

## 從傳統到現在 央行的政策角色演變與發展

金研院看世界 -2020.08.05 工商時報名家論壇

文／陳南光 中央銀行副總裁、臺灣大學經濟系教授

文／李榮謙 中央銀行參事兼網路金融資訊工作小組召集人、臺灣科技大學財金所兼任教授級專家

伴隨政治、經濟與金融環境的轉變，國際間央行角色亦不斷演變，全球金融危機前，由最初扮演較為全能的角色，逐漸縮小至僅聚焦於維持物價穩定；迨至全球金融危機爆發後，央行職能又再度擴張至強調金融穩定的重要性。

羅馬並非一日造成，現代央行的政策角色也經歷幾多演變，從扮演政府的銀行，至銀行的銀行與最後貸款者的角色，甚至在危機期間，若干主要央行進一步轉為最後購買者，並充當信用配置者。央行的目標隨著當時經濟狀況與政策需求而演變，不僅包含物價穩定、金融穩定，甚至危機期間協助融通需求，更隱性地追求經濟成長。觀察近代以來央行職能演變與典範轉移，如同搭時光機上了一門實務的貨幣銀行學與總經發展史。

伴隨政治、經濟與金融環境的轉變，國際間中央銀行（以下簡稱央行）角色亦不斷演變，全球金融危機前，由最初扮演較為全能的角色，逐漸縮小至僅聚焦於維持物價穩定；迨至全球金融危機爆發後，央行職能又再度擴張至強調金融穩定的重要性，近期的武漢肺炎（COVID-19）危機，更使央行角色進一步擴大至促進就業與總體經濟穩定。

近年來，央行為了因應危機所執行的非傳統性貨幣政策與信用政策（Credit Policy），使央行直接介入的金融市場與經濟活動層面更深也更廣，也從而擁有了更廣泛的影響力；在此情況下，央行職責、與其他政策工具的搭配，以及有關央行獨立性（Independence）等議題，已引發各界熱議。

### 一、全球金融危機前央行角色的演變

回顧歷史，從央行的緣起來看，央行主要擔負政府的銀行（代理國庫收支）與銀行的銀行（銀行關係網絡與支付系統的核心）的角色，其後並成為市場流動性的最終提供者，也就是最後貸款者（Lender of Last Resort）。這段期間央行的主要功能有：物價穩定、金融穩定，以及危機時期協助政府與民間的融通需求，但在承平時期，對政府過度濫用財政予以規範。儘管許多央行當初成立是為了協助提供戰爭的資金來源，但承平時期，央行在物價穩定與金融穩定之間的取捨，隨時間不斷演變，則是我們關注的重點。

此外，全球金融危機前，具有高度獨立性的央行較易維持物價穩定，以及資產價格泡沫較不宜以利率工具來積極因應，可謂這時期對於央行角色的重要看法。

#### （一）1840 年代以迄於全球金融危機前，對央行角色看法的演變

曾任英格蘭銀行（Bank of England, BoE）貨幣政策委員會成員的 Charles Goodhart，依循歷史軌跡，將有關央行角色的重要看法概略分為三階段：

### 1、1840～1914 年代

依據實質票據學說（Real Bills Doctrine），只要央行的貼現與借款都與實際的產出與交易所衍生的票據有關，則物價穩定與金融穩定可同時達成。因為這時期的央行除了作為政府與銀行的銀行，兼營一般商業銀行業務是常態，扮演較為全功能型的角色；這項針對央行貼現與借款的條件較易成立，因此也就提高兼顧物價與金融穩定的可能性。

同時，對於作為最後貸款者的央行而言，其應僅向陷入流動性危機的金融機構提供融通，並且應施以比較高的懲罰性利率。此一由巴治荷（Walter Bagehot）在其 1873 年出版的《倫巴底街》（Lombard Street）書中指出的央行角色，至今仍具有重要的啟示。

### 2、1930 年代～1960 年代末期

1930 年代的大蕭條（Great Depression）與金本位制度崩潰，對於各國央行是一大挫折；且因二次世界大戰，政府須直接分配資源控制需求，不再依賴價格機制，政府乃接管貨幣政策的決策，央行在國內政策上，僅扮演類似顧問諮詢的角色。

此外，1929~1933 年的金融體系崩解，讓各界咸認金融體系內的過度競爭，不利於維持金融穩定，因而採高度的金融管制。雖然管制造成銀行倒閉家數在 1930 年代之後相對稀少，但也使得當時的央行相對欠缺維持金融穩定的經驗。

### 3、1980 年代～2007 年

這是一個資訊科技進步伴隨著市場開放與競爭程度上升的階段，解放了二戰以來備受拘束的金融體系，國際金融市場也因之蓬勃發展。尤以歐洲美元市場的發展，深深改變了銀行業的本質與架構。銀行不再受限於散戶的存款與自身所持有的流動性資產，可透過批發市場取得融資，擴大自身的放款能量。

這些變化一方面導致利率的波動加大，以及貨幣數量與所得、通膨等總體變數的關係變得不穩定，使得國際上主要央行紛紛放棄貨幣目標化（Monetary Targeting）機制，並陸續轉向通膨目標化（Inflation Targeting）機制，以穩定物價為首要目標。另一方面也在銀行業的競爭加劇下，導致金融體系的風險日益明顯，進而促成國際間的監理制度改革，陸續推出 Basel I、Basel II，提高對銀行自有資本的提列要求。

整體而言，全球金融危機以前，一般咸認央行以調整短期利率達成法定的通膨目標，是近乎完美的貨幣政策執行策略；然而，全球金融危機引發對於通膨目標化機制的質疑，認為央行當時用以達成物價穩定的操作方式，不足以確保金融穩定。

## （二）央行獨立性與物價穩定

1964~1982 年的大通膨（Great Inflation）時期，是全球央行日後專注於物價穩定的重要關鍵。1964 年，美國的通膨率僅略高於 1%，但歷經兩次 源危機與越戰、Fed 貨幣政策被迫與擴張性財政政策協調；再加上就業極大化的法定目標，Fed 不得不續採寬鬆性貨幣政策。這使得物價不斷上升，至 1980 年美國的通膨率已高達 14%。隨後，在各界普遍意識到高通膨帶來的龐大社會成本，Fed 才得以專心致力對抗通膨，尤以前 Fed 主席 Paul Volcker 不惜以大幅升息來擊退通膨，始將通膨率回降至約 3%，進而開啟其後經濟溫和成長與物價穩定的大溫和（Great Moderation）時代。

1970 年代的高通膨經驗賦予央行獨立性的理論基礎。當時決策官員相信，失業率與通膨間有穩定的抵換關係，貨幣政策若以稍高的通膨為代價，可達成較高的就業。然而，此類政策有時間不一致（Time Inconsistency）的問題。當貨幣當局信守控制通膨的承諾失去可信度（Credibility），將導致就業與通膨間的抵換關係消失。

為了克服時間不一致的問題，央行需展現達成物價穩定的決心，以重新獲得可信度；為此，央行需承諾不採恐引發通膨的政策路線，同時抗拒任何來自政府要求追求物價穩定以外目標的政治壓力。社會亦逐漸走向讓央行得以不受短期政治壓力，並賦予央行獨立性的架構。這普遍的共識是，不論在任何情況下，物價穩定是共通的目標，但實現此一目標有賴合適的貨幣政策架構。

此一架構包含三項特徵：（1）物價穩定是央行須達成的法定目標；（2）在央行可使用的工具外，央行需具備高度獨立性；（3）貨幣政策架構須包括具效力的權責化（Accountability）與透明化（Transparency）要求，讓央行得以解釋其決策如何達成其目標。此一架構係向大眾保證，獨立性高的央行不會濫用權力。

1990 年代與 2000 年初期間，此一貨幣政策架構實施情況良好，各界普遍認為，具備獨立性的央行，並使用單一工具——政策利率，得以成功讓通膨與通膨預期獲得控制；跨國的研究亦顯示，獨立性與 OECD 國家的通膨具有負向關係。此外，央行獨立性亦為帶來產出與通膨的波動度降低之關鍵因素，1980 年代中期以來，實質產出成長率的變動度下降一半，而通膨的變動度下降約 2/3，此即為前文已提及的大溫和時期。

## （三）面對資產價格泡沫，不宜以貨幣政策採預防性措施

全球金融危機前，在央行界與學術圈有所謂的「傑克森霍爾共識」(Jackson Hole Consensus)，亦即貨幣政策僅應以物價穩定為目標，貨幣當局不應試圖對資產價格泡沫預先採因應措施，因為主動戳破資產價格泡沫會導致不可預期的後果，甚或引發金融不穩定。例如，美國曾於1928~1929年，以及日本於1989年，均曾為抑制資產價格暴漲而緊縮貨幣政策，卻分別導致美國經濟陷入大蕭條，以及日本經濟陷入長期通縮。

學術界的研究，如 Ben Bernanke 及 Mark Gertler 的相關研究亦指出，在辨識泡沫這件事上，央行並未較市場擁有資訊上的優勢。此外，貨幣政策若對泡沫做出回應，而非積極對於預期通膨做出反應，反而會導致產出與通膨的波動加劇。當時主流觀點咸認，等待資產價格泡沫破裂後，央行可透過貨幣政策或扮演最後貸款者的角色，抑制泡沫破滅所造成的經濟損失。

註：1990年代至2000年初的黃金時期，以「物價穩定」為核心的政策架構實施良好，央行獨立性明確，使用單一政策工具——政策利率成功控制通膨預期，全球經濟享受了「大溫和時期」(Great Moderation)。

## 二、全球金融危機後央行職責不斷擴大

銀行業（尤其是影子銀行）透過貸款或資產證券化、短天期的批發市場大量籌資，規避金融監理，最終釀成2007年的次貸危機，並擴大成全球金融危機。危機過後，央行家與學者反思，物價穩定恐無法保證金融穩定，亦無法確保經濟繁榮；過分強調對抗通膨，讓央行忽略金融市場的脆弱性，放任資產價格膨脹，易肇致金融危機。

央行從中學到的教訓是，除了物價穩定，也必須關注信用擴張與資產價格波動，許多央行因此再度將金融穩定納入職責；另一方面，全球金融危機以來，尤其是COVID-19危機期間，央行為提振經濟，大採非傳統性貨幣政策，跨越傳統上與其他機構權責的分際，似又再度回歸到較為全能的角色。

### （一）全球金融危機後，突顯金融穩定的重要性，若干央行再度將金融穩定納入職責

全球金融危機爆發後，央行家與學者反思過去大溫和時期只要維持物價穩定，即可確保金融穩定的主流思維，以及被廣泛採行的通膨目標化機制；處於危機核心的已開發國家，因過度專注於物價穩定，致坐視擔保品價值高估以及信用快速擴張的風險。於是，若干央行已將金融穩定納入職權範圍內，包括英國、俄羅斯及愛爾蘭在內等14個國家的央行，擴大金融監理的參與程度，掌管總體審慎工具 (Macroprudential Tools)，俾解決涉及金融穩定的問題；例如，1997年，英國一度將金融監理的職責，由 BoE 移轉至金融服務局 (Financial Service Authority, FSA)，但鑑於 FSA 在全球金融危機之前監理不力，2013年英國將金融監理權再度移回 BoE。

此外，許多主要央行即使未將金融穩定充當正式的貨幣政策目標，但如美國 Fed 主席 Jerome Powell 也曾表示，有責任與其他機關一同促進金融穩定，並將金融穩定職責，與維持物價穩定、追求就業極大化這兩大法定職責，視為具有高度互補性。

（二）全球金融危機以來，尤其 COVID-19 危機期間，央行角色進一步擴大至高風險的信用分配領域

全球金融危機爆發後，全球經濟陷入大衰退（Great Recession）；為挽救經濟，主要央行的政策工具箱已大幅擴增（比如資產購買計畫及融資機制等非傳統性貨幣政策），引發侵入財政政策、信用分配領域的疑慮。

迨至近期，COVID-19 疫情爆發所致的大封鎖（Great Lockdown），業已引起突發性且廣泛性的經濟活動停擺，對各國景氣衝擊快速且巨大，致主要央行更進一步採行較全球金融危機時期之規模更大且更「非傳統」的寬鬆措施。主要央行更直接介入特定信用市場，透過銀行，甚至是進入初級市場、次級市場購買包括公司債、股票、ETF 等私部門資產，對大企業、中小企業及地方政府提供信用支持。

當前的央行又再度肩負諸多任務，所扮演的角色進一步擴大，由最後貸款者，轉為最後購買者（Buyer of Last Resort），並充當信用配置者（Credit Allocator）；這除了承擔部分財政當局的紓困責任，還兼任類似於商業銀行的角色，向特定群體提供資金。此一發展，引發外界憂心；前 Fed 副主席、普林斯頓大學經濟學家 Alan Blinder 就認為，雖然 Fed 等央行聲稱因應危機所採措施，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，央行恐是跨越職責的紅線。

最末，誠如 Fed 主席 Jerome Powell 在本（2020）年 5 月底的一場由普林斯頓大學主辦的視訊對談中表示，Fed “跨越了許多以前從未碰觸過的紅線。” 他補充說，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。」（This is that situation in which you do that, and you figure it out afterward.）。有論者認為，這後果是央行的主要政策目標，已從維持物價穩定，兼顧金融穩定，乃至於正隱性地同時追求經濟成長，並不惜動用任何政策工具來達成，也就是央行的角色再次大幅位移。

從現在展望未來 央行涉入準財政領域之機會與挑戰

展望未來，新變局帶來典範轉移與更多的不確定性，可以確定的是央行政策操作與風險管理的難度將日益提高，維持各界對貨幣制度與金融體系的信任，也仍將是金融穩定的基石。全球金融危機以來，央行角色持續擴張，具獨立性的央行專注於追求定義明確的物價穩定目標之時代，似已出現變化。伴隨央行涉入的領域日廣，央行獨立性似已出現動搖，可信度亦備

受挑戰；此外，「日本化」（Japanification 或 Japanisation）的隱憂，使得央行所面對的挑戰日益艱困。

### 一、財政赤字貨幣化、直升機撒錢與現代貨幣理論的衝擊

當面臨危機時，傳統上，央行的最後貸款者角色，已使央行具舉足輕重的核心地位。全球金融危機後，尤其是近期 COVID-19 危機期間，央行角色持續擴張；主要央行擴大資產購買計畫、甚或採廣泛的信用政策，彼等所採措施的規模、範圍與速度，已超越全球金融危機期間，且央行資產規模亦創歷史新高。截至本（2020）年 4 月底，Fed 與 BoE 的資產規模已較 2007 年 1 月擴張約 7 倍；至於 ECB 與 BoJ 的資產規模，也大約成長 4 倍至 5 倍。圖 1 顯示，截至本年第 2 季，主要央行資產對 GDP 比率已大幅攀升，尤其 BoJ 更已攀抵 124.9%。

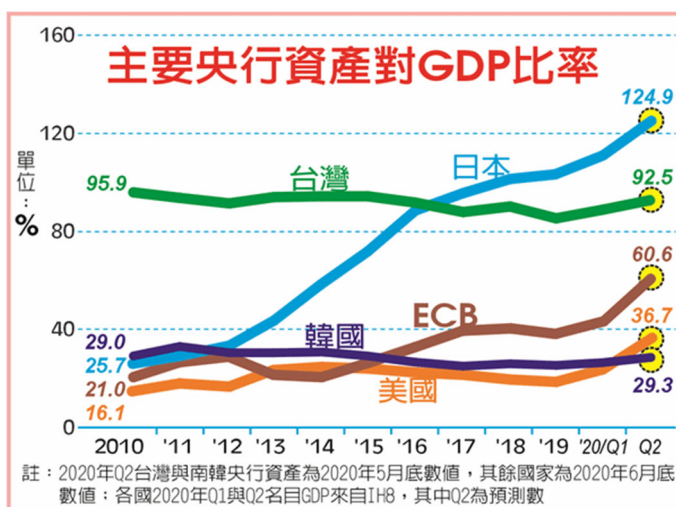


圖 1

全球金融危機爆發迄今，全球經濟尚無法完全脫離低成長、低利率、低通膨的長期停滯（Secular Stagnation）困境；COVID-19 危機衝擊，更使情況雪上加霜。過去，主要央行已在提振經濟方面擔負重任，甚至成為唯一的行動者（the only game in town），惟伴隨貨幣政策效果遞減且負荷過重，一般咸認，為促進總體經濟穩定，財政政策應扮演更積極角色；貨幣政策如與財政政策形成妥適的政策組合，可發揮提振經濟的綜效（Synergies）。

不過，央行與財政當局的過度配合也引發擔憂，論者指出，伴隨央行擔綱最後購買者、信用配置者，甚至涉入準財政（Quasi-fiscal）領域，貨幣政策、財政政策的界限已趨模糊，甚至引發財政赤字貨幣化（Monetization of Fiscal Deficit）、直升機撒錢（Helicopter Money），及現代貨幣理論（Modern Monetary Theory, MMT）等備受爭議的討論。

從這次 COVID-19 危機的紓困措施可看出，相對於財政部必須通過稅收和政府支出支應，央行則可直接在市場中快速行動。財政部的預算可能會受到國會的羈限，而央行的火力基本上是有限的。而且央行紓困所創造出來的貨幣，僅會出現在其資產負債表上，而不增加政府的債



務。政府債務在未來到期日屆期必須贖回，而央行的準備金負債則無須贖回。也因為如此，將政府負債貨幣化的誘惑從來不曾停歇。然而，政府負債和央行的準備金負債對於未來的風險不同。如果政府償付能力惡化，政府公債將面臨違約風險；而龐大央行的準備金負債則存在通膨風險，尤其是當央行必須提高利率抵禦通膨但基於某些原因卻無法提高時。因此，將政府負債貨幣化，只是將政府債務的信用風險移轉到通膨風險。

前 Fed 主席 Ben Bernanke 指出，在進入後 COVID-19 危機時期，央行的獨立性有被視為是已過時的危險；畢竟在持續性的低通膨環境下，支撐央行獨立性的理由已經大幅弱化。同時，央行的資產負債表不僅規模更加龐大，而且資產項目變得複雜許多。資產負債表的複雜性可能使央行偏離傳統的總體經濟穩定功能，而且最後購買者的角色使央行涉入金融市場的運作更深，這也使得央行在金融中介與信用分配的觸角伸得更廣，這些因素都可能進一步侵蝕央行的獨立性。

過去若干國家的經驗顯示，央行以貨幣融通財政赤字，恐損及央行獨立性、財政紀律化蕩然無存，且恐引發惡性通膨（Hyperinflation）等嚴重風險。此外，央行廣泛介入經濟與金融體系的措施，恐使央行承擔更多財務風險，面臨退場不易的難題，形同被金融市場綁架；甚至可能鼓勵風險承受（Risk Taking）、扭曲金融市場（例如 BoJ 持有的股票 ETF 已約占日本整體該 ETF 市場的 90%，恐嚴重扭曲日本股市）、加劇分配不均，並落入極具爭議性的政治範疇。

央行必須在利率有效下限（ELB）和急遽擴張的央行資產負債表制約下，嘗試穩定總體經濟活動。這自然使得央行把非傳統貨幣政策工具當成傳統的政策工具來使用。在這種情況下，央行除了繼續將金融穩定視為重要的政策目標外，也必須融入政府債務管理政策。這個發展看來似乎是央行演變很自然的下一步。

然而，各國央行所面對如此的總體經濟環境以及即將採取的貨幣政策回應，正是 BoJ 過去 20 年面對的總體經濟環境與所採行的政策。只是這「日本化」的趨勢，從日本的經驗觀之，前景並不樂觀。這些轉變是否將使得央行受政府、國會，及金融市場的影響日深？是否將對央行的獨立性造成進一步打擊，並偏離央行的法定職責？面對這些挑戰，我們應嚴肅地重新審視央行百年以來的定位。註後 COVID-19 時期的總體經濟環境，可能是經濟成長持續停滯、通膨低迷，還有巨額的政府債？，這正是過去 20 年「日本化」的現象。

## 二、典範轉移與貨幣信任的基石

自 1840 年代以來，央行角色由掌管經濟與金融穩定、協助政府取得戰時融通資金，演變至大溫和時期主要僅專注於物價穩定，央行獨立性亦獲重視。全球金融危機爆發後，顯示物價穩定仍不足以確保金融穩定，若干央行再度將金融穩定納入職責。此外，全球金融危機以來，尤其近期 COVID-19 危機期間，央行政策工具箱不斷擴大，央行角色已由最後貸款者，轉為最

後購買者、信用配置者，似又重拾更為全能的角色。

伴隨此一發展，貨幣政策與財政政策的界限日益模糊，恐帶來損及央行獨立性、加劇風險承受、扭曲金融市場、落入財政赤字貨幣化等隱憂。為紓解這些壓力，根據美國「聯邦準備法」(Federal Reserve Act) 第 13 條第 3 款，在特殊緊急情況下，Fed 於訂定緊急融通計畫或措施前，須經財政部長事先許可，且應提供相關報告予國會；此一制度安排，限縮了 Fed 在承平時動用特殊緊急融通的權力，也緩解了央行所承受的壓力與風險，或為值得效法的方向。同時，貨幣當局與財政當局之間的制度性安排變得非常重要。為了維持通膨預期持穩，央行必須在財政狀況與政府債務的壓力下，必要時仍能夠自主地調整貨幣政策。

後 COVID-19 危機時期總體經濟環境的特點，可能是經濟成長持續停滯、通膨低迷，還有巨額的政府債務。這正是過去二十年，日本所歷經的「日本化」現象。即使各國央行採取史無前例的因應措施，有如 BoJ 過去所曾實施的，但從日本的經驗觀之，經濟前景非但不樂觀，更使央行益加受制於政府、國會及金融市場力量，央行的獨立性或將面臨百年來的最大挑戰。

此外，伴隨主要央行推出接近零利率（甚或負利率）與無限量化寬鬆等超寬鬆貨幣政策，也衍生出貨幣政策的有效性問題以及未來潛在通膨風險的疑慮。尤其是主要央行已釋出巨額強力貨幣，惟主要經濟體的通膨率與通膨預期卻依然低迷且穩定，同時引發資產價格飆漲隱憂。是否貨幣數量與物價的長期關係已經生變？還是貨幣政策的傳遞機制已然改變？抑或是貨幣政策時間落後 (Time Lag) 已變得更長、更不可測？這些問題均值得央行深思。

附帶一提的是，央行法令貨幣 (Fiat Money) 在支付體系的地位，可能會面對來自數位支付媒介創新的挑戰，也引起有關發行 CBDC 的討論。有論者建議發行以帳戶為基礎的零售型 CBDC（也就是民眾與企業直接在央行開立帳戶），作為解決當前危機的方案之一。因其賦予政府可將電子貨幣餘額直接移轉給民眾，更可提供央行實施負利率政策的環境，避免民眾囤積現金，有效提振民間消費。不過，此一發展將促使央行進一步直接面對客戶，擔起民眾的存放款業務，這將加重央行的業務負荷與風險承擔，更有肇致銀行去中介化所衍生出的金融穩定風險問題。關於 CBDC 的發展，各國雖須根據其自身情況與需求而定，似應保持現行二層式的銀行體系結構，並維繫央行在支付系統所扮演的角色。

最後，由於近來央行的角色已擴展到許多過去不曾涉入或具爭議性的領域，並引發外界對央行與金融體系的質疑。鑑於信任是貨幣制度與金融體系的基石，展望未來，央行須以具體行動消除外界疑慮、獲取一般大眾與市場對央行與金融體系的信任。

（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；此外，本文之完成，承蒙中央銀行楊淑雯、郭恬吟、郭涵如專員之協助，在此謹致謝忱。）



2019 年底開始，新冠病毒疫情從中國武漢爆發，而後向世界各國蔓延，造成生命財產嚴重損失。面對人類史上罕見的疫病，各國政府為了捍衛人民生命財產安全，防堵疫情避免在國內擴散，紛紛於國境築起高牆，「地球不再是平的」，人員流動受到嚴格限制，旅遊、觀光、航空各業首當其衝，急速萎縮。生產與供應紛紛斷鏈，產出與消費大幅衰退，失業率飆高，已為全球普遍現象。

面對二戰以來最嚴重的經濟衰退，國家運作遇到危難，全球化陷入風暴，各國政府當然不能放任不管，紛紛採取必要因應措施，寬鬆貨幣政策勢不能免，大幅降低利率、擴大專案融資，以期降低企業資金周轉壓力。

然而更嚴重的問題，不在民間資金不足，而是投資機會缺乏，有些資金落入流動性陷阱中無法自拔，縱使接近零利率，甚至實質負利率，由於經濟前景不明，充滿不確定性，故難激勵投資振衰起敝。

處此非常時期，採取量化寬鬆（QE）的貨幣政策，難以產生具體效果；強調年度預算平衡，必須暫且擱置。追求景氣循環的財政平衡，透過擴張性赤字財政政策，包括公共投資、財政補貼與移轉性支出等，應該算是時候；卻會飆高政府支出規模，產生向上「移位效果」。然在稅收無法有效支應，甚至採取減免稅措施下，必然因財政赤字帶來債務累積，有債留子孫之虞；故必須慎重其事，加強透過成本效益評估，選擇適當的政策方案，而非不計代價的推動，以期將錢用在刀口上。

無論是防疫期間重在紓困，或是疫後加強經濟振興，雖然師出有名，卻往往被質疑「撒錢」，故而經濟效益與分配公平不可不顧。例如應大力推動與民間投資具互補性的公共建設計畫，而非取代民間消費與投資，將能提高公共投資的生產力，使弱勢團體及偏遠地區相對獲益；並加強全民監督，避免官僚決策與官商勾結造成政府失靈現象。

適當的財政政策規模須多大？其金額占 GDP 的比率要多少？須視各國情況而定。台灣在「嚴重特殊傳染性肺炎防治及紓困振興特別條例」下，編列 600 億元的特別預算，後來又追加了 1,500 億元，再加上 1,400 億元的政府基金及移緩濟急之經費，合計為 3,500 億元，卻只及 GDP 的 1.8%，未來雖仍有加碼可能，然與主要國家（例如美、日）約占 GDP 的 10% 相比，實屬相對偏低，或許與疫情衝擊較小有關。然而，如何將經費公平有效率的運用，其重要性更甚於預算規模大小。

就防疫期間言，除了加強防疫、避免擴散外，對於經濟活動受到嚴重打擊者，動員資金予以協助，政府當責無旁貸。例如對受創嚴重的旅遊、觀光、娛樂、交通等業，以及中小企業，提出紓困方案，包括利息補貼與直接補助，讓其度過難關。

對於總體經濟中之消費萎縮及失業增加，政府以發放現金、消費券、失業救濟金等方式，提升民間消費能量，真正增強有效需求；尤其對窮人急難補助，使其免於生存恐懼，增進社會的安定性。

由於紓困與振興經濟為首要目的，排富並非重點，故適用對象與標準不應過於複雜。為了避免錦上添花，政府只需宣告將繳納綜所稅採用 40% 最高稅率者排除其適用，自然能夠達成排富目的，避免因執行成本過高而失焦，拖累政策目標之達成。

針對受衝擊的產業，政府乘勢加強人才培訓補助，以期提升未來生產力。其實，人民及企業平時向政府繳稅，有如買保險，社會一旦發生全面性、突發性、破壞性事件時，政府就應透過財政政策予以協助，分攤與分散社會風險，當然責無旁貸。就疫後經濟復甦與振興言，除了要填補因疫期壓抑需求而產生缺口外，政府更積極的作為，主要著重在加速推動具經濟效益的公共基礎建設，透過有效需求增加及乘數效果，短期可以刺激經濟景氣，增加就業機會，產生反景氣循環的功能；長期推動與民間投資具互補性的基礎建設，展現公共財性質，避免與民間競用資金，擴大生產能量，方能加速經濟成長。若是非常時期之舉債建設，能讓後代子孫受惠，也就無損於世代正義。

註：立法院會 2021-05-31 三讀通過修正嚴重特殊傳染性肺炎防治及紓困振興特別條例部分條文，提高紓困振興特別預算總額上限至新台幣 8400 億元，並延長紓困條例及特別預算施行期限至 2022 年 6 月 30 日止。

### 彭博：台灣疫情嚴峻不利內需 須擴張財政保住經濟果實

2021-05-27 08:39 經濟日報 編譯洪啟原／綜合外電

彭博資訊報導，台灣政府正被迫擴大財政支持，以幫助經濟因應公司行號停業和企業可能裁員的情況。台灣這波新冠疫情來得又快又急，三級警戒使得人人自危，外出消費已成奢侈想像，服務業難以為繼，勢必衝擊內需表現，政府出手相救已是刻不容緩。

台新投顧經濟學家喬慕恩接受彭博採訪時說：「很多民間企業的現金流不足，容易陷入財務困境」，表示雇主如果無法持續營運，也會波及員工，因此政府由上而下主動「專項補助」，會比等待業者上門申請紓困來得有效。如果三級軟性封鎖措施延續到 7 月，喬慕恩認為，財政擴張措施或許還要加碼，而且這只是確保企業營運不中斷，和保障受薪階層獲得基本生活費用而已，等到疫苗接種率提高和民眾開始願意外出時，或許還需要如三倍券等後續的消費刺激措施。

### ●舉債空間充足

行政院發言人羅秉成周二（25 日）接受彭博採訪時指出，這次疫情和去年的嚴重程度完全不同，產業受到的影響更大，各部會正在整理可能的紓困和刺激措施，包括參考國外的經驗一

起評估，是否雨露均沾還是設定發放門檻，都可以考量，且不排除等疫情告一段落後，再推出類似去年的三倍券措施。

針對刺激規模的拿捏，羅秉成指出，英美等國「下重手可以理解，因為他們的經濟受到重創」，但台灣經濟基本面依然良好，目前還不必採取巨額的刺激政策。不過他也強調，一旦疫情嚴重失控，屆時該快速加大力道，必要時可再度修法提高預算額度來彈性因應。

彭博資訊的解讀是，台灣過去一年防疫得宜，加上全球產業供應鏈型態改變，成為全球少數維持正成長的經濟體，也有助政府維持良好的債務情況，能騰出空間來加碼財政擴張政策。據國庫署統計至4月底的資料，台灣中央政府一年以上的債務約6.05兆元，占前三年的名目GDP比率約為31.8%，距法規上限的40.6%仍有充裕的空間。據彭博計算，台灣尚有大約1.67兆元台幣的舉債空間。

### ● 貨幣政策已夠寬鬆

台灣央行去年已把政策利率降至歷史低點，喬慕恩和澳盛銀行（ANZ）大中華區首席經濟學者楊宇霆都認為，這次抗疫和刺激經濟的重點不在貨幣政策。楊宇霆直言，「降息不能控制疫情」，台灣的利率已經很低，企業已能從銀行借到大量便宜的資金。他表示，以國外的經驗來看，發放現金已是保住就業的標準做法，要比央行的貨幣政策直接有效得多。楊宇霆表示，台灣是全球半導體產業的中心，對供應鏈轉變的長期策略性投資不會受影響，疫情升溫可視為短暫而突然的因素，並非長期趨勢，只要如同去年那樣做好防疫，並施打疫苗，前景依舊看好。

### 拜登6兆美元預算案 4大重點一次看

2021/5/29 15:20 (5/29 22:53 更新)

（中央社華盛頓28日綜合外電報導）美國總統拜登今天提出6兆美元（約新台幣166兆）預算案，擘劃他心中聯邦政府在經濟、民生乃至與中國競爭裡更吃重角色。透過對富人與企業加稅，大增基建、公衛與教育開支。

「華爾街日報」指出，拜登的預算藍圖是要推動一些最具雄心的目標：透過稅改減少收入與財富差距、削減溫室氣體排放、強化美國與中國在經濟、科技全球爭雄的本錢。

#### ● 稅改

拜登將大幅調高企業與高所得家戶的稅率，以支應預算案。公司所得稅將由21%調高為28%，最高資本利得稅率從23.8%調高為43.4%，未實現的資本利得將在死亡時徵稅，每人免稅額為100萬美元。

#### ● 醫療衛生

拜登的預算案編列近1320億美元給衛生及公共服務部（HHS），相較2021財政年度增加250億美元，反映出增加對疫情大流行的因應準備與計畫，以減少族群間在醫療照護的差別待遇為優先要務。

增加可供自由支配的預算，包括強化國家戰略儲備局（Strategic National Stockpile），以因應未來的疫情、生物醫學研究和降低產婦死亡率。

### ● 軍事與國內項目

拜登政府規劃 2022 財政年度（今年 10 月 1 日起）的軍事與國內計畫為 1.52 兆美元（新台幣 42 兆），相較前一年度的 1.4 兆增加 8.6%，不含 COVID-19 防疫紓困的緊急措施。

拜登政府在 2022 財政年度的國防預算達 7150 億美元。官員表示這反映拜登把國防優先要務轉為對付中俄，減少著重在諸如阿富汗、中東等所謂舊日戰事。

官員表示 2022 年度的國防預算較去年增加 1.6%，資助於對付實力接近的同儕競爭者。陸軍被刪約 50 億美元，海、空軍及陸戰隊微幅增加以對抗中國。

儘管明年的軍費開支增加 1.6%，但 2022 的預算案把更多聯邦資源從軍事挪至像科學研究、可再生能源等國內計畫，可讓後者的資金增加 16.5%。

### ● 基建與教育

白宮在預算案裡詳列未來 10 年要花 4.5 兆美元（新台幣 124.5 兆）於基礎建設及社會計畫，盼國會今夏能通過。計畫包含 170 億美元供明年改善諸如道路、橋梁與機場等維修；45 億美元更換全美的鉛製水管，砸 130 億美元擴張高速寬頻。

預算案 2022 年要花 35 億美元用於提供全體學齡前教育，確保這類學校的教師時薪達 15 美元。明年還將提撥 88 億美元直接給美國家庭，包括 67 億美元讓民眾負擔得起孩童照顧、7.5 億美元供帶薪假；相關成本 2023 年與之後還會大幅增加。（譯者：陳亦偉/核稿：陳昱婷）

1100529

在此方案下，美國債務占 GDP 比率估計會比 2020 年的 100.1%「攀升更高些」。不過，葉倫表示，在平均通貨膨脹和美國公債殖利率都低的情況下，美國負擔得起這些債務。她說：「至少在明天提出的計畫案範圍下，仍然負得起債務，也在歷史規範之下，我認為支出方案必須維持這樣方式。」拜登已表示，政府必須龐大支出，這不但有助美國經濟從 2019 冠狀病毒疾病（COVID-19）疫情中復甦，也提高美國對抗他國的競爭力。根據報導，依拜登的支出計畫，美國債務占 GDP 比率將在 2027 年達到 116%。

註：數位化、氣候變遷、中美競爭加劇以及政府支出政策將重塑產業格局。許多政府計畫採行史無前例的貨幣和財政寬鬆措施，擴大對基礎設施的投資，甚至改變了市場規則，主導資金運用，希望重塑本國經濟。《後疫情時代的新經濟》作者 Daniel Stelter 認為，新冠疫情雖然造成嚴重的經濟災難，卻也讓我們進入全新的經濟與金融階段，他稱之為「新冠經濟（Coronomics）」——這個詞由「冠狀病毒（Corona）」和「經濟（economics）」組合而成。新冠經濟同時也代表「財政與貨幣政策協調」的新時代誕生。

### 拜登基礎建設計畫的格局與挑戰

[社論](#) 2021.04.28

美國總統拜登，繼 1.9 兆美元的「美國救助計畫」（American Rescue Plan）後，又推出 2.25 兆美元的「美國就業計畫」（American Jobs Plan）。雖然兩者均屬大手筆的支出，但前



者仰賴舉債紓困及振興經濟，屬短期應變措施；後者則寄望提高公司稅率，籌措長期建設財源，卻引起大企業及在野黨的反彈，往後發展令人關注。

觀察大建設計畫之內容，主要在於整修道路與橋樑、清理河道與港口、汰換全國供水系統管線、廣建電動車充電站、提高寬頻網路覆蓋率、扶助半導體產業發展、擴大新型潔淨能源，以及照顧老人及殘障、興辦社會住宅、加強研發及人才培訓與教育等。綜言之，形成傳統硬體建設、新型軟體建設、社福與教育建設鼎足而立的局面。

美國將近一個世紀沒有推動全面性的基礎建設。拜登所提長達八年的建設計畫，號稱是美國自二次世界大戰以來，規模最大的公共投資計畫，直可媲美 1930 年代羅斯福總統的新政（The New Deal），企圖創造大量就業機會，提高國家競爭力，展現具劃時代意義的企圖心與格局。基礎建設事關國家發展甚鉅，無論是軟體或硬體建設，若是跟不上時代腳步，自然會拖累經濟成長與產業升級。然而，「大有為」政府在推動大型計畫時，絕對不能好高騖遠、掉以輕心。

**由於基礎建設投資多具公共財性質，民間往往缺乏投資意願，卻為民間生產之必要投入，與民間投資具互補關係，並透過產業關聯帶動民間投資，創造稅源與擴大稅基。**

計畫推動在事前合乎成本效益分析準則下，短期產生振興經濟的乘數效果，有利於就業機會增加；長期能夠帶動民間生產，厚植國家生產力，增進全民福祉。拜登基礎建設計畫之財源，主要訴諸調高公司所得稅率，由現行的 21% 提高至 28%，幅度並不算小。然若稅率提高造成稅後報酬率降低，對投資、生產、消費等，將具一定程度的影響，極可能削弱企業競爭力。其實，加稅有其來自大企業及反對黨的強大壓力；若是加稅不成，極可能造成債留子孫的後果，故需慎重行事。

就提高公司所得稅率可能產生的效果言，若是公司資本無自由移動能力，資本家負擔過重的稅，就會打擊投資意願，進而影響整體產出與就業。若是資本具有完全的移動能力，則可能因規避稅負而收不到稅。若是課稅對象屬勞動密集產業，勞動又供給缺乏彈性，勞動者反而負擔過多的稅，會使所得分配不公現象雪上加霜。甚而因公司稅率的提高，引導企業將資金移往海外，或是轉入地下經濟活動。若是政府課不到足夠的稅，必將影響政府建設財源，問題就顯得相當嚴重。

**由於美國單獨提高公司稅率，會引起跨國企業將利潤移至租稅天堂或低稅率國家，以期規避納稅義務。因此，財政部長葉倫呼籲世界各國，共同課徵全球最低企業稅（例如稅率為 21%），避免全球性租稅競爭，也能阻擋全球化企業之海外所得避稅機制。**

此項建議贏得德、法等歐盟國家及國際貨幣基金（IMF）的支持，共同努力打擊租稅規避與逃漏，鼓勵企業將工作機會移回國內，但也引起低稅率國家的異議。

拜登八年的基礎建設支出，本質上屬於擴張性財政政策。拜登政府規劃調高公司稅率，以往

後 15 年的稅收來自償，是否能夠籌到足夠的稅收，還是事與願違，讓債務持續攀升，具有高度不確定性。為避免落人有不守財政紀律的批評，擺脫舉債融通之「大撒幣」方式，故而拜登政府應推動更根本、更大格局的稅制改革，例如除了為因應下一個重要經濟政策，即「美國家庭計畫」(American Families Plan) 之社福支出所需，擬調高個人所得稅率及資本利得稅率至 39.6%，推動所得稅制改革、強化租稅正義外，適時開徵能源稅及加值型營業稅等，方足以能配合龐大的基礎建設及社會福利經費需求，在收支規模上方具有對稱性，改善財政體質才更務實。

其實，拜登若要像羅斯福一樣，因推動大計畫而名留青史，很重要的關鍵，就是配合未來長遠發展建立新制度、新機構。例如羅斯福推動「新政」，成立證券交易委員會、聯邦存款保險公司、社會安全保障基金、美國住宅局、田納西河谷管理局等，影響後世深遠。拜登計畫成立「國家半導體科技中心」，雖有其制度創新之處，然在建立更全面的制度與機構創新、引導國家長遠發展的努力上，值得更深的期待。

「他山之石，可以攻錯。」台灣近年來缺水、缺電、缺地、缺工、缺人才之「五缺」問題，不但持續存在，且日趨嚴重。政府應該展現魄力，切中時弊的推動具遠見、格局、實惠的計畫，尤其是合乎經濟及社會效益的軟硬體建設，並展開稅制改革籌措穩定財源，而非仰賴編列特別預算舉債經營，更非一味討好選民、謀取政治利益的大撒幣。