

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別：其他)

**負利率政策與直升機撒錢簡介：**  
**兼論近年來歐洲國家與日本等實施負利率政策的經驗**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：楊淑雯/三等專員

出國地點：香港

出國期間：105年7月17日~105年7月22日

報告日期：105年10月

# 目 錄

<b>壹、前言</b> .....	<b>1</b>
<b>貳、負利率政策</b> .....	<b>3</b>
一、負利率政策的基本概念.....	3
二、近年來，國際間實施負利率政策的案例 .....	8
三、負利率政策可能引發的風險 .....	12
四、歐洲國家與日本實施負利率政策後的實際運作情形 .....	18
五、負利率政策的成效與啟示.....	28
六、國際間對負利率政策的評價不一 .....	31
七、小結.....	34
<b>參、直升機撒錢</b> .....	<b>36</b>
一、直升機撒錢乙詞的源起.....	36
二、直升機撒錢的定義與性質 .....	36
三、直升機撒錢策略的實施時機 .....	37
四、直升機撒錢策略的可能型態 .....	37
五、直升機撒錢與 QE、政府舉債融通支出不同 .....	38
六、直升機撒錢的相關風險.....	41
七、各界對直升機撒錢的看法.....	44
八、小結.....	45
<b>肆、結論</b> .....	<b>47</b>
一、非傳統性貨幣政策有副作用，台灣目前似無採行的迫切性.....	47
二、貨幣政策已達極限，提振經濟有賴政府各部門共同出力 .....	48
<b>參考資料</b> .....	<b>51</b>

## 壹、前言

全球金融危機前，央行宛若航行於風平浪靜的熟悉海域，貨幣政策的執行方式相對可預測，且具有系統性，央行可完全掌握貨幣政策的傳遞管道。當時主要的貨幣政策工具是短期利率，央行有一套透明的反應函數（reaction function）或是法則（rule），能引導市場形塑對未來利率的預期。政策利率的調整，亦會透過利率管道、信用管道、匯率管道與財富管道來傳遞其影響。

然而，由美國次級房貸（subprime）問題引發的 2008 年全球金融危機，大幅改變了貨幣政策的操作模式，讓央行踏入貨幣政策中的未知領域。主要國家央行除快速調降利率至近零水準，還開始採行所謂的非傳統性貨幣政策（unconventional monetary policy）；例如：泛稱為量化寬鬆（Quantitative Easing, QE）的大規模資產購買計畫（Large-Scale Asset Purchases）與前瞻式指引（forward guidance）等，試圖為經濟提供額外動能。

全球金融危機迄今已 8 年，除美國外，全球其他國家的經濟成長依舊萎靡，通縮陰霾揮之不去，彼等國家央行仍試圖在非傳統性貨幣政策工具箱中，尋找能讓經濟回春的措施。負利率政策（negative interest rate policy），這項原本認為無法實施的非傳統性貨幣政策工具，就此躍上台面。諸多歐洲國家為打擊通縮或抑制資本流入，開始採行負利率，而經濟陷入失落 20 年的日本亦於本（2016）年初跟進，更是震驚全球。

職於本（2016）年 7 月參加 PIMCO 舉辦之亞洲機構研討會。PIMCO 為全球數一數二的債券投資公司，課程內容著重於基本面分析與央行政策的探討。近年來全球債券價格深受主要國家央行的 QE 與負利率政策的影響，鑒於外界對於 QE 的討論較多，本文擬聚焦於「負利率政策」上，詳述負利率政策的理論基礎、實施經驗、預期成

效與潛在問題，同時論及近來受到熱烈討論的「直升機撒錢」(helicopter money)措施；最後，探討非傳統性貨幣政策衍生的問題，以及提振經濟亟需其他政策的配合。

## 貳、負利率政策

全球金融危機後，主要國家央行大力推動寬鬆貨幣政策，雖陸續採取多次資產購買計畫與前瞻式指引，但在恢復經濟成長及拉高通膨方面的效果顯然已達到極限；儘管金融體系充斥資金，但投資依舊低迷，而均衡實質利率（equilibrium real interest rate）則是持續滑落。

鑒於銀行寧願囤積閒置資金，亦不願放款，導致央行寬鬆政策的效果大打折扣，隨著經濟成長的表現一再令人失望，通縮風險持續增加，來自財政政策與結構性改革的協助亦極為有限；因此，部分官員與學者主張採取更大膽的政策思維，以打通資金傳輸體系中的障礙，把資金趕出銀行大門，負利率政策就是在這種思維下被若干央行所採行。

目前實施負利率的國家，約佔全球 GDP 的 1/4，規模之大，前所未見。負利率政策的實施，不僅擴張了非傳統性貨幣政策的界限，亦讓各界對於非傳統貨幣政策的影響，更加爭論不休。

本章擬介紹負利率政策的基本概念、國際上的實施情況，以及各界對此一非傳統政策的評價。

### 一、負利率政策的基本概念<sup>1</sup>

#### （一）負利率政策定義

負利率政策屬非傳統性貨幣政策，亦即央行將政策利率的名目水準訂為負值，低於理論上的零利率底限。實施方式通常為央行對銀行持有的超額準備金收費，等於銀行會因持有現金而遭到課稅。

紐約大學教授 Nouriel Roubini 指出，在當前零利率政策、量化寬鬆、信用寬鬆、前瞻式指引等非傳統性貨幣政策工具中，負利率政策

---

<sup>1</sup> 主要取材自楊淑雯、郭恬吟（2016a）。

堪稱是最非傳統的工具（the most unconventional policy tool）。

## （二）負利率政策的實施目的

銀行在央行持有存款的目的有二大原因：（1）方便交割；（2）符合法定準備金的規定，而央行通常會對銀行的超額準備金付息（一般稱為「存款利率」）。正常時期，由於存款利率一般低於政策利率，銀行會極小化超額準備金的數量，然而，全球金融危機後，由於總體經濟與金融的不確定性持續存在、銀行修復資產負債表，都促使若干先進經濟體的銀行維持高於平常的超額準備金水準。

負利率政策旨在促使銀行的超額準備金，甚至於民眾在銀行的存款，不但無法收到利息，反而必須支付保管費，藉此迫使銀行降低超額準備金，提高銀行放款與民間消費、投資的意願。

理論上，負利率會降低借貸成本，鼓勵民間於融資成本偏低時借貸資金，提前消費或投資，減少儲蓄，增進國內需求成長；同時降低折現率以膨脹資本價值，擴大財富效果，增加投資人的消費意願。

負利率政策亦會帶動市場利率下滑，若央行同步實施資產購買計畫，債券殖利率甚至可能降為負值；如此一來，將大幅降低國外資本流入的吸引力，本國資金亦會外流，導致本國匯價走貶，促進出口。一般咸認，促使本國通貨匯價貶值，才是央行實施負利率的主要目的。

對於有通縮疑慮的國家，實施負利率不但可宣示央行拉抬通膨的決心，匯價貶值則能提高進口物價，鼓勵民眾消費國產品，提振出口競爭力，更是一舉數得。

## （三）利率為負的下限

ECB 執行理事 Benoit Coeuré 表示，名目利率有所謂的實體底限（physical lower bound）與經濟底限（economic lower bound），而這

會構成負利率的下限。

- 1、實體底限：持有現金的機會成本。因銀行若將負利率加諸小額存戶身上，這時會出現反中介化（disintermediation）。
- 2、經濟底限：係指進一步降息，反而不會對經濟提供額外的激勵動能。若干論者指出，當利率低到某種程度，對銀行業的不利影響會超過低利率的效益，此一水準稱為「逆轉利率」（reversal rate）。此時，銀行的獲利能力下降，從保留盈餘產生的資本減少，進而限制銀行的放款能力。

#### （四）負利率政策的由來

負利率政策並非新構想，從原本認為的有執行難度，近年卻成為重要的非傳統性貨幣政策工具。

##### 1、葛塞爾稅：負利率相當於將「現金」當成一般商品來課稅

早在 19 世紀末，德國經濟學家、自由經濟（Freiwirtschaft）創始人 Silvio Gesell 就已提出負利率的概念，主張對囤積現金的行為課稅，稱為葛塞爾稅（Gesell tax）；亦即讓貨幣的價值儲藏（store of value）功能消失，讓貨幣的價值成為與一般商品一樣，會隨著時間而損壞；Gesell 的負利率雖未曾廣泛應用，卻受到 Irving Fisher 與 John Maynard Keynes 等著名經濟學家的重視<sup>2</sup>。

1930 年代的大蕭條期間，一如當今許多國家面臨的問題，短期利率已處於零，但因經濟困在流動性陷阱（liquidity trap）中，貨幣政策欲振乏力。Fisher 認為，如採負利率政策，就能有效拉抬通膨，提振經濟；Fisher 的作法是，讓銀行每月對鈔券認證，則民眾繳納的印花稅金額，就相當於實際上的負利率。Keynes 雖曾於 1936 年出版的「一般理論」書中讚揚負利率的概念，認為 Gesell 是遭到世人過度

---

<sup>2</sup> 主要取材自楊淑雯、陳雅姿（2015）。

忽視的先知，但仍認為負利率政策不切實際，而這亦促使 Keynes 推論出政府支出是促使經濟脫離大蕭條關鍵的著名結論。

## 2、全球金融危機後，負利率政策再度被提起，但屢遭否決

儘管負利率政策的概念由來已久，然而，央行官員長期篤信，不應將政策利率降至零以下，因為利率一旦為負，銀行可能對存戶收費，則企業與家計部門將提領現金、窖藏於家中。

2008 年全球金融危機後的情況是，若干國家的實質利率遠高於自然利率（natural interest rate），自然利率有時亦稱中性利率（neutral interest rate），亦即能使實際產出達到潛在產出，又不致引發通膨的利率水準；過高的實質利率，將壓抑投資與消費，為使實質利率下降，央行須將名目利率降至零以下；因此，負利率政策再度被經濟學家提起，不過也引發反對者的強烈抨擊<sup>3</sup>。

哈佛大學教授 Gregory Mankiw 於 2009 年在《紐約時報》撰文指出，倘若降低利率可激勵經濟，那麼在政策利率已經降至很低甚至為零的情況下，為什麼不繼續降息到負利率呢？他的言論，受到若干論者的批判<sup>4</sup>。

2009 年 8 月，時任 BoE 總裁的 Mervyn King 曾警告，BoE 可能對存放於該行之存款收取費用，因他擔心這些存款會影響 QE 操作的成效，但之後不了了之。

前 Fed 副主席 Alan Blinder 則於 2012 年呼籲 Fed 應對隔夜存款利率實施負利率，讓銀行尋求其他獲利管道，包括增加放款或在資本市場投資，避免將資金閒置於超額準備中。

---

<sup>3</sup> 哈佛大學教授 Kenneth Rogoff 就表示，當代的負利率支持者常遭到無情的攻訐。例如，知名學者 Marvin Goodfriend 在其學術論文中，建議實施負利率的方法之一，是在鈔券上加磁條。Goodfriend 的創意與先見之明不但未受讚揚，反而成為一連串惡意 e-mail 的攻擊目標，電台脫口秀亦嚴詞抨擊。

<sup>4</sup> Mankiw 亦步上 Goodfriend 受批判的下場，甚至有人致函哈佛校長，要求解聘 Mankiw 在哈佛的教職。

Blinder 表示，全球金融危機發生後，銀行業由貪婪變成恐懼，不願將資金貸放出去，只願尋找資金的安全庇護所，銀行準備金扮演強力貨幣的機制失效，而 Fed 於 2008 年 10 月起對超額準備金付息（IOER），讓問題更形惡化，銀行業的超額準備逾 2.5 兆美元，Fed 每年須支付銀行 62.5 億美元的利息。

Blinder 認為，負利率可迫使銀行降低超額準備，將資金運用於購買短期證券或放款，也有助於 Fed 在不擴大資產負債表規模的情形下，激勵經濟成長。即使負利率政策無效，至少 Fed 每年還能向銀行收取 62.5 億美元的費用（假設 IOER 由 0.25% 調降至 -0.25%），而非付給銀行 62.5 億美元利息。

不過，Fed 認為負利率會干擾貨幣市場與信用中介機制，且成效難以預測，成本高於效益，拒絕這項提案。

2013 年 2 月 26 日，BoE 副總裁 Paul Tucker 拋出 BoE 將政策利率降至負值的想法，認為此舉或能鼓勵銀行增加貸放，進而激勵經濟成長，但隨即遭 BoE 另一位副總裁 Charles Bean 出面否認，形容負利率是不切實際的想法，BoE 決策團隊曾經討論過，但已遭否決。儘管如此，BoE 於 2013 年 5 月致英國財政委員會的官方信函中仍指出，在技術或操作層面上沒有重大的障礙，會妨礙 BoE 實施負利率政策。

### **3、低利率成為常態，而資產購買計畫的成效出現瓶頸，促使負利率成為重要政策工具，進一步宣示央行的決心**

2013 年起，IMF 開始建議歐洲國家實施負利率，對抗通縮壓力。IMF 在與歐洲國家的「第 4 條諮商報告」中指出，歐洲國家可考慮採行負利率政策。IMF 認為，負利率是妥適工具，可提振歐元區的需求、防範通縮，瑞士亦可藉此阻擋資本流入。

IMF 表示，實施負利率等於鬆綁了利率不得為負的限制，且可強

化央行採取額外措施達成目標的決心。負利率象徵央行意圖維持政策利率於低檔一段較長的時間，有助整條殖利率曲線的下移。

此外，許多央行面臨的困境是，全球金融危機後實施了多年的資產購買計畫，不但成效隨著時間遞減，且符合央行購買條件的資產愈來愈少，採行如負利率等其他寬鬆措施，遂成為央行的政策選項。

另一方面，近年來，許多學者與央行官員提及，全球金融危機爆發後迄今，自然利率大幅下滑，且無回升跡象，顯示未來央行沒有多少降息的空間來因應景氣下滑。這意謂，無論利率的下檔水準為何，央行會更頻繁碰觸到零利率底限或有效利率下限（effective lower bound），長此以往，央行應思考實施負利率能否帶來更大的政策空間，有必要對此議題多加研議。

Reinhart and Rogoff（2014）認為，21世紀的景氣循環波動比20世紀大，負利率政策確有可能形成常態的政策工具。

密西根大學經濟學教授 Miles Kimball 則指出<sup>5</sup>，未來10年免不了再次遇到經濟衰退與通縮，屆時負利率政策是無可避免的選擇。負利率政策的經濟理論基礎完整，可使用經濟模型來估測效果，比QE的成效更好預測，只要調整通貨與電子貨幣（electronic money）之間的兌換比率，並規定通貨不再是法定貨幣（legal tender），即可打破零利率底限。Kimball 呼籲各界應及早準備，因應負利率世界的來臨。

## 二、近年來，國際間實施負利率政策的案例<sup>6</sup>

近來若干經濟體實施負利率的理由不甚相同，ECB、BoJ、瑞典央行係為穩定通膨預期與支撐經濟成長；瑞士央行與丹麥央行則是為了因應匯價升值與資本流入壓力。

---

<sup>5</sup> 請參閱陳雅姿（2015b）。

<sup>6</sup> 主要取材自楊淑雯、郭恬吟（2016b）。

### **(一) 瑞士是近代史上最早實施負利率政策的國家**

1970 年代初期，瑞士央行為抑制資本流入引發的匯價升值，曾對非居民存款，實施長達 6 年的負利率政策，是史上最早實施負利率的國家。

### **(二) 全球金融危機爆發後，北歐小國曾為提振經濟、抑制匯價升值，採取負利率政策**

2009 年 7 月~2010 年 9 月，瑞典央行為因應全球金融危機引發的經濟衰退，曾將該行的存款利率調降至-0.25%。

2012 年 7 月，丹麥央行為抑制因歐債危機湧入的熱錢，則將該行存款利率調降至-0.2%，之後雖一度於 2013 年 1 月調升至-0.1%，但一直到 2014 年 4 月底才將利率調回到正值。而丹麥央行的政策顯然有效，投資人重返歐元區市場，減少對丹麥公債與克朗的需求。

### **(三) ECB 實施負利率與 QE，迫使歐洲邊陲小國紛採負利率因應**

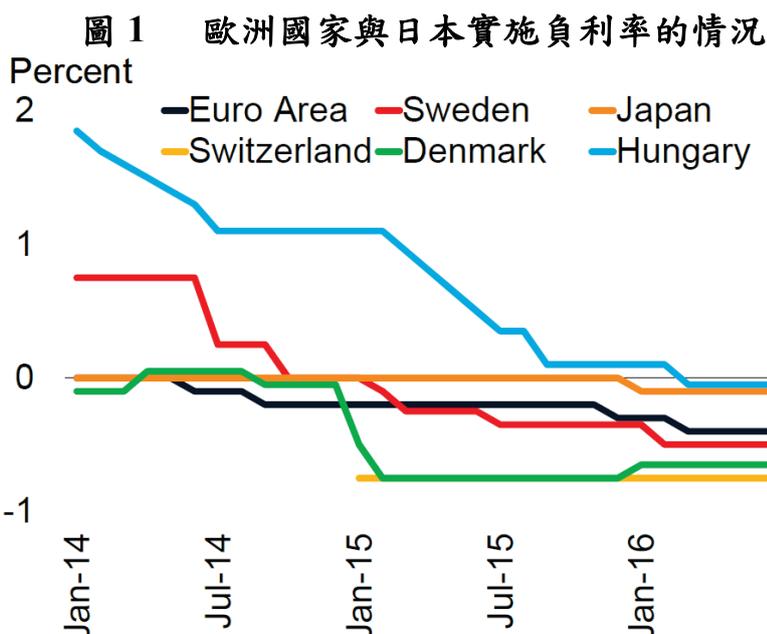
最受人矚目的則是 ECB。2014 年 6 月，ECB 為避免歐元區陷入通縮，將該行存款機制的利率由 0%調降到-0.1%，成為首家採取負利率的主要央行；ECB 復於 2015 年 1 月擴大 QE 規模，並再度降息 2 次，目前該行存款利率為-0.3%，而這些措施引發歐元劇貶。

歐洲邊陲小國為防範 ECB 的 QE 熱錢湧入帶來的貨幣升值壓力，接二連三降息因應；丹麥、瑞士及瑞典等央行相繼採負利率政策，並一再擴大負利率水準幅度（見圖 1、表 1），試圖穩定匯率，降低通縮進一步惡化的壓力。

表 1 近期國際間實施負利率的央行

央行	官方理由	工具	宣布日期	利率水準
ECB	經濟成長疲弱，有通縮風險。	隔夜存款 機制利率	2014/6	-0.1%
			2014/9	-0.2%
			2015/12	-0.3%
			2016/3	-0.4%
丹麥央行	抑制丹麥克朗升值。	一週定存 單利率	2012/7	-0.20%
			2013/1	-0.10%
			2014/4	+0.05%
			2014/9	-0.05%
			2015/1	-0.20%
			2015/1	-0.35%
			2015/1	-0.50%
			2015/2	-0.75%
瑞士央行	抑制瑞士法朗升值， 經濟疲弱，有通縮風險。	隔夜即期 存款利率	2014/12	-0.25%
			2015/1	-0.75%
瑞典央行	通膨率持續低於目標 水準。	一週附買 回利率	2015/2	-0.10%
			2015/3	-0.25%
			2015/7	-0.35%
			2016/2	-0.50%
				(存款利率則為 -1.25%)。
挪威央行*	為維持政策利率上下 1%的利率區間，存款 利率隨政策利率調 降，因而落入負值。	準備金利 率	2015/9	準備金利率 為-0.25%
			2016/3	-0.50%
BoJ	推升通膨率回到目標 水準。	存款利率	2016/1	銀行新增存 款準備金利 率為-0.1%。
匈牙利 央行	推升通膨率，實現通 膨目標。	隔夜存款 利率	2016/3	-0.05%。

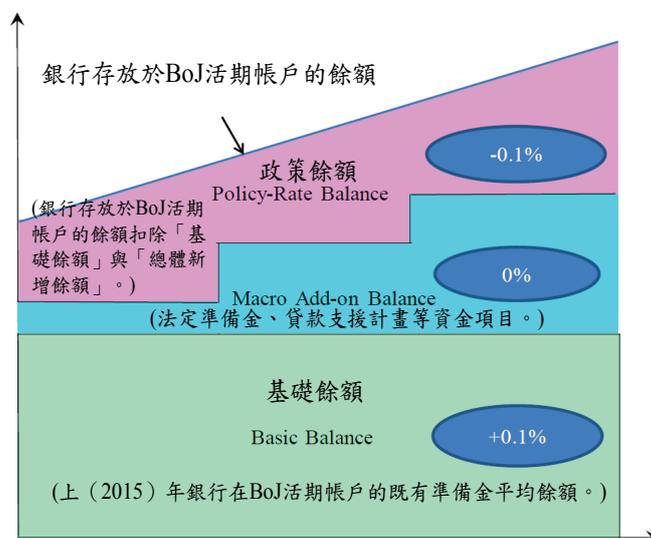
\* 嚴格說來，挪威不算實施負利率的國家。挪威央行的常備存款機制利率雖為-0.25%，但銀行體系整體準備金超過 450 億挪威克朗的部分，才適用此負利率，450 億挪威克朗額度內的準備金，挪威央行均以政策利率付息，而挪威央行通常將銀行體系整體準備金維持於 350 億挪威克朗，亦即幾乎沒有資金適用負利率；因此，挪威貨幣市場的利率不會落入負值，目前接近於 0.5% 的政策利率。瑞典的情況類似，政策利率與存款利率均為負值，但因銀行體系幾乎沒有超額準備金，貨幣市場利率會接近政策利率，而非存款利率；至於有超額準備的國家，一旦存款利率落入負值，則貨幣市場利率亦會落入負值。



#### (四) 日本以突擊方式實施負利率，引發諸多爭議

不同於前述國家在實施負利率前，央行多次釋出可能實施負利率的政策訊號，讓金融機構與一般大眾能有所準備。本年 1 月 29 日，BoJ 出乎意料地宣布採負利率政策，自本年 2 月 16 日起，銀行存放於 BoJ 的部分準備金利率調降至-0.1%（見表 1）；同時，BoJ 仿效其他實施負利率央行的 2 層式存款利率機制，推出 3 層式存款利率機制（見圖 2），將銀行存放於 BoJ 活期帳戶的餘額分為 3 類，分別適用不同利率，俾減輕對銀行獲利的衝擊。

**圖 2 BoJ 的 3 層式存款利率機制**



資料來源：BoJ

儘管 BoJ 總裁黑田東彥曾於 2013 年 11 月 25 日表示，負利率對未來經濟與金融市場的影響仍不明確，惟短期而言，仍屬可行的做法，但上(2015)年來，黑田多次信誓旦旦表示，日本不會採負利率政策。

言猶在耳，BoJ 此番突然實施，讓日本金融業措手不及，金融類股連番重挫、拆款交易萎縮，日圓則逆勢走升，日本金融業工會放棄要求加薪，日本民眾搶購保險箱囤積現金，種種結果都與 BoJ 的期待背道而馳。各界對負利率政策的批評聲浪更是排山倒海而來，認為 BoJ 此舉恐引發全球競相促貶，且嚴重衝擊銀行獲利。

鑑於負利率政策引發外界強烈反彈，BoJ 遂於本年 3 月 25 日發布「5 分鐘內瞭解負利率」的問答稿 (Q&A)，釐清外界對負利率政策的疑慮；BoJ 表示，負利率政策對一般民眾的存款利率尚無影響，此外，體質健全的日本銀行業，能禁得起負利率的考驗。BoJ 強調，擺脫通縮為當務之急，負利率政策有助於日本脫離通縮困境。

### 三、負利率政策可能引發的風險<sup>7</sup>

#### (一) 侵蝕銀行獲利

由於小額存戶躲避負利率的成本，低於企業法人等大額存戶，銀行擔心存款流失，往往不願將小額存款利率降為負值，亦即存款利率有向下僵固性 (downward rigidity)，而這會導致銀行存放款的淨利差下降；因此，負利率對以仰賴小額存戶為主的銀行，傷害尤大。

儘管銀行可透過提高帳戶管理費、增加收費的項目或擴大收手續費業務的比重來增加獲利，但仍無法完全抵銷資金成本的增加，且收費措施亦可能導致存款流失，反而影響銀行的穩健與流動性。

但如此一來，銀行資金成本增加，淨利差下降，獲利遭到壓縮，侵蝕資本，影響銀行的放款能力與意願，反而不利經濟復甦與金融穩

---

<sup>7</sup> 主要取材自 Jackson, Harriet(2015)，World Bank (2015)。

定。另一方面，負利率若帶動長債殖利率全面下滑，殖利率曲線趨於平緩，銀行業透過期限轉換（maturity transformation）的獲利空間亦遭壓縮。

## （二）提高金融不穩定風險

長期實施負利率，銀行為避免存款利率僵固性對淨利差的衝擊，而以較不穩定的批發融資來取代零售存款，恐提高金融穩定的風險。

另一方面，長期實施超低（負）利率政策將擾亂金融機構的營運模式。低利率已讓資產配置中大量持有債券的退休基金、保險公司面臨收入萎縮的窘境、經營陷入困境，而負利率讓期限錯配（maturity mismatch）的問題雪上加霜，償付能力遭到嚴重侵蝕。

數據顯示，英國退休基金赤字隨公債殖利率下滑而擴大，自 2014 年至今已達 3,760 億英鎊（見圖 3）。荷蘭、英國、丹麥、瑞士等國，退休基金與壽險公司總資產規模對 GDP 比率偏高，甚至超過 100%。顯示負利率不僅對退休基金與壽險公司營運造成負面影響，同時也提高各國金融體系的潛在風險。德國央行研究顯示，在低報酬率假設下，恐有 32 家德國壽險公司會在 2023 年前宣告破產。

圖 3 英國退休基金盈虧與 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Goldman Sachs

一如其他的非傳統性貨幣政策，負利率將促使金融機構追逐報酬率、投資高風險資產，扭曲資產價格，進而導致資產泡沫與金融不平衡的風險；許多研究均指出，短期利率水準與銀行的風險承受傾向，兩者呈現負相關。當貨幣政策決策，成為金融市場主要的價格推手時（包含匯率、股價、債券價格及利差），這將會取代原本應該由經濟基本面來決定市場中各種商品價格的正常角色，造成資產價格的扭曲。不斷延長負利率政策的實施期間，會提高下一次金融危機的嚴重程度與發生機率。

時間過長的低(負)利率環境不但導致若干機構承受過度的風險，並增加金融體系的脆弱性，甚至還讓早該倒閉的僵屍銀行或僵屍企業（zombie banks/firms）繼續營運，進一步阻礙經濟的重建之路。

2012年加拿大央行針對銀行放款行為的研究發現<sup>8</sup>，在歐洲、南美、美國與加拿大，低利率時期的授信政策與貨幣政策的風險承受管道一致。尤其是，研究發現，低利率時期，銀行會放寬對高風險借款者的放款條件；因此，風險承受管道可能擴大傳統傳遞機制的效果，造成信貸過度擴張。

### （三）衝擊貨幣市場基金

加拿大央行指出，若利率長期為零或負值，貨幣市場基金原本的營運模式，無法在兼顧流動性與安全性的前提下，再提供誘人報酬，恐導致資金流出、基金清算，貨幣市場的交易活動受創、流動性大幅下降，對金融市場造成干擾。

### （四）操作層面與資產評價爭議

支付系統等市場基礎設施，須建置因應負利率的環境，而證券的契約內容亦須重新調整；若負利率長期存在，則證券、金融制度、計

---

<sup>8</sup> 引自李榮謙（2013）。

息方式都得重新規劃。此外，利率長期為負值，導致現金流量的現值對折現率益發敏感，引發對公平價值的爭議。

由於折現率為零或負，不具有經濟上的意義，長期的負利率會產生資產與負債評價的模糊地帶；此外，以負殖利率發行付息債券，可能在法律上與操作上面臨挑戰。

### （五）降低改革誘因

負利率降低政府的償債成本，將使政府推動財政整合（fiscal consolidation）與結構性改革的誘因下降。

利率是舉債的價格，在低利率的環境下，政府負債即使擴大，利息支出對 GDP 比率仍下降，造成政府對自身財務狀況的可持續性產生錯誤認知，缺乏誘因降低財政赤字。實際上，負利率會鼓勵政府舉債擴張財政支出，當政府舉債毋須或僅須支付少數成本時，財政紀律問題會雪上加霜。例如，歐元區公債對其 GDP 比率由 2007 年的 72.8%，急遽飆升至 2015 年的 108.4%，但同期間，其淨利息支出對 GDP 比率，卻由 2.5% 降低至 2.2%。

造成此現象的原因有二：

- 1、低（負）利率政策降低債務本息償還率（debt service ratio），誤導決策者以為其能夠持續承擔債務，擱置財政改革，無形之中損害了財政的健全性；
- 2、低（負）利率及大規模債券購買計畫，以人為方式壓縮主權債務利差，弱化市場紀律，市場與各國政府相信央行可以創造奇蹟來解決過度舉債的問題，但低（負）利率並非解決方案，反而加重了過度舉債的情況，使負債驅動的成長模式持續下去。

## （六）催生金融創新與電子貨幣

若銀行將負利率轉嫁給客戶或收取帳戶保管費<sup>9</sup>，則客戶對現鈔的需求會增加，民眾會開始窖藏鈔券與硬幣，而不將錢存到銀行蒙受負利率的損失，此即為經濟學家所稱的零利率底限問題；如此一來，會加速金融反中介化的效果。諾貝爾經濟學獎得主 Christopher Pissarides 就指出，負利率政策下，民眾囤積現金會導致通貨變得無法預測且波動增加，助長犯罪與避稅行為。

研究指出，利率若持續低於-0.5%，則可能催生許多的金融創新，設法規避負利率，而這些新產物將形塑出利率的新下限，但這些創新可能導致全社會的福利出現淨損失。

隨著時間推演，若央行持續下調利率，多數交易可能改以現金為主；屆時，對現金課稅，或全面使用電子貨幣，以徹底落實負利率，可能成為熱門討論議題。因為若處在無現金社會，央行即可採負利率手段因應通縮與嚴重的經濟衰退，毋須採取 QE 或其他成效不明的非傳統性貨幣政策。

## （七）民間消費不見得增加，因擔憂未來而增加儲蓄<sup>10</sup>

BIS 副總經理 Hervé Hannoun 與英國對多位經濟學家的調查均指出，低（負）利率代表複利效果變差，存款累積速度變慢，儲蓄者或退休人士為達其原定之存款目標，會增加每期儲蓄金額，儲蓄率反而提高。德意志銀行的經濟學家更直指，低（負）利率看來是課稅，而非激勵措施，反會提高儲蓄率（見圖 4）。

全球最大資產管理公司 BlackRock 估計，長期利率在 2%時，1 位 35 歲的一般民眾，須儲蓄超過 3 倍以上的資金，才能獲得與長期

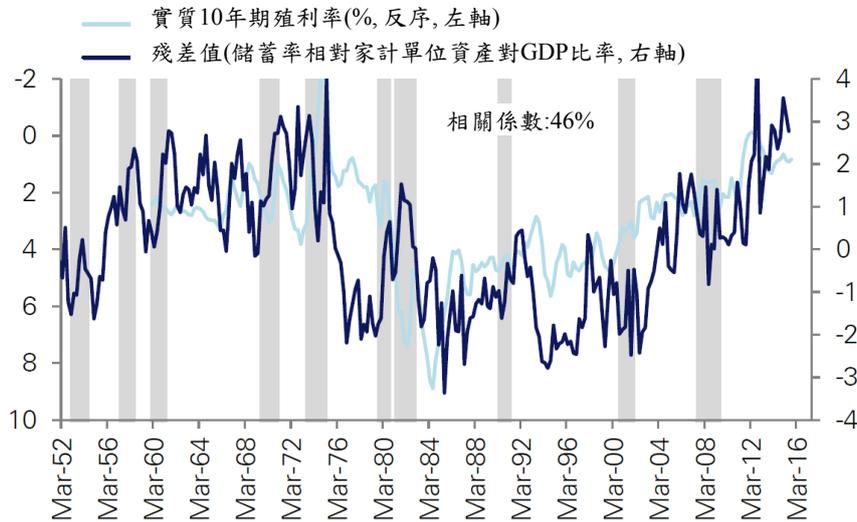
---

<sup>9</sup> 例如，德國第二大商業銀行 Commerzbank 對大企業與資產管理戶的大額存款收取費用，來反映 ECB 推出的負存款利率政策。

<sup>10</sup> 主要取材自陳雅姿（2015a）。

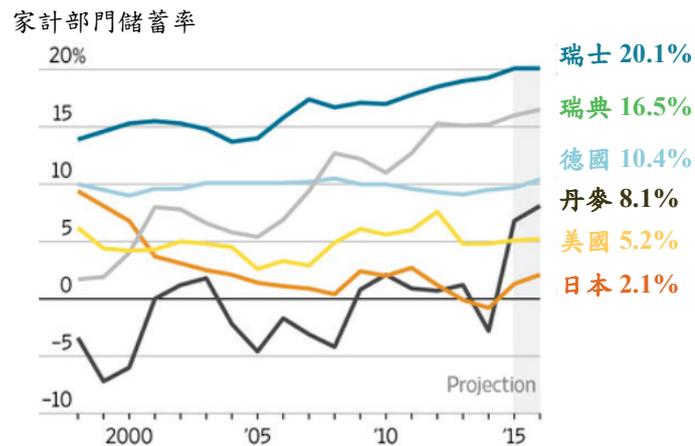
利率在 5%時相同的退休收入。這情況與經濟學家認為低利率會促使民眾將未來的消費提前，明顯不同，說明低（負）利率可能導致消費支出下滑。

圖 4 儲蓄率與利率水準呈負向關係



《華爾街日報》於本年 8 月 8 日的報導指出<sup>11</sup>，據 OECD 調查，德國、日本、瑞士與瑞典等實施負利率的國家，家計單位的儲蓄率來到 1995 年以來的新高（見圖 5）。

圖 5 實施負利率的國家，家計單位的儲蓄率創近年新高



資料來源：OECD、Moody's、The Wall Street Journal。

另一方面，低（負）利率雖使債務人受惠（可支配所得相對債權

<sup>11</sup> 請參閱郭恬吟(2016)。

人上升)，惟債務人的邊際消費傾向通常較債權人低，總消費反而因此下降。儘管有些家計部門因房貸利率走低而受益，但這利益僅回饋到買得起房子的人，更有甚者，低房貸利率帶來的正面效果，大部分被低利率推升的資產價格所抵銷。

低（負）利率亦產生公平性的問題，多數家計部門因儲蓄報酬減少遭受損失，然家計部門並不是專業的資產管理者，無法理解當長期收益率下降時，可透過資本利得增加財富，因而收入下降。

因此，負利率所產生的效益恐產生分配不均問題，儲蓄者面臨收益為負的損失，而較仰賴現金的貧窮人家或老人，亦會受到較嚴重的衝擊，容易造成世代不公平（intergenerational inequality）的問題。

論者主張，低（負）利率的最終贏家是負債累累的政府部門，輸家則是儲蓄者、退休基金、壽險公司。

#### 四、歐洲國家與日本實施負利率政策後的實際運作情形

##### （一）市場利率全面走低，惟貸款利率不見得隨政策利率走低，放款緩增

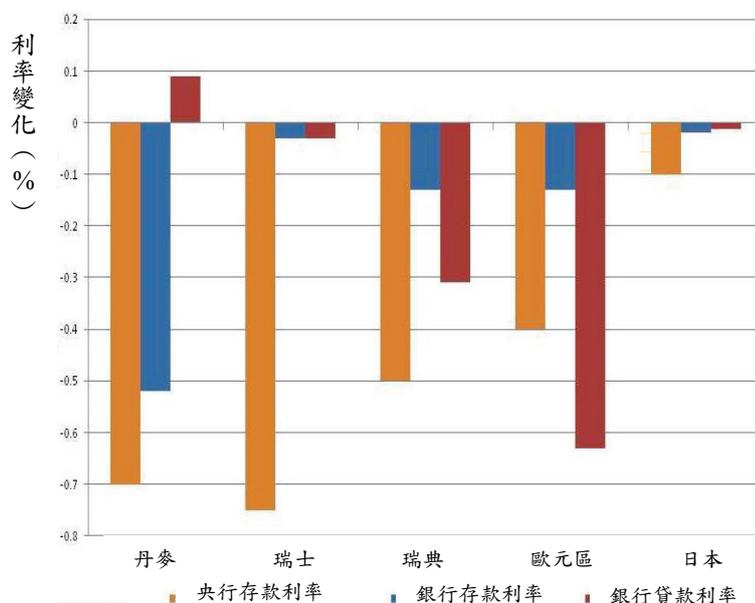
哈佛大學教授 Kenneth Rogoff 指出，理論上，負利率政策的傳遞管道與效果應與傳統貨幣政策調降利率相似，但實務上，除非排除制度上、稅務上、法律上的障礙，營造適合負利率實施的環境，否則將利率由 1.5% 降至 1%，與由 -1% 降至 -1.5%，兩者的影響不甚相同。

目前的經驗顯示，調降政策利率為負值，亦會透過傳統的傳遞管道帶動貨幣市場與資本市場的利率走低，但對於銀行的貸款利率與小額存款的利率，傳遞的過程則較為緩慢，且各國的情形有別。

這是因為小額存款利率的向下僵固性，銀行憂心存款利率降至負值或向存戶收費，客戶會大舉抽離資金，為維持利差或獲利能力，會限制貸款利率的降幅，這尤其容易發生在對小額存款的依賴程度較深

的銀行，甚至可能帶來預期之外的結果，例如貸款利率不降反升（見圖 6）；此外，部分央行實施負利率時，搭配對準備金的存款利率採分層制（tier system），亦會弱化負利率傳遞至實體經濟的效果。

圖 6 各國採負利率政策後，央行存款利率與銀行零售存款利率



IMF 經濟學家 Jose Viñals、Simon Gray 與 Kelly Eckhold 指出<sup>12</sup>，整體而言，在浮動利率貸款比重較高、貸款期限較短，或銀行競爭程度較高的金融體系內，貸款利率下降幅度較大。

儘管貸款利率的降幅未如央行預期，但 CEPR 的研究指出，所有實施負利率的國家，信貸成長均見改善，惟多數情況下，增幅相當緩慢。

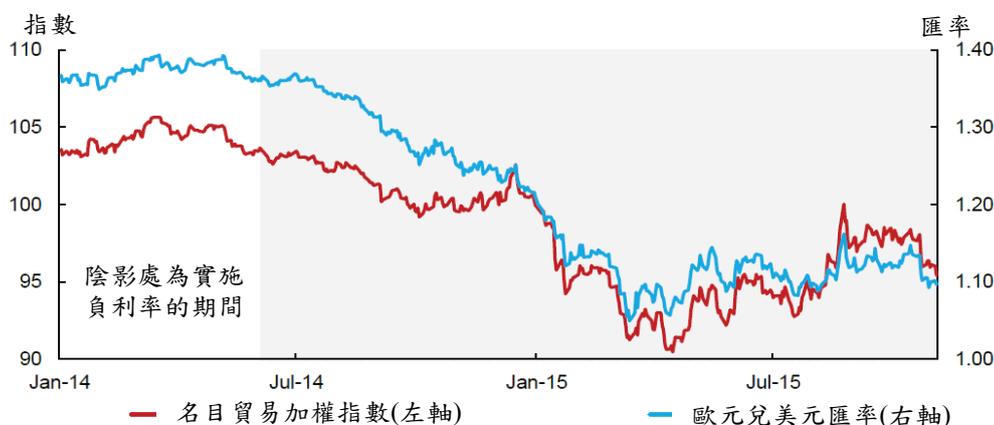
## （二）小國採負利率對促使匯價貶值的效果顯著

歐元區自 2014 年 5 月實施負利率以來，加上 QE 推波助瀾，歐元兌美元曾大幅貶值近 20%（見圖 7），成效顯著，其他實施負利率的歐洲小國的匯價亦走貶。瑞士央行總裁 Thomas Jordan 於本年 4 月表示，負利率是瑞士央行阻升瑞郎不可或缺的工具；1 年多來，瑞士

<sup>12</sup> Viñals et al. (2016)。

央行以負利率政策與干預外匯市場，雙管齊下阻升瑞郎，頗具成效。

圖 7 負利率與 QE 帶動歐元兌美元匯率大幅走貶



然而，本年 1 月 29 日 BoJ 突襲式實施負利率以來，日圓僅出現短暫的貶值行情，反而因日圓身為避險貨幣，以及負利率政策引發爭議，市場預期 BoJ 應不會再調降利率等因素，導致日圓一路走升。

2016 年「日內瓦報告」(Geneva Report) 表示<sup>13</sup>，匯率管道原本就是小型開放經濟體最重要的政策傳遞管道，在負利率政策下，匯價依舊深受國內外利差的影響，匯率管道對小型開放經濟體依舊非常重要。

Viñals et al. (2016) 指出，對小型開放經濟體而言，負利率有助於阻止資本流入，減輕匯價升值壓力；《經濟學人》亦指出，採固定匯率制度的丹麥熱衷實施負利率，即因負利率壓低匯價頗具成效。

### (三) 歐元區的貨幣市場運作正常，但日本貨幣市場交易量萎縮

歐洲的經驗顯示，貨幣市場利率會伴隨政策利率跌落負利率領域，但貨幣市場運作依舊正常<sup>14</sup>。這顯示，只要利差為正，借貸雙方就願意交易，利率的絕對水準不是特別重要；貨幣市場的交易量大致穩定，

<sup>13</sup> Ball et al. (2016)。

<sup>14</sup> 歐元區貨幣市場基金的重要程度遠不及美國。研究指出，低利率會導致美國的貨幣市場基金投資於風險較高的資產，投資組合的分散程度下降；若利率為近零或負值，美國貨幣市場基金的資金會因贖回而流出，對流動性會有負面影響。

多數無擔保交易亦是負利率，並未出現太大問題。

ECB 官員就表示，同步調降主要再融通操作利率與存款利率，讓存款利率落入負值，可以維持存款機制與融通機制間的利差，不致傷害拆款市場的仲介功能，發揮貨幣政策傳遞管道的效果，亦可避免銀行過於依賴 ECB 的資金。

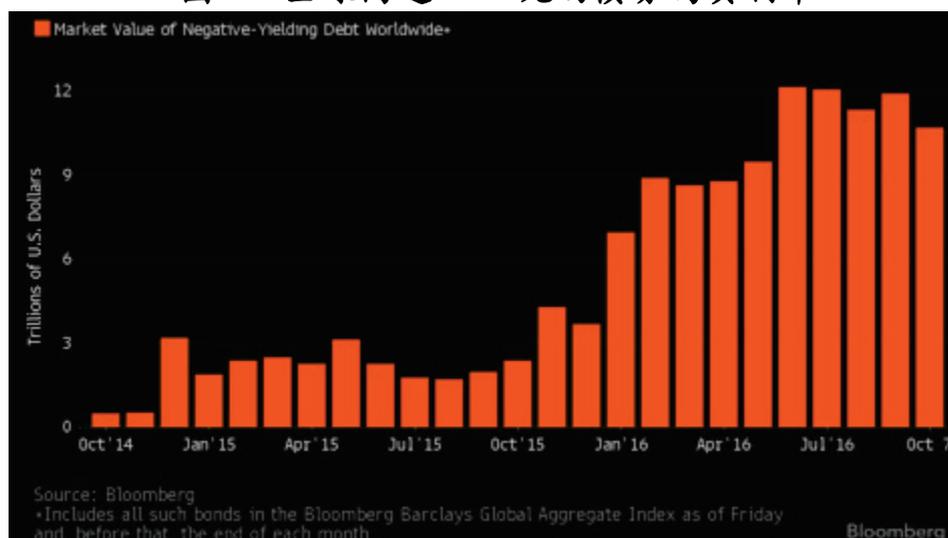
然而，日本的情況卻非如此。日本貨幣經紀商協會統計，BoJ 宣布負利率政策一個多月後，銀行間交易系統才得以全數更新，導致日本貨幣市場交易量來到 2011 年以來的新低。

此外，資金由日本的貨幣市場基金湧入銀行存款，且有多家貨幣市場基金考慮關閉，把錢還給投資人，BoJ 因而於本年 3 月 15 日決議，將貨幣市場基金排除在負利率政策之外。

#### （四）公債殖利率跌落負值，但投資人持續買進

負利率亦帶動債券殖利率走低，除外界認為央行為打擊通縮，可能進一步寬鬆，加以 ECB 與 BoJ 實施資產購買計畫、QQE，都擴大市場對公債與公司債的需求。

圖 8 全球高達 10.7 兆的債券為負利率



據 Bloomberg 的統計，截至本年 10 月 7 日，全球有高達 10.7 兆

美元的債券殖利率為負，本年 6 月更曾高達 12.2 兆美元（見圖 8），而在 2 年前，幾乎沒有債券的殖利率為負值；目前全球一半的負殖利率公債來自日本。

債券殖利率為負，並未讓投資人縮手，主因歐洲與日本普遍存在通縮現象，公債名目殖利率雖為負值，但實質報酬仍大於零，吸引投資者買進；此外，央行的資產購買計畫讓持有公債可產生資本利得，以及匯價升值預期、法律規定與持有現金的成本更高，都讓投資者願意持續買進負殖利率公債。

HSBC 全球固定收益部門負責人 Steven Major 對債券負殖利率的怪象指出，全球央行實施的非傳統性措施，恐怕結果也是非傳統：債券交易不再像是債券，比較像是大宗商品，成為投機炒作的標的。

#### （五）小額存款仍付息，民眾轉持現金的情況各國有別

銀行大多只對大額存款轉嫁負利率成本<sup>15</sup>，小額存款仍然付息<sup>16</sup>，加以目前轉帳卡（debit card）、線上支付與智慧型手機錢包（smartphone wallet）盛行，持有實體現金反而累贅且成本高昂。

加拿大央行研究指出，若以囤積現金與非現金交易的成本推估，除非利率降至-2%以下，否則存戶都不會轉持現金。據估計，民眾囤積現金的成本約為 0.2%~1%，視各國發行的鈔券最大面額而有別；另以信用卡的交易手續費，推估交易方便程度的成本，約為 1%~3%。此外，在電子支付盛行的北歐，負利率甚至可以降到更低的水準。

就各國鈔券面額來看負利率對民眾囤積現金的影響，瑞士法郎與丹麥克朗的最高面額同為 1,000，但前者相當於 993 美元，後者僅有

<sup>15</sup> 例如，德國第二大商業銀行 Commerzbank，只對大企業與資產管理戶的大額存款收取費用。

<sup>16</sup> 瑞士一家小型銀行—Alternative Bank Schweiz（ABS）於 2016 年 1 月 1 日起，開始對個人存款戶徵收利息費用，以反映瑞士央行負利率政策提高銀行的營運成本，瑞士央行的負利率政策即將波及個人存款戶。ABS 表示，瑞士央行決定實施負利率政策，大幅墊高 ABS 的成本，幾乎相當於 ABS 在 2014 年的全年獲利。

141 美元，顯示囤積瑞郎現鈔的成本遠低於囤積丹麥克朗，而這或許是丹麥與瑞士相繼實施負利率政策，瑞士民眾對大額鈔券的需求大增<sup>17</sup>，但丹麥民眾轉持現金的狀況卻未明顯增加（見圖 9、10）。

圖 9 瑞士實施負利率政策後，大額鈔券發行量增加

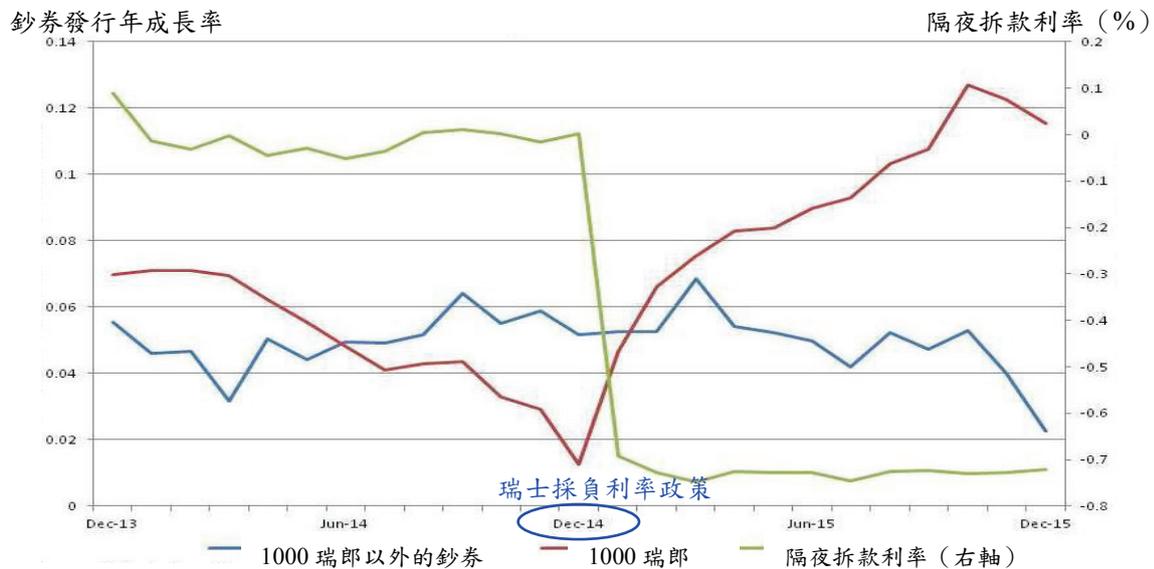


圖 10 丹麥克朗的流通中通貨未顯著增加



根據 ING 上年對歐、美、澳洲等地 13,000 位消費者所做的調查指出，若銀行對小額存款實施負利率，則高達 77% 的消費者會將資金從銀行提出；其中 10% 的人會增加消費，剩餘一半的人會轉移到其他資產（如股市），有 40% 的人會「另外找安全的地方」存起來。

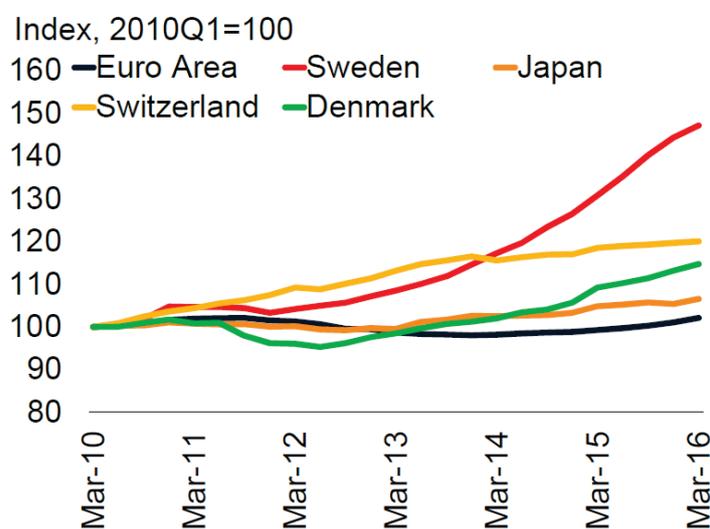
<sup>17</sup> Viñals et al.(2016)認為，這是因為存款利率調降，導致持有現金的機會成本變小。

因此，負利率政策是否會導致民眾轉持現金，仍須視各國國情與民眾的交易習慣而定。

#### （六）資產泡沫浮現，丹麥與瑞典央行籲請政府抑制相關風險

目前為止，實施負利率政策的國家，房價確實出現明顯上升趨勢，且在少數國家，出現史上的相對高價（見圖 11），惟尚未見到槓桿全面增加，或是資產價格過高，但為避免負利率催生全面性的資產泡沫，有關當局亟需採審慎政策積極監理。

圖 11 實施負利率的國家，房價明顯走高



IMF 就曾建議瑞士，為避免負利率的副作用，應同時加強房市控管的總體審慎措施（macroprudential measures），推出如負債所得比（debt-to-income ratio）上限及房貸成數（loan-to-value ratio）上限等針對性的管制措施，避免房貸市場的失衡持續惡化。

以丹麥為例，浮動利率房貸自上年 2 月以來即為負值，而 30 年期固定利率房貸亦跌落至 2%，上年上半年房價即上漲 8%，而瑞典的房價的年增率更高達 16%；因此，丹麥央行敦促丹麥政府運用稅負，抑制房價成長；瑞典央行亦呼籲政府採取措施維持金融穩定。

(七) 短期內，負利率對銀行獲利的衝擊有限，但長期堪憂<sup>18</sup>

### 1、準備金存款利率的分層制、資產購買計畫，可降低負利率對銀行獲利的衝擊

瑞士、丹麥、日本等國央行，宣布實施負利率時，亦推出準備金存款利率分層制<sup>19</sup>，亦即不是所有超額準備金均適用負利率，且央行會視情況調整負利率的起徵門檻，避免過度壓縮銀行獲利。例如，上年3月以來，丹麥央行兩度上調負利率的起徵門檻，本年1月則又下調。

此外，央行實施負利率時，若同時推出資產購買計畫，則銀行出售手中公債，實現資本利得，可減緩負利率對銀行獲利的衝擊，有助銀行充實資本，擴大放款能量。利率走低亦會暫時提高淨利差，則銀行以短支長、期限轉換的經營模式，可受惠於短期融資利率的下跌。

儘管如此，ECB 本年第3季的「銀行貸款調查」(Bank Lending Survey)顯示，82%的受訪金融機構仍表示 ECB 的負利率政策導致銀行淨利息收入下降，而資產購買計畫雖改善資本利得，卻亦降低淨利差與銀行獲利能力。

另一方面，銀行獲利能力亦取決於經濟的整體健全狀態，這會影響銀行貸款的數量與品質。寬鬆的貨幣政策應會創造更為有利的總經環境，改善銀行貸款人的財務狀況，一旦經濟成長轉佳，更有助於降低不良貸款、強化銀行的資本基礎，讓殖利率曲線變得陡峭。實證研究亦顯示，經濟成長率與不良貸款間的關係為負向。

ECB 總裁 Draghi 於本年4月指出，上年係歐元區整年都實施負

<sup>18</sup> Jobst and Lin (2016)。

<sup>19</sup> 丹麥、瑞士央行實施2層式的存款利率制度，亦即央行設定活期帳戶的金額上限，活期帳戶內的存款利率為零，超過此一金額的準備金，才適用負利率。目前丹麥央行的活期帳戶限額為320億丹麥克朗，瑞士央行則設定為最低存款準備金的20倍，約為3,000億瑞郎；相較之下，歐元區銀行業存放在 ECB 隔夜存款機制的存款，除法定準備金外，則全數適用負利率。此外，瑞士聯邦政府部門與社會保障體系及殘疾保險的存款，亦不適用瑞士央行的負利率政策。

利率的 1 年，儘管個別金融機構有別，但整體銀行業的淨利息收入不減反增；根據 ECB 的統計，銀行業的淨利息收入由 2014 年的 310 億歐元增加至上年的 510 億歐元<sup>20</sup>。

## 2、超額準備負利率對銀行獲利的影響有限，淨利差縮減的衝擊較大

實際情況是，銀行獲利能力對超額準備金的負利率其實不甚敏感。根據 IMF 經濟學家的估算，ECB 目前對銀行超額準備金實施負利率，歐元區銀行業所需承擔的直接成本總計約為 32 億歐元，相當於整體資產的 0.1%；換句話說，ECB 的隔夜存款機制的利率每調降 10bp，銀行業每年的直接成本約 8 億歐元。負利率加諸的直接成本看來不大，係因銀行的現金餘額通常僅占銀行資產基礎的一小部分。

儘管負利率的直接成本相對小，但由於各成員國國內銀行業持有的超額準備金規模殊異，對於超額準備金較高的國家，所負擔的直接成本亦較高，而這通常亦是經常帳順差較高的國家。

相較之下，負利率造成貸款利潤下降，對銀行獲利能力的間接影響則很大。據 IMF 經濟學家估算，負利率的間接成本約為 88 億歐元<sup>21</sup>，約為前述直接成本的 11 倍（見表 2）；儘管來自投資的評價收益與交易收入某種程度上可降低這些成本，然而，以歐元區銀行業來看，貸款對獲利能力的重要性，約為投資的 6~7 倍。

ECB 官員亦表示，歐元區銀行業的收入有 60% 來自淨利息收入，25% 來自費用與手續費收入，15% 來自其他收入，顯見淨利息收入對銀行獲利能力扮演重要角色。據統計，2014 年 6 月~本年 5 月，歐元區銀行的平均存款利率僅下降約 0.2 個百分點，平均貸款利率的降幅

---

<sup>20</sup> Draghi 表示，銀行家數過多(overbanking)才是影響歐元區銀行業獲利能力的問題所在；ECB 首席經濟學家 Peter Praet 表示，歐元區銀行業需要整併。

<sup>21</sup> 以歐元區本年 5 月底的未償還的貸款總額 17.6 兆美元、平均存放利差為 0.8% 來估算，銀行業淨利息收入約為 1,410 億歐元；基於歷史經驗通常會反映一半，亦即政策利率每調降 10bp，貸款利率會降低 5bp。

則高達約 0.8 個百分點，淨利差確實縮小。

**表 2 負利率政策提高歐元區銀行業的經營成本**

	直接成本	間接成本
成本來源	隔夜存款機制負利率，目前為 -0.4%	淨利息收入下滑
每年金額	32 億歐元 (利率每調降 10bp，銀行業每年的新增成本約 8 億歐元)	88 億歐元

資料來源：IMF 估計。

### 3、長期的負利率會衝擊銀行獲利，銀行需調整經營模式因應

證據顯示，歐元區大型銀行的淨利息收入目前尚未受到顯著影響，而在所有實施負利率的國家，銀行的貸款利潤儘管有些許壓縮，但仍處於後危機時代的範圍內；整體而言，負利率對銀行獲利能力的影響，仍是正面效益超過負面影響，未見明顯惡化。

前 Fed 主席 Bernanke 認為，微幅的負利率應不致衝擊銀行獲利。以美國為例，銀行融資多數不是來自散戶，而是批發融資市場、大型機構法人與外國存戶，這些機構皆可承受微幅的負利率。此外，在信貸市場競爭下，負利率的額外成本，將由借款者負擔部分，而非全落在銀行肩上。

然而，IMF 研究指出，隨著政策利率進一步深入下降，負利率對銀行獲利能力的負面影響，可能以非線性的方式增加。尤其是在政策利率傳遞效果較高的國家，一旦信貸需求不高，限制了銀行擴大貸款的程度，將無法抵銷貸款利率下降的衝擊<sup>22</sup>。

此外，長期的低（負）利率亦會降低淨利息收入，主因利率下滑

<sup>22</sup> IMF 指出，歐元區銀行業的整體貸款成長率將須達到每年 2.3%(本年 1 月底為 1.8%)，才能維持目前的獲利能力，而這亦是 ECB 於本年 6 月推出第二輪定向長期再融通操作 (TLTRO II) 的原因，藉由提供便宜融資，協助銀行擴大貸款量，抑制負利率政策對銀行獲利能力的負面影響。

常伴隨殖利率曲線趨於平坦（因預期短率將長期維持於低檔，或因央行同步實施大規模的資產購買方案），壓縮存放利率間的差距，淨利息收入下降，導致銀行提高核貸標準，貨幣政策傳遞管道失靈；此即為 BoJ 於本年9月21日宣布調控殖利率曲線的原因。

即便殖利率曲線的斜率維持不變，仰仗小額存款的銀行，會因銀行的融資成本沒有變化，但所持資產的殖利率因隨著市場利率下滑，而導致淨利息收入下降，遲早會影響到銀行的放款能力。

然而，ECB 執行理事 Benoit Coeuré 表示，若因結構性因素，導致低（負）利率必須長期實施，則銀行可能得重新思考經營模式，例如：以手續費收入為主的產品，取代過去以利率為主的產品；改善成本效益、處理遺留的不良貸款庫存，亦能保障獲利能力。若一國的金融體系係以市場為基礎（market-based），則低（負）利率實施的期間可以更長。

## 五、負利率政策的成效與啟示

### （一）目前負利率的幅度不大，激勵經濟成長的效果有限

IMF 經濟學家 Andy Jobst 與 Huidan Lin 表示，ECB 的負利率政策有效，強化資產購買計畫與前瞻式指引的效果，惟銀行放款成長緩慢、利潤減少等因素，削弱負利率政策的效果；建議 ECB 未來可能須更倚重資產購買計畫，以達成其政策目標。

2016 年「日內瓦報告」主張，目前負利率的幅度很小，對於降低實質利率的程度亦很有限，以這樣的調幅在利率為正時，外界都不預期能大幅提振需求；過去幾年實施的負利率，僅能說是為避免貨幣情勢緊縮與經濟趨緩程度加劇。

整體而言，負利率政策雖有其正面效果，但負利率政策能擴大至何種程度、施行期間能維持多久等，均有其極限。

## **(二) 央行事前的對外溝通很重要**

實施負利率的一大挑戰在於央行的對外溝通；2016 年的「日內瓦報告」主張，央行應試圖向外界事先說明需要採行負利率政策的原因，這項工具發揮影響的方式，以及可能產生的效果。

相較於法人或企業客戶，一般民眾的貨幣幻覺 (money illusion) 程度較高，對負利率的直覺反應常是「不正常」、「不公平的稅」或「銀行是小偷」，且會產生許多負面的心理影響；若大眾對負利率政策缺乏理解、不願接受，反而傷害外界對央行達成法定職責的信心，降低政策傳遞效果。

根據目前的經驗，央行在推出負利率政策，應事前對外溝通說明這些議題，而不應假定突然宣布實施負利率，會產生更大的效果；BoJ 貿然實施引發的反彈，就是最好的例子（見專欄：BoJ 負利率政策的前景堪憂）。若金融市場能預先準備，有助於強化負利率政策的成效。

## **(三) 負利率即使可適用於某些國家，也不見得可適用於其他國家**

彼得森國際經濟研究所 (PIIE) 所長 Adam Posen 表示，儘管媒體大肆炒作對負利率政策的憂心，但有關各國經濟結構差異性的討論，則付之闕如。

Posen 主張，開放且多元化的金融體系，例如瑞士與英國，較適合採行負利率，但以銀行為主且較不開放的金融體系，例如，德國與日本，負利率的成效較差，且容易引發爭議。Posen 表示，負利率本身就是規模議題，能在小型經濟體發揮作用，但在大型經濟體無效。

## **(四) 除非廢除現金，否則目前並非實施負利率政策的理想環境**

哈佛大學教授 Kenneth Rogoff 表示，目前央行實施負利率僅能淺嚐即止，否則民眾會囤積現金，嚴重妨礙負利率的成效；另一方面，金融業強力遊說反對負利率，主流財經媒體常刊登由銀行業支持者所

### 專欄：BoJ 負利率政策的前景堪憂

BoJ 的負利率政策雖成功讓日本的殖利率曲線下移，但長短期利差縮小，導致日本銀行業的放款成長率來到2013年以來的新低。

日本銀行業的獲利能力原本即受 QQE 影響，可能會受到負利率政策的進一步壓縮。IMF 研究人員估計，若要完全抵銷淨利息收入的下滑，日本國內的貸款年增率需達約4%，高於採取相似措施的多數歐元區經濟體，且亦高於2013年4月 QQE 推出後平均3%的成長率。BoJ 推出負利率後，貸款成長率僅落於2%~2.2%之間。

儘管如此，日本的大型銀行能透過提高手續費收入或降低營運成本，抵銷負利率政策對獲利能力的負面損失；但由於競爭激烈，地區型銀行這麼做的空間則相當有限。

IMF 指出，負利率政策的成效取決於，其激勵經濟成長的能力與相關的金融成本之間的抵換關係，而此一淨效益可能會受到下列因素的影響：

- (1)透過更低的利率提供額外激勵的可能性或會受限，主因疲弱的信貸需求，以及原已低檔的利率與通膨預期。
- (2)日本銀行業對於客戶存款的依賴度較高，客戶存款佔銀行總負債超過7成，歐洲同業的此一比例僅有40%，這可能使得日本銀行業更難將負利率政策的效果轉嫁至貸款利率上。
- (3)日本銀行業的獲利能力一直下滑，若再惡化恐影響金融中介，尤其是對地區型銀行而言。
- (4)至於負利率政策能下探到多低的水準與持續多久，會受到個人與企業囤積現金意願的影響，而這將取決於儲存、運輸、方便性與保險的成本，例如，日本家計單位持有現金的偏好高於其他先進經濟體。

IMF 認為，儘管目前評估負利率政策對日本經濟造成的全面影響，仍嫌過早。但風險在於，目前對負利率政策成效的普遍質疑，可能會阻礙通膨預期走高，進而限制負利率政策發揮效果；儘管 IMF 仍建議 BoJ 可進一步降息，亦呼籲應以其他政策與改革來與貨幣政策互補。

寫的文章，主張負利率會延宕政府推動結構性改革，且帶來諸多問題。

Rogoff 主張，若能廢除紙幣，排除金融業所提諸多制度上、稅務上、法律上的障礙，營造適合負利率實施的環境。如此一來，在經濟深度衰退期間，實施不受限、開放式的負利率(open-ended negative rate)將極有成效，且實施的時間可能會非常短暫，主因隨著需求與通膨走高，市場利率亦將回升。相較之下，目前的制度——利率困於零利率底限長達多年，反而對金融穩定帶來更大的風險。

## 六、國際間對負利率政策的評價不一

全球金融危機後，多次有人主張央行應將隔夜存款利率設為負值，以強迫銀行尋找更有效的資金運用方式，但屢遭央行否決，主要國家央行所持理由多為：負利率會干擾貨幣市場與信用中介機制，且政策成效不明。

儘管歐洲的經驗顯示，這種憂慮並無明顯根據，讓主要國家央行逐漸改變對負利率的看法，維持反對意見者也不在少數（見表 3）。

**表 3 主要國家央行對負利率的看法改觀，但反對者亦不少**

央行	內容
加拿大央行	<ul style="list-style-type: none"> <li>發布實施非傳統性貨幣政策的指導方針，將負利率、前瞻式指引與資產購買方案等非傳統性貨幣政策，皆納入貨幣政策工具箱；認為歐洲的負利率經驗，沒有明顯副作用。</li> </ul>
BoE	<ul style="list-style-type: none"> <li>總裁 Mark Carney 表示，負利率政策只是一場「以鄰為壑」的「零和遊戲」，將超額儲蓄與疲弱的需求出口至他國；低（負）利率對銀行獲利的衝擊，恐降低信貸可獲性，甚至提高信貸的整體價格；貨幣政策委員會（MPC）很清楚利率的底限是正值。</li> <li>首席經濟學家 Andrew Haldane 認同負利率政策可對抗經濟衰退，提醒央行應習慣利率可能長期處於極低水準，並主張，貨幣政策若想徹底擺脫零利率的限制，應廢除紙幣，</li> </ul>

	發行政府背書的電子貨幣，避免因民眾轉持現金，抵銷負利率政策的效果。
Fed	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 主席 Janet Yellen 曾表示，若美國經濟惡化，Fed 不排除採負利率政策，但應做為最後手段。</li> <li>● 但本年 8 月底在 Jackson Hole 年會的演說中，Yellen 提出未來 Fed 因應景氣衰退的諸多工具，惟對負利率隻字未提。</li> <li>● 紐約 Fed 總裁 William Dudley 表示，負利率的負面影響較原先預測為輕，或可用於對抗經濟衰退。</li> <li>● 副主席 Stanley Fischer 表示，在經濟嚴重衰退時，負利率政策為 Fed 應考慮採行的工具。</li> </ul>
BoJ	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 總裁黑田東彥駁斥負利率損及銀行中介功能之說法，但坦承負利率促使日本長期公債殖利率重挫，進而傷害存戶與退休基金的獲利，對於金融體系功能的可持續性產生若干風險。</li> <li>● 若干 BoJ 政策委員認為，負利率政策具正面效益，但 BoJ 應強化與外界溝通。</li> <li>● 部分委員仍對負利率可能產生的副作用深表擔憂，包括加劇金融市場不安、損及金融機構中介功能等。</li> </ul>

資料來源：Haldane (2015)、Nikkei Asian Review(2016)、Schomberg (2016)。

儘管主要國家央行對負利率政策的看法趨於正面，且 IMF 執行長 Christine Lagarde 亦表示，ECB、BoJ 採取的負利率政策對全球經濟的「淨效果為正」，但提醒須密切監控相關的副作用，惟各界對負利率政策的成效仍多所質疑。

St. Louis Fed 執行副總裁 Christopher Waller 表示，負利率政策如同徵稅，不是銀行自己承擔，就是轉嫁出去，既然沒有經濟學家會以加稅來激勵消費，負利率何以能激勵經濟？負利率不過是「披著羊皮的稅」(a tax in sheep's clothing)。

BIS 於本年 3 月的季報指出，負利率政策目前仍未反映在小額存款利率或房貸利率，似喪失其實施理由；惟若放款利率為負，則會衝擊銀行獲利，除非銀行存款利率亦降為負值，但這亦不利小額存款的

穩定性。BIS 主張，無論何種情況，負利率均會衝擊銀行既有的經營模式與金融中介功能，而保險公司與退休基金亦會受到嚴重衝擊。

表 4 為多位產官學界專家對負利率政策的看法，多數專家主張負利率政策弊病叢生，並非解決全球經濟問題的良方。

**表 4 各界對負利率政策的評價負面居多**

評論者	主要論點
BIS 副總經理 Hervé Hannoun	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 極低利率政策短期無法確定對經濟效益，但長期卻會侵蝕金融穩定。</li> <li>● 過於信賴貨幣政策的效益，而不重視結構性改革與修復各部門的資產負債表，對經濟造成反效果。</li> </ul>
世界銀行副總裁 Oteh	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 採行負利率政策以激勵經濟成長的國家，可能面臨銀行脆弱性提高的風險。</li> </ul>
前 BoE 總裁 Mervyn King	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ECB 與 BoJ 運用負利率政策，基本上係為促貶通貨。</li> <li>● 負利率政策的成效明顯有其限制。</li> </ul>
前 Fed 主席 Ben Bernanke	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 外界對於負利率的焦慮太過頭；負利率有些許的效益，且成本可控管，值得 Fed 研究</li> <li>● 未來若再陷經濟衰退，Fed 可能不考慮推出 QE，主因 QE 難以溝通、不易精確調整且效益遞減，而是實施微幅的負利率。</li> <li>● 但利率負的程度太大時，民眾會囤積現金，且美國金融體系的獨有特性，亦限制負利率的效用。</li> </ul>
諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 實質利率早已為負，但企業投資低迷，若認為再調降名目利率 25bp，就能改變企業投資心態，實在荒謬。</li> <li>● 即便利率為負，中小企業依舊難以取得信貸；央行應將重點放在改善信貸的流動。</li> <li>● 低利率鼓勵企業投資於資本密集的技术，導致勞動需求長期下滑。</li> </ul>
諾貝爾經濟學獎得主 Robert Shiller	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 即使若干主要經濟體採行負利率政策，經濟情況依然未見好轉，恐慌情緒瀰漫全球。</li> <li>● 政府應創造讓企業家基於動物本能而增加投資的環境。</li> </ul>
諾貝爾經濟學獎得主 Christopher A.	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 負利率從銀行體系與儲蓄者身上取得的資源，只不過被容許藉由財政預算來降低名目財政赤字，負利率沒有伴隨減稅或增支的預期；在這種情況下，負利率製造的是</li> </ul>

Sims	通縮壓力，而不是通膨壓力。
諾貝爾經濟學獎得主 Pissarides	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 負利率政策不妥，製造困惑，打破市場運作的慣例。</li> <li>● 民眾若須付錢請銀行保管資金，就會囤積現金，導致通貨需求難以預測且波動增加，助長犯罪與避稅。</li> </ul>
耶魯大學資深 研究員 Stephen S. Roach	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 全球經濟的問題在於需求疲弱，負利率政策等於懲罰未承作新貸款的銀行，鼓勵「殭屍貸款」，加劇金融動盪。</li> <li>● 負利率可能引爆下一次的金融危機。</li> </ul>
PIMCO 投資 長 Scott Mather	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 負利率政策扭曲銀行經營、衝擊銀行獲利。</li> <li>● 負利率政策無助於提振經濟成長率與通膨率；鮮少證據顯示，降低儲蓄誘因，可提振支出或投資。</li> <li>● 負利率恐加深金融市場對未來的不確定性與憂慮，提高金融市場波動度。</li> </ul>
東京三菱日聯 銀行執行長平 野信行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 降息無法保證能鼓勵企業增加資本支出，亦無法將儲蓄轉為投資，因借貸成本低廉與通縮已是日本過去10多年來的常態。</li> <li>● 負利率政策導致家庭與企業對未來的不確定性升高，因而降低支出。</li> </ul>
美國卡耐基美 隆大學教授 Marvin Goodfriend	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 取消利率下限，俾讓名目利率為負，成為可充份運用的政策選項。</li> </ul>
前IMF首席經 濟學家 Olivier Blanchard	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 負利率政策有複雜的副作用外，還會對銀行造成傷害，因銀行無法將負利率轉嫁至存款人。</li> </ul>
哈佛大學教授 Kenneth Rogoff	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 若可排除制度上、稅務上、法律上的障礙，營造適合不受限負利率實施的環境，則央行永遠不會沒有子彈（亦即降息的空間）。</li> </ul>
史丹佛大學經 濟學教授 John Taylor	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 歐、日央行的負利率政策可能弊大於利、適得其反；利率對長期殖利率有龐大影響，但對於通膨與經濟並未產生顯著影響；呼籲政府採取行動。</li> </ul>
牛津大學教授 John Muellbauer	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 負利率政策及QE亦試圖讓匯價貶值，惟在當前全球總需求疲弱的環境下，這種「以鄰為壑」的匯率激勵措施，往往會招致其他央行的報復。</li> <li>● 負利率政策已適得其反，不但破壞銀行體系，還因此影響銀行體系提供信用的能力。</li> </ul>

資料來源：Anstey (2016)、Bernanke (2016)、Roach (2016)、Stiglitz (2016)、Smialek (2016)、Udland (2016)。

## 七、小結

負利率政策引發的爭議尚未落幕，在全球經濟成長與通膨的長期預期持續下滑的背景下，已然促使各界激烈辯論非傳統性貨幣政策的下一個新政策為何？

若干論者認為，碰觸到負利率政策的有效底限，不見得象徵非傳統性貨幣政策的實驗到達極限。擴大資產購買計畫的規模與購買範圍、提高通膨率目標、改釘住物價水準而非通膨率、轉型為數位貨幣或對貨幣課稅，甚至是最受爭議的直升機撒錢政策（helicopter money policy），都是近來各界提出擺脫零利率底限的其他方法；其中，表面上看似貨幣政策，但本質充滿財政政策色彩的直升機撒錢，是近期最常受到討論的議題。

## 參、直升機撒錢

全球經濟衰退陰霾揮之不去，但擴張性財政政策與結構性改革進展緩慢，而實施多年的非傳統性貨幣政策，成效亦漸露疲態。

為提振經濟景氣，原本各界認為的瘋狂構想——直升機撒錢策略（helicopter money strategy），不僅逐漸受到學界與央行官員重視，甚至已論及實際採行的技術層面問題。有關直升機撒錢的相關討論，本節擬簡單介紹。

### 一、直升機撒錢乙詞的源起

直升機撒錢的稱謂，最早出自於諾貝爾經濟學獎得主 Milton Friedman 於 1969 年所發表的論文<sup>23</sup>，：「一架直升機飛過城鎮，從空中灑落千元美鈔，民眾急忙伸手抓住...此外，每位民眾都相信，這僅是特殊事件，以後再也不會發生。」對於這筆從天而降的財富，民眾會樂於拿去消費，因而提振整體經濟活動，推升通膨。

Friedman 用直升機撒錢來形容政府直接發放現金給民眾的這項行為，會推升通膨率，試圖解釋貨幣在經濟中扮演的角色；Friedman 所比喻的直升機撒錢畢竟是經濟理論的教學解說，現實世界並沒有國家真的開著直升機從空中向民眾撒錢。

### 二、直升機撒錢的定義與性質

直升機撒錢通常係指央行透過創造貨幣（俗稱「印鈔票」）直接融通擴張性財政政策（大規模的公共支出或減稅），或是由央行直接創造貨幣、發放現金給民眾，則整體支出擴大，而貨幣供給額亦將隨之永久增加，又稱為「公然的貨幣融通」（overt monetary finance）；但執行的方式可能有許多型態。

---

<sup>23</sup> Friedman, Milton (1969), "The Optimum Quantity of Money, and Other Essays," Aldine Publishing Company.

表面上看來，直升機撒錢像是貨幣政策，但實質上是擴張性財政政策的一種，亦有論者認為這堪稱非傳統性的財政政策（unconventional fiscal policy）；實務上的推動，通常有賴央行與財政部的合作。

Reinhart 表示，直升機撒錢可闡述為，在沒有政府的參與和選民的同意下，央行大規模補貼未來的稅收。

### 三、直升機撒錢策略的實施時機

當一國債台高築、經濟陷入衰退且有通縮風險，而利率處於零利率底限時、困於流動性陷阱中的經濟體，民間需求對利率變化的敏感度可能極低，即便央行試圖再降低資金的成本，提振總合需求的效果亦非常有限，貨幣政策有失靈之虞。

此時，若能推出擴張性財政政策，則能發揮強力效果，惟債台高築的政府常不願再舉債支出；因此，可憑空創造貨幣的央行，若能永久增加貨幣存量，融通政府的支出或減稅、或是直接發錢給民眾，則可提高總合需求。

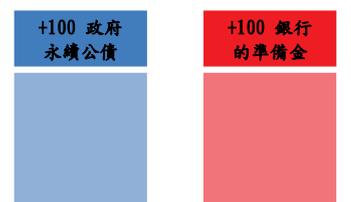
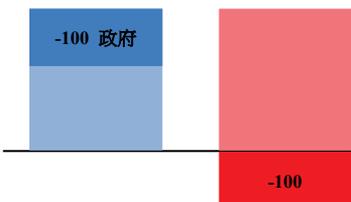
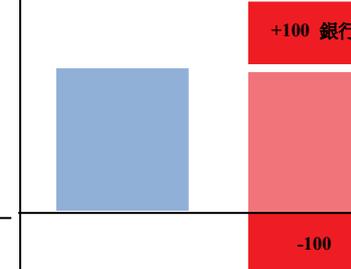
### 四、直升機撒錢策略的可能型態<sup>24</sup>

德意志銀行的研究指出，直升機撒錢策略付諸實施時的可能型態如表 5：

---

<sup>24</sup> 中央銀行(2016a)、Sarvelos et al. (2016)。

表 5 直升機撒錢策略付諸實施時的可能型態

方式	央行直接撥款給政府	央行減記持有的政府債務	直接發放現金給個人
作法	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行將資金匯入財政部在央行的帳戶，或購買財政部發行的零息永續公債。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行直接減記或免除持有的政府債務，給予財政部更多赤字支出的空間；或是購買殖利率為負的公債，亦有類似效果。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>最激進</b>的方式；財政部的角色完全消失。</li> <li>央行創造貨幣、直接撥款給個人，宛若「人民的 QE」（People's QE）。</li> </ul>
對央行資產負債表的影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>貨幣基數「永遠」增加。</li> <li>當升息啟動時，央行須對銀行的準備金付息，但央行購買的零息公債收不到利息，導致央行虧損。</li> </ul>  <p>資產：政府公債、外匯存底 負債：鈔券、銀行的準備金、權益</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行資產端的規模，將隨政府債務減記的規模等幅下降。</li> <li>央行的權益轉為負值。</li> </ul>  <p>資產：政府公債、外匯存底 負債：鈔券、銀行的準備金、權益(轉為負值)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行的負債增加。</li> <li>若央行沒有取得相對應的資產，則資產負債表上的權益轉為負值。</li> </ul>  <p>資產：政府公債、外匯存底 負債：鈔券、銀行的準備金、權益(轉為負值)</p>

## 五、直升機撒錢與 QE、政府舉債融通支出不同

全球金融危機後，主要央行實施的 QE，似乎與直升機撒錢頗為相似，都涉及了央行貨幣創造的功能。若干論者主張，直升機撒錢創造的貨幣是永久的，是不可逆的 QE，與 QE 僅是暫時增加貨幣基數，兩者明顯不同；但亦有論者認為，直升機撒錢不過是更大規模的 QE 與擴張性財政政策的綜合體。

然而，直升機撒錢與 QE 還是有明顯差別，主要在於，央行實施 QE 係於次級市場買入債券等金融資產，同時創造出大量的銀行準備

金，其中涉及資產交換 (asset swap)，但此一過程，在直升機撒錢下，不一定會發生。

兩者發揮影響的管道亦不同；直升機撒錢繞過金融機構，直接流向消費者或增加公共支出，對總合需求的影響較直接；QE 主要針對金融市場，間接對實體經濟產生影響。

在成效方面，直升機撒錢與傳統政府舉債融通支出的差別是，後者可能排擠民間投資、引發加稅疑慮；QE 雖全面壓低利率，但因大眾趨避風險，不願投資或消費，導致政策效果不彰，反而有助漲資產泡沫之嫌，且主要獲利者局限於金融資產擁有者，擴大貧富差距；直升機撒錢某種程度上，可解讀為「人民的 QE」(QE for the people)，由央行大量印鈔，轉交政府發給 (中低收入) 民眾大額支票，鼓勵消費 (見表 6)，亦可降低央行政策助漲資產泡沫的風險。

表 6 直升機撒錢與政府舉債融通支出、QE 的比較

	政府舉債融通	QE	直升機撒錢
實施方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府發行公債，由大眾購買。</li> <li>● 貨幣基數通常「不會」增加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 央行於次級市場，大規模買進流通在外的政府公債或其他證券。</li> <li>● 貨幣基數「暫時」增加。</li> <li>● 央行的資產與負債規模同步擴大。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 政府發行公債，由央行全數承購，而非一般大眾。</li> <li>● 央行直接向政府挹注資金，融通政府的新增赤字。</li> <li>● 貨幣基數「永遠」增加；央行的資產負債表規模的消長，則因實施方式而有別。</li> </ul>
政策醞釀期	長	短	長
傳遞管道	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直接</li> <li>● 政府以發債資金支出、投資、減稅或發錢給民眾。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 間接；央行釋出的資金流向銀行等金融機構。</li> <li>● 透過改變資產價格、風險承受與通膨預期發揮影響。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直接；央行釋出的資金，跳過銀行體系，直接流向政府或民眾，擴大購買力。</li> <li>● 政府將資金用來支出、投資、減稅或發錢給民眾。</li> </ul>
影響需求的速度與效果	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 緩慢但有成效。</li> <li>● 正常情況下，政府借款過多會推升利率，排擠民間投資。</li> <li>● 一旦民眾預期未來會加稅，會減少消費，抵銷政策效果。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 緩慢且成效不大。</li> <li>● 利率全面走跌，應有利投資、消費。</li> <li>● 實際情況：大眾心態保守、風險趨避心態強烈，不願投資、消費，通膨預期未見上升，還帶來分配不均的副作用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 快速且成效顯著，但失控時危害亦最大。</li> <li>● 央行承諾買進公債且會永遠持有或不斷展期，不會導致利率走升、排擠民間投資。</li> <li>● 「李嘉圖相等定理」(Ricardian Equivalence Theorem) 不再成立，民眾不擔心加稅，保證能提高整體支出。</li> <li>● 因貨幣供給增加，可快速推升通膨預期，促使實質利率為負，有助促進投資與消費。</li> </ul>
央行獨立性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 通常不受影響。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 通常不受影響。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 央行須與政府合作，央行獨立性恐受影響。</li> </ul>

## 六、直升機撒錢的相關風險

直升機撒錢最為人所詬病的缺點如下：

### 1、傷害央行的獨立性與可信度

直升機撒錢策略本質上是財政政策，但有賴央行與財政當局的密切合作，過程中不免傷害央行的獨立性（independence）<sup>25</sup>；此外，央行可能產生財務虧損，喪失財務上的獨立性，導致央行的可信度（credibility）下降；因此，各國央行一向視直升機撒錢策略為禁忌。

### 2、政府延宕改革；央行淪為政府的提款機，引發惡性通膨

政府誤以為是免費午餐（free lunch）、濫用直升機撒錢策略，延宕必要的結構性改革。過去一些國家採直升機撒錢策略的案例顯示，最終結局常是惡性通膨（hyperinflation）<sup>26</sup>，主因政府難以抗拒持續使用此項策略的誘惑，不斷指揮央行印鈔融通財政赤字。

如此一來，若消費者認知到貨幣供給是無限量的，會將資產移往價值較為穩定的其他通貨，本國通貨將貶值、民間信心崩盤，進而導致消費下滑。

## 七、支持直升機撒錢者的看法

支持者強調，現今的經濟環境之下，惟有財政政策與貨幣政策共同合作，才能夠激勵經濟，直升機撒錢雖不是毫無風險，但值得一試。

### 1、可設計機制保護央行的獨立性

支持者則主張，直升機撒錢雖可能會破壞央行的獨立性，但是可採取方法來保護。在採行此擴張性財政政策的同時，央行應可事前知

---

<sup>25</sup> Reinhart 認為，央行喪失獨立性的方式不只一種：(1)在典型的財政支配下，央行是被動提供政府融資；(2)在直升機撒錢下，主動積極的央行同時擔任政府與融資者，央行介入其中，取代無能的財政政策，央行因自己破壞規則而喪失獨立性；(3)若當初是財政當局擬定央行法，一旦財政當局決定修法，則央行亦會真的喪失其(法律上)的獨立性。

<sup>26</sup> 德國在 1922~1923 年間的通膨率達到 29000%；辛巴威的通膨率更加驚人，一度達到 2200000%。

道財政赤字的規模。財政當局會決定要如何使用這些錢（減稅和公共支出間的抉擇）。具有獨立性地位的央行，在確認貨幣融通的規模後，會自行使用貨幣政策工具，以達到通膨目標或名目 GDP 目標，而不須財政當局的介入。

長期為直升機撒錢去汙名化的英國經濟學家 Adair Turner 表示，央行當初被賦予獨立性，是避免淪為無良政客的印鈔機。對美國這種已經接近充分就業，沒有立即通縮危險的國家來說，不需要採取直升機撒錢來破壞央行獨立性。

然而，在某些時刻，遭遇總合需求低迷困境的國家，暫時破壞央行獨立性，卻可能是值得的。Turner 指出，貨幣融通並非毫無風險，但不融通的結果可能更糟，包括經濟停滯與通縮，或是助長危險泡沫的長期低利率，「貨幣融通選項不該被視為禁忌，而遭排除在外」。

## 2、過去亦有使用直升機撒錢卻未引發惡性通膨的案例

Turner 在其倡議直升機撒錢的著作《債務與魔鬼之間》(Between Debt and the Devil)，列舉包括 1700 年代初期的美國賓州、1860 年代的美國邦聯政府，以及 1930 年代的日本等，都是使用貨幣融通卻未引發惡性通膨的案例。

更好的例子是二次世界大戰。美國聯邦政府必須大幅舉債融通戰爭，Fed 協助買進債券，讓殖利率不會升過 2.5%。1940~1945 年，Fed 持有的債務從 25 億美元，增加至 220 億美元，相當於美國 GDP 的 9%。儘管這僅融通二戰支出的一小部分，這仍是債務貨幣化，因大部分購買的債券最後都是永久持有。

對戰爭的投入大幅提振名目 GDP。最初，因有薪資與物價管控，僅有部分效果反映在較高的物價。大多數則反映在實質產出的驚人上揚、女性大量投入勞動力，以及為滿足戰爭與庶民經濟需求的商業創

新上。隨著薪資與物價管控結束，物價在 1945~1948 年暴漲 34%，但之後通膨率又回到偏低的個位數。

### 3、Bernanke：特定的極端情況下，直升機撒錢或為最好的替代方案

前 Fed 主席 Ben Bernanke 向來有「直升機 Ben」(helicopter Ben) 的綽號。他主張，若經濟持續衰退，傳統降息救經濟的作法恐將受限，低利率的好處會隨時間遞減，反而成本逐步增加。

Bernanke 表示，直升機撒錢的概念，是為說明政府永遠不應向通縮低頭。直升機撒錢本身是一種擴張性財政政策，在政府高負債或低利率的背景下仍然有效，且在極端狀況下，如總合需求嚴重不足、貨幣政策用罄、立法當局不願意使用債務融通的財政政策等，則直升機撒錢可能是最好的替代方案，現在就排除直升機撒錢為時過早。

Bernanke 承認，直升機撒錢有執行上的難處，包括如何將其整合至一般的貨幣政策架構、需要財政當局與貨幣當局共同協調，而不影響央行獨立性與長期的財政紀律。

### 4、多名英國經濟學家呼籲英國政府採直升機撒錢政策<sup>27</sup>

在英國公投通過脫歐後，為避免脫歐對英國經濟帶來的衝擊，英國華威大學政治經濟學榮譽教授 Robert Skidelsky 等 35 名經濟學家投書英國《衛報》，呼籲英國政府採直升機撒錢政策，例如直接發放現金給家計單位，以直接提振需求，激勵實體經濟，效果會優於降息。

Skidelsky 等人表示，2009 年 BoE 祭出 QE，主要係為因應當時銀行間拆款市場流動性乾涸的問題；目前英國經濟的風險主要在於經濟前景未明、企業與家計單位紛紛削減支出，而與金融體系的流動性可得性無關，擴大 QE 規模，亦非解決當前經濟問題的正確藥方。

---

<sup>27</sup> 主要取材自郭恬吟(2016)。

Skidelsky 等人甚至主張，應賦予 BoE 嘗試更激進政策選項的權力，BoE 應有權創造貨幣來提供財政激勵措施或重要的基礎建設融資，以提升企業與家計單位所得、增加具生產性的公共資產。此外，BoE 亦可創造貨幣來挹注減稅所致的稅收流失，或提供家計單位直接的現金移轉，讓家計單位的可支配所得立即增加。凡此種種，均可將貨幣直接引入實體經濟，有助於提振就業與投資。

## 七、各界對直升機撒錢的看法

儘管有若干知名經濟學家支持以直升機撒錢策略來充當提振經濟的非常手段，但一般咸認，直升機撒錢策略過於激進，恐帶來諸多問題，實務上不可行（見表 7）。

表 7 各界對直升機撒錢的看法

持肯定看法	前 Fed 主席 Ben Bernanke	<ul style="list-style-type: none"> <li>在特定極端的情況下，直升機撒錢可能是手邊最佳的替代方案，現在就排除直升機撒錢為時過早。</li> </ul>
	紐約大學教授 Nouriel Roubini	<ul style="list-style-type: none"> <li>非常時期需要非常手段，若經濟成長持續低迷，實施直升機撒錢、債務貨幣化及對現金課稅，亦不奇怪。</li> </ul>
	MIT 經濟系教授 Ricardo Caballero	<ul style="list-style-type: none"> <li>貨幣政策失效，考慮改採貨幣融通財政激勵措施。</li> </ul>
	前英國金融服務局主席 Adair Turner	<ul style="list-style-type: none"> <li>困於通縮與經濟停滯的國家，暫時破壞央行獨立性，實施直升機撒錢是合理作法，不應視此為禁忌而排除在外。</li> </ul>
	英國工黨黨魁 Jeremy Corbyn	<ul style="list-style-type: none"> <li>建議推出「人民的 QE」，而非「銀行的 QE」。賦予 BoE 新的職責，亦即讓英國經濟全面升級；由 BoE 購買新成立的基礎建設銀行所發債券，資金則投資於大規模的住宅、交通、能源與數位化專案。</li> </ul>
	提出直升機撒錢概念的 Milton Friedman	<ul style="list-style-type: none"> <li>理性的消費者若不相信未來的所得會發生變化，可能會將這筆意外之財存起來，或是僅消費部分，導致直升機撒錢策略能創造的實質需求有限。</li> </ul>

有 疑 慮	BoE 總裁 Mark Carney	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直升機撒錢策略會導致央行的權益為負值，而對銀行準備金付息終將成為沉重負擔，此一措施恐以龐式騙局（Ponzi scheme）告終。</li> </ul>
	BoJ 總裁黑田東彥	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直升機撒錢策略會使負責財政政策的國會與制訂貨幣政策的央行，兩者間的責任界線變模糊；BoJ 不打算實施。</li> </ul>
	ECB 總裁 Mario Draghi	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 雖曾表示直升機撒錢策略是有意思的概念，但表示 ECB 尚未研究直升機撒錢策略，這在操作、法律與制度層面上，都困難重重。</li> </ul>
	IMF	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 警告 BoJ 勿採取激進政策，如公然將政府債務貨幣化，這恐引發負面的信心反應，導致穩定度風險的升高。</li> </ul>
	IMF 前首席經濟學家 Olivier Blanchard	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直升機撒錢策略是個騙局，只是以其他方式實施的擴張性財政政策；當利率為零時，政府的支出係以債務或貨幣融通，沒有太大差異。</li> </ul>
	前 ECB 首席經濟學家 Otmar Issing	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 實施直升機撒錢策略等於宣告貨幣政策破產；央行一旦開啟印鈔機，就無法再取得掌控權。</li> </ul>
	BIS 經濟暨金融部門主管 Claudio Borio	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 直升機撒錢策略在簡化的模型中可能是正確的，但在現實生活中卻不是。</li> <li>● 直升機撒錢策略的結局常是財政支配（fiscal dominance），遲早會傷害貨幣的價值，導致大眾對貨幣當局的信心喪失殆盡，即便有效，亦會付出慘重代價。</li> </ul>
	諾貝爾經濟學獎得主 Robert Shiller	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 負利率政策已經失敗，與其從直升機撒錢，決策官員最好創造可讓企業基於動物本能來增加投資的環境。</li> </ul>

資料來源：中央銀行（2016a）。

## 八、小結

直升機撒錢這類的激進措施，每隔一段時間就會有經濟學家提起，但屢遭央行官員否決。其實，主要國家實施長期超低利率與大規模資產購買計畫，政府的發債成本接近零，已降至幾乎與央行直接印鈔（直升機撒錢）無異；目前所缺少的，不是有沒有免費的資金可使用，而是有沒有在運用這些資金，以及如何使用。

外界的普遍共識是，寬鬆性貨幣政策實施多年後，央行支撐經濟成長的能力似已接近極限，焦點應移往財政政策。

## 肆、結論

全球金融危機爆發後，各國央行無不卯足全力，積極動用政策箱中的各種工具，以激勵經濟復甦；隨著寬鬆性貨幣政策持續多年，政策措施亦推陳出新，堪稱貨幣政策創新工具的負利率政策與直升機撒錢近來成為熱門議題。國內若干論者曾指出，台灣亦應仿效國外考慮實施非傳統性貨幣政策；究諸實際，如有需要，台灣尚有降息空間，目前尚無採行這些政策的迫切性。

此外，這些特別的貨幣政策工具突顯出一重要事實，儘管主要國家央行長年實施非傳統性貨幣政策，但全球經濟成長依舊疲弱，顯示貨幣政策效益遞減，有其侷限，單靠央行一己之力無法解決經濟中的結構性問題。

若干論者指出，央行可能須卸下救市英雄的主角角色，改由政府其他部門來扮演推升經濟動能的主角，如財政政策與結構性改革。

### 一、非傳統性貨幣政策有副作用，台灣目前似無採行的迫切性

愈來愈多的研究指出，先進國家目前的均衡實質利率水準可能接近零，且長期可能僅會微幅上揚至遠低於歷史標準的水準。這主要受到總合需求長期疲弱、生產力成長趨緩、人口老化的影響；因此，傳統的貨幣政策利率工具，受制於零利率底限的頻率與期間，將高於往昔，一旦下一次的經濟衰退來臨，央行單靠調降政策利率水準，恐難再對經濟提供足夠的激勵動能。

因此，儘管包含 QE、負利率政策在內的非傳統性貨幣政策有其侷限，且有助長金融投機行為及金融泡沫、擴大貧富差距等的副作用，但央行仍有必要對這些工具持續研議。

至於直升機撒錢這項政策飽受爭議，一旦控制不好，很容易出現惡性通膨的嚴重後果，惟值此低利率時代，似可取直升機撒錢中擴大

政府支出的精神，來提振總合需求。

國內若干論者建議台灣可考慮實施，然而，台灣並未面臨有如先進國家央行觸及零利率底限的問題，且當初歐元區與日本係因放款不振實施負利率，但台灣情況不同。

### （一）一國的經濟結構與銀行融資的來源，決定負利率的有效程度

Posen 表示，經濟結構與銀行融資的來源，決定負利率政策的有效程度。例如，德國、義大利與日本這類的經濟體，許多存戶以銀行存款的方式持有資產，許多企業以銀行貸款的方式取得融資，負利率能提供的益處較少；相較之下，美國與澳洲這類的經濟體，存戶與企業的融資方式較為彈性，借款人可脫離銀行，改採其他儲蓄或融資的方式。

### （二）台灣政策利率仍有調整空間，且放款穩定成長

ECB 自上年 3 月起採行 QE，BoJ 自 2013 年 4 月起實施 QQE，但 QE 所釋出的資金大多回存 ECB 與 BoJ，未能增加銀行放款，ECB 與 BOJ 乃實施負利率，對銀行存放在該行的存款收取利息。

然而，過去 5 年，國內銀行放款年增率平均達 5.55%，台灣目前重貼現率為 1.375%，法定準備存款利率為 0.973%，顯見台灣目前尚有採行傳統貨幣政策工具的空間，無需動用負利率這項非傳統的貨幣政策工具<sup>28</sup>。

## 二、貨幣政策已達極限，提振經濟有賴政府各部門共同合作<sup>29</sup>

### （一）貨幣政策面臨極限

BIS 首席經濟學家 Claudio Borio 表示<sup>30</sup>，金融市場恐過度依賴貨

<sup>28</sup> 中央銀行(2016b)。

<sup>29</sup> 中央銀行(2016a)。

<sup>30</sup> Blackstone, Brian (2015); Hannon, Paul (2015)。

幣政策，來解決生產力疲弱及高債務的經濟問題。Borio 強調，寄望能以貨幣政策來治療全球經濟的所有疾病，既危險又不切實際。

ECB 副總裁 Vitor Constancio 表示，各界對於央行寄予過高的期待，但實際上，歐洲的經濟成長疲弱可歸因於多項因素，例如勞動市場萎縮等，但貨幣政策對此卻使不上力，亟須仰賴其他政策制定者來處理。

鑒於非傳統貨幣政策雖能避免嚴重的經濟衰退與立刻墜入通縮，卻無法帶來強勁的成長，還可能帶來諸多風險，促使國際組織近年來屢屢呼籲各國政府，需要採行更大範圍的政策組合，亦即寬鬆性的貨幣政策，應搭配能支持總合需求與避免負面衝擊的財政政策與結構性改革。

## **(二) 為激勵可持續的經濟成長，須仰賴財政政策與結構性改革**

聯合國於「2016年世界經濟情勢與展望」報告呼籲，貨幣政策在全球金融危機後承擔重任，現在是財政政策發揮更大作用的時候！為實現可持續發展的目標，亟需具有針對性與協調性的政策來減少不確定性，重振投資與經濟成長。

2015年「日內瓦報告」指出，在長期實質利率徘徊於接近零的水準時，貨幣政策幾乎已無用武之地。在此零利率底限下，政府應藉由其他方法，包括公共投資、結構性改革等，提供良好的投資條件，以協助央行決策者能儘快讓利率脫離歷史低點。

## **(三) 政府應利用低利率環境，積極擴大財政支出，此亦為當前全球趨勢**

經濟學家主張，在無財政激勵措施的情況下，央行無上限地挹注流動性至易引發金融市場出現泡沫，再多的寬鬆性貨幣政策，常如推繩子般徒勞無功；財政激勵措施才是協助經濟自流動性陷阱脫困的不

二法門。

前美國財政部長 Larry Summers 表示，負利率、前瞻式指引及 QE 等非傳統的寬鬆性貨幣政策，各有其缺點或侷限性。在貨幣政策用盡，且經濟成長率高於利率的環境下，擴張性財政政策不但不會擴大政府財政赤字，還能提升需求。

國際主流媒體近來已紛紛報導，主要國家經過幾年的財政撙節（fiscal austerity）後，上年不約而同悄悄提高財政激勵力道，且擬擴大基礎設施支出。

此係大衰退（Great Recession）結束以來，主要經濟體首次大幅增加財政支出。可歸因於，貨幣政策瀕臨極限，應由財政政策來接棒激勵經濟，已成為全球共識。

## 參考資料

中央銀行 (2016a), 「9 月 29 日央行理監事會後記者會參考資料」, 中央銀行新聞參考資料, 9 月 29 日。

<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/610410195071.pdf>

中央銀行 (2016b), 「曾銘宗委員於立法院質詢本行彭總裁有關負利率議題, 本行提供補充資料, 供各界參考。」, 中央銀行新聞參考資料, 2 月 19 日。

<http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=55010&ctNode=302&mp=1>

中央銀行 (2015b), 「3 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料」, 中央銀行新聞參考資料, 3 月 26 日。

<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/53261764371.pdf>

李榮謙 (2013), *貨幣金融學概論*, 第 3 版, 東華書局, 9 月。

楊淑雯 (2016), 「直升機撒錢: 意涵、實施的可能型態與各界看法」, 中央銀行: *國際貨幣金融資訊簡報*, 第 353 期, 10 月。

楊淑雯、郭恬吟 (2016a) 「非傳統性貨幣政策的實施經驗與啟示—兼論台灣應否採行的議題」, 台北外匯市場發展基金會專案研究計畫, 3 月。

楊淑雯、郭恬吟 (2016b), 「負利率政策簡介」, 中央銀行網資小組, 2 月 3 日。

楊淑雯、陳雅姿 (2015), 「負利率政策簡介: 兼論近期部份歐洲央行採負利率政策的實施情形」, 中央銀行: *國際貨幣金融資訊簡報*, 第 314 期, 3 月。

郭恬吟 (2016a), 「負利率政策收效不如預期, 民眾儲蓄不減反增」, 中央銀行: *國際貨幣金融資訊簡報*, 第 349 期, 8 月。

郭恬吟 (2016b), 「IMF 經濟學家: 負利率政策具正面效果, 惟仍有其限制」, 中央銀行: *國際貨幣金融資訊簡報*, 第 341 期, 4 月。

陳雅姿 (2015a), 「Fed 可能實施負利率政策嗎? 」, 中央銀行: *國際貨幣金融資訊簡報*, 第 327 期, 9 月。

陳雅姿 (2015b), 「BIS: 持續過久的極低利率甚或負利率不利金融穩定」, 中央銀行: *國際貨幣金融資訊簡報*, 第 318 期, 5 月。

Anstey, Chris (2016), “Negative Rates May Do More Harm Than Good, Expert Says,” Bloomberg, Sep. 13.

Arteta, Carlos, Ayhan Kose, Marc Stocker and Temel Taskin (2016) “Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications”, CEPR, Discussion Paper No. 11433.

Ball, Laurence, Joseph Gagnon, Patrick Honohan and Signe Krogstrup (2016) , *What Else Can Central Banks Do?* Geneva Report on the World Economy, No.18.

Bernanke, Ben (2016) “What Tools Does the Fed Have Left? Part 1: Negative interest rates”, Brookings Institution (blog) , Mar. 18.

Bernhardsen, Tom and Kathrine Lund (2015) , “Negative Interest Rates: Central Bank Reserves and Liquidity Management,” *Norges Bank*, Apr..

Cœuré, Benoît (2016) “Assessing the Implications of Negative Interest Rates”, Speech at the Yale Financial Crisis Forum in New Haven, July 28.

Davies, Gavyn (2016), “The Global Pivot towards Fiscal Policy,” *Financial Times*, Sept. 25.

Haldane, Andrew (2015) , “How Low Can You Go?,” BoE’s Chief Economist Speech at the Portadown Chamber of Commerce, Northern Ireland, Sep. 18.

Ip, Greg (2016), “Fiscal Policy Makes a Quiet Turn toward Stimulus,” *The Wall Street Journal*, Sep. 14 ◦

Jackson, Harriet (2015) , “The International Experience with Negative Policy Rates,” Bank of Canada Staff Discussion Paper No. 2015-13.

- Jobst, Andreas and Huidan Lin (2016) “Negative Interest Rate Policy: Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro area”, IMF, Working Paper: 16/172.
- Lagarde, Christine (2016) , “The Case for a Global Policy Upgrade,” Speech at Farewell Symposium for Christian Noyer, Banque de France, Paris, Jan. 12.
- Lumholtz, Anders Møller, Anders Vestergård Fischer and Hans Roager Jensen (2016) , “ECB and Two-Tier Deposit Rate System – the Danish Lesson,” Danske Bank, Nov. 26.
- Nikkei Asian Review (2016), “BoJ's Negative Rates Draw New Fire from Banking Sector,” Nikkei Asian Review, Apr. 15.
- Roach, Stephen S. (2016), “Central Banking Goes Negative,” Project Syndicate, Feb. 18.
- Rogoff, Kenneth S. (2016) , The Curse of Cash, Aug.
- Saravelos, George, Daniel Brehon and Robin Winkler (2016) , “Helicopters 101: Your Guide to Monetary Financing,” Deutsche Bank, Apr. 15.
- Smialek, Jeanna (2016), “Yellen Doesn’t Rule Out Negative Rates in Letter to Congressman,” Bloomberg, May. 13.
- Schomberg, William (2016), “Bank of England’s Carney Warns of Zero-sum Game from Negative Rates,” Reuters, Feb. 26.
- Stiglitz, Joseph (2016), “The Problem with Negative Interest Rates,” The Guardian, Apr. 18.
- The Korea Economic Daily (2016), ““Real Crisis Will Be with Us if People Close Wallets’...Shiller,” The Korea Economic Daily, Feb. 24.
- Viñals, Jose, Simon Gray, and Kelly Eckhold (2016) , “The Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates,” *IMFdirect*, Apr. 10.

Udland, Myles (2016), “PIMCO: Negative Interest Rates Are the Problem, Not the Solution,” *Business Insider*, Feb. 11.

Waller, C J (2016) “Negative Interest Rates: A Tax in Sheep’s Clothing”, Federal Reserve Bank of St Louis, On the Economy (blog), May 2.

World Bank (2015) , “Negative Interest Rates in Europe,” World Bank, June.