

特 載

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

中央銀行

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）問題，廣泛影響至美國及全球經濟；而新冠肺炎（COVID-19）危機則是疫情對各國經濟帶來的廣泛影響，並蔓延至金融體系。

全球金融危機期間，美國 Fed 採大規模資產購買計畫，對華爾街（Wall Street）進行大規模紓困，惟美國及全球經濟仍出現大衰退（Great Recession）；新冠肺炎危機所致的經濟下滑更為急遽且廣泛，各國央行與政府更迅捷地祭出更強力的因應措施，尤其直接對主要大街（Main Street）紓困，期避免暫時性的大封鎖（Great Lockdown）危機造成永久的傷害。

本文擬先說明新冠肺炎危機與全球金融危機的起因、對實體經濟的影響，以及貨幣金融情勢概況；接著引介兩次危機期間，主要經濟體央行、政府與金融監管當局等所採的因應對策；最後探討兩次危機帶給吾人的啟示與反思，俾供各界參考。

壹、新冠肺炎危機與全球金融危機的起因及影響有別^{（註1）}

一、新冠肺炎危機與全球金融危機的起源，及對實體經濟的影響不同（表1）

（一）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；新冠肺炎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。

（二）相較於全球金融危機後，金融機構與民間去槓桿化（deleveraging），貨幣

政策傳遞機制受阻，實體經濟復甦緩慢。新冠肺炎危機後，伴隨歐美疫情受控，經濟陸續逐漸恢復，預期全球 GDP 成長的反彈力道較大、貿易復甦速度較快。

表 1 全球金融危機與新冠肺炎危機的比較：起因及對實體經濟的影響

兩次危機 比較內容	全球金融危機	新冠肺炎危機
起因	金融體系內生的不穩定問題，影響更廣泛的實體經濟。	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。
GDP	2009 年全球 GDP 下跌 1.74%，2010 年成長 4.23%，反彈力道較小。	- 上年全球 GDP 下跌 3.73%，預估本（2021）年成長 5.68%，反彈力道較大。 - 中國大陸 GDP 於上年第 2 季迅速恢復，與其他 G20 國家不同。
全球貿易	全球商品貿易量下滑 12.8%，復甦時間花費 25 個月。	- 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。 - 服務貿易表現依然低迷，部分係因諸多國家的旅遊禁令，限制了觀光旅遊業的復甦。
失業率	2009 年全球失業率為 7.33%。 - 就美國而言，2007 年 11 月失業率為 4.7%，之後持續飆升，於 2009 年 10 月達最高點 10%；直至 2013 年 12 月，才降至 6.7%。	- 上年全球失業率為 8.09%。 - 就美國而言，上年 3 月失業率僅 4.4%，隨疫情轉趨嚴峻，於上年 4 月飆升至 14.8%；本年 5 月，失業率已降至 5.8%。

兩次危機 比較內容	全球金融危機	新冠肺炎危機
受影響的產業	全球金融危機引發全面性的大衰退，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。	- 新冠肺炎危機引發大封鎖，對產業的影響呈不對稱性^(註2)。 - 受負面影響較大者：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。 - 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。
企業破產情形	根據 OECD 資料，全球金融危機期間，許多國家的企業破產情形似較嚴重，如美國、挪威、丹麥、荷蘭等。	- 新冠肺炎危機期間，許多國家的企業破產情形似較輕微，顯示政策當局緩解企業短期財務壓力的政策支持似已奏效，惟此一相對良性的現象能否持續，仍待觀察。 - OECD 指出，目前其可得資訊主要仍集中於大型企業與中型企業，未來如有更多企業（尤其是較小型、較脆弱企業）申報相關資料，方可獲得較完整的全貌。此外，長久而言，債務積累、企業殭屍化（zombification）等問題，可能將逐漸浮現。

資料來源：國際組織、各國官方網站等

二、兩次危機爆發後的貨幣金融情勢不同（表 2）

- (一) 全球金融危機後，股市重挫，歷經較長時間才回補跳空缺口；新冠肺炎危機後，股市亦大幅下跌，惟相對較快回溫。
- (二) 相較於全球金融危機期間，美國、日本、歐元區等主要經濟體的貨幣總計數成長溫和；新冠肺炎危機爆發後，彼等的貨幣總計數均大幅成長。

(三)有別於全球金融危機期間，美國、日本、歐元區等主要經濟體的銀行信用大幅萎縮；新冠肺炎危機爆發後，彼等的銀行信用則均呈增加。

表 2 全球金融危機與新冠肺炎危機的比較：貨幣金融概況

兩次危機 比較內容	全球金融危機	新冠肺炎危機
股市 *	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。	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 87%（註 3）。
貨幣總計數	• 美國：全球金融危機後，M2 成長率曾由 5%~6%，幾度短暫升至約 10%；嗣後則維持於平均 5% 左右的水準。 • 日本：全球金融危機後，M3 成長率僅約 1%~2%。 • 歐元區：全球金融危機後，M3 成長率僅約 4%。	• 美國：疫情爆發後，M2 成長率自上年 3 月即升至 10.2%，5 月更跳升至 22.0%，之後維持逾 20% 的水準；本年 4 月則略降至 18.0%。 • 日本：疫情爆發後，M3 自上年 5 月開始明顯增加；本年 2 月，M3 成長率已飆升至 8%，創下自 2003 年 4 月開始統計以來的最高餘額紀錄；本年 5 月則降至 6.9%。 • 歐元區：疫情爆發後，M3 成長率於上年 3 月升至 7.5%；本年 1 月進一步升至 12.5%，4 月則降至 9.2%。
銀行信用	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。	相較於新冠肺炎危機前（2019 年 1 月 ~2020 年 1 月），新冠肺炎危機爆發後，美國、日本、歐元區的銀行信用則均呈增加。

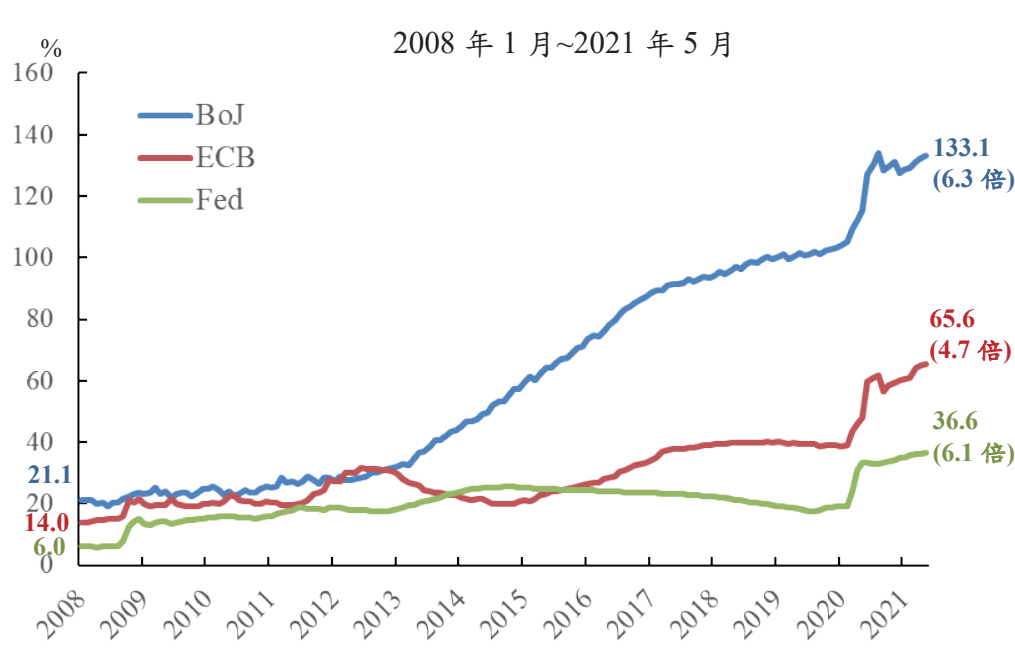
資料來源：國際組織、各國官方網站等

貳、兩次危機期間的因應對策不盡相同

一、相較於全球金融危機，新冠肺炎危機爆發後，各國央行以空前的規模、速度與範疇，採取更強力的貨幣政策措施^(註4)

(一)為因應新冠肺炎危機，主要央行重啟並擴大全球金融危機時期的貨幣政策工具，除降息外，更擴大資產購買計畫（或泛稱的量化寬鬆（Quantitative Easing, QE）措施）、加快購債速度等，導致彼等資產規模對 GDP 比率遽增（圖1）。

圖1 主要央行資產規模對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

(二)此外，主要央行亦推出範圍更廣的信用融通機制（表3）^(註5)，例如 Fed 即直接對中小企業等提供流動性與信用支持、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（見下頁專欄）。

表 3 新冠肺炎危機期間，主要央行所採 QE 及信用融通機制

央行	QE 措施	信用融通機制
Fed	持續購入所需規模；另除購買美國公債及機構房貸抵押擔保證券外，新增機構商業不動產抵押貸款擔保證券	商業本票融資機制
		定期資產擔保證券貸款機制
		初級市場公司債融通機制
		次級市場公司債融通機制
		市政債流動性機制
		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
ECB	擴大 QE 措施	放寬長期再融通操作條件
	因應流行病緊急購買計畫	第三輪定向長期再融通操作
		因應流行病緊急長期再融通操作
BoJ	移除 JGB 購買額度上限	企業金融支援特別操作
	提高商業本票及公司債購買上限	中小企業資金支援措施
	增加股票 ETF 及 J-REIT 購買上限	

資料來源：各央行官網

專欄：主要大街（Main Street）vs. 華爾街（Wall Street）*



主要大街一詞出自於諾貝爾文學獎得主 Sinclair Lewis 於 1920 年發表的小說 Main Street；在美國許多城市與鄉村，特別是小城鎮，都會有一條貫穿城鎮的中心街道，為居民購物、社交、觀看年度遊行的場所，這種街道的路名通常稱為 Main Street。發展迄今，主要大街泛指中小企業、中小型工廠與平民階級，代表一般受雇員工的平民階級或社會主要群體的利益。

至於華爾街，其實是位於美國紐約市曼哈頓金融商業區的一條街道，美國紐約證券交易所（NYSE）與許多金融機構皆座落於此，是橫跨美國紐約曼哈頓的金融中心；如今，華爾街已成為美國具影響力的金融市場及金融機構之代名詞，並延伸至泛指包括金融、投資在內的美國巨型企業與富豪階級，代表高階管理層與富豪階級的利益。主要大街與華爾街兩者各自在新冠肺炎危機與全球金融危機的兩次不同經濟事件中，扮演要角。

一般咸認，全球金融危機的始作俑者為華爾街。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。全球金融危機重創華爾街，帶來龐大的經濟產出損失、社會財富損失等，Fed 大舉推出以華爾街為主要紓困對象的救市措施，惟此舉引發以主要大街的納稅人資金來援助華爾街之批評聲浪。

上年延燒迄今的新冠肺炎危機，性質則截然不同於全球金融危機；面對疫情導致大封鎖的衝擊，首當其衝的是主要大街。各國政府莫不大力推出激勵措施，並強化對主要大街的援助；例如美國 Fed 推出中小企業貸款方案（MSLP）與就業保護方案流動性機制（PPPLF）等，針對主要大街所提供的流動性，讓中小型企業均有取得資金的管道。

* 主要取材自：中央銀行（2021），「金融新知來報報：粉絲們大多聽過『華爾街』，那『主要大街』又是指什麼呢？」，央行官方臉書，3 月 9 日。

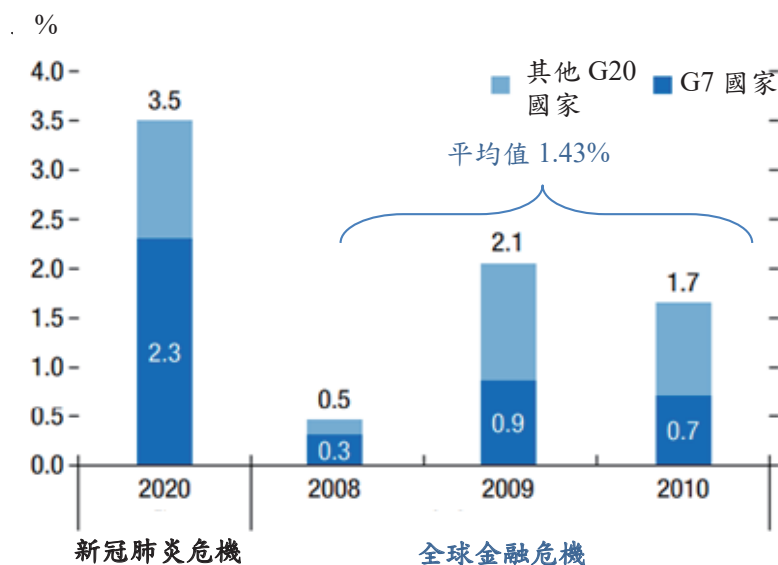
二、與全球金融危機期間相較，近期各國政府的財政支持措施規模更大，且相對偏重於對家計部門與企業的直接援助^{（註 6）}

（一）新冠肺炎危機爆發以來，各國政府已迅速地採行一系列大規模的財政支持措施；截至本年 3 月 17 日，全球財政支持規模已達 16 兆美元^{（註 7）}；上年 4 月初，G20 國家的財政支持規模對 GDP 比率即已達 3.5%，高於 2008~2010 年全球金融危機期間的平均值 1.43%^{（註 8）}（圖 2）。

（二）全球金融危機期間的財政措施除擴大公共支出、減稅、移轉支出外，尚包

括對問題金融機構提供援助等（表 4）。相較之下，新冠肺炎危機期間主要國家的財政措施，較著重於對家計部門與企業的援助；本年 4 月，IMF 指出^{（註 9）}，G20 先進經濟體的財政支持措施中，約有 1/3 的金額係用於就業保護與家計部門收入支持。

圖 2 G7、G20 國家財政支持規模對 GDP 比率



資料來源：IMF (2020)

表 4 兩次危機期間，主要國家所採財政措施之比較

	全球金融危機	新冠肺炎危機
主要財政措施內容	- 針對問題金融機構：充實銀行資本，對銀行直接注資，提供銀行債務保證 - 擴大公共支出（特別是基礎建設投資）等 - 減稅 - 提高對中低收入戶的移轉支出	- 針對企業雇主與員工：薪資補貼、以就業保護為條件的可免除貸款、貸款補助 - 針對家計部門：失業救濟金、現金移轉、遞延繳稅，以及疾病、家庭與育兒津貼 - 病毒檢測、疫苗研發

資料來源：國際組織、各國官方網站等

三、相較於全球金融危機後金融管制趨嚴，新冠肺炎危機後則放寬金融管制或延後實施

- (一) 全球金融危機的根源來自於金融體系，為彌補銀行體系的脆弱性，國際間金融監管當局採較嚴格的金融管制措施，如推出巴塞爾資本協定第三版 (Basel III)，以提高銀行的資本提列與流動性管理要求等^(註 10)。
- (二) 新冠肺炎危機期間，因全球金融危機後較嚴格的金融管制已使銀行體質更為強健、銀行資本相對充足，國際間採取放寬或延後金融監管要求等措施，以擴充銀行業的營運能力，維持信用供給 (表 5)。

表 5 新冠肺炎危機期間，國際間金融監管當局放寬金融管制或延後實施相關規範的概況

目 的	管 道	措 施
改善流動性	放寬或延後實施流動性規範	放寬或彈性調整流動性覆蓋比率 (Liquidity Coverage Ratio, LCR)：美國、歐元區、日本、加拿大、南韓等。
		- 延後實施或放寬淨穩定資金比率 (Net Stable Funding Ratio, NSFR) - 日本、印度等國延後實施；加拿大、南韓、印尼等國，則放寬規範。
改善資本	限制股利發放、放寬損失提列等，以提高資本水準，確保信用流向實體經濟	- 限制銀行業發放股利、限制買回庫藏股 - 截至本年 4 月，疫情期間曾限制銀行發放股利的經濟體共 45 個 (包括美國、英國與歐元區成員國等)；限制買回庫藏股者，則有 39 個經濟體 (包括美國、英國與歐元區成員國等)^(註 11)。
		- 放寬損失提列與逾放款的認定標準 - 對於預期信用損失，延後實施 (美國) 或放寬估計 (荷蘭)；或進行預期損失準備的過渡性安排 (加拿大)。 - 歐元區與加拿大對於逾放款，給予監管上的彈性。

目 的	管 道	措 施
改善資本	釋放資本緩衝	• 暫緩或放寬資本保留緩衝 (Capital Conservation Buffer, CCoB) — 印度延後增提時程；印尼暫時取消；俄羅斯可使用資本保留緩衝與系統重要性資本緩衝。
		• 調降逆循環資本緩衝 (Countercyclical Capital Buffer, CCyB)：英國、澳洲，及德國、法國等 (最低調降至 0%)。
	放寬風險性資產 (RWA) 或未經風險加權的資產之標準	• 降低風險性資產的風險權重 — 調降中小企業貸款的風險權重 (日本)、調降若干上市股票或對小型自營商貸款的風險權重 (南韓)。
		• 放寬槓桿比率 (Leverage Ratio) 規範或延後實施槓桿比率緩衝 — 計算槓桿比率時，排除銀行準備金 (美國、英國與日本)、銀行持有的公債 (美國、英國)。 — 巴塞爾銀行監理委員會宣布，延後實施對全球系統重要性銀行額外計提槓桿比率緩衝的要求。

資料來源：國際組織、各國官方網站等

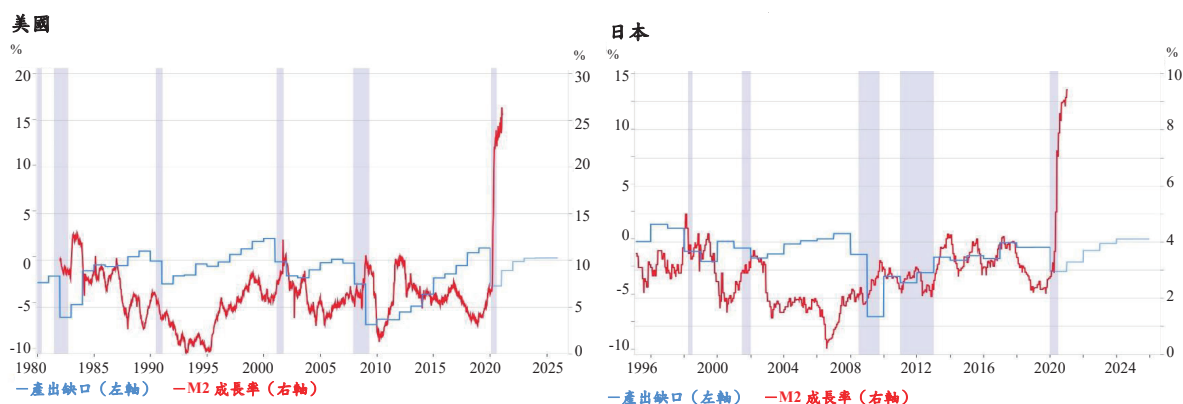
參、兩次危機帶來的啟示與反思

一、新冠肺炎危機後，美、日等主要經濟體 M2 成長率遠高於全球金融危機；惟產出缺口仍為負，未來通膨走勢值得關注^(註 12)

- (一) 全球金融危機後，各國央行注資金融體系，惟央行注資只進入準備貨幣，而未流向更廣義的貨幣總計數或銀行信用。
- (二) 新冠肺炎危機爆發後，美國與日本等經濟體 M2 成長率大增，更攀升至過去 40 年來高點；惟產出缺口大抵仍為負值 (圖 3)。
- (三) 近期美國通膨上揚較明顯^(註 13)，引發通膨是否持續走升的討論。一般認為，

短期內，美國通膨率可能因經濟重啟、供應鏈瓶頸等因素而暫時上揚，惟在產出缺口為負的情況下，通膨應不致持續，且通膨風險尚屬可控。惟若貨幣寬鬆、財政擴張持續擴大，通膨壓力仍可能升溫，未來通膨走勢值得關注。

圖 3 主要經濟體 M2 成長率與產出缺口

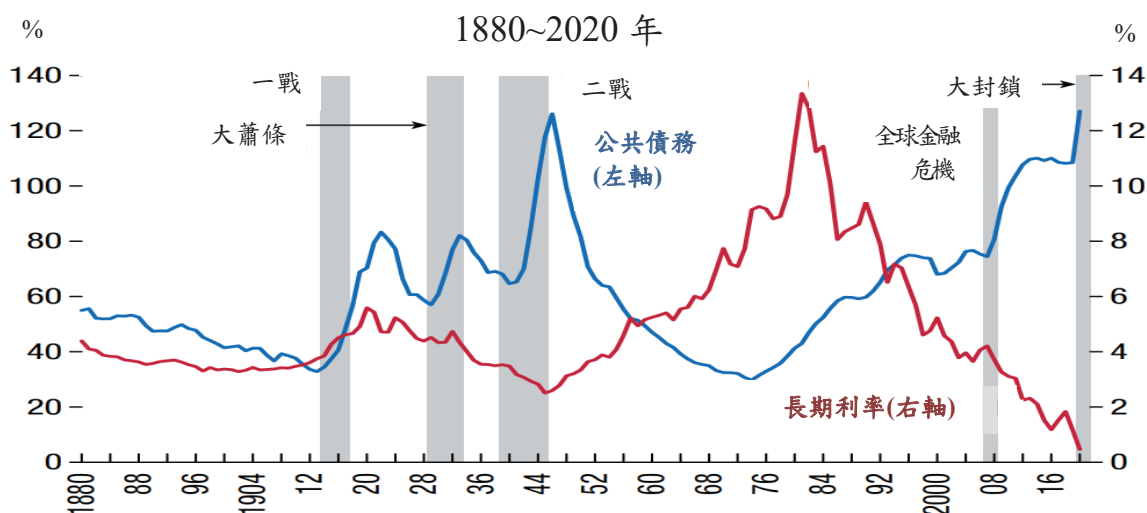


資料來源：Pradhan and Goodhart (2021)

二、新冠肺炎危機後，高公共債務、低利率情形較全球金融危機顯著；債務可持續性與經濟成長間的平衡，已成重要課題

- (一) 新冠肺炎危機爆發後，伴隨主要國家推出大規模的財政支持措施，先進經濟體的公共債務對 GDP 比率大幅攀升至 120.1%，遠超過全球金融危機期間，且攀抵二戰以來新高；不過，利率則位處歷史低點^(註 14)（圖 4）。
- (二) 一國的公共債務可持續性，主要取決於基本財政赤字、償債利率與 GDP 成長。全球金融危機的經驗顯示，過早推動財政撙節恐阻礙成長；財政撙節的時機與規模，須視一國的總體經濟與金融情勢而定；此外，推動可持續成長至關重要。
- (三) 在當前環境下，公共債務管理面臨莫大挑戰；目前國際間大抵認為，先進經濟體的債務可持續性尚無立即風險，惟對許多新興市場經濟體與發展中經濟體而言，高債務仍為一大限制^(註 15)。

圖 4 先進經濟體公共債務對 GDP 比率與債券殖利率



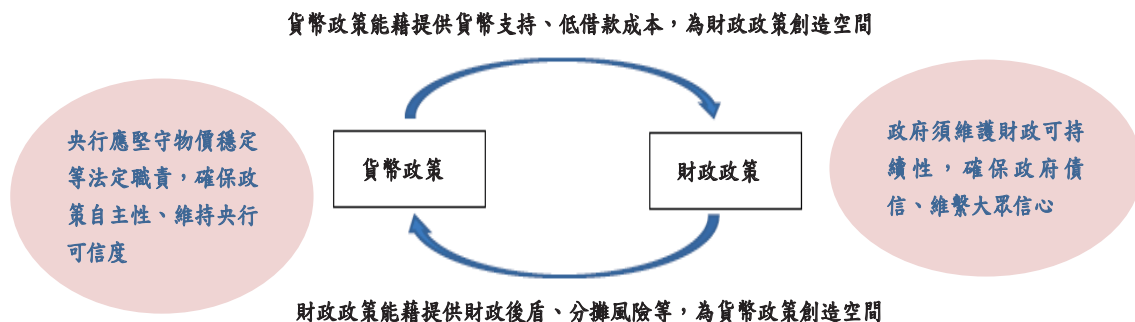
資料來源：IMF (2021), "Chapter 1: Tailoring Fiscal Responses," *IMF Fiscal Monitor*, Apr..

三、近期主要國家的貨幣政策範圍延伸過廣已引發擔憂；貨幣政策與財政政策固須妥適搭配，惟仍須維持適當分際^(註 16)

- (一) 新冠肺炎危機爆發後，主要國家貨幣政策與財政政策的協調與合作程度更甚以往。許多央行擴大資產購買計畫、大量購入政府債券，已使貨幣政策與財政政策的連結日增，甚至引發政府債務貨幣化 (debt monetization) 等疑慮。此外，若干主要央行推出廣泛的融通機制，與財政當局合作益加緊密，使兩者界限日益模糊。
- (二) 論者擔憂，新冠肺炎危機期間，主要央行提供融通的範圍過廣，已使央行超越了因應流動性風險的範疇，而踏入了涉及信用風險的領域；此可能使央行面臨信用配置、政治選擇等難題。此外，若貨幣政策與財政政策連結過深，甚至淪為受財政支配 (fiscal dominance)，恐削弱貨幣政策自主性及央行可信度，不利於長期經濟與金融穩定。
- (三) 一般認為，為因應危機，貨幣政策、財政政策固須妥適搭配，為彼此創造政策空間、重建政策緩衝；不過，未來如伴隨情勢恢復正常，貨幣政策與

財政政策仍須保持較明確的分際，俾維持政策可信度（圖 5）。

圖 5 貨幣政策與財政政策妥適搭配，有助於為彼此創造政策空間，惟兩者仍應維持適當分際



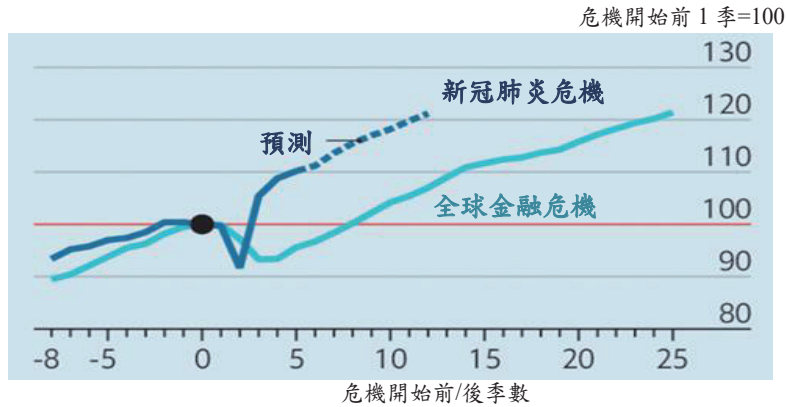
資料來源：Bartsch, Elga et al. (2020), “It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together,” *Geneva Reports on the World Economy* 23, Dec. 14；中央銀行 (2021)，「後疫情時代主要經濟體貨幣政策與財政政策的協調問題」，央行理監事會後記者會簡報，3 月 18 日。

四、新冠肺炎危機後，全球整體實質投資擴增速度可能較快，惟個別投資情況仍有所差異，對生產力的影響仍不確定^(註 17)

(一) 全球金融危機爆發後，全球實質投資緩步下滑；歷經逾兩年的期間，全球實質投資才回復至危機前高峰水準；新冠肺炎危機爆發後，全球實質投資下滑雖較急遽，惟亦回升較快（圖 6）。相關研究指出，疫情期間，若干大膽創新、轉型的企業可創造生產力紅利（productivity dividend），或有助於帶動生產力成長，尤以美國為最。

(二) 儘管全球整體實質投資加快，惟個別投資情況仍有所不同。相較於美國，歐盟的企業（尤其是中小企業）未採數位化、未進行創新的比例較高；目前擴大實質投資者，仍以大型科技公司為主。這波資本支出擴大的熱潮，是否象徵廣泛且持續的轉型，而與全球金融危機後投資疲弱的情況有別，抑或僅是經濟重啟後的暫時性現象，仍待進一步觀察。此外，在疫情所致的不確定性下，生產力成長能否提升，仍須視各企業的投資情況，及經濟情勢的後續發展而定。

圖 6 新冠肺炎危機後，全球整體實質投資擴增速度可能較快



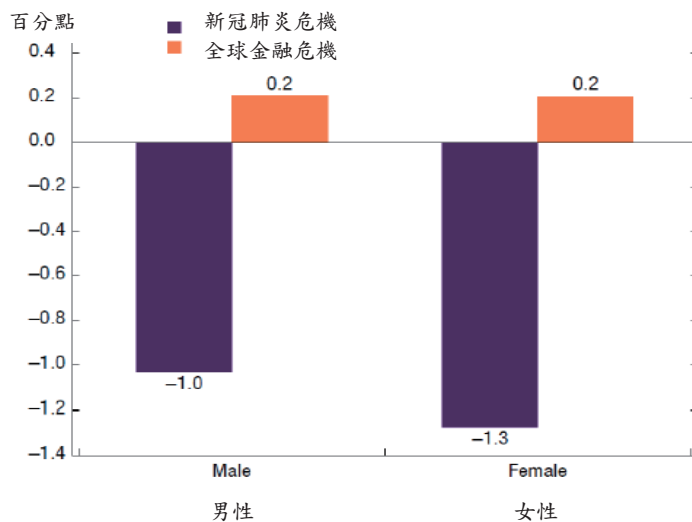
註：全球實質投資按購買力平價加權平均計算

資料來源：The Economist(2021)、Morgan Stanley、Haver Analytics

五、與全球金融危機相較，新冠肺炎危機對勞動市場衝擊較大，尤以女性、年輕人等為最，亦加劇不均擴大的擔憂

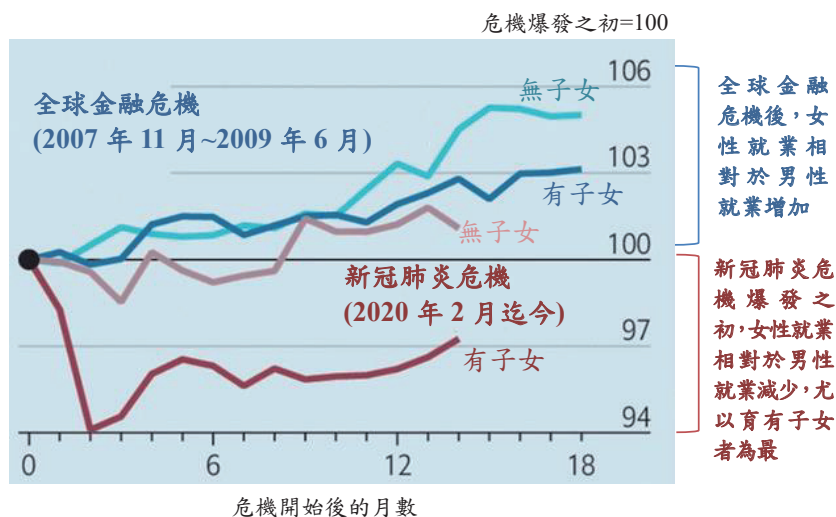
(一)相較於全球金融危機期間，新冠肺炎危機爆發後，整體勞動參與率下滑幅度較大，且女性所受衝擊較深^(註18)(圖7、圖8)。此外，較年輕、教育程度較低的勞動力之就業率下滑幅度亦較大^(註19)。

圖 7 兩次危機後，亞洲男、女性勞動參與率的變化



資料來源：IMF(2021)

圖 8 兩次危機後，美國女性與男性就業差距的變化



註：以 25~55 歲男、女性人口為樣本
資料來源：The Economist(2021)、Alon et al.(2021)

(二)IMF 指出^(註 20)，中期而言，新冠肺炎疫情可能加劇所得分配不均。若干較脆弱的族群原已不易取得教育、就業機會，加以疫情後，自動化、機器人化益加盛行，低技術、低薪勞工相對較易被取代，恐使所得分配不均進一步擴大。

六、相較於全球金融危機期間，新冠肺炎危機後的環境，似更有利於推動綠色復甦與永續發展^(註 21)

- (一)全球金融危機爆發後，美國、南韓、中國大陸與歐盟等投資綠色產業的經驗顯示，綠色投資有助於經濟復甦、創造就業等；不過，全球金融危機的政策要務在於激勵經濟，當時綠色投資的推動尚面臨經濟、環境與社會等多方權衡的問題。
- (二)相較之下，新冠肺炎危機期間，環境議題早已成為國際間政策議程的重要部分；新冠肺炎疫情的爆發更為一記警鐘，提醒了人們關於生態體系、公衛體系與環境等多個環節的脆弱性，以及發生機率低的嚴重危機可能對全球造成之重大傷害。

- (三) 新冠肺炎危機爆發後，為避免病毒擴散所採的封鎖、隔離等相關措施，已使總體經濟活動與經濟結構自然產生轉變，進而可能對環境帶來正面影響。例如新冠肺炎危機使能源密集產業（如航空業、交通運輸業）的溫室氣體排放減少，有助於減緩環境壓力（environmental pressure），可謂與當前國際間追求的循環經濟（circular economy）等綠色目標不謀而合。
- (四) 國際組織認為，在此契機下，若能強化綠色投資與相關的配套措施，將有助於推動可持續的綠色復甦。
- ADB 指出^(註 22)，疫情肇致生命及經濟損失，惟亦帶來重建更佳未來的機會；各國宜進行綠色投資（如清潔能源等），以及社會（如公衛、教育、職訓）投資，俾使經濟朝向更永續、強韌且具包容性之方向成長。
 - IMF 指出^(註 23)，若能搭配設計良好的碳稅方案、勞動市場政策等，藉由資本重新配置、勞動力再培訓，將能有助於清潔能源等綠色產業的發展，進而有助於全球對抗氣候變遷的行動。

肆、結語

一、危機往往係凸顯長期被忽視的潛藏問題，新冠肺炎危機與全球金融危機的起因及影響不同，因應對策亦不盡相同

- (一) 全球金融危機的問題，主要是源自於過度誇大金融創新的效益，以及金融管制不足等缺失。至於新冠肺炎危機，則凸顯了環境與生態體系等潛在交織的脆弱性，以及實質面、金融面交互影響等複雜問題。
- (二) 相較於全球金融危機時的問題主要起源於金融體系，政策當局偏重對華爾街的紓困；新冠肺炎危機期間，政策當局較著重對主要大街的援助，以緩解實體經濟所面臨的直接衝擊；大抵而言，近期主要國家所採的積極政策行動，已有助於穩定經濟與金融市場。

二、新冠肺炎危機為人們的生活帶來劇變，惟亦促使吾人思考改變與創新的可能

- (一) 新冠肺炎危機廣泛地影響生活的各個面向，並促使人們嘗試改變消費、工作等行為模式；此外，企業提供商品及服務的方式、地點等，亦有所不同。
- (二) 過去全球化（globalization）之發展及對經濟發展的持續追求，已為人們帶來了更多機會，便捷的交通運輸，使世界各地的連結日益快速且緊密；惟在疫情期間，這些趨於模糊的界限卻加速了病毒的傳播與擴散。雖然疫情打破了既有的生活模式，惟亦創造了新的平衡與力量，並提供了吾人思考新發展模式的契機。

三、主要國家空前的貨幣政策與財政政策支持如持續過久，恐帶來隱憂；未來伴隨情勢趨穩，妥適的退場策略至關重要

- (一) 全球金融危機以來，尤其新冠肺炎危機期間，主要央行的寬鬆性貨幣政策持續擴張，未來如何有序退場，已成各界關注的議題。如貨幣寬鬆持續過久，恐產生資源錯置（misallocation）、助長殭屍企業（zombie company）存活、不利經濟活力等負面影響；此外，長期貨幣寬鬆亦恐加劇金融脆弱性，進而可能引發金融不穩定等風險。
- (二) 在各國政府債務持續攀升之際，如何透過良好的公共債務管理以維持債務可持續性，至關重要。若貨幣政策與財政政策連結過深，恐衍生央行提供政府貨幣融通、政府債務貨幣化等疑慮。未來如伴隨情勢恢復正常，貨幣政策與財政政策仍須保持較明確的分際；對貨幣當局與財政當局而言，因應危機的暫時行動不宜轉為永久性模式，否則恐導致政策可信度與有效性喪失。

四、國際組織建議，目前各國應依據所處的疫情階段、經濟復甦強度及經濟結構特徵等，據以調整適當的因應政策，以實現可持續復甦

- (一) 首先，當務之急應強化公共衛生體系、增加疫苗與醫療相關支出等，致力擺脫疫情危機，並維持人民的基本生計。
- (二) 其次，為避免疫情期間支持企業的政策行動，導致低效率的殭屍企業持續

增加、拖累生產力成長，政策當局須在有效配置生產資源及降低經濟創傷的政策間取得平衡，並聚焦於實現中期成長及均衡發展的計畫。

(三)再者，未來如伴隨疫情趨緩，政策當局須著手處理各種脆弱性與不平衡等問題，例如：減緩教育與就業機會不均、縮減數位落差（digital divide）、強化性別平等，以抑制不均加劇，從而促進包容性復甦（inclusive recovery）；此外，亦須採行妥適設計的綠色稅制、金融政策及勞動力市場等相關政策，投資綠色基礎設施等，以緩解氣候變遷的影響、強化對生態體系的保護，進而實現綠色復甦（green recovery）。

註釋

註 1：主要取材自中央銀（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。

註 2：OECD (2021), “No Ordinary Recovery,” *OECD Economic Outlook*, May.

註 3：截至本年 6 月 8 日數據。

註 4：同註 1。

註 5：進一步的介紹，請參閱中央銀（2020），「因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 18 日。

註 6：同註 1。

註 7：IMF (2021), “A Fair Shot,” *IMF Fiscal Monitor*, Apr. 1.

註 8：IMF (2020), “Chapter 1: Policies to Support People During the COVID-19 Pandemic,” *IMF Fiscal Monitor*, Apr. 6.

註 9：同註 7。

註 10：包括提列資本保留緩衝、逆循環資本緩衝、增訂槓桿比率，以及訂定流動性覆蓋比率與淨穩定資金比率等。

註 11：Hardy, Bryan (2021), “Covid-19 Bank Dividend Payout Restrictions: Effects and Trade-offs,” *BIS Bulletin*, No. 38, Mar. 10.

註 12：Pradhan, Manoj, Charles Goodhart (2021), “Friedman vs. Phillips: A Historic Divide,” *VoxEU*, Feb. 26; Gersbach, Hans (2021), “Another Disinflationary Force Vanishes: The Tightening of Bank Equity Capital Regulation,” *VoxEU*, Feb. 18.

- 註 13：美國消費者物價指數 (CPI) 年增率於本年 5 月攀抵 5%，達 2008 年 8 月以來最高；至於不含食物、能源價格的核心 CPI 年增率則達 3.8%，創 1992 年 6 月以來最高。此外，Fed 重視的通膨衡量指標—美國核心個人消費支出 (PCE) 物價指數年增率，於本年 4 月達 3.1%，創 1992 年 7 月以來最大增幅。
- 註 14：IMF (2021), “Chapter 1: Tailoring Fiscal Responses,” *IMF Fiscal Monitor*, Apr..
- 註 15：Gurria, Angel (2021), “The Rise in Public Debt Caused by the COVID-19 Crisis And the Related Challenges,” *OECD Statement*, May 27; Credit Suisse (2020), “What Will Last? The Long-Term Implications of COVID-19,” *Credit Suisse Research Institute Publication*, Dec..
- 註 16：主要取材自中央銀 (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 (2020)，「因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 18 日。
- 註 17：The Economist (2021), “An Investment Bonanza Is Coming,” *The Economist*, May 25; McKinsey & Company (2021), “Will Productivity And Growth Return After the COVID-19 Crisis?” *McKinsey & Company Report*, Mar. 30; Hill, Spencer et al. (2021), “Productivity in the Post-Pandemic Economy,” *Goldman Sachs Economic Research*, Apr. 25; Revoltella, Debora and Pedro J. F. de Lima (2020), “Thriving in A Post-Pandemic Economy,” *VoxEU*, Dec. 21.
- 註 18：IMF (2021), “Policy Advice to Asia in the COVID-19 Era,” *IMF Departmental Paper*, Mar. 5; The Economist (2021), “How The Pandemic Has Upended The Lives of Working Parents,” *The Economist*, May 22; Alon, Titan et al.(2021), “From Mancession to Shecession: Women's Employment in Regular and Pandemic Recessions,” *NBER Working Paper*, Apr..
- 註 19：Shibata, Ippei (2020), “The Distributional Impact of Recessions: the Global Financial Crisis And the Pandemic Recession,” *IMF Working Paper*, Jun.; Jurzyk, Emilia et al. (2020), “COVID-19 And Inequality in Asia: Breaking the Vicious Cycle,” *IMF Working Paper*, Oct..
- 註 20：IMF (2021), “Policy Advice to Asia in the COVID-19 Era,” *IMF Departmental Paper*, Mar. 5.

註 21：Jaeger, Joel et al.(2020), “Lessons Learned on Green Stimulus: Case Studies from the Global Financial Crisis,” *World Resources Institute Working Paper*, Nov. 24; Agrawala, Shardul et al.(2020), “What Policies for Greening the Crisis Response And Economic Recovery?,” *OECD Environment Working Papers*, May 20.

註 22：ADB(2020), “Asian Development Outlook (ADO) 2021: Financing A Green And Inclusive Recovery,” *Asian Development Outlook*, Apr..

註 23：IMF (2021), “Policy Advice to Asia in the COVID-19 Era,” *IMF Special Series on COVID-19*, Apr. 28.