



## 疫情之下央行的職能及政策前景

有別於 2008 年金融海嘯因金融機構倒閉引發的流動性危機，新冠肺炎從供應及需求兩方面對實體經濟造成打擊，導致全球經濟陷入深度衰退，造成個人及企業流動性困局，繼而引發金融市場動盪。疫情的衝擊較 2008 年金融海嘯造成更大的破壞，本輪全球央行的貨幣政策寬鬆浪潮更勝從前，並加大與財政政策的配合，以化解全球經濟危機。

### 前瞻性指引以確定超寬鬆貨幣基調

隨著疫情的擴散，多國央行果斷減息應對，但 G4 央行除了聯儲局外，在減息方面實在愛莫能助。2020 年 3 月，聯儲局將聯邦基金利率急降 150 基點至 0 至 0.25%，速度與幅度均超越 2008 年金融海嘯時期。至於歐洲央行與日本央行的指標利率本已在疫情發生前已降至負數水平，英倫銀行亦僅處於 0.75%，所以這三家央行能夠直接以利率調控的空間非常有限。

相比之下，同樣作為傳統貨幣政策調控工具的前瞻性指引，其作用較以往處理金融危機時有所提升。聯儲局表示利率將保持在最低水平，直到經濟轉好並有望實現其最大就業和物價穩定目標；歐洲央行亦宣稱，未來利率將保持在不高於-0.5%水平的區間運行，直至通脹預期在未來接近 2%左右。由於全球疫情的發展難以預料，疫情後的經濟亦只能逐步恢復，故央行的前瞻性指引能夠確定中期超寬鬆貨幣政策的基調，對平抑市場波動、提振經濟方面有積極的作用。

### 央行超越“最後貸款人”的職能

以往的流動性危機，央行作為“最後貸款人”，都會通過貼現窗、定期貼現窗等工具直接向銀行提供短期貸款，以補充銀行的流動性。誠然，在今次疫情的衝擊下，主要央行有優化相關

張文晶  
高級經濟研究員  
Tel: 28266192  
anniecheung@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

的安排。例如聯儲局下調貼現率至 0.25%，以及延長期限至 90 天；歐洲央行亦設立了新的“大流行病緊急長期再融資操作”(PELTROs)等。可是，今次央行是全方位擴大流動性補充金融機構的範圍，除了銀行外，亦包括一級交易商、貨幣市場基金等。

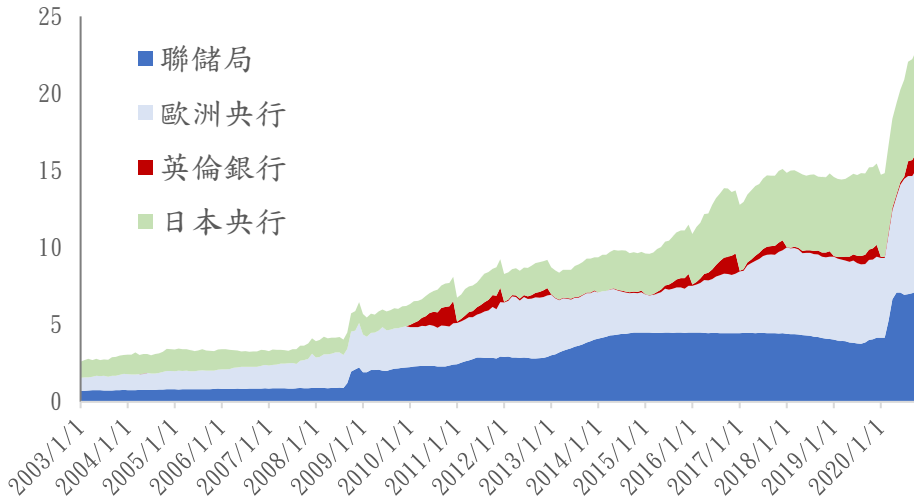
除此之外，今次疫情的衝擊直達實體經濟，個人和企業的流動性出現困難，全球主要央行因而創新一系列的政策工具，以緩解信貸緊縮。例如聯儲局創新提供一級市場公司信貸工具(PMCCF)和二級市場公司信貸工具(SMCCF)、以及推出以“主街貸款計劃”(Main Street Lending Program)為主的一系列總規模最高達 6,000 億美元的貸款工具；以及其他支援信用卡、汽車等個人信貸的計劃。主要央行較以往更直接地涉足信貸市場，相關的財務與信用風險值得留意；而且，此舉某程度干擾了企業優勝劣汰的法則，或會影響日後不同行業的市場發展。

### QE 進一步常態化

雖然自 2008 年金融海嘯後，QE 實際上已被主要央行作為常態化的貨幣政策工具來使用，不過今次疫情令 QE 進一步被使用，且日後央行要退出 QE 的難度相信會增加。多國政府同時通過擴張性財政政策應對疫情的衝擊，為確保財政刺激的資金，政府只好大規模舉債，並由央行購買。也就是說，政府債務貨幣化進一步形成。新冠肺炎對環球經濟的衝擊在 2020 年 3 月開始加劇，央行亦從此進行大規模 QE。截至 2020 年 11 月，G4 央行的總資產規模已超過 23 萬億美元，較同年 2 月時擴大了 57%。相比 2008 年金融海嘯後，當時只有聯儲局在做 QE，G4 央行的總資產規模在九個月間擴張了 33%。多家央行於疫情爆發後聯手推行 QE，擴表的規模和速度可謂史無前例。

疫情令到貨幣與財政政策深度綁定，使兩者之間的邊界更模糊，貨幣政策的獨立性有所削弱。而且，各國政府的債務因應對疫情而急升，長期利率的輕微上升也將會對政府財政支出造成較大的負擔。為此，央行可能因而增加購買國債以平抑利率，進一步加深政府債務貨幣化的惡性循環；而維持溫和的長期利率水平，對央行而言也變得更加重要。

環球四大央行總資產規模（單位：萬億美元）



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

### 主要央行醞釀貨幣政策改革

在疫情的衝擊下，全球的貨幣政策空間急速收窄，主要央行尤其陷入進退兩難的境地，不得不重新思考和調整貨幣政策的框架。聯儲局已率先作出修訂，其核心內涵有兩項：一是更加強調充分就業，由相較最大就業水平的“偏離”（deviations）轉為“缺口”（shortfalls）；二是實行更靈活的平均通脹目標制，致力於一定時間內維持通脹均值在2%的水平，提高了對通脹的容忍度。除了聯儲局外，歐洲央行、英倫銀行、加拿大央行、以及澳洲儲備銀行等亦已開始審視其貨幣政策框架。在後疫情時代，勞工市場或需要長時間修復，勞工結構亦可能出現結構性改變；與此同時，央行為市場注入大量的流動性，通脹有可能先於實體經濟抬升。在新的宏觀環境下，央行有需要重新審視對就業、工資、物價增長的決策邏輯，並對相關目標水平作出探討和調整。

另外，隨著QE被進一步使用，有關操作料會成為央行政策框架探討的領域。其實，央行越來越多在金融市場上購買債券、ETF等資產，變相減少了其他投資者可市場上購買資產的規模，會對市場功能造成扭曲，加大了資產價格的波動，並對金融體系穩定造成影響。故此，央行在未來進行QE時，需要更多的考慮QE對金融市場的溢出效應，制定更具體的操作指引，例如對資產購買的步伐、為資產購買的類型和期限設定限制等，以緩和QE對金融市場的負面影響。

## 近期報告

1.	印尼與韓國簽訂 CEPA，進一步提升市場開放程度	譚愛璋	12.30
2.	越南被美國首次列為匯率操縱國及其影響	李睿正	12.30
3.	2021 年的危與機	張文晶	12.21
4.	美聯儲提高經濟增長預期，QE 保持不變	韓鑫豪	12.17
5.	人民銀行正同金管局研究“南向通”框架，債市雙向開放有望迎來新進展	席帥	12.03
6.	美聯儲按兵不動，靜待財政刺激計劃	韓鑫豪	11.09
7.	第三季度香港經濟增速跌幅收窄	陳蔣輝	11.03
8.	國泰裁員對香港就業市場的影響	陳蔣輝	10.29
9.	中國與柬埔寨簽署自由貿易協定 貿易投資便利化再上新台階	李睿正	10.20
10.	印尼爆發反對新法案示威遊行，短期經濟下行風險增加	譚愛璋	10.14
11.	COVID-19 對歐美勞工市場的衝擊呈現差異性	張文晶	10.12
12.	菲律賓央行維持利率不變 並增加分擔財政支出	李睿正	10.05
13.	9 月泰國央行維持利率不變並調整今年經濟預測	李睿正	09.25
14.	印尼盾匯率在 9 月再度呈現下跌趨勢	李睿正	09.24
15.	人行擬出資金管理新規 方便境外機構投資債市	張華琳	09.23
16.	跨境人民幣新政徵求意見，大幅鬆綁提升便利化水平	席帥	09.21
17.	印尼央行維持利率不變 為穩定匯率提供支持	李睿正	09.18
18.	美聯儲提高經濟增長預期，並暗示至少未來三年不加息	韓鑫豪	09.17
19.	歐元匯率重回歐洲央行的關注焦點	丁孟	09.11
20.	馬來西亞央行9月會議維持利率不變	李睿正	09.11