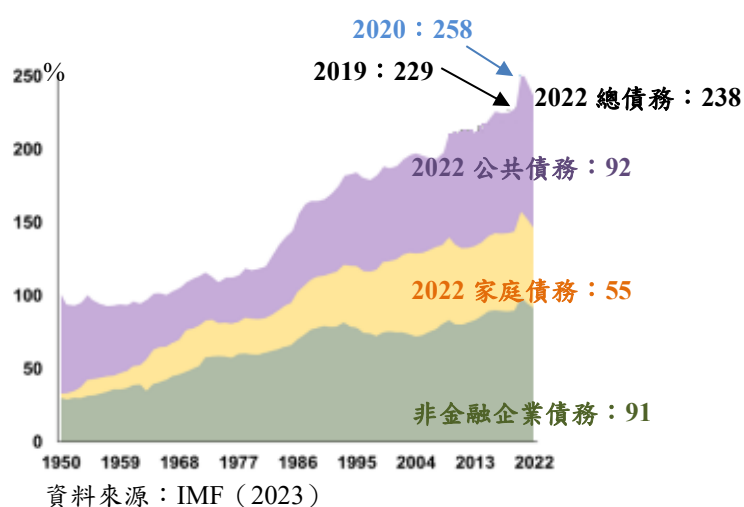
現在，在央行須調升利率以對抗通膨的環境中，彼等的物價穩定目標與金融穩定目標有所衝突。私部門（尤其是資本市場）對央行流動性的倚賴，已導致金融支配的情況，從而恐使貨幣政策因金融穩定的憂慮而受限。在此環境下，貨幣緊縮可能對金融部門造成嚴重傷害，且恐加深經濟脆弱性。金融支配的程度，取決於私部門銀行是否具有充足的資本以承受損失，以及破產程序能否順利進行等。

面對這些問題，亟須重思貨幣政策與金融穩定如何相互影響。對央行而言，著眼於恢復私部門市場價格訊號的順暢運作，至關重要。央行亦應瞭解，其物價穩定與金融穩定的目標間，總存在抵換的兩難，即使此種緊張局勢可能僅在長期才變得較為明顯。央行資產負債表規模的擴增，可能導致金融扭曲（financial distortions），且恐限制其未來的行動。央行應預見此種緊張局勢，並實施較大程度的總體審慎監管；此外，央行應重新考慮其扮演最後貸款者（lender of last resort）與最後造市者的角色，並確保任何干預僅為暫時性。

三、全球債務激增，殭屍企業因利率升高而面臨破產的問題，恐為貨幣政策帶來挑戰

根據IMF於上年9月發布的「全球債務監測」(Global Debt Monitor)報告，2022年全球債務對GDP比率較2021年下降10個百分點，來到238%。此一比率係自2020年新冠肺炎疫情爆發時的258%最高水準，連續第2年下降（見圖21）。若以美元計算，2022年全球債務總額達235兆美元，較2021年高出2,000億美元。

圖 21 公私部門債務對 GDP 比率
1950~2022 年



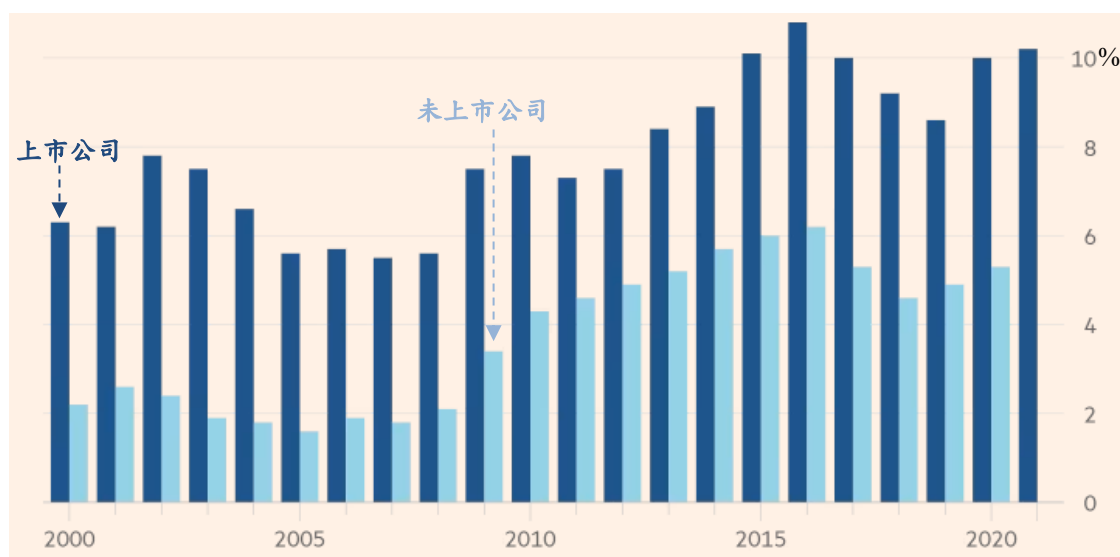
2022 年全球公共債務對 GDP 比率為 92%，較 2021 年下降 3.6 個百分點；2022 年全球私部門（家計部門與非金融企業）債務對 GDP 比率，則為 146%，較 2021 年下降 6.6 個百分點。在許多國家，特別是先進經濟體與新興市場經濟體（不包括中國大陸），私部門債務目前已低於新冠肺炎疫情前的水準。

值得注意的是，無法產生足夠的利潤來支付債務成本，而須仰賴借錢才能苟延殘喘下去的殭屍企業卻增加了。根據 BIS、OECD 的定義，殭屍企業係指成立超過 10 年，且連續 3 年的稅前息前盈餘(EBIT)不足以支付貸款利息，亦即利息覆蓋比率(Interest Coverage Ratio, ICR)小於 1 的企業。全球金融危機後的全球貨幣寬鬆，導致殭屍企業呈現增加的趨勢；新冠肺炎疫情爆發後，各國央行為支援受疫情重創的企業而擴大貨幣寬鬆，結果卻讓愈來愈依賴債務的企業數量增加。

IMF 報告指出⁴⁷，過去 20 年來，全球上市公司的殭屍企業占比上升 4 個百分點，於 2021 年達到 10%（見圖 22）。若從個別國家的殭屍企業占比來看，加拿大最高（32%），澳洲（23%）、印度（20%）則緊隨其後；若從殭屍企業的家數來看，美國（606 家）、歐盟（661 家）較多（見圖 23）⁴⁸。有分析認為，殭屍企業增加的原因係金融市場發達，財務體質脆弱的企業也可透過發行低信用評等的公司債等手段，輕易獲得融資。至於日本，由於對積極利用負債持謹慎態度的企業較多，殭屍企業占比僅 4%（155 家）。

圖 22 全球的殭屍企業占比

2000~2021 年

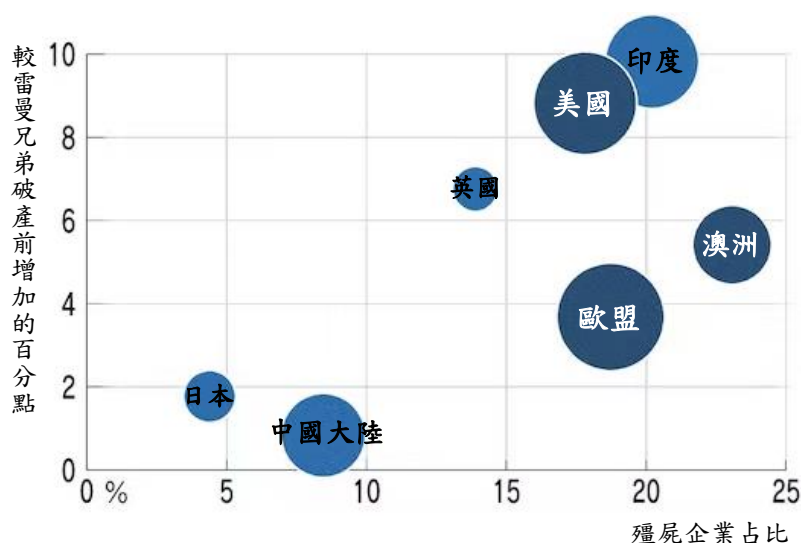


資料來源：Financial Times

⁴⁷ Albuquerque (2023)。

⁴⁸ 日本經濟新聞 (2022)。

圖 23 主要國家的殭屍企業占比



註：數據時間為 2021 財政年度（2021 年 4 月 1 日~2022 年 3 月 31 日）；圖形的大小代表殭屍企業的家數多寡。
資料來源：日本經濟新聞

加拿大的殭屍企業占比達 16%，高於全球平均的 10%，原因或與加拿大企業很難接受創新思維，且許多企業的管理階層過於保守有關⁴⁹。另外，加拿大殭屍企業占比不斷上升，主要係大宗商品產業的企業所造成；由於該行業有大量的固定投資，這些公司在預期大宗商品價格上漲的情況下，繼續以殭屍企業的狀態營運，可能是最佳的選擇⁵⁰。

殭屍企業有 9 成是年營收 5 億美元以下的企業；這些企業背負著超出自身能力的負債，在業績低迷的情況下不斷「續命」。它們透過減少投資、雇用員工，從而削弱經濟生產力。然而，自 2022 年以來，各國的貨幣政策紛紛開始大幅緊縮，以抑制高通膨。殭屍企業面對的融資環境變得更加嚴峻，也開始出現無法持續而宣告破產的問題。

上年，美國、英國及歐盟的企業破產家數激增，但許多破產企業是仰賴新冠肺炎疫情期間的政府措施而苟活下來，它們原本在任何情

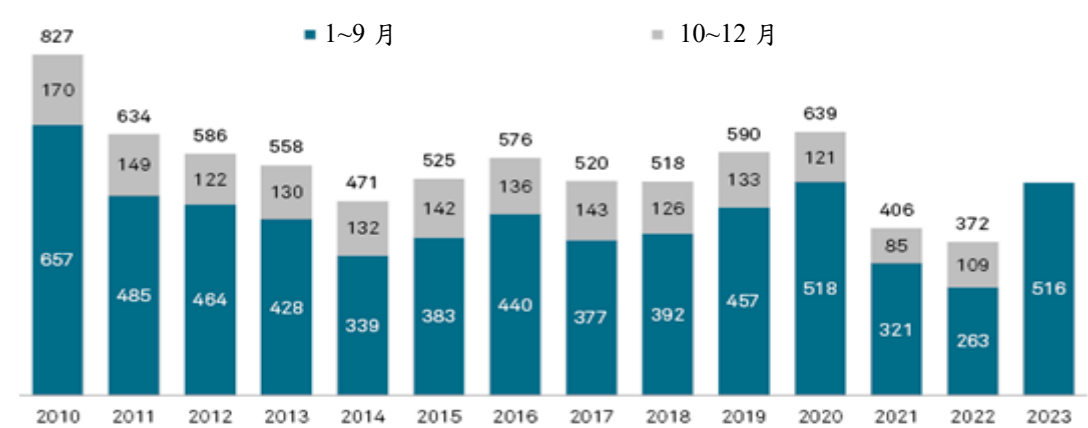
⁴⁹ Deloitte (2018)。

⁵⁰ Grieder and Ortega (2020)。

況下都會破產。現在雖不致陷入蕭條，但較高的利率已對經濟活動造成壓力，且預計將出現一波企業破產潮。

美國上年的企業破產家數，恐將達到 2010 年來的最高水準（見圖 24）；而英國的英格蘭與威爾斯之企業破產家數，則已增至全球金融危機以來的高點（見圖 25）；歐盟的企業破產家數也急速增加（見圖 26）。至於日本上年的企業破產家數多達 8,497 家（見圖 27），較 2022 年增加 2,121 家（增幅為 33.3%），且連續 2 年增加，是自 2015 年（8,517 家）後、近 8 年來的最高水準。

圖 24 美國的企業破產家數



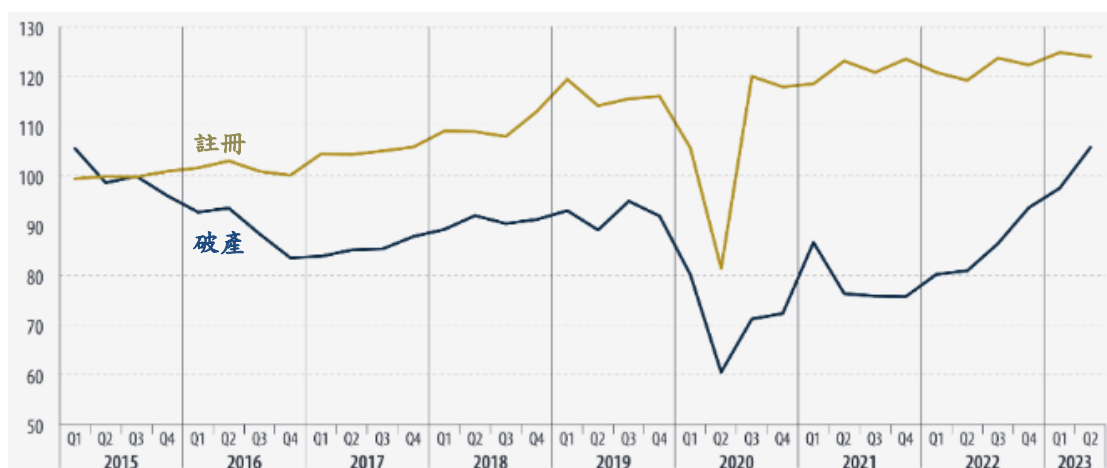
資料來源：S&P Global

圖 25 英國的英格蘭與威爾斯之企業破產家數



資料來源：Financial Times

圖 26 歐盟的企業破產家數



* 2015 年=100

資料來源：Eurostat

圖 27 日本破產企業的家數*



* 統計負債超過 1,000 萬日圓的破產企業。

資料來源：日本經濟新聞

安聯集團 (Allianz) 預測，未來幾年先進國家的企業破產家數將持續增加，因為更多企業須以高利率尋求再融資。事實上，未來 5 年內，美國企業須償還的債務總額將超過 3 兆美元。但是，低利率環境下存活的殭屍企業會不利資源分配，恐排擠生產力較高的企業之投資

與就業，以及正常企業的銀行融資，甚至阻礙新企業進入市場⁵¹。經濟低迷時期淘汰弱勢企業，將帶來創造性破壞（creative destruction）力量，正如經濟學家熊彼得（Joseph Schumpeter）的名言：「蕭條對資本主義而言，就像是一次有益而冷酷的大清洗。」（A depression is for capitalism like a good, cold douche.）

不過，須留意體質虛弱的企業破產，恐波及供應鏈體系內規模更大、效率更高的企業。此外，私募資金市場已在支持若干殭屍企業，它們的槓桿曝險（leverage exposure）更難以衡量。

對央行而言，殭屍企業恐使貨幣政策面臨挑戰。若央行調升利率，將面臨殭屍企業倒閉的風險；惟若調降利率，短期內可激勵總需求、促進投資與就業，但可能使殭屍企業擴增；因此，央行無論調升或調降利率均可能產生風險，加深貨幣政策決策的難度。

伍、新挑戰 3：經濟金融環境面臨高度不確定性

近年來，諸多結構性因素轉變，已使貨幣政策的不確定性提高。2020 年新冠肺炎疫情爆發，造成廣泛的不確定性與經濟混亂。在全球經濟逐漸從疫情中恢復之際，2022 年爆發俄烏戰爭，以及從 2018 年開始的美中對抗持續，導致地緣政治（geopolitics）緊張局勢加劇，提高了全球不穩定的風險。如今，上年 10 月 7 日爆發以哈衝突，更加劇各界對全球金融與經濟零碎化（fragmentation）的擔憂，以及經濟環境的不確定性，致貨幣政策亦面臨新的挑戰。

一、長達數十年的「大溫和」時期已結束，全球恐邁入「大波動」時期

過去，Fed 將 1970 年代定為「大通膨」時期；1980 年代中期~2007 年定為「大溫和」（Great Moderation）時期；2008~2009 年定為「大衰退」時期。之後，外界普遍認為，全球再度回到「大溫和」時期。

⁵¹ Banerjee and Hofmann (2018)。

「大溫和」時期係指經濟繁榮且總體經濟大致穩定的期間；通膨及產出的波動度皆下滑，經濟擴張的時間延長，且許多經濟體的人民生活水準持續改善。然而，新冠肺炎疫情及俄烏戰爭爆發後，若干論者認為「大溫和」時期將結束，邁入大停滯性通膨（Great Stagflation）甚或大波動（Great Volatility）⁵²。

外界普遍同意，較佳的貨幣政策是促成「大溫和」時期的重要因素，惟全球經濟衝擊較少，亦被認為是重要推手。央行致力遏止 1970 年代末及 1980 年代初通膨螺旋（inflation spiral），使通膨預期降低並穩定在為企業及家庭提供穩固名目制約（anchor）的水準。

各國央行漸採用通膨目標化（inflation targeting）機制，被認為是 2008 年全球金融危機僅使「大溫和」時期略為中斷的主因。此後，總體經濟波動度迅速回降至金融危機前的低水準。

疫情及俄烏戰爭爆發，使全球化、彈性的（elastic）能源供給等「大溫和」時期波動度下滑的兩大穩定因素受到挑戰，並導致總體經濟波動度（macroeconomic volatility）攀升至前所未有的水準。一旦這些特殊影響從數據中漸消失，產出及通膨之波動度勢必下滑。不過，中期而言，氣候變遷可能為驅動總體經濟波動度的重要因素。近年極端及破壞性氣候事件的發生率和嚴重度急遽上升，使全球經濟面臨更高的產出及通膨波動度。

二、各種不確定性的衡量指標，都顯示目前的不確定性程度升高

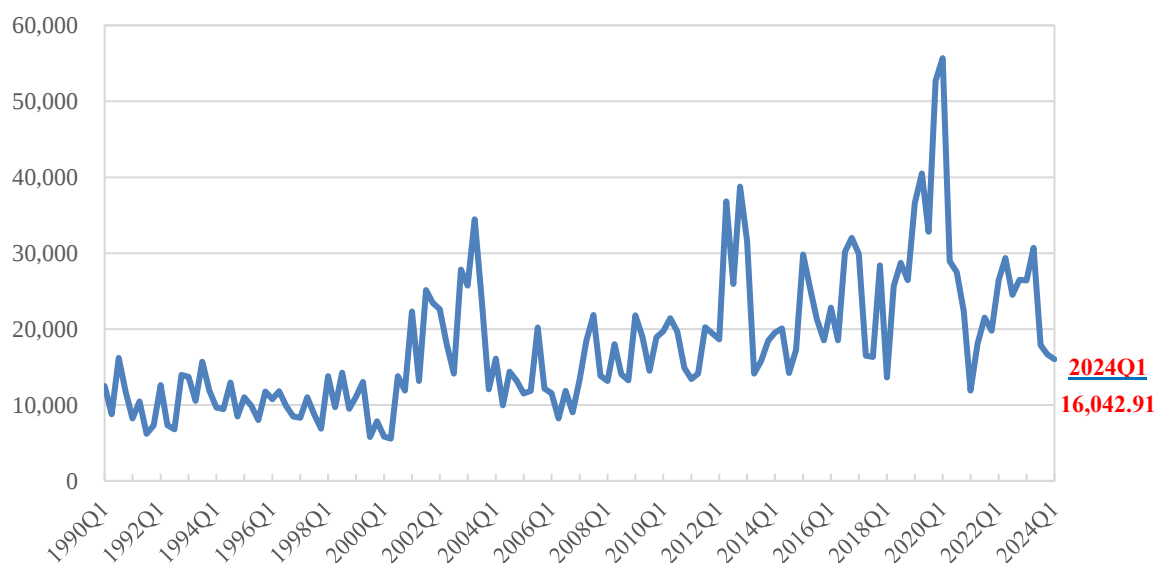
新冠肺炎疫情與俄烏戰爭爆發後，若干導致複雜性增加的趨勢，如全球化正步履蹣跚等，已使過去 15 年來平穩的經濟金融環境尤為動盪，危機接踵而至，且使貨幣政策被推向未知領域。當前不確定性似無所不在，且已引發熱議，在中央銀行家之間尤然，例如 ECB 總裁 Christine

⁵² Roubini (2023); Schnabel (2022)。

Lagarde、Fed 副主席 Philip Jefferson 皆針對不確定性發表演說⁵³。此外，台灣央行總裁楊金龍亦於 2022 年 10 月以「在當前高度不確定環境下，台灣經濟發展與央行貨幣政策面臨的挑戰」為題發表演說。上述幾場演說，僅是近 2 年諸多不確定性相關議題演說的一小部分。

各種不確定性的衡量指標，都顯示目前的不確定性程度升高。例如，全球不確定性指數（World Uncertainty Index, WUI）⁵⁴多年來一直呈上升趨勢，且自 2021 年起大幅躍升（見圖 28）。此外，自 2020 年以來，稱之為恐慌指數的芝加哥選擇權交易所波動率指數（CBOE Volatility Index，簡稱 VIX 指數）之平均水準，明顯高於前 10 年（見圖 29）。

圖 28 全球不確定性指數

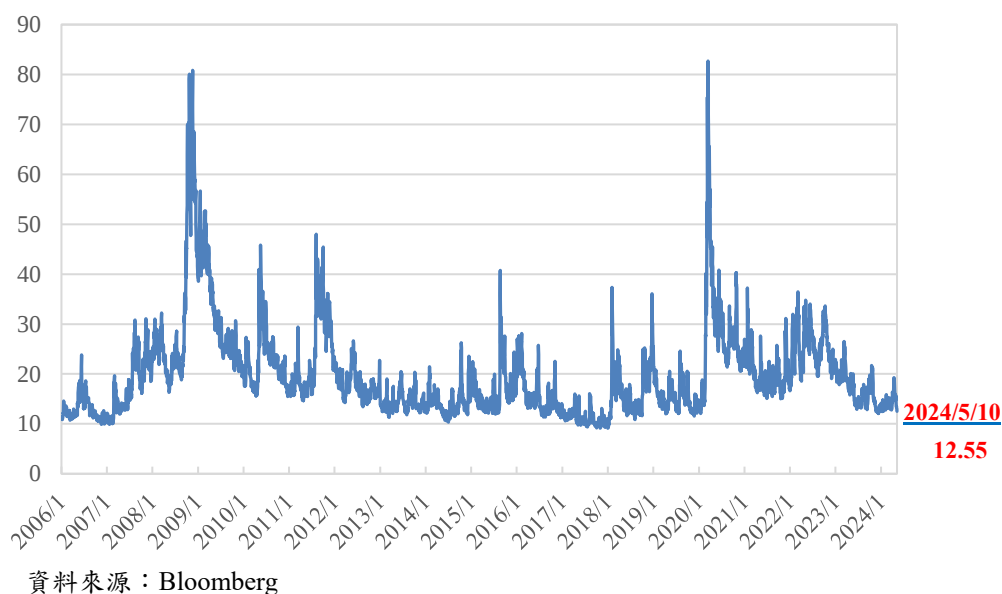


資料來源：World Uncertainty Index

⁵³ Lagarde (2022); Jefferson (2023)。

⁵⁴ 全球不確定性指數，係由 IMF 資深研究員 Hites Ahir、史丹佛大學經濟學教授 Nicholas Bloom 及 IMF 經濟學家 Davide Furceri，自 1996 年起開始共同編製；其根據經濟學人智庫（EIU）例行公布的 143 國之每季國家報告內容，計算「不確定性」乙詞出現的比率，再乘以 1,000,000 來調整；數字愈大意味著不確定性愈高，反之則愈低。例如，全球不確定性指數 200，代表「不確定性」乙詞占有所有單字的 0.02%；若以 EIU 報告平均約 10,000 個單字來看，每份報告中約出現 2 個「不確定性」。

圖 29 VIX 指數



三、近期不確定性升高的原因⁵⁵

近期不確定性升高的原因，除了地緣政治風險外，還包括脫碳（decarbonisation）、數位化（digitalisation）、人口結構改變、去全球化（deglobalization）等結構性轉變。

（一）地緣政治風險

瑞典政治學家 Johan Rudolf Kjellén 於 20 世紀初正式創造地緣政治乙詞，主要指國際間藉地理安排（包括邊界、聯盟、空間網絡及天然資源等）影響權力關係；迄今，各方對地緣政治的解釋雖略有不同，但通常係指，地理與政治因素的相互關係如何影響一國的發展基礎，尤其強調地理位置對政治的影響。世銀前首席經濟學家 Pinelopi Goldberg，則將地緣政治稱為「人為的不確定性」(manmade uncertainty)。

近年來，美中貿易衝突及俄烏戰爭持續，以及甫於上年 10 月初爆發以哈衝突，有關地緣政治議題的討論熱度不斷升溫。哈佛大學經

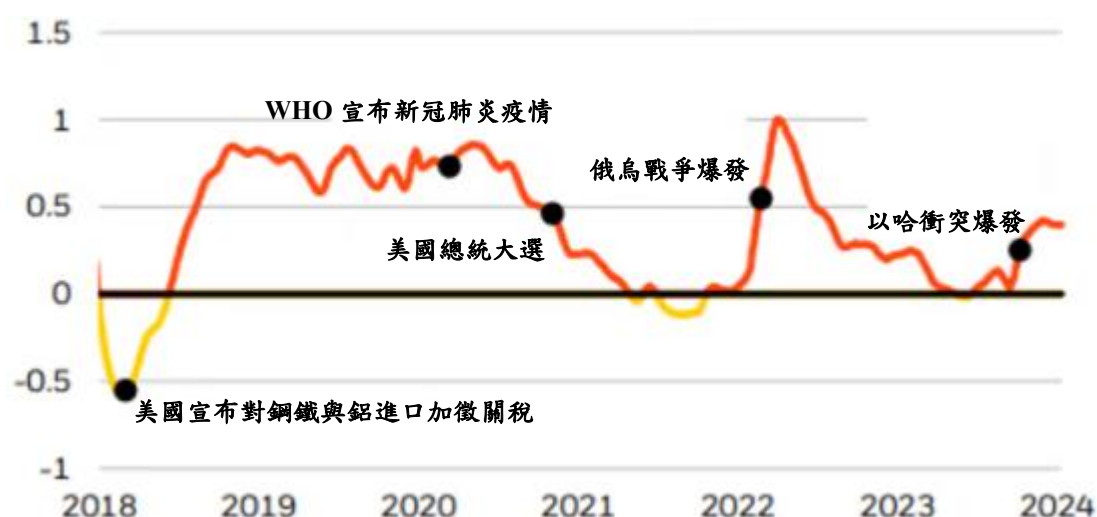
⁵⁵ 本節主要參考郭恬吟、陳淑梅（2022）。

濟學教授 Dani Rodrik 甚至表示⁵⁶，當前全球經濟真正的敵人是地緣政治，而非保護主義。地緣政治緊張關係帶來的不確定性，恐加劇各界對全球金融與經濟零碎化之擔憂。

貝萊德地緣政治風險指標（BlackRock Geopolitical Risk Indicator, BGRI）顯示，市場對於地緣政治風險的擔憂，已上升至 2022 年 2 月俄烏戰爭爆發前夕的水準（見圖 30）。此外，上年標普 500 指數（S&P 500）的 500 家美國上市公司主管在法說會及公司文件中，提及「地緣政治」乙詞近 12,000 次，幾乎是 2 年前的 3 倍。

圖 30 貝萊德地緣政治風險指標

2018~2024 年



資料來源：BlackRock（2024）

鑑於以哈衝突持續不斷，波斯灣緊張局勢仍為最高的風險等級，且中東緊張局勢恐進一步升溫。紅海航運中斷，顯示衝突可能擴大，從而阻礙供應鏈，並透過運輸成本上升來推高生產成本。此外，美中對抗亦維持在較高的風險水準。在針對性脫鉤（targeted decoupling）與激烈的結構性競爭中，美中關係已成為新常態（new normal），特別是在國防及技術領域。

⁵⁶ Rodrik (2023)。

面對地緣政治緊張局勢升溫，各國改採具保護主義色彩的貿易政策與供應鏈政策，地緣政治亦愈發成為企業投資的重要考量；前述因素使全球經濟零碎化程度提高，引發更嚴峻的供應鏈挑戰與通膨壓力，亦不利於經濟成長。此外，該緊張情勢亦導致資本移動急劇反轉，影響全球資本配置，加劇全球金融零碎化。不確定性提高，將導致全球金融體系的風險承受（risk-taking）程度降低、資產價格下跌，恐引發廣泛的金融不穩定。長期而言，或將使各國更不易分散風險，提高爆發系統金融危機（systemic financial crisis）的可能性。

（二）脫碳

近年來，氣候變遷引發之極端氣候事件造成龐大經濟損失，促使國際社會逐步採行低碳轉型措施；但是，脫碳等氣候行動的任務艱鉅，恐為全球經濟帶來不確定性。

2015 年的「巴黎協定」（Paris Agreement）要求全球氣溫升幅限制在 1.5°C 的目標範圍內，全球經濟因此面臨影響深遠且廣泛的變革。論者認為，較高的碳價可能直接透過提高能源價格，以及間接透過增加企業生產成本等，影響消費者物價。另有論者指出，轉型至綠色經濟也可能對通膨壓力發揮抑制作用，因化石能源與可再生能源間的短期替代彈性（substitution elasticity）較低，碳稅（carbon taxation）可能導致實質家庭所得與需求縮減。此外，綠色轉型亦可能導致額外的政治不確定性，並為投資帶來壓力。

然而，整體而言，脫碳可能會在過渡期間推升標題通膨（headline inflation）。鑑於過渡階段需要時間，加以其對物價的潛在影響效果持續存在，若央行希望將通膨預期制約於其通膨率目標附近，則無法對此重大轉型視而不見。雖然趨勢方向很明確，但不同的估計結果說明，通膨力度具高度不確定性，這主要取決於實施氣候政策措施的時機、碳稅收益的使用等。

（三）數位化

數位化轉型透過多種管道影響經濟，包括生產力、就業、競爭與物價等。新冠肺炎疫情後，許多人開始承認、欣賞數位科技的好處；數位化浪潮襲捲社會，且可能強化若干長期趨勢。

不過，數位化轉型對通膨的影響並不明確，且可能隨著時間而變化。一方面，電子商務的擴張可節省成本，提高價格透明度與競爭性；另一方面，微軟（Microsoft）、蘋果（Apple）、亞馬遜（Amazon）、臉書（Facebook）及字母控股（Alphabet，谷歌母公司）等超級巨星企業（superstar firm）的崛起，可能減少市場競爭，且長期恐導致更高的價格加成（markup）。

相關研究指出，數位化或有助於壓低通膨，惟其影響通膨的時間、程度等，不易量化與評估。整體而言，數位化對通膨的影響，仍存在不確定性。

（四）人口結構改變

當中國大陸、前蘇聯國家與其他新興經濟體在 1990 年代進入全球市場時，對全球經濟帶來巨大的供給衝擊⁵⁷。來自這些地區約 16 億名勞工已加入全球勞動力，且其對全球總合供給的提振，很可能在未來很長一段時間內，不會以如此巨大的規模再次出現⁵⁸。

當時，面對離岸外包（offshoring）與失業的風險，工會對薪資的要求變得較克制，改將工作機會保障放在首位。此種供給衝擊具有顯著的通膨率下滑效應（disinflationary effect）。同時，吾人須承認，很難將其與同時發生的其他變化（例如先進經濟體央行轉採通膨目標化（inflation targeting）等）加以區分⁵⁹。

⁵⁷ Goodhart and Pradhan (2020)。

⁵⁸ Carstens (2022)。

⁵⁹ Weidmann (2022)。

目前，幾乎所有國家都經歷人口老化。嬰兒潮世代即將退休可能會減少未來十年的全球勞動供給，阻礙薪資與通膨的人口結構逆風（headwinds）將轉為順風（tailwinds）。此外，人口老化將更普遍地增加健康、老年照護與非貿易類服務的支出。根據供給的價格彈性，相對價格與通膨率也將受影響。事實上，最近一項針對 1870~2016 年的數據進行之研究，結果發現人口結構與通膨間存在穩定的關係。

不過，上述假設亦非毫無爭議，例如日本等退休人口較多、勞工較少的國家，仍經歷相當低的通膨；此外，亦有論者指出，人口老化將導致消費、創新與投資減少，進而導致通膨壓力降低，再次突顯高度的不確定性。

（五）去全球化

有關全球化已死的話題，目前仍爭論不休；但是，全球化順風確實可能變成逆風。新冠肺炎疫情爆發前，保護主義便日漸升溫，英國脫歐（Brexit）、時任美國總統川普（2017 年 1 月~2021 年 1 月）領導下的美國貿易政策，均為實例。考量到疫情爆發後的經驗，為追求更大的戰略自主性，許多國家試圖擺脫自身在某些領域（例如半導體或醫藥產業）對全球價值鏈（global value chain）的倚賴，關鍵供應鏈可能會特意轉移至國內市場，或廣泛地進行友岸外包（friendshoring），最終導致全球經濟再次分裂成不同的政治集團。此外，俄烏戰爭、以哈衝突等地緣政治衝突，都可能強化此一趨勢，在能源供給方面尤然。

這一切都可能讓勞動市場與商品市場的競爭減少，且將對薪資與定價行為產生影響。若自全球化撤退的步調加快，勞工將重新獲得議價能力，進而緩解全球化對薪資與物價造成的阻礙。

四、央行面對不確定性環境的挑戰

（一）央行預測失準，過度仰賴預期的模型而採取行動

日益不確定的世界使公共機構的任務變得更艱鉅，尤其是在預測方面。近年來，各國央行皆遭遇預測失準的問題；例如，Fed 持續錯誤地預測通膨率將下滑（見圖 31）；ECB 也難以預測實際的調和消費者物價指數（Harmonized Index of Consumer Prices, HICP）年增率（見圖 32）。

圖 31 Fed 對核心 PCE 物價指數年增率之預測值及其實際值*

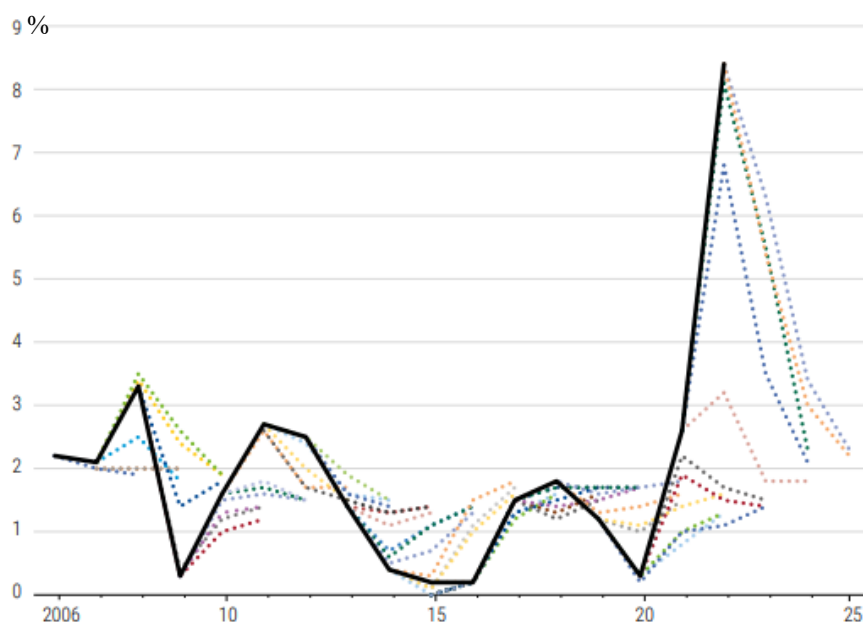


* 虛線代表 Fed 對核心 PCE 物價指數年增率的預測值；實線則代表核心 PCE 物價指數年增率的實際值。

資料來源：Frenkel, Rajan and Weber (2023)

先進經濟體央行及其領導者誤判通膨上升的早期跡象，主因彼等錯誤地認為物價上漲是暫時性的；此導致其所採行的貨幣政策回應落後，從而加劇通膨飆升的幅度與接踵而至的經濟痛苦，終須以創紀錄地大幅升息來處理。此外，疫後經濟強勁復甦，通膨壓力來源又從商品類轉移到服務類；通膨成因較以往複雜，增加了通膨預測的難度。

圖 32 ECB 對 HICP 年增率之預測值及其實際值*



* 虛線代表 ECB 對 HICP 年增率的預測值；實線則代表 HICP 年增率的實際值。

資料來源：UNCTAD (2023)

研究指出，倘若央行預測表現不佳，家計部門對央行的信任度就會下滑。因此，央行對其預測總體經濟結果的能力，應更加務實；央行在解釋預測錯誤時，也應更加透明。例如，ECB 像其他央行一樣，低估了通膨的發展態勢及其持續性，但一直在改變預測流程以解決這些問題⁶⁰。

一直以來，在主導央行思維的模型中，通膨係受央行反應函數（reaction function）的約束，該函數保證利率或 QE 將被設定為可確保通膨率重返目標⁶¹。不過，在一個具高度不確定性的環境中，沒有人知道經濟的真實動態為何；吾人無法確信，央行行動實際上將與達成通膨率目標的方式一致；在不確定性極大的環境中，大眾的預期恐過於脆弱，以致無法制約通膨預期。

⁶⁰ Lagarde (2023)。

⁶¹ King (2021)。

主流央行模型具 2 大缺陷，從而減損其在極具不確定的環境之實用性：

- 1、基於完全市場（complete markets）的假設，而未考量貨幣的角色。
- 2、將經濟視為靜態，惟此與實際情況不符，故無法預測及解釋全球金融危機的成因。

因此，央行不應過度仰賴預期的模型而採取行動；經濟的根本動態（underlying dynamics）及其未來路徑均深具不確定性，央行如能展現相同的謙遜態度，或能有較佳的表現。

另外，基於統計與計量模型所做的經濟與市場預測仍有其意義；惟應謹記，該等預測總是奠基於結構穩定（structural stability）的假設，儘管此假設常被遺忘⁶²。人們往往假設其正位處一段整體穩定的時期（在較短的期間內尤然），且過去事件的發展有助於預測未來。然而，實際上，真實世界並非穩定或靜態，制度轉變與結構破壞的發生頻率，較多數人想像的更為頻繁。

除設定模型外，至關重要的是，須進行情境分析。例如，ECB 發布對能源價格及薪資等關鍵變數的敏感性分析，並在新冠肺炎疫情期間、俄烏戰爭爆發後，使用情境分析。

（二）央行在不確定環境下的決策方法

早在 1957 年，荷蘭計量經濟學家 Herni Theil 即提出，面對經濟前景的不確定性，決策者所採取的行動應如同自身的最佳預期是確定的結果。例如，自然利率的不確定性，會導致確定性等值（certainty equivalence）：它將維持最適政策不變，直到被其預期值取代。

⁶² Fels (2016)。

不過，對於如何面對不確定性，之後出現了不同的觀點。

1、漸進主義式的貨幣政策

在高度不確定性的環境下，貨幣政策須考慮一系列關於當前與未來的可能經濟情境。此時的貨幣政策決策，可能與確定環境下的最適決策，或典型的貨幣政策法則（rule）所指引之最適決策有所不同。

此種決策方法，似屬於較廣泛的風險管理方法。在假設經濟依循特定模式運作的情況下，此方法嘗試評估為達成通膨率目標所採的不同政策路徑之妥適性，並考量其對實體經濟與金融穩定可能帶來的風險及副作用。誠然，不同貨幣政策工具所產生的風險及副作用有所差異；例如，非傳統性措施（如購買政府債券等）通常涉及對市場機制的直接干預，往往帶來較高的成本。此外，在不同通貨區及特定的制度性安排下，成本效益的考量亦不盡相同。

在此風險管理方法下，不應過度忽略那些複雜、長期的風險及副作用。一般而言，關於經濟前景的不確定性升溫，可能意味著貨幣政策應採漸進的方法；此種行動模式，與生活中的經驗實屬類似：當進入黑暗的房間時，人們不會直奔而入，而是一次一小步地前進。此一論點與耶魯大學經濟學家 William Brainard 於 1967 年所提出的漸進主義（gradualism）原則相同。Brainard 的漸進主義，被認為是貝氏（Bayesian）不確定性方法的典型例子。

根據 Brainard 的漸進主義，當政策行動的傳遞或有效性存在不確定性時，則政策制定者所採因應行動的力道，應較在確定環境下的力道為輕；亦即，若決策者不確定自身決策的影響，他們做的就要比原本應該做的少。換言之，如果不確定藥物的藥效，則用藥量就少於應服用的劑量。正如 Fed 前副主席 Alan Blinder 所說：「央行表現得有

點古板是完全適當的」 (a little stodginess at the central bank is entirely appropriate)。

政策漸進主義的另一個理由是，政策的急劇變化恐導致市場波動加劇，並對金融穩定構成風險，進而導致物價不穩定。

2、較平常更強有力的貨幣政策

當總體經濟的不確定性涉及通膨的決定（特別是在通膨持續的過程中），或是涉及貨幣政策的經驗不對稱性時，Brainard 主張的漸進主義，可能不是貨幣政策的通用處方。

此外，過度的觀望（wait and see）態度，可能產生風險。以供給衝擊為例，最初忽視該衝擊並對通膨率些許偏離目標持容忍態度，可能係屬適當；不過，伴隨供給衝擊被證明係較為持久，則推遲愈久的貨幣緊縮，恐使企業、家庭與勞工預期高通膨將持續的風險提升。若供給衝擊發生前即已存在高通膨，則此種風險將更大。

人們經常認為，對不確定性的模糊規避，會導致反衰減（anti-attenuation）；換言之，面對決策者不願意或無法確知事前機率（prior probability）的不確定性，適當的因應方法是採較確定性情況下更強有力的貨幣政策。例如，Fed 主席 Powell 於 2018 年 Jackson Hole 全球央行年會的演說中指出，在危機時期，「我們將不惜一切代價」（we will do whatever it takes）之類的話語，可能較「我們將採取謹慎的步驟，不惜一切代價」（we will take cautious steps toward doing whatever it takes）更有效。

貨幣政策採漸進主義或更強有力的方法，各有其理論基礎及擁護者。但是，在實踐上，央行面對不確定性的最佳決策方法，可能是針對具體情況來判斷，且會因時而異。幸運的是，從廣義上而言，無論採用何種方法，都會得出相同的結論。不過，央行官員長期關注的一

個問題是通膨的持續性，文獻中概述的貝氏方法與模糊規避方法，往往會導致較確定性情況下更強有力的貨幣政策，以防止通膨力量嵌入通膨預期的可能性⁶³。

（三）央行在不確定環境下的溝通挑戰

自 1920 年起擔任 BoE 總裁 20 餘年的 Montagu Norman，對貨幣政策的溝通原則是：「從不解釋、從不辯解」（never explain, never excuse），而這亦為當時直到第二次世界大戰後的數十年間，央行官員的普遍思維。

直到 1979 年 5 月 31 日，時任義大利央行總裁 Paolo Baffi 指出：「央行的行動不再沉默，也許永遠不會再這樣。」（The actions of central banks are no longer cloaked in silence, and perhaps never will be again.）央行的對外溝通，從此誕生。

然而，在高度不確定、社群媒體興起、假新聞充斥的環境下，央行如何有效地對外溝通，已成為一項重要的任務。

1、社群媒體等新形態溝通環境，央行信任度面臨下滑的風險

當今的溝通環境為央行總裁在內的決策者帶來 2 個關鍵挑戰：（1）爭取關注度的競爭日益激烈；以及（2）信任度普遍下滑帶來的風險。

過去，決策者可依賴的溝通管道主要是「單行道」（one-way street）。關鍵訊息通常透過電視、廣播及報紙等傳統大眾媒體，集中傳達給廣泛大眾。但如今，溝通環境發生了巨大變化，資訊流動加速且零碎化。

網路與 24 小時全天候新聞的出現，意味著爭取民眾關注度的競爭明顯加劇。社群媒體的興起，使溝通成為一條「雙向道」（two-way street）：任何擁有智慧型手機的人都可能成為記者、出版商或有影響

⁶³ Jefferson (2023)。

力的人，他們可以發表自身的觀點。然而，這些變化使得有效溝通政策變得更加困難。

在網路時代，決策者不能再認為受到大眾的關注是理所當然的事情。最近的研究發現，人們在螢幕上的平均注意力持續時間，已從 2004 年的 150 秒左右，驟降到今日的 47 秒。傳播真實訊息也變得愈來愈具挑戰性。X（前身為推特（Twitter））上的假訊息傳播速度，較真實訊息快約 10~20 倍，且更武斷的推文可能會吸引更多人關注。這種不斷變化的溝通環境，導致全球決策者皆面臨信任度下滑所帶來的風險。全球調查結果顯示，近 50% 的受訪者認為他們的政府是虛假或誤導性資訊的來源。另一研究發現，平均而言，只有 4/10 的受訪者「大部分時間」相信新聞；在政治環境較兩極化的國家，信任度較低。

對央行而言，溝通在當今有效決策的藝術中扮演著至關重要的角色；但是，新技術、假新聞等媒體環境的若干變化，使得決策者愈來愈難深入更廣泛的大眾。換言之，隨著有效溝通的需求不斷增長，決策者發出自身聲音的難度也隨之提高，這是不容忽視的問題。

2、前瞻式指引在高度不確定性的環境下，恐已不合時宜

全球金融危機後，先進經濟體央行為強化溝通而採前瞻式指引（forward guidance）；惟近年來，Fed 主席 Powell、加拿大央行前總裁 Stephen Poloz 等中央銀行家皆承認，前瞻式指引在危機期間或有必要，但目前恐已不合時宜。

正因未來具高度不確定性，對央行而言，推測其未來的決定，實屬不智；例如 Fed 無法得知 6 個月後理想的短期政策利率為何，更遑論 2~3 年後⁶⁴。此外，運用其他與前瞻式指引類似的貨幣政策工具，亦屬不智，包括：BoJ 與澳洲央行所採的殖利率曲線調控（Yield Curve

⁶⁴ King (2021)。

Control, YCC)⁶⁵、Fed 於 2020 年新採的彈性平均通膨率目標化(flexible average inflation targeting)，以及承諾釘住較高的通膨率以拉低實質利率等。另外，運用前瞻式指引存在多種困難，此種溝通方式與過去強調策略性模糊(strategic ambiguity)的作法截然不同；考量到小型開放經濟體易於受到各種不可控的外在因素影響，須重新評估前瞻式指引的運用⁶⁶。

中央銀行家經常強調，前瞻式指引並非保證，最適政策利率途徑的前瞻式指引，例如 Fed 的點陣圖(dot plot)，亦只是條件預測。但是，央行預測錯誤時，最好承認存在極端不確定性。

King 援引古老的傳說指出，約莫一千年前，英格蘭王國的大臣對克努特國王(King Canute)奉承說：「您的權威無人能及，連大海都要聽從您的命令。」於是，克努特國王在海邊設置了一張國王寶座，並坐在上面，命令即將逼近的海水即刻退去；然而，在自然法則的驅使下，潮水依然上升並向岸邊湧來，淹過了克努特國王的腳與腿。克努特國王坐在即將到來的潮汐前，真正的目的是要告訴臣子們，他並非萬能，無法僅靠語言來消除自然的力量。

3、貨幣政策溝通應更平易近人及謙卑

研究顯示，建立人們對央行信任的最重要因素是，人們認為央行能夠履行自身的職責。不過，行動須仰仗溝通的支持，改善央行溝通的 2 種方法包括：更平易近人、更謙遜。

從歷史上看，央行主要與金融市場參與者及其他專家溝通，這些受眾通常會仔細傾聽，並對央行所談論的問題有更多的專業知識。這種舒適圈(comfort zone)導致央行使用相當複雜的語言，進而限制了

⁶⁵ BoJ 於 2016 年 9 月推出 YCC，並於本年 3 月宣告結束；澳洲央行於 2020 年 3 月推出 YCC，並於 2021 年 11 月宣告結束。

⁶⁶ Central Banking (2022)。

貨幣政策溝通的範圍，尤其是與非專業受眾的溝通。此外，全球金融危機以來，各國央行的貨幣政策工具箱急劇擴大，貨幣政策溝通的篇幅也隨之增加。例如，2007~2020 年，ECB 貨幣政策決策聲明(Monetary Policy Statement, MPS) 平均長度增加了 7 倍多。

鑑於當前媒體環境的關注度稀缺性(scarcity)，央行的溝通方式須更加平易近人，除讓自身的目標更簡單、更明確、更容易傳達外，還須使用通俗易懂的語言。例如，ECB 貨幣政策決策聲明有別於過去的介紹性陳述(introductory statement)，變得更易於理解、更簡短且以敘事(narrative)為導向。此外，ECB 推出一個為非專業受眾量身訂做的版本：貨幣政策聲明一覽(Monetary Policy Statement at a glance, MPS at a glance)，使用更簡單的語言與一目了然的圖像，並提供所有歐盟語言版本。

研究指出，ECB 更清晰的溝通，可提高傳統媒體及社群媒體的參與度。讓貨幣政策溝通變得更簡單、更貼近人們的生活，可使他們對關鍵訊息的理解程度提高 40%。另外，ECB 使用通俗易懂的語言，與大眾溝通，可使自身的可信度提高約 10%。

面對高度不確定性的環境，央行在預測方面的任務變得更艱鉅。對此，央行須向大眾更清楚地解釋這一點：告訴他們央行能知道什麼、不能知道什麼，以及在這種環境下如何繼續履行自身的職責。

Lagarde、德國央行前總裁 Weidmann、BoE 前總裁 King 等中央銀行家認為，央行溝通時保持謙遜是建立信任的關鍵。未來具高度不確定性，對央行而言，推測其未來的決定，實屬不智；央行應保持謙遜，並避免採類如前瞻式指引等政策工具。

陸、結論與建議

一、處理影子銀行的隱藏性槓桿問題為優先要務，台灣主管機關已針對影子銀行業進行監管或指導

全球金融危機後，全球金融監管當局積極提出各項金融改革，銀行業體質已被強化，惟過去銀行所承受的風險似已移轉至影子銀行。大型銀行因被加強監管，對於中小型企業的貸放變得謹慎，但未受監管的影子銀行體系，卻對信用較差公司，增加資金提供。全球金融危機前後，影子銀行的金融資產規模與銀行大致相當，且一度在 2008 年低於銀行。然而，全球金融危機後，影子銀行的規模急速擴大，且遠超過銀行。

對此，FSB 秘書長 John Schindler 指出⁶⁷，處理影子銀行部門數兆美元的隱藏性槓桿問題，將列為本年優先要務。槓桿議題可能會引發廣泛的關注，因為影子銀行內部的槓桿難以追蹤，而各國央行亦難以監控。不過，因為大部分數據非屬於證券監管當局的職權範圍，一切須仰賴 FSB 與各國央行合作。

南韓央行於上年 12 月發布的「金融穩定報告」⁶⁸，亦對影子銀行發出警告。南韓影子銀行成長快速，不僅資產規模大幅擴張，信用中介管道、金融產品及交易對手也愈來愈多樣化。在此過程中，風險衡量變得更加複雜，資金更集中於房地產等某些領域，其與資本市場的連結亦更強。儘管金融監管當局正在規劃與實施監管措施，以遏制影子銀行的風險，但在金融創新的過程中，新的金融商品與技術出現，以及影子銀行的業務範圍進一步擴大，恐發生意想不到的風險。因此，南韓央行指出，應不斷努力監控影子銀行的經營行為與潛在風險。密

⁶⁷ Jones (2023)。

⁶⁸ Bank of Korea (2023)。

切關注金融機構之間，以及金融機構與市場之間的相互關聯性（interconnectedness），所產生的潛在系統風險；同時，須主動發現那些穩健性惡化的脆弱部門，因其可能將風險轉移至其他部門。經常性地檢查證券公司等金融機構的經營狀況與交易細節，在金融體系中的地位日益重要。

台灣央行於 2013 年 5 月發布「金融穩定報告」指出，如參酌 FSB 建議，評估具有影子銀行經濟功能者，包括：證券金融公司、票券金融公司、固定收益型共同基金、貨幣市場型共同基金、不動產證券化型共同基金、民間融資與租賃業，以及資產證券化信託機構等 7 類。上述列入影子銀行業的機構，除民間融資與租賃業外，均已納入金管會之監理範疇。2017 年行政院因融資公司問題，召開協調會，由於經濟部為「公司法」的主管機關，因此當時決定經濟部負責暫管民間融資與租賃業。

近期，先買後付（Buy Now Pay Later, BNPL）的消費型態，讓年輕人掉入債務陷阱，引發極大爭議。金管會表示，BNPL 及租賃業均屬民間借貸，並非金融特許事業，但仍對其進行指導。在金管會指導下，租賃公會 2 大自律公約於本年 4 月 4 日公告上路，其針對 BNPL、中古車貸業務分別訂出自律規範共 11 條。根據租賃公會 2 大自律公約，引起關注的低消費力族群過度貸款（年輕人過度消費）、中古車經銷商授信槓桿過大（融資過頭信用擴張）、委外催收等 3 大爭議，租賃公會與會員公司都將全力落實自律規範、配合政策與主管機關合作化解。

二、各國政府及民間部門須集體行動，促進性別平等，台灣亦致力於實現董事會成員性別多元化之目標

幾世紀以來的父權制、歧視及不利的刻板印象，導致科學及技術領域出現巨大的性別差距。聯合國秘書長 António Guterres 呼籲⁶⁹，各國政府及民間部門須採取集體行動，提供促進性別平等的教育，並改善技能培訓及擴大投資，以縮小數位性別落差(digital gender divide)。實現性別平等的目標是出於良好的意願，但還須付出更大的努力，而「玻璃天花板」與「玻璃懸崖」，都是應意識到並積極因應的性別平等障礙。

台灣在致力於性別平等方面，已做出諸多努力。例如，金管會因應國際性別平等發展趨勢，推動性別平等政策，為提升女性參與及進入公司決策階層，參酌國際發展趨勢，採循序漸進方式，自公司治理評鑑第 2 屆（2015 年）起，增加女性董事相關指標，並自 2020 年起增加董事任一性別達 1/3 之加分項目，藉由評鑑機制鼓勵及引導上市櫃公司重視及落實性別平等。

嗣為促進上市櫃公司董事會組成結構健全發展，金管會於 2021 年修正發布「公開發行公司年報應行記載事項準則」，要求公司於年報揭露董事會包括性別組成等多元化政策、具體管理目標與落實達成情形；並為進一步提升上市櫃公司董事性別多元化，於上年 3 月發布之上市櫃公司永續發展行動方案項下增加董事不同性別之強制性規範，包含自上年起申請上市櫃掛牌公司董事會須包含至少 1 名不同性別董事，自本年起已上市櫃公司應依董事屆期改選委任至少 1 名不同性別董事，及自明（2025）年起上市櫃公司董事會任一性別董事席次未達 1/3 者，應於年報具體揭露原因與採行之措施。

⁶⁹ Subramaniam (2023)。

台灣逐步透過公司治理評鑑指標、年報資訊揭露及強制至少委任 1 名不同性別董事等機制循序推動下，目前逾 7 成上市櫃公司已有設置不同性別董事，且董事任一性別比例達 1/3 之比率亦逐年提升。金管會指出，未來將持續推廣宣導，並參酌國際間董事性別制度發展，滾動檢討調整相關措施，以達董事會成員性別多元化之目標。

三、美國中小型銀行危機尚未結束，台灣銀行業財務體質健全，不致產生系統風險

上年 3 月爆發的美國中小型銀行危機，突顯銀行妥適管理利率風險與資金流動性，以及當局適當監管之重要性。為鼓勵銀行使用貼現窗口進行借貸，Fed 官員一再呼籲銀行應善用 Fed 融通機制，充當應急的資金來源，並已計劃要求美國銀行業每年至少使用 Fed 貼現窗口一次，俾消除貼現窗口的汙名化。不過，美國中小型銀行危機結束恐言之過早，當前商業不動產的困境，致在商業不動產貸款占主導地位的美國中小型銀行更蒙上一層陰影，亦使外界的擔憂劇增。

相較於歐美，台灣銀行業財務體質健全，流動性指標均高於法定標準，具備風險承受能力，營運特性亦與矽谷銀行等銀行不同；另在台灣央行升息步調平穩下，台灣銀行業因存放款利差擴大，上年獲利續創歷史新高。整體而言，台灣金融體系應不致產生系統風險。

四、貨幣政策與財政政策仍應維持適當界限，具可信度的制度性架構至關重要

近年來，貨幣政策與財政政策逐漸走向穩定區域（region of stability）的邊界，從而導致當前兩者間的緊張局勢加深，且可能導致潛在的總體經濟風險與金融風險逐漸醞釀。

為確保貨幣政策與財政政策穩固地維持在穩定區域，亟需良好的制度性架構與保障；在具可信度的制度性架構下，政府須維護財政可持續性，央行則應聚焦於其物價穩定等核心職責。畢竟，貨幣政策與

財政政策需保留足夠的安全邊際（safety margins），以因應非預期的意外事件與衝擊等；最終，在總體經濟穩定與金融穩定的環境下，由供給面因素驅動的可持續成長才得以鞏固⁷⁰。

五、政策當局應確保危機期間的干預僅為暫時性，另須採行適當的金融監管與總體審慎政策

由於私部門債務與槓桿水準仍高，近期金融支配的隱憂逐漸升溫。外界認為，主要央行可能因憂心金融市場劇烈動盪等金融不穩定風險而不願緊縮貨幣政策；先前美國與歐洲的銀行業倒閉事件，或許即凸顯了此種潛在的金融不穩定⁷¹。

為維持金融穩定、避免金融支配的疑慮蔓延，主要央行或可重新思考其最後貸款者與最後造市者等角色、確保危機期間對市場的介入僅為暫時性，並強化對外溝通。此外，妥適的金融監管政策與總體審慎政策等，均至關重要。

六、在高度不確定性的環境下，央行執行貨幣政策須與時俱進並審慎行事

誠如 Fed 主席 Powell 於 2018 年在 Jackson Hole 全球央行年會中所言，經濟係以難以即時察覺及衡量的方式在變動，重要總體經濟變數的位置已出現位移，理應指引貨幣政策的自然失業率（ u^* ）、實質中性利率（ r^* ）等重要指標，都已變得不精確。在此情況下，仰賴這些星星指引的貨幣政策，已面臨莫大挑戰。當時 Powell 認為，在不確定的環境下，似較適合採觀望態度，謹慎行事。

在單一經濟指標的不確定性增加之際，貨幣政策決策者須即時檢視範圍更廣的經濟指標、善用大數據（big data）分析來協助政策執行，並取決於數據（data dependent）審慎進行決策。

⁷⁰ BIS (2023)。

⁷¹ Frenkel et al. (2023); El-Erian (2023)。

面對地緣政治風險升高、美中對抗持續等諸多不確定性，近年來，Fed、ECB、BoE 等先進國家央行皆強調，貨幣政策的風險管理之重要性。在不確定性充斥的環境下，貨幣政策須考慮一系列關於目前與未來經濟狀態的可能情境。此似偏屬較廣泛的風險管理方法，嘗試評估為達成通膨率目標所採行不同政策路徑之妥適性，並考量其對實體經濟與金融穩定可能帶來的風險與副作用。

在不確定的經濟環境中，吾人不能根據簡單法則或中間目標（intermediate target）制定政策。這意謂著，吾人不能完全依賴用舊數據估計的模型；同時，還須避免過分關注當前數據、「一邊開車，一邊看後視鏡」等其他陷阱，因為這很可能使貨幣政策成為一種回應力量（reactive force），而非穩定的力量。

七、前瞻式指引恐已不合時宜，央行溝通應更平易近人、更謙遜

Fed 前主席 Ben Bernanke 曾說過：「貨幣政策 98% 是喊話，只有 2% 是行動。」（Monetary policy is 98% talk and only 2% action.）喊話與行動之間的比重雖可進一步討論，惟無庸置疑的是，央行不僅要制定正確的政策，還須以正確的方式談論它。

對央行而言，溝通在當今有效決策的藝術中扮演著至關重要的角色。全球金融危機後，先進經濟體央行為強化溝通而採前瞻式指引，惟在目前高度不確定的環境下，恐已不合時宜。

另外，新技術、假新聞等媒體環境的若干變化，使得決策者愈來愈難深入更廣泛的大眾。換言之，隨著有效溝通的需求不斷增長，決策者發出自身聲音的難度也隨之提高，這是不容忽視的問題。對此，為建立民眾對央行的信任，央行溝通應更平易近人、更謙遜。

參考文獻

- 中央銀行（2010），全球金融危機專輯（增訂版），中央銀行，3 月。
- 中央銀行（2016），「全球化的發展、問題與未來挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 22 日。
- 中央銀行（2021），「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（2022），「國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 16 日。
- 中央銀行（2023），「全球化的演進及其面臨的問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。
- 日本經濟新聞（2022），「『ゾンビ企業』世界で増加」，日本經濟新聞，7 月 28 日。
- 日本經濟新聞（2024），「23 年倒産、コンプラ違反初の 300 件超、コロナ融資重荷」，日本經濟新聞，1 月 19 日。
- 甘雯綺（2013），「影子銀行的監理架構與問題」，國際金融參考資料，第 65 輯，中央銀行，6 月。
- 齊藤雄太、川手伊織（2023），「リーマン危機 15 年、金融システムに脆さ『影の銀行』」，日本經濟新聞，9 月 15 日。
- 郭恬吟、陳倩如（2017），「全球金融危機以來，國際間金融管制改革的發展、影響與展望」，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，2 月。
- 郭恬吟、陳淑梅（2022），「不確定性對中央銀行的挑戰」，中央銀行內部報告，11 月。
- 郭恬吟、陳倩如、郭涵如、黃建勳（2023），「IMF F&D 專刊：後疫

情時代的貨幣政策」，中央銀行內部報告，5 月。

郭涵如、陳倩如（2023），「近期美國中小型銀行危機」，中央銀行內部報告，5 月。

陳倩如、陳淑梅、郭恬吟（2023），「地緣政治風險對全球經濟金融的影響與政策涵義」，中央銀行內部報告，12 月 1 日。

陳倩如（2023），「參加 SEACEN 研訓中心舉辦之『經濟與金融不確定時期的貨幣政策』課程研習報告」，行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書，12 月。

楊金龍（2022），「在當前高度不確定環境下，台灣經濟發展與央行貨幣政策面臨的挑戰」，於中華民國三三企業交流會演講，中央銀行，10 月 19 日。

Adrian, Tobias et al. (2024), “The US Banking Sector since the March 2023 Turmoil: Navigating the Aftermath,” *Global Financial Stability Notes*, IMF, Mar. 5.

Albuquerque, Bruno and Roshan Iyer (2023), “The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World,” *IMF Working Papers*, No. 125, June 16.

Armitstead, Louise (2009), “Ex-Fed Chief Paul Volcker’s ‘Telling’ Words on Derivatives Industry,” *Telegraph*, Dec. 8.

Banerjee, Ryan and Boris Hofmann (2018) “The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences,” *BIS Quarterly Review*, Sep. 18.

Bank of Korea (2023) “Box 4. Characteristics and Implications of the Domestic Non-bank Financial Intermediation Sector,” *Financial Stability Report*, Bank of Korea, Dec.

Barnichon, Regis, Christian Matthes, and Alexander Ziegenbein (2018),

“The Financial Crisis at 10: Will We Ever Recover?” *FRBSF Economic Letter*, Aug. 13.

Barr, Michael S. (2023), “2023 US Treasury Market Conference,” Speech at the 2023 US Treasury Market Conference, Federal Reserve Board, Nov. 16.

BIS (2012), “Post-Crisis Evolution of the Banking Sector,” Chapter VI, *BIS 82nd Annual Report*, Jun. 24.

BIS (2023), “Monetary and Fiscal Policy: Safeguarding Stability and Trust,” *BIS Annual Economic Report*, Jun. 25.

BoA Securities (2024), “Global Fund Manager Survey: Magnificent Sentiment,” *BoA Global Research*, Feb. 13.

Brunnermeier, Markus (2023), “Rethinking Monetary Policy in a Changing World,” *IMF Finance & Development*, Mar.

Callanan, Neil (2024), “Systemic Risk Concerns Grow among Money Managers as Real Estate Woes Cause Turmoil,” *Bloomberg*, Feb. 18.

Carstens, Agustín (2022), “Challenges for Central Banks,” Speech at the International Center for Monetary and Banking, Apr. 5.

Central Banking (2022), “BoK Governor Highlights Difficulty in Forward Guidance,” *Central Banking*, Oct. 17.

Chadha, Jagjit (2021), “Time to Stop Handing out the Pills: The Great QE Detox,” *Central Banking*, Nov. 3.

Chen, Vivien Lou (2024), “Inflation to Stay around 3% Because of Geopolitical Risks, BlackRock Says,” *MarketWatch*, Jan. 22.

Corsetti, Giancarlo (2023), “An Unconventional Collaboration,” *IMF Finance & Development*, Mar.

- Daniel, Will (2023), “The Bank Collapses Triggered by SVB Have Uncanny Parallels to the Savings and Loan Crisis of the 1980s,” *Fortune*, Mar. 22.
- Deloitte (2018), “Too Many Canadian ‘Zombie’ Companies Drag down National Productivity, Affecting Potential for Our Country’s Lasting Success,” Deloitte, Sep. 18.
- Demos, Telis (2023), “What’s Going on With Silicon Valley Bank?” *The Wall Street Journal*, Mar. 11.
- Department of the Treasury, Federal Reserve Board and Federal Deposit Insurance Corporation (2023), “Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and FDIC,” *Press Release*, Federal Reserve Board, Mar. 12.
- Donnan, Shawn and Enda Curran (2023), “The Global Economy Enters an Era of Upheaval,” *Bloomberg*, Sep. 18.
- Dwyer, Patrick and Zaid Karim (2023), “The Discount Window: Intraday and Overnight Credit,” *2023 Central Banker Program*, Federal Reserve Bank of New York, May 16.
- Eichengreen, Barry (2020), “Monetary-Fiscal Policy Co-operation and the ‘Slippery Slope’,” *Central Banking*, Nov. 30.
- El-Erian, Mohamed (2023), “The Fed Should Resist Market Bullying,” *Financial Times*, Dec. 18.
- Ensign, Rachel Louise, AnnaMaria Andriotis and Paul Overberg (2016), “First Republic: Is It Wrong to Build a Bank for Wealthy Clients Only?” *The Wall Street Journal*, Aug. 16.
- FDIC (2023a), “JPMorgan Chase Bank, National Association, Columbus, Ohio Assumes All the Deposits of First Republic Bank, San Francisco,

California,” *Press Release*, FDIC, May 1.

FDIC (2023b), “Options for Deposit Insurance Reform,” FDIC, July 14.

Fed (2019), “Federal Reserve Board Finalizes Rules that Tailor Its Regulations for Domestic and Foreign Banks to More Closely Match Their Risk Profiles,” Fed, Oct. 10.

Federal Reserve Board (2023), “Federal Reserve Board Announces It Will Make Available Additional Funding to Eligible Depository Institutions to Help Assure Banks Have the Ability to Meet the Needs of All Their Depositors,” *Press Release*, Federal Reserve Board, Mar. 12.

Fels, Joachim (2016), “King Keynes and Knight Insights Into an Uncertain Economy,” *PIMCO Macro Perspective*, July.

Financial Times (2023), “The Coming Wave of Business Bankruptcies,” *Financial Times*, Nov. 9.

Fischer, Stanley (2016), “The Lender of Last Resort Function in the United States,” Speech at The Lender of Last Resort: An International Perspective, a Conference Sponsored by the Committee on Capital Markets Regulation, Feb. 10.

Frenkel, Jacob, Raghuram G. Rajan and Axel A. Weber (2023), “The World Needs A Humble Approach to Central Banking,” *Project Syndicate*, Dec. 8.

Goodhart, Charles and Manoj Pradhan (2020), *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave Macmillan.

Grieder, Timothy and Juan Ortega (2020), “A Financial Stability Analysis of Zombie Firms in Canada,” *Staff Analytical Note*, No. 3, Bank of

Canada, Feb.

Harris, Alex (2024), “The Fed Tells Banks Not to Be Shy About Asking It for Money,” *Bloomberg*, Jan. 26.

Hauser, Andrew (2023), “‘Less Is More’ or ‘Less Is a Bore’? Re-Calibrating the Role of Central Bank Reserves,” Speech Given at Kings College London’s Bank of England Watchers’ Conference, the Institution of Engineering and Technology, London, Nov. 3.

Heeb, Gina, Lauren Thomas and Justin Baer (2024), “Regulators Seize Troubled Philadelphia Bank, Republic First,” *The Wall Street Journal*, Apr. 26.

Hinge, Daniel (2023), “BoE’s Hauser Makes Case Against Ultra-Lean Balance Sheets,” *Central Banking*, Nov. 3.

Holland, Dawn and Katrina Ell (2023), “Close the Gender Gap to Unlock Productivity Gains,” *Moody’s Analytics*, Mar. 7.

Hoang, Anh and Qiongbing Wu (2022), “Could ‘Lehman Sisters’ Reduce Bank Risk-Taking? International Evidence,” *SSRN*, Jan. 18.

IMF (2023), “Global Debt Monitor,” IMF, Sep.

Jama, Janan (2023), “Seeing Through the Glass Cliff,” OMFIF, Aug. 1.

Jefferson, Philip N (2023), “Elevated Economic Uncertainty - Causes and Consequences,” Speech at the Third High-Level Conference on Global Risk, Uncertainty and Volatility, Nov. 14.

Jeffery, Christopher (2020), “Central Banking Enters A New Era,” *Central Banking*, Jun. 4.

Jiang, Erica et al. (2023), “Monetary Tightening, Commercial Real Estate Distress, and US Bank Fragility,” *SSRN*, Dec. 12.

- Johnson, Katanga (2024), “US Prepares Rule Forcing Banks to Tap Fed Discount Window,” *Bloomberg*, Jan. 18.
- Johnson, Katanga and Alex Harris (2024), “Fed Raises Rate on Emergency Loan Program to Stop Arbitrage,” *Bloomberg*, Jan. 25.
- Jones, Huw (2023), “Global Regulators Make Tackling Non-bank Leverage a Priority for 2024,” *Reuters*, Dec. 21.
- King, Mervyn (2021), “The King Canute Theory of Inflation,” *Bloomberg*, Nov. 24.
- Krishna, Mrinalini (2023), “First Republic, Regional Banks Won’t Benefit Much From Fed’s New Funding Program,” *Company News*, Investopedia, Mar. 15.
- Krugman, Paul (2007), “Innovating Our Way to Financial Crisis,” *The New York Times*, Dec. 3.
- Lagarde, Christine (2018), “Ten Years After Lehman—Lessons Learned and Challenges Ahead,” *IMF Blog*, Sep. 5.
- Lagarde, Christine (2022), “Monetary Policy in an Uncertain World,” Speech at “The ECB and Its Watchers XXII” conference, ECB, Mar. 17.
- Lagarde, Christine (2023), “Communication and Monetary Policy,” Speech at the Distinguished Speakers Seminar organised by the European Economics & Financial Centre, ECB, Sep. 4.
- Lane, Philip R. and Gian Maria Milesi-Ferretti (2011), “Cross-Border Investment in Small International Financial Centers,” *International Finance*, Vol. 14, Issue 2, pp. 301-330, Aug. 26.
- Langton, James (2020), “Corporate Canada’s Zombie Apocalypse,”

Investment Executive, Feb. 20.

Laughlin, Lauren Silva (2023), “Jamie Dimon Bails out First Republic – and FDIC,” *Reuters*, May 2.

Louise, Rachel Ensign et al. (2023), “Why First Republic Bank Collapsed,” *The Wall Street Journal*, May 1.

Luttrell, David et al. (2013), “Assessing the Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis and Its Aftermath,” *Dallas Fed Economic Letter*, Sep.

Masciandaro, Donato, Paola Profeta and Davide Romelli (2018), “Do Women Matter in Monetary Policymaking?” *BAFFI CAREFIN Centre Research Paper*, No. 88, Sep. 13.

Matt, Turner (2023), “First Republic Handed Out Billions in Ultra-Low-Rate Mortgages to the Wealthy. It Backfired Horribly,” *Insider*, Apr. 26.

McLeod, James (2018), “Deloitte Sounds Alarm about Canada’s ‘Zombie’ Companies,” *Financial Post*, Sep. 18.

Metrick, Andrew and Paul Schmelzing (2023), “The March 2023 Bank Interventions in Long-Run Context – Silicon Valley Bank and Beyond,” *NBER Working Paper*, No. 31066, Mar.

Nouy, Danièle (2017), “Gaming the Rules or Ruling the Game? – How to Deal with Regulatory Arbitrage,” Speech at the 33rd SUERF Colloquium, ECB, Sep. 15.

OMFIF (2023), “Gender Balance Index 2023,” OMFIF, Apr. 20.

Rajan, Raghuram (2023), “Central Banks Are Wrong to Abandon Key Guardrails,” *Financial Times*, Dec. 19.

- Reinwald, Max, Johannes Zaia and Florian Kunze (2022), “Glass Cliffs: Firms Appoint Female Executives in Times of Crisis as a Signal of Change to Investors,” *LSE Business Review*, Aug. 19.
- Rodrik, Dani (2023), “The Global Economy’s Real Enemy is Geopolitics, Not Protectionism,” *Project Syndicate*, Sep. 6.
- Roubini, Nouriel (2023), “From Great Moderation to Great Stagflation,” *Project Syndicate*, Aug. 9.
- Saini, Manya (2024), “Fulton Financial’s Stock Jumps on Takeover Deal for Failed Republic First Bank,” *Reuters*, Apr. 30.
- Santilli, Peter and James Benedict (2023), “Silicon Valley Bank’s Meltdown Visualized,” *The Wall Street Journal*, Mar. 11.
- Schnabel, Isabel (2022), “Monetary Policy and the Great Volatility,” Speech at the 2022 Jackson Hole Economic Policy Symposium organised by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 27.
- Shirai, Sayuri (2021), “MMT and the Challenge of Fiscal Monetary Coordination,” *Central Banking*, Sep. 17.
- Subramaniam, Tara (2023), “Gender Equality Will Take 300 Years to Achieve, UN Chief Warns,” *CNN*, Mar. 7.
- The Economist (2014), “The Lure of Shadow Banking,” *The Economist*, May 8.
- The Economist (2023a), “After Years in Decline, Is the Gender Pay Gap Opening Up?” *The Economist*, Mar. 9.
- The Economist (2023b), “What Does Silicon Valley Bank’s Collapse Mean for the Financial System?” *The Economist*, Mar. 10.

The Economist (2023c), “First Republic Bank Is on the Edge of a Precipice,” *The Economist*, Apr. 26.

The Economist (2024a), “How America Accidentally Made a Free-Money Machine for Banks,” *The Economist*, Jan. 18.

The Economist (2024b), “Are NYCB’s Troubles the Start of Another Banking Panic?” *The Economist*, Feb. 8.

Weidmann, Jens (2022), “A New Age of Uncertainty? Implications for Monetary Policy,” Speech at Per Jacobsson Lecture and Panel Discussion on the Occasion of the Bank’s Annual General Meeting, June 26.

Woodall, Samuel R. et al. (2018), “‘Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act’ Is Enacted,” Compliance & Enforcement, NYU Law’s Program on Corporate Compliance and Enforcement, June 5.