

出國報告（出國類別：其他）

參加「UBS 投資訓練研討會」
（Investment Training Seminar）
心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：謝蕙如(外匯局會計科辦事員)

陳星豪(網資小組辦事員)

派赴國家：美國、芝加哥

出國期間：102年10月21日至10月25日

報告日期：103年1月13日

目錄

壹、前言.....	1
貳、總體經濟情勢.....	1
一、 全球經濟情勢.....	1
二、 主要國家（地區）經濟情勢.....	2
參、膨脹的央行資產負債表.....	12
一、 規模擴張的因素.....	13
二、 對損益之影響.....	20
三、 其他社會成本.....	24
四、 未來趨勢.....	29
肆、結論與建議.....	32
參考資料.....	34

壹、前言

聯等奉派參加 UBS 所舉辦投資訓練研討會，課程可分為二大部分：投資銀行及資產管理。第一部分內容為全球經濟展望，並分區介紹，如美國、歐洲、拉丁美洲及亞洲政經發展現況與趨勢；第二部分係探討資產管理領域之演進與變革等相關議題，課程中並安排市場利率分組競賽，以及參觀芝加哥商品交易所，藉該過程增加學員間的互動交流，且對實務運作有更深層的認識，豐富學習經驗。此次與會成員約 40 人，包含中南美洲、中東、中國大陸及香港等各國央行、政府機關及民營投資機構代表。

本報告分為三個部分，第一部分介紹全球經濟情勢及所面臨的主要風險，並針對主要國家—美國、歐元區及日本進一步探討，第二部分就目前央行資產負債表規模擴張趨勢，比較我國央行與美國聯準會資產負債表現況，分析膨脹原因及其對社會可能產生的影響，最後則為結論與建議。

貳、總體經濟情勢

一、全球經濟情勢

- (一) 全球經濟成長率於2012年降至2.8%。UBS 預估，2013年將為2.5%，2014年則為3.4% (見表1)。

表 1、全球與主要國家 (地區) 經濟成長預測

單位：%

	2012 年	2013 年*	2014 年*
全球	2.8	2.5	3.4
美國	2.8	1.7	3.0
歐元區	-0.6	-0.4	1.1
日本	2.0	1.7	1.5

* 預測值。

來源：UBS。

(二) 美國經濟表現領先主要先進經濟體。至於全球經濟的主要拖累因素則為歐元區。歐元區經濟於2012年出現二次衰退(double-dip recession)，UBS 預估，歐元區經濟於2013年將再次萎縮-0.4%，2014年則溫和成長1.1%。

(三) 全球經濟面臨的主要風險：

1. 美國 Fed 政策的不確定性；
2. 美國另一次的財政懸崖 (fiscal cliff)；
3. 歐元區邊陲經濟體的壓力重現；
4. 日本的政策錯誤。

二、主要國家 (地區) 經濟情勢

(一) 美國

1. 美國2012年的 GDP 成長率為2.8%。UBS 預估，美國2013年及2014年 GDP 成長率將分別為1.7%及3.0%，失業率則分別為7.0%及6.3%。
2. 民間企業支出強勁帶動了美國經濟成長，預估2013年及2014年的成長率分別為2.6%及3.9%。至於公部門支出則持續疲弱，惟拖累經濟的不利影響將逐漸縮小。
3. 頁岩氣 (shale gas) 革命正在縮減美國結構性的經常帳逆差，同時亦微幅提振美國經濟成長。

美國史丹佛大學研究團隊根據模型預測的結果指出，未來數十年，天然氣榮景每年可提高美國 GDP 約 700 億美元，相當於提振美國 GDP 成長率 0.46%。

4. 財政政策

美國參議院與眾議院於 2013 年 10 月 16 日達成協議，先後於 10 月 17 日的大限前通過調高舉債上限的法案，將美國觸及舉債上限的期限延長至 2014 年 2 月 7 日，避免聯邦政府發生破產危機；同時，支應聯邦政府重新運作的預算到 2014 年 1 月 15 日，讓政府機關得以重新開門恢復運作，結束華府為期數週的政治僵局。而兩院於 2013 年 12 月 17 日通過為期 2 年的預算協議，包括確立 2014 及 2015 年的預算額度並允許增加政府支出，減輕自動減支負擔，同時搭配較溫和的刪減赤字條款。預算協議的達成為美國財政政策增加確定性。

美國的舉債上限僵局，受到國際組織及專家的大力抨擊，例如：

- (1) IMF 執行長 Christine Lagarde 表示，若美國未能提高舉債上限並重啟政府營運，其影響將足以比擬 2008 年全球金融危機。
- (2) 世界銀行 (World Bank) 總裁 Jim Yong Kim 指出，若美國國會無法在大限以前提高舉債上限，恐將導致利率上揚、全球經濟成長趨緩及企業信心下挫等後果，將對窮國帶來災難性的影響。
- (3) 英國《金融時報》專欄作家 Martin Wolf 則呼籲，有些法律過於危險，不應保留，美國應立刻廢除舉債上限。

美國聯邦政府即將於 2014 年 2 月再次瀕臨舉債上限。不過，UBS 指出，無論是民主黨或共和黨，基於自身利益皆不會讓美國政府債務發生違約。

事實上，在 2013 年 10 月 17 日舉債上限協商的大限以前，市場普遍不認為兩黨會放任美國政府債務違約，也鮮少有投資者大規模出售美國公債。

5. 貨幣政策

2013 年 5 月 22 日，時任 Fed 主席 Bernanke 在美國國會的證詞指出，若美國經濟持續復甦，Fed 可能會在未來幾次 FOMC 會議縮減債券購買力道。當時市場普遍預期，Fed 將從 2013 年 9 月的 FOMC 會議，開始逐步縮減每月的資產購買規模。

然而，FOMC 於 2013 年 9 月的會議並未縮減資產購買規模，而是持續每月購買 400 億美元 Agency MBS，以及 450 億美元中、長期公債，出乎市場預料之外。

之後隨著美國經濟成長轉佳，就業狀況改善，2013 年 12 月 17~18 日 FOMC 會議決議，將自 2014 年 1 月起縮減債券購買規模，由目前的每月 850 億美元減為 750 億美元；其中 Agency MBS 由 400 億美元減至 350 億美元，公債則由 450 億美元減至 400 億美元。

FOMC 將於未來數次的會議中，持續以既定的速度調整資產購買規模。惟 FOMC 並未對資產購買預設立場，FOMC 仍將依據經濟發展情勢及相關效益成本考量，調整購買步調。

Bernanke 在 FOMC 會後記者會指出，資產購買計畫應會延續至 2014 年底，而非於 2014 年中結束。

至於 Fed 首次升息的時間點，17 位 FOMC 會議參與者中，有 2 位認為 Fed 應在 2014 升息，12 位認為 Fed 應在 2015 年升息，其餘 3 位則認為 Fed 應在 2016 年升息。

針對 Fed 縮減資產購買規模所可能產生的衝擊，IMF 與世界銀行皆提出示警：

(1) IMF 指出，2007~2009年全球金融危機過後，類如美國 Fed 大規模購債方案等各國央行推出的非傳統性貨幣政策 (unconventional monetary policy)，有助於恢復金融秩序，並提振全球經濟成長。然而，撤回這些政策或將產生深遠的負面影響，受影響的國家包括那些特別易受資本外流或美國利率上揚衝擊的國家，以及抵禦衝擊的資金較少或匯率制度彈性較差的國家。

(2) 世界銀行總裁 Jim Yong Kim 表示，當 Fed 開始縮減每月850億美元的資產購買規模時，全球利率將出現新一輪上漲，或將傷害新興市場。

6. UBS 另特別指出，美國的信用情勢與就業市場密切相關，寬鬆的貸放標準往往伴隨就業成長，尤其是促進中小企業增加僱用。

(二) 歐元區

1. 歐元區 GDP 於2012年萎縮0.6%。UBS 預估，歐元區 GDP 於2013年將持續萎縮0.4%，2014年則成長1.1%。

2. 歐元區於2010年爆發主權債務危機，歐盟與 ECB 積極採取一系列援助措施，危機在2012年9月 ECB 推出「直接的貨幣性交易」(Outright Monetary Transactions, OMT) 後開始緩和。主要的援助措施包括：

(1) 歐洲穩定機制 (ESM)

「歐洲穩定機制」(European Stability Mechanism, ESM) 係歐元區國家的永久性紓困措施，於 2012 年 10 月 8 日正式啟動。ESM 的貸放能力上限為 5,000 億歐元，可採用的措施包括提供貸款、預防性財務援助，以及從初級市場與次級市場買入債券。

(2) 對陷入危機國家進行紓困

- 希臘：2010年5月第1輪紓困，金額1,100億歐元；2012年2月第2輪紓困，金額1,300億歐元。
- 愛爾蘭：2010年11月，金額850億歐元。
- 葡萄牙：2011年5月，金額780億歐元。
- 西班牙：2012年7月，金額至多1,000億歐元。
- 賽普勒斯：2013年3月，金額100億歐元。

(3) ECB 非傳統性貨幣政策

- 證券市場計畫 (SMP)

ECB 於 2010 年 5 月推出「證券市場計畫」(Securities Markets Programme, SMP)，從次級市場購入歐元區面臨財政問題國家的主權債券。規模最高曾達 2,090 億歐元，SMP 於 2012 年 9 月隨著 ECB 推出 OMT 而結束。

- 長期再融通操作 (LTRO)

ECB 以固定利率、全額分配的方式，實施兩次的 3 年期「長期再融通操作」(Long-Term Refinancing Operations, LTRO)。第 1 次在 2011 年 12 月，金額 4,892 億歐元；第 2 次則在 2012 年 2 月，金額 5,295 億歐元。

- 直接的貨幣性交易 (OMT)

ECB 於 2012 年 9 月推出 OMT，承諾在次級市場，以無限額的方式購入歐元區接受紓困國家 1~3 年期之短期公債。OMT 的成效良好，ECB 甚至尚未實際購入任何公債，即成功紓緩歐元區的危機。

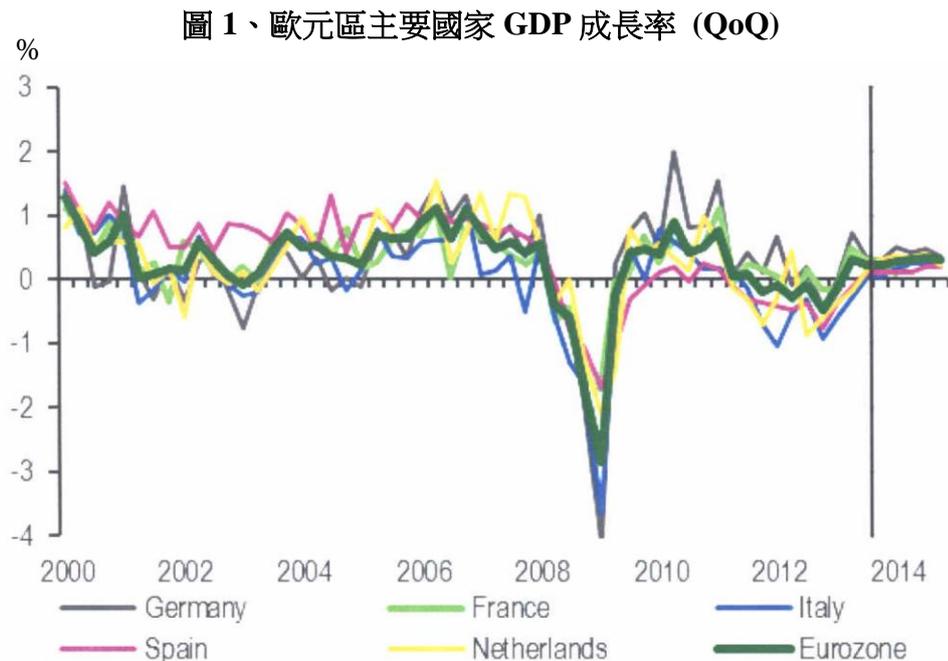
3. 貨幣政策

歐元區金融部門持續去槓桿化 (deleveraging)，造成民間部門的信用可得性不佳，貨幣政策傳遞機制的運作並不順暢。

為因應歐元區可能長時間處於低通膨，ECB 於 2013 年 11 月 7 日出乎市場預料之外宣布降息，將主要再融通利率 (main refinancing rate) 調降 1 碼至 0.25%、邊際貸放利率調降 1 碼至 0.75%，至於隔夜存款利率則維持在 0%。

ECB 總裁 Mario Draghi 在記者會中提及，該次利率政策會議中曾討論是否調降隔夜存款利率至「負利率」水準；Draghi 並宣稱，ECB 在技術上已做好準備，若通膨率進一步下降，便有可能動用該措施。

4. UBS 認為，歐元區的危機業已結束，可持續的經濟復甦正在進行 (見圖 1)，對歐元區抱持懷疑的論者須對其重新評估。然而，歐元區的結構性問題係經濟展望的隱憂，部分國家的失業率極高，公共債務的可持續性依然令人憂心。



來源：Haver、UBS。

歐洲經濟暨貨幣同盟 (Economic and Monetary Union, EMU)不僅是個經濟工程，實際上也是個政治工程，惟歐洲各國決策者以不完整的方式建構 EMU，讓 EMU 缺乏財政移轉 (fiscal transfer) 機制。EMU 的運作就像在婚姻關係中，配偶各自管理自己的帳戶，此一模式，在一方陷入麻煩時將難以運作。因此，歐元區亟需以複雜的方法，來改善其缺乏財政移轉機制的缺陷。

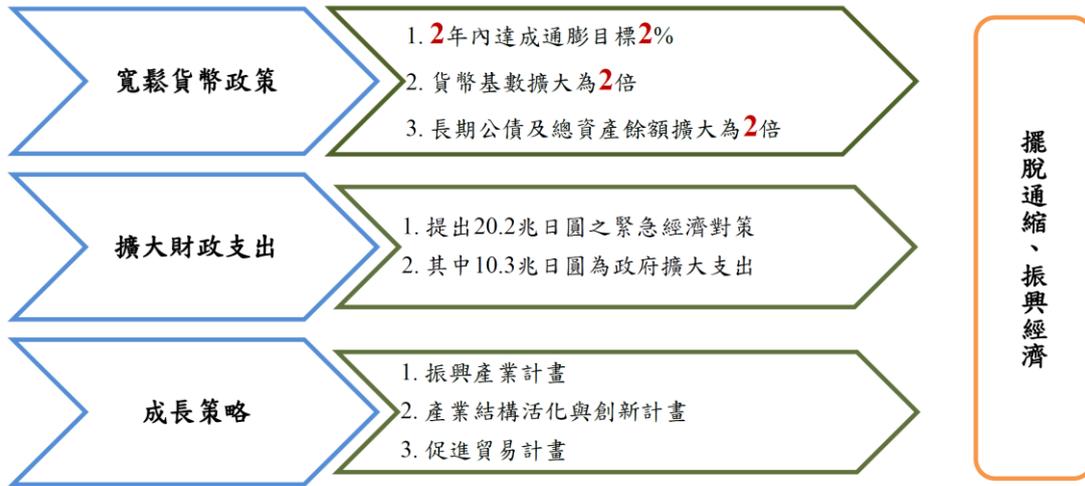
5. 曾擔任歐盟執委會主席及義大利總理的 Romano Prodi，曾於2001年表示：「我確信歐元將賦予我們導入一套新經濟政策工具之責任，雖然政治上不可能讓我們現在提出，但有一天將會發生危機，屆時將有新工具產生。」

(三) 日本

1. 日本2012年的 GDP 成長率為2%。UBS 預估，日本2013年及2014年的 GDP 成長率分別為1.7%及1.5%。
2. 安倍經濟學

日本首相安倍晉三於 2012 年 12 月 26 日就任後，為擺脫 15 年通縮的困境，並重振日本經濟，提出「安倍經濟學」(Abenomics) 的三箭計畫，亦即寬鬆貨幣政策、擴大財政支出，以及成長策略 (經濟結構改革)(見圖 2)。

圖 2、安倍經濟學之三箭計畫



來源：游淑雅（2013）。

(1) 寬鬆貨幣政策

日本央行 (BoJ) 總裁黑田東彥於 2013 年 3 月 20 日上任後，在 4 月 4 日首次主持的貨幣政策會議，宣布實施新的「量質兼備的寬鬆貨幣政策」(quantitative and qualitative monetary easing)，其重點如下 (見表 2)：

表 2、BoJ 「量質兼備的寬鬆貨幣政策」之重點

重點	貨幣政策內容
(1) 政策操作工具	■ 以貨幣基數 (monetary base) 取代隔夜拆款利率。
(2) 通膨目標	■ 2 年內實現通膨目標 (CPI 年增率) 2%。
(3) 購買標的	■ 政府公債、指數型證券投資信託基金 (ETFs)、日本不動產投資信託基金 (J-REITs)。
(4) 貨幣基數及資產餘額	<p>■ 貨幣基數餘額 (2 年擴大為 2 倍)：</p> <p>2012 年底 138 兆日圓； 2013 年底達 200 兆日圓； 2014 年底達 270 兆日圓。</p> <p>■ 總資產餘額 (2 年擴大為 2 倍)：</p> <p>2012 年底 158 兆日圓 (公債：89 兆日圓)； 2013 年底 220 兆日圓 (公債：140 兆日圓)； 2014 年底 290 兆日圓 (公債：190 兆日圓)。</p>
(5) 債券購買期限	<p>■ 擴大到 40 年期政府公債，使平均期限延長至 7 年。</p> <p>■ 促使長短期利率一致下降。</p>

來源：游淑雅（2013）。

(2) 擴大財政支出

日本政府於 2013 年 1 月提出 20.2 兆日圓之緊急經濟對策，其中 10.3 兆日圓為政府擴大支出。

在安倍晉三於 2013 年 10 月決定將日本的消費稅稅率，如期自 2014 年 4 月起由 5% 上調至 8% 後，日本政府於 2013 年 12 月再度推出規模 5.5 兆日圓的經濟振興方案，以緩和消費稅上調的不利衝擊。

(3) 成長策略

日本內閣於 2013 年 6 月 14 日通過略涵蓋「振興產業計畫」、「產業結構活化與創新計畫」及「促進貿易計畫」等三大部分之成長策略。

以未來 10 年每年名目 GDP 成長 3%、實質 GDP 成長 2%，以及人均國民所得（GNI）提高 150 萬日圓（2012 年度人均 GNI 約 384 萬日圓）為目標。

成長策略之主要亮點包括：

- 廣設托兒所，促進女性就業；
- 放寬高度管制產業，以結合民間力量創造新商機；
- 加速推動跨太平洋夥伴協定（TPP）、FTA 等自由貿易協定等。

3. 日本經濟的核心問題在於政府債務及通縮問題。市場普遍認為，「安倍經濟學」將讓日本成功擺脫通縮。

4. UBS 指出，「安倍經濟學」的寬鬆貨幣措施，應能讓日圓貶值，這有助於日本企業的獲利及股價表現。

UBS 預估，美元兌日圓匯率於 2013 年底及 2014 年底將分別為 103 及 120。事實上，紐約匯市美元兌日圓匯率於 2013 年 12 月 31 日收在

105.33，為 2008 年 10 月以來首見，與 UBS 預估的相近。

惟 UBS 認為，「安倍經濟學」雖能對資產價格產生正面效果，實質經濟成長的潛力，卻不太可能出現明顯改善；「安倍經濟學」雖然政策方向正確，惟積極度可能不足，且為時已晚。

參、膨脹的央行資產負債表

中央銀行資產負債表規模不斷擴大，是各國採取擴張性貨幣政策的必然趨勢。西方已開發國家為因應金融危機導致的信用緊縮，利用量化寬鬆政策操作，透過向市場挹注流動性，滿足民間部門融通需求，防止因資金匱乏引發市場崩潰，以維持經濟活動的正常運作；亞洲新興國家則是面臨長期經常帳順差的貿易環境，而累積鉅額的外匯存底。世界各國央行因本身所處政經歷史背景及發展程度迥異，存在金融經濟課題不同，採取的政策行動即不盡相同，然而在寬鬆環境下，均造成持續膨脹的資產負債表。

規模過當的央行資產負債表，除增加營運管理的負擔外，資產負債增減變動所反映的損益衡量，亦會影響國家財政。隨著步入後金融危機時代，私部門之金融機構、企業和家計單位紛紛進入去槓桿化的過程，開始減持負債，削減支出，以減少危機時期過度槓桿所造成的失衡風險。而各國央行賦有法定的職責和任務，須達成的目標包含金融穩定、對內及對外物價穩定，並幫助就業促進經濟成長，其採取的政策行動影響層面既深且廣，故在調整資產負債面考量上勢必審慎嚴謹，以總體角度調控防止市場波動所引起的社會動盪。

中央銀行的資產負債表

資產負債表反映著央行實施貨幣政策的結果及採取的各項業務操作。如同一般企業，資產方代表資金的用途，負債方表示資金的來源，我們可以透過央行資產負債表的項目和結構，瞭解其施政手段及目標、分析政策工具成本及暴露之風險、評估對金融市場的影響，更可與他國比較，明白國家間政策選擇的差異。

一般而言，央行的資產項目可分為國外資產、有價證券（例如透過公開市場操作買入的政府債券）、對金融機構債權（主要為信貸融通）及其他資產；負債項目為國外負債、通貨發行額、存款機構準備金、金融機構轉存款、政府存款、央行發行單券、其他負債等，其中的兩項負債—通貨發行額及存款機構準備金係

表示央行對社會大眾及銀行體系的貨幣性負債，在假定其他條件不變下，其增減變動對貨幣供給量的決定極為重要，通稱為貨幣基數(monetary base)。因此，就資產負債平衡的觀念來看，資產面的數額增減，使負債面的貨幣基數發生變動，進而影響貨幣供給量擴張收縮（見表 3）。

表 3、央行資產負債項目

央行 T 字帳	
國外資產	國外負債
有價證券	通貨發行額
對金融機構債權	準備性存款
其他資產	金融機構轉存款
	政府存款
	央行定期存單
	其他負債

一、規模擴張的因素

（一）外匯存底

2012年全球外匯存底排行榜前十名中，亞洲新興國家佔了絕大多數。主要原因為這些國家於1997-1998年亞洲金融風暴時期所學習到的經驗。新興經濟體因為經濟金融各方面正值發展階段，市場制度不完備、法規政策不健全的情形下，極易受到國際資本流動的影響，衝擊國內實體經濟。當時資本大舉湧入，刺激國內信貸增長，造成經濟泡沫不斷堆疊，而匯率升值又降低國際貿易競爭力。當情況發生逆轉時，沒有資金動能的支撐，大量資本流出誘發嚴重的金融動盪及經濟困境。為免重蹈覆轍，亞洲國家遂採行低匯率出口導向成長競爭策略，享受強勁貿易順差，並輔以強化金融環境吸引外資，在國際收支持續改善下，遂大幅累積外匯存底，作為吸收國際資金波動以穩定匯率的緩衝機制。此外，1980年代以來，全球化及金融自由化蔚為國際潮流，商業體系開放程度，亦加速外匯存底的積存。

一般而言，國家持有外匯存底的理由主要有下列幾項：

1. 平衡國際收支的流動性緩衝；
2. 干預匯市以穩定匯率；
3. 調控國內貨幣政策，藉由賣出或買入本國貨幣影響貨幣市場及利率；
4. 償付外債能力；
5. 預防性儲備及信心功能，因應緊急需求或對政經情勢不穩定的國家，較多的外匯存底可強化外國投資及融通信心，較易融入世界經濟，降低海外借貸成本。

外匯存底是滿足國家間交易支付與回應全球不確定性的最後防線。為維持匯率穩定，當國際資金從一國撤出時，面臨本國貨幣貶值的情境下，該國當局可選擇賣出外匯準備，同時維持低利率以促進生產力；或選擇保持外匯準備不變，以提高利率因應，惟後者將可能傷害經濟發展，顯見擁有豐厚的外匯存底供調節對國家整體利益的重要性。

外匯存底數額的增減變動除反映貿易盈餘或赤字、國際資金動向、外匯市場的干涉外，國外資產運用損益及各幣別匯率變動調整亦為影響因素。

UBS 資產管理公司的策略分析師 Castelli 認為，在未來幾年內，全球外匯儲備增長率將走緩，因為過去驅動成長的要素衰減，例如總體經濟失衡¹（macroeconomic imbalances）的情況，將因西方國家經濟活動逐漸復甦而減少差距；伴隨著量化寬鬆的貨幣政策逐步正常化，新興國家與先進國家利差縮小，熱錢湧入新興國家的動力不再，放慢外匯存底增速。

¹ 衡量總體經濟失衡，包含政府財政收支/GDP 及外貿經常帳收支/GDP 等兩項指標。

表4為我國的中央銀行資產負債表。總規模自2003年的8.15兆新台幣至2013年11月的14兆新台幣計增加74.16%。從內容組成和比重來看，主要資產項目為國外資產，佔總資產約88%；負債方面以央行定存單為主，約佔負債淨值總額48%，貨幣基數比重則在22%左右。

表 4、我國央行的資產負債表

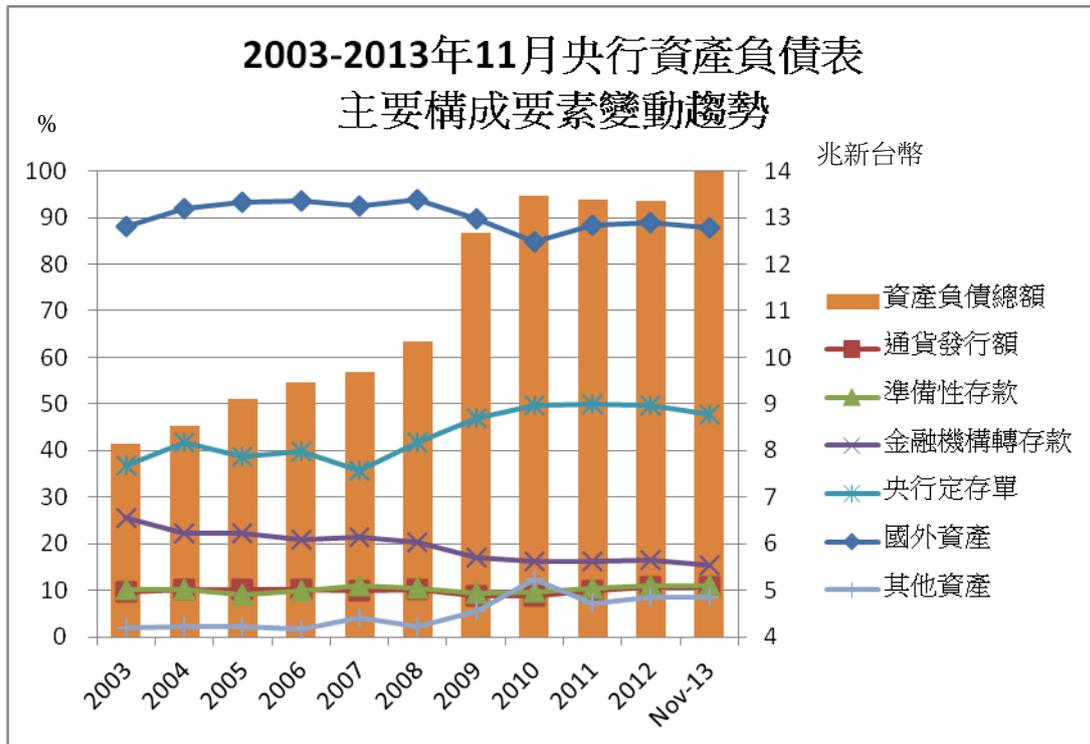
中央銀行資產負債表			民國 102 年 11 月 30 日			新臺幣百萬元
國外資產	12,457,794	87.82%	通貨發行額	1,516,011	10.69%	
對金融機構債權	519,408	3.66%	準備性存款	1,547,767	10.91%	
庫存現金	210	0.001%	金融機構轉存款	2,197,008	15.49%	
其他資產 ²	1,207,946	8.52%	政府存款	260,191	1.83%	
			央行定存單	6,767,965	47.71%	
			其他負債	901,347	6.35%	
			淨值	995,069	7.01%	
資產合計	14,185,358	100.00%	負債淨值合計	14,185,358	100.00%	

資料來源：金融統計月報

就主要項目長期趨勢變化而言（見圖3），國外資產比率約保持在90%，準備性貨幣亦維持在20%的區間，金融機構轉存款比重從25%下滑至16%，央行定存單則呈逐年上升的趨勢，由37%增為50%左右。

² 包含應收利息、固定資產及遞延資產等。

圖3、我國央行資產負債表構成要素變動趨勢



(二) 貨幣政策操作

金融風暴的發生將對國家構成極大的威脅，波及的範圍不僅表現在金融體系，甚至對整個經濟造成慘重損失，連帶擴散至其他國家遭受影響。因此世界各國競相採取各種政策措施作為解決方案以緩解危機帶來的負面後果。

為紓緩次貸問題爆發所導致的信用市場凍結、金融機構面臨倒閉壓力及景氣的低迷，Fed 首先於2008年12月宣布將聯邦資金利率(fed fund rate)目標下調至0-0.25%的目標區間，透過公開市場操作買入公債維持低利率，向市場提供流動性以穩定金融市場。然此時利率工具已趨近零的水準，受困流動性陷阱 (liquidity trap)，再多的貨幣供給未必能再壓低利率，對刺激總合需求作用有限，遂利用非傳統貨幣政策及創造許多新型金融工具，擴大市場注資規模，如大規模資產購買計畫 (Large Scale Asset Purchase, LASP) 增加買進標的範圍，包含房貸擔保債券(Mortgage-Backed Securities, MBS)、聯邦機構債券(federal agency debt)及通膨保值債券(Treasury Inflation-Protected

Securities, TIPS)；其他創新工具為定期資金標售機制³ (Term Auction Facility, TAF)、主要交易商信貸機制⁴ (Primary Dealer Credit Facility, PDCF)、定期資產擔保證券融通機制⁵ (Term Asset-Backed Security Loan Facility, TALF)、持有 Maiden Lane 有限責任公司資產淨額⁶ (Net Portfolio Holding of Maiden Lane LLC)、央行流動性換匯⁷ (Central Bank Liquidity Swap) 等，上述危機應變措施使原本單純的 Fed 資產負債表變得相對複雜。而向市場挹注流動性的過程同時代表著貨幣創造過程，因此美國進一步信用擴張造成資產負債表規模不斷膨脹。

Fed 的資產負債表規模從2003年到2013年11月這段期間，由7730億美元擴張至3.97兆美元，增幅達4.13倍。依 Fed 的資產負債表（見表5），可知組成要素所佔比重，在資產面以有價證券(securities held outright)為主要構成項目，其中持有美國公債約59%，聯邦機構債券佔1.6%及39.4%的 MBS；負債面以流通中貨幣(currency in circulation)及存款機構準備金餘額比重最大(reserve balances with federal reserve banks)，兩者合計為貨幣基數，佔負債方的93%以上。

³ 利用定期定額及最低投標利率之拍賣機制出借資金給符合申請貼現窗口資格的存款機構。

⁴ 主要交易商以證券為擔保品向 Fed 取得隔夜拆借資金。

⁵ 缺乏流動性的資產擔保證券(包含消費貸款、學生及中小企業貸款等)持有者以這些證券作為抵押品以獲得 Fed 貸款。

⁶ 因應次貸危機成立的特殊目的個體，Fed 透過給予該個體融通，間接援助 Bear Stearn 與 AIG 等問題金融機構。

⁷ Fed 與 14 家外國央行簽訂美元換匯協定，這些國家自 Fed 獲得美元，並貸給國內金融機構，滿足其對美元需求。外國央行須支付利息給 Fed，利率以隔夜指數交換合約(OIS)為基準。

表 5、Fed 資產負債表

Fed BALANCE SHEET(H.4.1)					
Nov 27, 2013			Millions of dollar		
有價證券	3,858,445	97.24%	流通中貨幣	1,222,152	30.80%
融通放款	1,313	0.03%	準備性存款	2,466,785	62.17%
央行流動性換匯	272	0.01%	逆回購交易	104,160	2.63%
外幣資產	23,873	0.60%	政府及金融機構存款	110,179	2.78%
其他資產	67,619	1.70%	其他負債與資本	64,487	1.63%
黃金	11,041	0.28%			
特別提款權	5,200	0.13%			
資產合計	3,967,763	100.00%	負債資本合計	3,967,763	100.00%

資料來源：H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances, Federal Reserve Statistic Release

從變化趨勢的角度來看（見圖4），Fed 在2007-2009年期間減持手中的有價證券，自以往維持在80%以上的比例降至20%。這是因為金融危機帶來的嚴重信用緊縮使得 Fed 已無法透過公開市場操作買賣公債達成政策目標，需要以更直接，「專款專用」的方式解凍市場，因此先賣出公債使資金回流，接著藉由創設許多新型融通機制，向特定機構及市場直接投放流動性，流動性機制(liquidity facilities)與有價證券的持有呈現反向趨勢（見圖5）。同時期，在過去佔有90%以上的流通中貨幣下降至40%，反倒是一直維持在1%左右的準備金餘額，大幅度上升將近50%的比重，除了救市措施大量注入流動性至銀行體系外，2008年 Fed 開始支付存款機構準備金帳戶的利息，鼓勵銀行增加準備金餘額亦為可能原因。另外，Fed 在此期間新成立「美國財政部補充融通帳戶」（US Treasury Supplementary Financing Program, SFP），由財政部增發公債，將籌措的資金轉入該帳戶中，除了提供 Fed 資金來源，亦可作為一種沖銷政策，賣出公債使銀行準備金減少（圖6）。截至目前，有價證券的持有增加至97%，比例超過以往水準；基礎貨幣一直保持在90%以上，唯結構比重有所更動；而新設融通機制及財政部融通帳戶則逐年減少，餘額已降至0。

Fed 資產負債表規模擴增係著眼於資產面，主動地藉資產購買及創造新設融通機制，提供流動性支持信用市場運作，卻也因此產生附帶影響，使貨幣性負債大幅成長；而我國央行則是由於國際收支盈餘，外匯存底增加，被動地導致負債擴張。

圖 4、Fed 資產負債表構成要素變動趨勢

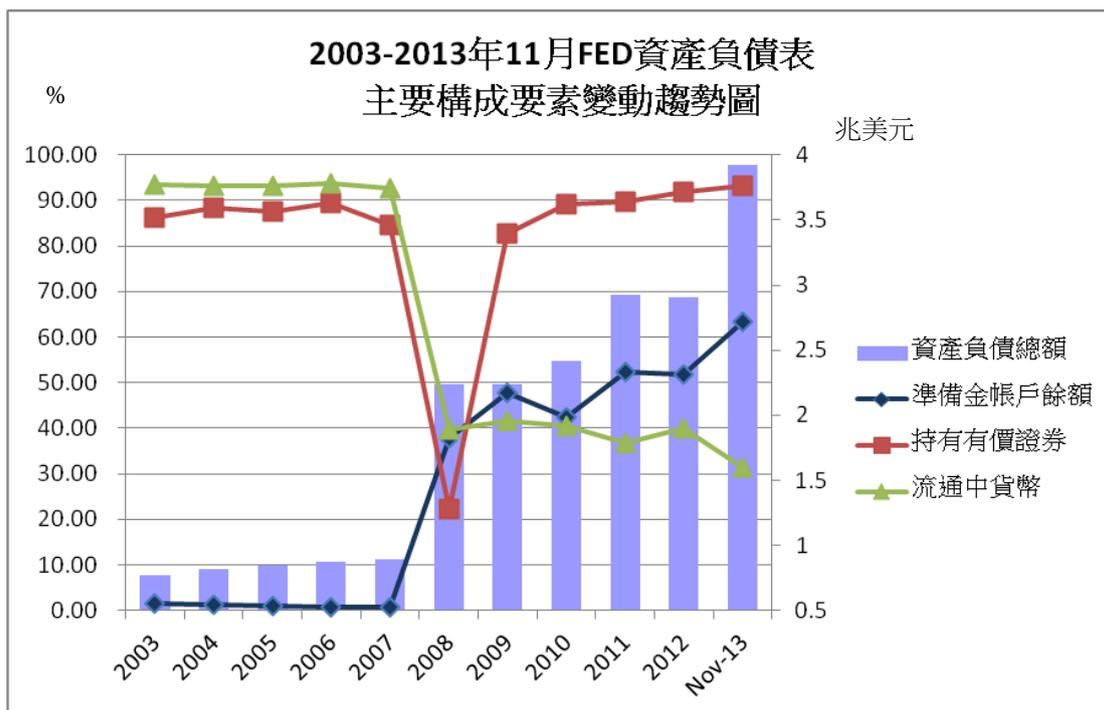
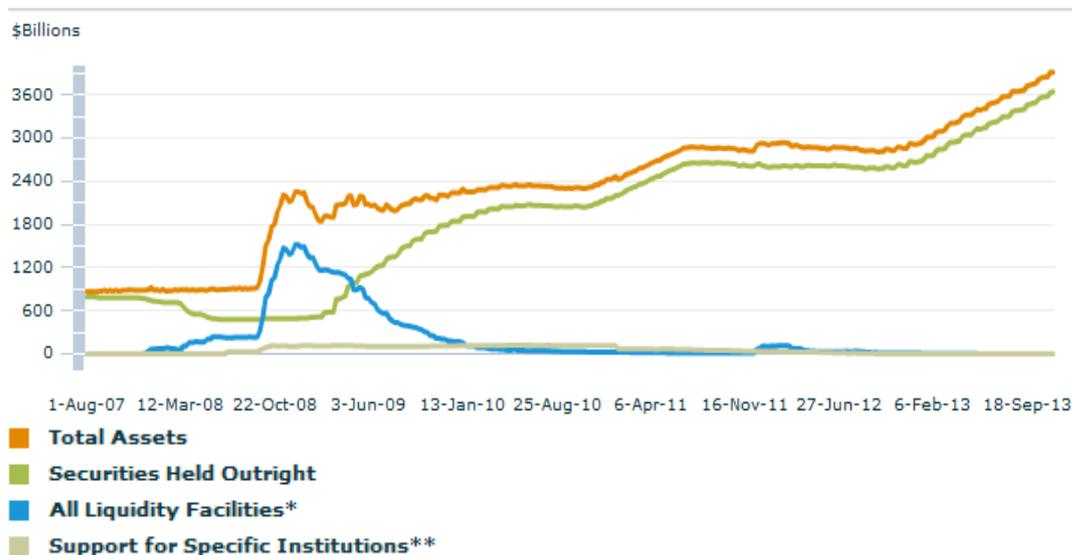
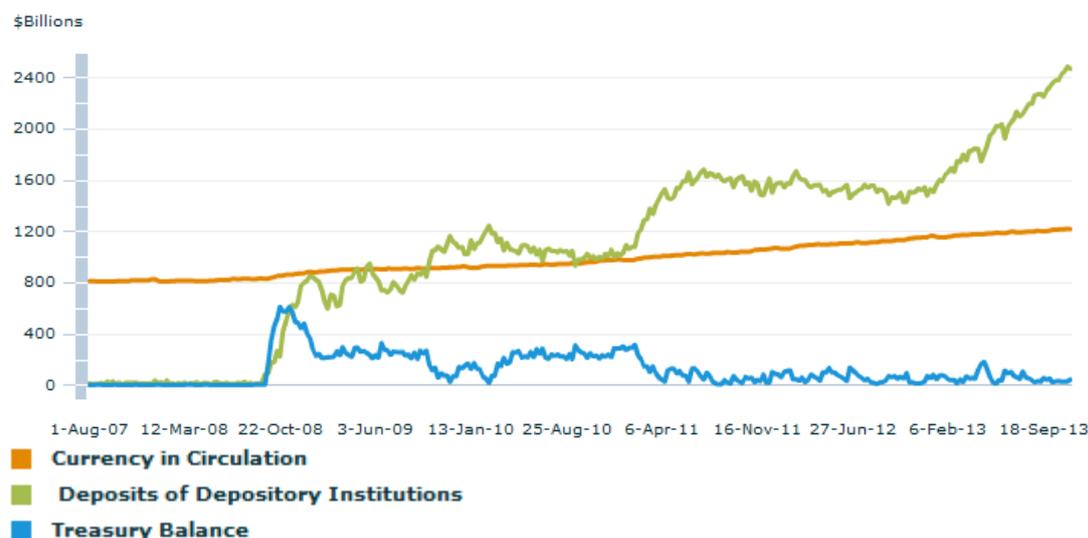


圖 5、Fed 資產面項目變動情形



資料來源：H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances, Federal Reserve Statistic Release

圖 6、Fed 負債面項目變動情形



資料來源：H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances, Federal Reserve Statistic Release

二、對損益之影響

(一) 負債面

如前所述，我們可以瞭解美國與我國資產負債表組成不同，負債構成要素差異因而產生的成本亦不盡相同。

自2008年10月開始，Fed 得對存款機構的準備金存款餘額付息，進而提高其在 Fed 放置較多準備金數額的意願，不僅使 Fed 擁有充足的資金流動性供操作，得以控制利率區間，強化貨幣政策成效，穩定金融市場；金融機構亦可減輕經營成本，無須為追求高收益而過度貸放承擔風險。這也說明了為什麼金融危機後，大幅增加的準備金卻未使惡性通膨上演，除貸款機構仍擔憂違約風險，惜貸情況明顯外，對準備帳戶支付利息也是得以有效控制貨幣創造的因素。Fed 運用各種創新工具投放流動性至金融機構，金融機構將得到的流動性以超額準備的方式保留在銀行體系內。

由 Fed 每周四公布的「美國存款準備金和貨幣基數」統計數據(Aggregate Reserve of Depository and the Monetary Base-H.3) 顯示(見表6)，目前法定

準備及超額準備付息利率（Interest On Excess Reserves, IOER）為0.25%，以目前美國準備金總額2.5兆美元推估，每年成本約62.5億美元。

表 6、Fed 準備金餘額及利息支出

單位：億美元

	截至 2013/11	2012	2011	2010	2009	2008
各年底準備金餘額	24,736	15,035	15,341	10,271	10,667	8,478
準備金利息支出	?	38.75	37.73	26.87	21.87	8.17

資料來源：整理自 Income, Expense, and Distribution of Net Earning of the Federal Reserve Banks, Annual Report, 2009-2012 及 H.4.1 Factor Affecting Reserve Balances。（本表統計數字採每月最後一周平均餘額）

我國準備金制度分為甲及乙兩種帳戶，並對乙戶支付利息，按存款別區分，目前源自活期性存款為0.248%，定期性存款為1.113%（見表7），採半年計息一次。此外，由於目前市場上處於流動性相對充裕的狀態，央行為避免通貨膨脹壓力，因而利用沖銷操作，回收資金來調節市場的超額流動。採行的主要沖銷工具為央行定期存單，其他方式還包括收受郵匯局及銀行轉存款沖銷多餘資金，沖銷操作產生的成本為相對應的利率水準⁸。目前28天、182天、364天定期存單、六個月及一年轉存利率⁹，分別為0.87%、1.05%、0.615%、1.12%及1.36%。近年來，央行定存單餘額的成長，央行定存單發行利率及準備金利率逐年調漲，價量雙增將加重利息支出的壓力（見表8）。

就匯兌風險而言，當新台幣貶值，外匯升值，年度外匯存底孳息轉換成新台幣會增加。為因應匯率變動的未實現損失，所預先提列的準備，表現在負債面的會計科目，就是各項提存中包含的「兌換損失準備」，用來沖銷資產負債發生之匯兌評價損失。在金融危機後，美元持續貶值，央行持有的外匯，折算新台幣後大幅減少，因此利用兌換損失準備，吸收匯兌損失。

⁸根據「中央銀行收受銀行業轉存款作業要點」，轉存期限最長不超過一年，並按轉存行庫、本行指定銀行(台銀、土銀及合庫)牌告同期別定期存款利率及本行公開市場操作之定期存單發行利率擇一辦理。

⁹以台銀、土銀、合庫、華南及第一銀行等五大銀行的平均存款利率。

表 7、我國準備金乙戶利率

單位：%

年度	調整日期	源自活期存款	源自定期存款
100	8/1	0.248	1.113
	4/20	0.233	1.043
	1/17	0.203	0.986
99	10/15	0.193	0.934
	6/30	0.178	0.855
98	10/12	0.165	0.767
	2/20	0.173	0.771
	1/9	0.2	0.921
97	12/15	0.275	1.421
	11/11	0.374	2.173
	11/3	0.374	2.423
	4/1	0.250	2.75
93	3/29	1.5	
92	3/21	1.75	
91	11/12	2.25	
90	10/4	2.5	

表 8、我國央行利息費用及各項提存

單位：新台幣百萬元

年度	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
利息費用	96,868	91,211	69,163	66,728	150,502	150,989	134,825
各項提存 ¹⁰	112,841	141,702	162,930	65,720	10,303	14,256	—

資料來源：中央銀行損益表

(二) 資產面

伴隨資產負債表規模擴張，資產面的成長也為財務帶來正面的影響。央行主要收入來源為利息收入，而影響利息收入的關鍵，包含資產總量及收益率，透過資產的投資運用，創造最重要的兩項資金流入—孳息收益及出售資產的資本利得。

¹⁰ 包含提存備抵呆帳及兌換損失準備等。

Fed 的當期收入（見表9）主要由美國公債利息收入構成，其他還包含貸放融通的所獲取的利息及提供服務收入。自2006年開始當期收入即逐年增加，截至2012年止成長1.12倍。而2008年 Fed 處分手中債券部位，取得資金後再以融通的方式向市場投放流動性。

表 9、Fed 主要收入來源

單位：百萬美元

年度	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
當期收入	81,586	85,241	79,301	54,463	41,046	42,576	38,410
美國公債 出售利得	13,255	2,258	—	—	3,769	—	—
MBS 及機構債 出售利得	241	10	782	879		—	—

資料來源：整理自 Income, Expense, and Distribution of Net Earning of the Federal Reserve Banks, Annual Report, 2006-2012

然而，Fed 的資產購買計畫大量購買中長天期的債券，延長資產組合的存續期間，此意味著對利率變動的敏感度增加，而債券到期年限延長計畫 (Maturity Extension Program, MEP) 買進6年期以上公債，同時賣出3年期以下，減少短債增加長債的部位，使 Fed 資產負債表暴露在更大的利率風險中。

台灣則是因為持有外匯營運量的增加配合操作績效，央行的利息收入（見表10）自2007年3,745億上升至2012年的4,134億，增幅約10%。而持有外匯資產的報酬率，若以美國5及10年期公債殖利率為平均報酬，目前約落在1.38%-2.75%的利率區間之間（見圖7）。

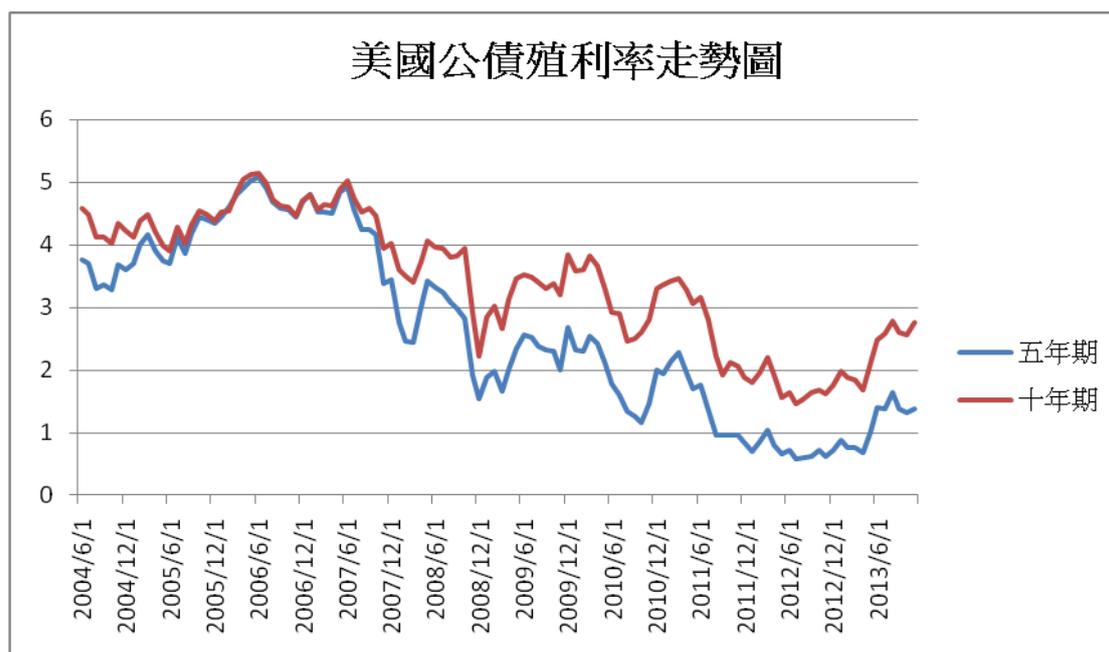
表 8、我國央行利息收入

單位：新台幣百萬元

年度	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
利息收入	413,391	425,985	428,654	395,165	356,890	374,446	344,871

資料來源：中央銀行損益表

圖 7、美國 5 年期及 10 年期公債殖利率趨勢圖



資料來源：Bloomberg

三、其他社會成本

(一) 量化寬鬆貨幣政策

央行執行量化寬鬆貨幣政策，期望透過貨幣政策傳導過程 (transmission of monetary policy)，藉提高貨幣供給量，降低社會資金成本，進而實現金融穩定及提振經濟的政策目標。一般而言，傳導途徑首先影響金融機構的準備金數額、融資成本及放款行為，透過金融市場影響企業及居民等非金融部門之各類經濟主體的行為，包含消費、儲蓄及投資等，接著影響社會各經濟變數，例如物價、失業率和經濟成長，最後亦會反饋央行，作為進一步實施政策的參考依據。以下探討量化寬鬆政策可能產生的社會成本。

1. 銀行體系

經由 Carpenter et al. (2013) 的實證研究結果顯示，非傳統貨幣政策確實減少銀行體系的流動性風險，藉由增加資金供應，緩解貸放的波動性，此反映銀行在貸款供給面的成長上，有效維持融資活動運作。雖然量化寬鬆政策解除資金緊繃情勢，然目前市場上卻出現預警 (precautionary) 的流動性貯藏 (liquidity hoarding) 現象，意指金融機構為避免自身的流動性產生問題或擔憂交易對手的信用風險，對其他銀行收回或停止拆款以增加自己的流動性，此將增加銀行間的短期借貸成本；另外，根據銀行未使用的約定融資額度 (unused loan commitments) 佔其貸放能力 (lending capacity) 之比例逐漸下滑亦說明同樣的結果——大規模的資金釋放至銀行體系卻未造成放款大幅度的增加，顯示銀行留存大量的流動性資產以建立流動性緩衝 (liquidity buffers)。究其原因主要係回應未來可能會面臨的證券出售損失及貸款損失，此舉可保持充分的清償性，加強社會大眾的信心並維護銀行信譽 (Berrospide, 2012)。然而，未貸放給企業或消費者的資金，反而以準備金的形式存在銀行體系，除降低量化寬鬆政策功效，一旦貨幣流通速度恢復正常水準，貨幣創造引發的通膨隱憂將不容小覷。

2. 資產價格

Fed 採取大規模的資產購買操作，包含美國政府公債、TIPS、MBS 及機構債，直接影響其價格，降低標的資產的殖利率。藉由資產購買計畫買進較長天期的債券，縮短市場上持有債種的存續期間，進而影響投資者要求的報酬率，壓低長期市場利率 (Krishnamurthy and Jorgensen, 2011; Garnon et al., 2011)。根據 Christensen and Gillan (2013) 以 TIPS 殖利率為實證研究，說明資產購買計畫改變 TIPS 供需狀況，反映在市場減少對於流動性貼水 (liquidity premium) 的要求。Carpenter et al. (2013) 以習性偏好理論 (preferred habitat theory) 為基礎，說明投資者對於不同期限和種類的

債券存在著偏好，而債券之間雖然可以替代，但不是完全的替代品，當投資者對某類債券的偏好大於其他債券時，就會習慣性地投資所偏好的債券，惟當其他債券種類的收益率大於所偏好的債券，才願意購買非偏好的債券，因此 Fed 透過購買計畫減少購買標的債券的供給，降低標的債券的殖利率。此外，投資人的投資組合再平衡效應（portfolio rebalancing effect），透過貨幣政策傳遞至其他種類的資產，促使市場利率下降，減低融資成本。根據實證研究觀察 Fed 購買計畫執行前後，不同類型的投資者持有債券的種類和存量增減變動情形，結果顯示，Fed 大量買進美國公債及 MBS 的同時，以家計單位（household）減持同類型的債券最為顯著，其剩餘資金所調整的投資組合內容，則轉而增持公司債、商業本票及市政債務和貸款（municipal debt and loans）等較高風險的資產種類。因此，量化寬鬆政策不僅影響標的價格，也會產生外溢效果（spillover effect），引起其他資產，例如公司債、股票、貨幣、原物料或房地產的價格變動，甚至跨越國境，波及其他國家的市場經濟。若資金流向不具生產力的投資，有可能造成資產價格扭曲。

3. 企業和消費者行為

寬鬆的貨幣政策造成目前世界經濟處於不穩定的環境，對於退場時機的猜測使不確定性氣氛普遍瀰漫著，市場情緒易受政策或經濟動態表現起伏，進而影響著企業和消費者的行為意願。鑒於過度槓桿而導致的次貸危機，迫使社會開始去槓桿化，減債過程降低家庭和企業的消費與投資意願，因此雖然目前美國利率已降至近乎零的水準，然對刺激家庭消費的邊際作用有限，根據11月發布的美國消費者信心指數（Consumer Confident Index, CCI）由前月的71.2下滑至70.4，顯示消費者傾向謹慎趨勢，原因在於未來預期通膨隱憂，對就業及收入前景轉趨悲觀；而全國採購經理人指數（Composite Purchasing Index, PMI）為57.3較前月56.4稍微攀升，然力道

是否持續仍有待觀察。

Nakata (2012) 的研究報告顯示，不確定性在貨幣政策零利率下限（zero lower bound）的約束下，家計單位預期未來實質利率提高，因此傾向較多的儲蓄而減少目前消費，對消費品需求的減少導致產出水平和通膨降低；廠商則因產出減少，對勞動需求降低，使其預期未來實際薪資下降進而將商品設定在較低的價格，故就一般均衡（general equilibrium）的觀點，不確定性降低目前消費、產出、薪資及通膨水準。若低利率環境持續太久，將不利長期投資的配置，影響退休基金的報酬，存款利息縮水，產生儲蓄者和借款者間的財富重新分配，對產業或社會發展影響深遠。

（二）外匯存底的機會成本

外匯存底的持有成本，除較易量化計算的財務成本和匯兌成本，可直接透過央行的資產負債表，分析資產面報酬率及負債面利率外，對社會的機會成本也應加以考量。超額的外匯存底反映部分資源在國內未能善加利用，資產配置不具效率，浪費社會資源所失去的代價，機會成本即指若超額外匯存底能充當其他用途將可獲取的效益，例如投入公共及基礎建設領域、投資海外金融市場或償付成本比較高外債，甚至進行公營銀行的資本重組（re-capitalisation of public sector banks）。然機會成本的概念較不明確且不易實際驗證，參考學術界文獻，目前較常使用的計算公式（Rodrik 2006, Mbeng Mezui et al., 2013）為：

$$\text{機會成本} = (\text{超額準備} / \text{GDP}) \times \text{其他用途淨報酬率}^{11}$$

其中， $\text{超額準備} = \text{外匯存底總額} - \text{標準值}$

而標準值衡量基礎如表11。

¹¹ 扣除外匯存底所獲取的孳息

表 11、超額準備衡量基礎

超額準備	標準值
外匯存底/月進口金額	3 個月
外匯存底/短期外債	100%
外匯存底/M2	20%
外匯存底/GDP	10%

其他用途淨報酬率主要係利用反映新興市場風險溢價的摩根大通新興市場債券指數 (JP Morgan Emerging Markets Bond Index Plus Sovereign Spread Index, EMBI Spread)，衡量新興國家支付短期外債利率與持有外匯存底所賺取政府公債殖利率的差異，利差 (spread) 越大代表持有的機會成本越高；另可選擇與該國較相關的資金運用方式作為替代方案，例如以投入公共資本存量 (public capital stock) 來評估社會成本，根據基礎設施或公部門建設所能產生的報酬率作為衡量指標。

根據 Rodrik and Velasco (2000) 的研究，若一國遵從蓋杜蒂—葛林斯班法則 (Guidotti-Greenspan rule)，保持外匯存底數量等同一年內到期的外債總額，則估計該外匯準備數額可減少幅度10%的國際資本波動。另外，預估金融危機對產出的負面影響將導致訂單縮減約佔 GDP 之10%規模，因此可推估累積外匯資產所帶來的效益為 GDP 的1% (0.1 x 0.1)。換言之，只要持有外匯存底的成本，妥適控制並無大幅偏離正常水準，均為可接受的範圍之內。畢竟以外匯儲備的自保動機 (self-insurance) 為出發點，豐厚的外匯存底可降低金融危機引發的嚴重性，另一方面也可減少借債成本，如同支付保費 (insurance premium) 般的社會保障功能。

然而，過多的外匯存底也會干擾我國貨幣政策的自主性及有效性，資產配置外化，易受國外的利率匯率影響，增加暴險程度，削弱央行進行總體金融調控的能力；且管理外匯的複雜性及難度升高，風險管控及存底操作績效的權責關係歸屬，都是伴隨擴增的外匯存底而來值得深思的新興議題。

四、未來趨勢

擴張性貨幣政策帶來的惡性通膨及金融泡沫疑慮，隨著經濟情勢好轉逐漸升高，對剛步入復甦軌道的市場景氣構成威脅。而資產負債表的規模擴大，資產質量組合的變化，也將導致風險，例如利率和匯率波動的直接或間接資本損失、增持低利率的長期債券使營運收入下降及信貸風險可能造成的資產減值等。不同國家間的央行資產負債表構成風險各異，取決於貨幣政策的規模、性質、資產購買的時間點及期限影響。然而，寬鬆政策的轉向，意味著央行大量出脫持有的部位，可能引發市場動盪，使金融動能不再而影響投資信心，對經濟前景造成損害。因此，貨幣當局必須權衡經濟成長和通膨關係，把握適當時機逐步退出，盡力將負面衝擊程度降到最低。資產負債表收縮將可緩解總需求膨脹風險，央行執行貨幣政策將更為主動且富彈性，增進金融穩定的強度。

Carpenter et al. (2013) 分析 Fed 資產負債表正常化 (normalization) 的進程及預測可能影響，在將金融機構的準備金帳戶餘額維持在250億美元、至2025年聯邦資金利率目標為4%及10年期公債殖利率為4.9%的假設前提下，2014年中期 Fed 停止購債，此時的資產負債表規模將達到最高峰，超過3.9兆美元。接著讓持有的債券到期，本金不再繼續投資。預估至2020年，政府公債和 MBS 各減少約一半的幅度，分別為1兆及7,550億美元。為符合維持準備金水準的假設，2019年 Fed 交易室 (Desk) 開始將到期的美國公債再投資，直到達成金融危機前公開市場操作帳戶 (System Open Market Account, SOMA) 持有資產組合的比例—三分之一為短期國庫券，三分之二為中長期公債。因為目前 Fed 大部分持有中長期債券，因此利息收入將在2018年開始下滑，聯邦資金利率預計在2015年調升，連帶使利息費用增加，然而到了2016年因為準備金數額逐漸減少的抵銷效果，使利息費用趨於和緩。於此情況下，推估每年仍有盈餘可以繳庫 (remittance to the treasury)，

2018年繳庫數降到最低約170億美元，不會產生因虧損無法繳庫而須認列遞延資產 (deferred asset) 的情況。茲將該研究其他假設情境結果列示如下 (見表12)：

表 12、Fed 量化寬鬆退場各情境假設下可能結果

情境	資產負債表 正常化	SOMA 投資組合 正常化	至 2025 年 持有 MBS 部位	2009-2025 累積盈餘 繳庫數	盈餘繳庫數 最低水準	
	時間		億美元			時期
評估基準	2020 年 8 月		\$4,070	\$9,080	\$170	2018
出售 MBS	2019 年 5 月	2020 年 5 月	\$0	\$8,410	\$0	2018-2019
利率敏感 性分析- 增加 2%						
評估基準	2020 年 8 月		\$4,070	\$8,690	\$0	2017-2019
出售 MBS	2019 年 6 月	2020 年 6 月	\$0	\$8,040	\$0	2017-2021

資料來源：整理自 Capenter et al. (2013) 研究報告

央行肩負國家金融、物價穩定及協助經濟發展的重任，掌管國家貨幣政策，保有專業性，維持自主運作的獨立機關，應避免過度政治化及政府干預。然而，央行每年的盈餘繳庫數仍在國家財政上扮演重要的角色，為政府緩解近年來財政赤字惡化帶來沉重負擔。我國央行盈餘繳庫情形 (見表13)，分配予中央政府的部分約為當年純益的80%，另視留存央行的未分配盈餘多寡作適當調整，例如在民國97年，多提列當年度未分配盈餘，使中央政府僅分配70.85%的當年純益。至於盈餘繳庫占歲入比例，以101年度為例，央行繳庫數為1,800億，占中央政府總決算16.67兆達10.8%。

表 13、我國各年度盈餘繳庫情形

單位：新台幣百萬元

年度	可分配總數			分配之部分			
	本期純益	上年度未分配盈餘	合計	中央政府	中央銀行		
					法定公積	特別公積	未分配盈餘
101	225,284	81,600	306,884	180,026	45,121	137	81,600
分配之部分佔本期純益比例				79.91%	20.09%		
100	227,250	81,600	308,850	181,533	45,502	215	81,600
				79.82%	20.12%		
99	225,176	81,600	306,776	180,018	45,119	39	81,600
				79.95%	20.05%		
98	297,663	81,600	379,263	238,013	59,612	38	81,600
				79.96%	20.04%		
97	237,769	60,000	297,769	168,449	47,916	104	81,600
				70.85%	20.20%		
96	232,501	60,000	292,501	185,879	46,574	48	60,000
				79.95%	20.05%		
95	231,984	72,500	304,484	197,967	46,469	48	60,000
				85.34%	20.05%		

資料來源：整理自中央銀行決算書之盈虧撥補表，中央銀行網站

隨著央行資產負債表擴張而來的各項成本，也為央行的財務狀況增添壓力，對當期純益和盈餘繳庫數產生不利的後果。央行雖不像一般私人機構，以追求利潤最大化為目標，也沒有財務限制，即使發生虧損仍可營運，繼續發揮政策職能，且因央行的特殊性質，其被國家賦予的使命遠超過其財務報表上揭露數字的意義，例如量化寬鬆政策能刺激景氣，挽救面臨衰退的國家經濟，為全民創造的福祉比央行獲利更具社會效益。然而，市場仍可能依據央行持有資產價值評估財務穩健度、總體安全性和經營效能，雖財務困難不致影響貨幣執行，然央行為政府的一部分，虧損由國庫撥補意味著由全體納稅義務人承擔後果，引發市場對其形成經營效果不彰的負面看法，失去對央行的信賴，同時仰賴政府注資也可能受其政策干預，威脅央行的可信度及獨立性，貨幣政策執行的有效性受到衝擊。

央行執行政策職能造成的財務負擔，使其財務實力（financial strength）的強化成為各界關注的焦點。財務實力涵蓋央行所擁有的財務資源、風險移轉機制及建立更具彈性的財務緩衝。央行執政表現，取決本身對經濟動態的洞悉能力、具備知識深廣度的專業判斷外，市場對其信賴程度所作出的決策反應亦為成效關鍵。因此，具備充沛財務實力的央行，不僅可以抵禦財務風險，增進央行信譽，施政更為有效靈活，以落實經營目標，維護金融穩定。

肆、結論與建議

一、2014年全球經濟展望樂觀，惟仍須注意各地區風險

2008 年全球金融危機及始於 2010 年的歐元區主權債務危機，讓全球經濟過去數年來步履蹣跚。儘管主要經濟體的寬鬆性貨幣政策不斷推陳出新，惟截至 2013 年，全球經濟遲遲無法出現可持續的復甦。

隨著美國經濟好轉，表現領先主要先進經濟體，將扮演全球經濟成長引擎的角色，加以全球經濟的主要拖累因素歐元區，即將扭轉經濟萎縮趨勢，全球經濟復甦情況可望於 2014 年改觀，GDP 成長率由 2013 年的 2.5% 加速至 3.4%。

然而，「安倍經濟學」雖然政策方向正確，成功帶動日圓貶值、日股上漲，可望讓日本擺脫 15 年通縮的困境，惟積極度可能不足，且為時已晚，日本實質經濟成長的潛力，不太可能出現明顯改善。

儘管各界對 2014 年的全球經濟展望頗為樂觀，決策者仍須密切關注若干主要風險，包括：

1. 美國 Fed 政策的不確定性；
2. 美國另一次的財政懸崖 (fiscal cliff)；
3. 歐元區邊陲經濟體的壓力重現；
4. 日本的政策錯誤。

二、外匯存底的累積應同時考量資產負債表膨脹可能產生的風險

台灣是一個小型開放經濟體，對外貿易是經濟增長的主要動能。然而，出口市場及商品高度集中在大陸和電子產品，對國際市場波動敏感度高，易受海外經濟環境影響，因此需擁有豐厚外匯存底及彈性的貨幣政策，為經濟金融提供緩衝空間。然而，外匯存底的累積並非毫無成本，持續擴大的資產負債表也為國家帶來風險，因此如何在資產面和負債面的成本與效益之間取得平衡，考驗央行調控的智慧。建議在政策取捨間，應就資產負債的結構性配置，著眼於長期的動態調整，適當配合國家經濟成長動能，以確保金融穩定。

此外，低利率的時代趨勢，傳統性安全資產殖利率下降，在兼顧安全性、流動性和經濟性的考量下，為提高外匯存底的收益率，建議管理策略可朝更多元化的方向進行投資配置。

參考資料

中文部分

UBS 「投資訓練研討會」(Investment Training Seminar) 講義。

李榮謙、林曉伶(2008),「量化寬鬆 vs.質化寬鬆: Fed 與 BOJ 的非傳統性政策」, 國際貨幣金融資訊簡報第 157 期。

陳一端、游淑雅(2007),「主要國家央行資產負債結構之比較—兼論亞洲四國央行沖銷工具之運用與影響」, 國際金融參考資料第 53 輯。

游淑雅(2013),「全球經濟金融發展趨勢」, 中央銀行新進行員訓練講義。

楊淑雯(2013),「頁岩氣革命每年可提高美國 GDP 產值約 700 億美元」, 中央銀行內部報告。

張志揚(2012),「參加美國紐約聯邦準備銀行訓練課程『美國貨幣政策之執行』出國報告」, 公務出國報告。

蔡炯民(2009),「人民幣匯率制度與國際經貿關係」, 台北外匯市場發展基金會委託計畫。

謝儀悌(2011),「美國對準備金付息及其貨幣政策效果」, 公務出國報告。

英文部分

Berrospide, Jose (2012), “Bank Liquidity Hoarding and Financial Crisis: An Empirical Evaluation,” *Finance and Economic Discussion*, Series 2013-03.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2013), *FOMC Meeting Statement*, Dec. 18.

Carpenter, Seth, Jane Ihrig, Elizabeth Klee, Daniel Quinn and Alexander Boote (2013), “The Federal Reserve’s Balance Sheet and Earnings: A primer and projections,” *Finance and Economic Discussion*, Series 2013-01.

Carpenter, Seth, Selva Demiralp, Jane Ihrig and Elizabeth Klee (2013), “Analyzing Federal Reserve Asset Purchase: From whom does the Fed buy?” *Finance and*

Economic Discussion, Series 2013-32.

Carpenter, Seth, Selva Demiralp and Jens Eisenschmidt (2013), “The Effectiveness of the Non-Standard Policy Measures during the Financial Crises: The Experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank,” *Finance and Economic Discussion*, Series 2013-34.

Castelli, Massimiliano (2013), “FX reserve management in the new global economic and financial environment,” UBS Global Asset Management Sep. 2013.

Caruana Jaime (2012), “Why Central Bank Balance sheets matter,” *BIS Paper* No.66.

Christensen, Jens and James Gillan (2013), “Does Quantitative Easing Affect Market Liquidity?” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, Series 2013-26.

DW.DE (2013), “US Senate Convenes as Democrats and Republicans Work on Debt Ceiling,” *DW.DE*, Oct. 13.

Kliesen, Kevin (2013), “The Fed’s Strategy for Exiting from Unconventional Policy: Key Principles, Potential Challenges,” *The Regional Economist*, Oct. 2013.

Gagon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache, and Brian Sack (2010), “Large-Scale Treasury Purchases: Did They Work?” *FRBNY Staff Reports*, Mar. 441.

Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorhensen (2011), “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011.

Mbeng Mezui, Cédric Achille and Uche DURU (2013), “Holding Excess Foreign Reserve Versus Infrastructure Finance: What should Africa do?” *African Development Bank Group Working Paper*, Series No. 178.

Nakata Taisuke (2012), “Uncertainty at the Zero Lower Bound,” *Finance and Economic Discussion*, Series 2013-09.

Rastello, Sandrine (2013), “World Bank’s Kim Sees More Global Impact From Fed Tapering,” *Bloomberg*, Nov. 12.

Rodrik, Dani and Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows," *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Apr. 2000.

Rodrik, Dani (2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves," *National Bureau of Economic Research Working Paper*, Series No. 11952.

Wolf, Martin (2013), "The Debt-Ceiling Doomsday Device," *Financial Times*, Oct. 15.

Yukhananov, Anna (2013), "IMF Warns Tough to Exit Unconventional Monetary Policy," *Reuters*, Oct. 7.