

美國量化寬鬆貨幣政策之分析

汪震亞、蔡育儒*

- | | |
|--------------------------|---------------------|
| 壹、緒論 | 肆、QE3 措施與前兩輪量化寬鬆的比較 |
| 貳、Fed 過去推行量化寬鬆貨幣政策後之效應分析 | 伍、QE3 之可能影響評析 |
| 參、Fed 推行 QE3 之緣由 | 陸、結論與建議 |

摘 要

美國聯準會鑑於經濟復甦力道疲弱，失業率與就業統計數據均不盡理想，2012 年 9 月 13 日宣布：將維持超低利率直到 2015 年中，並將以無限期、無限量、無沖銷的形式推出第三輪量化寬鬆政策，每月收購 400 億美元的 Agency MBS 至勞動市場改善為止。與前兩輪量化寬鬆相較，儘管每月平均收購規模較低，但總釋出金額在長期累積之下將難以估計，此種無金額上限與期限範圍的做法被稱為「QE 無限」。通膨溫和升高有助於刺激民間消費與投資，貨幣貶值有助於出口貿易，惟此舉亦會使民眾產生通膨預期，廠商生產成本上升，不利於經濟成長與就業。當前美國銀行存款超額準備屢創歷史新高，一旦實體經濟獲得改善，貨幣流通速度恢復正常水準，過量貨幣供給之可能影響不容小覷。

* 經建會經研處科員、副研究員。本文承蒙洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、邱組長秀錦及匿名評審等指導及提供寶貴意見，謹此致上萬分謝忱，惟本文內容若有任何疏漏謬誤，概屬筆者之責。

A Study on the Quantitative Easing (QE) Monetary Policy in the US

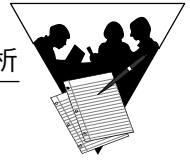
Wang Chen-Ya and Tsai Yu-Ju

*Analyst and Associate Research Fellow
Economic Research Department, CEPD*

Abstract

In view of the weak recovery of the domestic economy and the disappointing unemployment rate and employment statistics, the US Federal Reserve announced on September 13, 2012 that it would maintain the ultra-low level of interest rates until at least mid-2015, and would launch the open-ended, unlimited, no-write-off Quantitative Easing 3 (QE3) policy, purchasing US\$40 billion of mortgage debt (MBS) a month until the labor market improves.

Although the scale of monthly purchases is quite small compared to the previous two rounds of QE, it is hard to estimate the long-term accumulation of money released under all three rounds of QE. This mode of QE without limit of time or amount has been labeled as “QE Infinity.” While a moderate rise in inflation is conducive to private consumption and investment, and currency devaluation is helpful to exports, this approach will also give rise to inflationary expectations and raise production costs, which will be detrimental to economic growth and employment. At present, excess reserves in US banks are continuously breaking historic highs. The possible effects of the excess money supply once the real economy improves, and the circulation of money returns to a normal level, can hardly be overstated.



壹、緒論

2008年美國次貸風暴引發金融危機，聯準會(Fed)在這段期間採取各種措施穩定金融秩序與提供市場流動性，其中最受到矚目的做法是所謂的量化寬鬆(Quantity Easing)。傳統貨幣政策的主要目的是透過影響「利率」，進而達成最終經濟目標，主要的政策類型包括法定存款準備率、重貼現率與公開市場操作；而量化寬鬆向來被視為「非傳統貨幣政策」，主要是在貨幣政策的操作目標(operating targets)聯邦資金利率已接近零，降息空間極為有限，無法再進一步藉由利率政策影響資金成本等中間目標(intermediate targets)以擺脫金融困境，但為刺激國內低迷的景氣，Fed貨幣政策操作目標遂從「價格」轉為「數量」，以增加銀行資金以購買其他證券或擴大放款，藉以降低市場利率與提振經濟。

QE3 推出後，經濟學界的看法各有不同。支持的一派認為：通膨溫和升高有助於刺激民間消費與投資，貨幣貶值有助於出口貿易，也可以透過拉抬資產價格，產生財富效果，進而激勵需求，雖有助長通膨的風險，但對經濟的損害仍低於無所作為，至少可以穩定市場信心。而反對的一派認為：QE3 會使民眾產生通膨預期，使廠商面臨成本價格上升，不利於經濟成長與就業；且 QE3 所引發的熱錢流竄與美元貶值，可能不利於他國出口與造成資產泡沫。截至目前，量化寬鬆共計推出三輪，其中第三輪量化寬鬆(QE3)自9月13日推出以來仍持續進行當中，儘管美國經濟如果確實能藉此早日擺脫低迷，不啻是全球經濟復甦的一大福音，但連番採取非傳統寬鬆手段，對金融市場與原物料價格造成的動盪，也讓開發中國家深感憂慮。基此，本文將就美國過去兩輪量化寬鬆的經驗、第三輪量化寬鬆的緣由、內容及可能影響做一評析。

貳、Fed 過去推行量化寬鬆貨幣政策後之效應分析

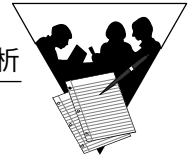
一、美國經濟

自 2008 年 12 月起，聯準會基準利率便一直保持在 0~0.25% 接近零利率的水準，但企業與家計單位信用短缺的情形仍然嚴峻，而利率政策的極限是無法將政策利率降至負數，因此轉而採取一連串非傳統貨幣政策，其中最為引人注目的是 2008 年 11 月 25 日宣布購買 5,000 億美元的 MBS 以及 1,000 億美元的 Agency MBS，即由房地美(Freddie Mac)、房利美(Fannie Mae)與吉利美(Ginnie Mae)等三家美國政府贊助機構(Government Sponsored Enterprise, GSEs)所保證的房貸抵押擔保證券(Mortgage-Backed Security, MBS)，被稱為第一輪量化寬鬆(QE1)。

QE1 原定執行至 2009 年 3 月 31 日為止，到了截止日期 Fed 又宣布擴大資產購買規模，額外購入 7,500 億美元 MBS、1,000 億美元 Agency MBS 以及最高 3,000 億美元的長期政府債券，一直實施到 2010 年第 1 季，Fed 共計購入約 1.25 兆美元 MBS、3,000 億美元政府債券與 1,750 億美元 Agency MBS。

16 個月間投入資金規模達 1 兆 7,250 億美元，平均每月逾 1,000 億美元。QE1 實施之初，整體景氣仍持續壟罩在金融海嘯的陰霾，美國實質經濟成長率自 2008 年第 4 季開始均維持超過 3% 的衰退幅度，直到 2009 年第 4 季衰退幅度縮小，2010 年開始轉為正成長。

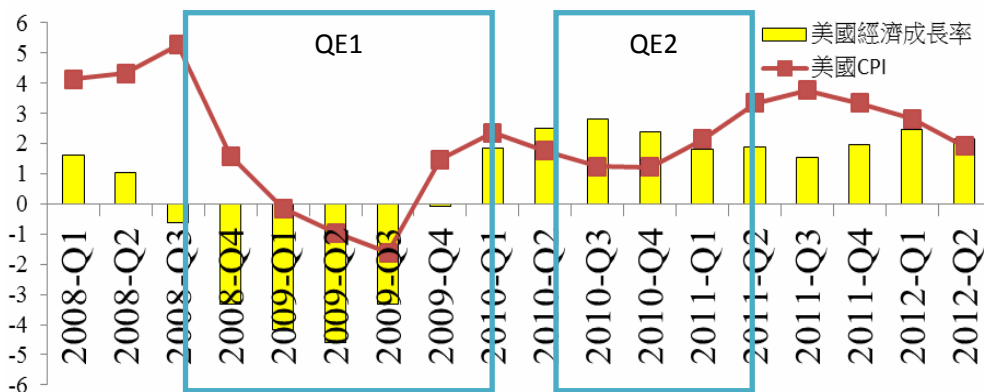
儘管美國實質經濟自 2010 年後均維持正成長，但柏南克認為 Fed 的雙重目標為促進就業與穩定物價，當時美國實際通膨率低於目標水準(1.7%~2.0%)，處於 41 年來的低點；但就業市場表現仍不盡理想，失業率為 9.6%，高於目標水準(5%~5.25%)，為 26 年來的高點，因此 2010 年 11 月 3 日推出第二輪量化寬鬆(QE2)，購



入 6,000 億美元美國政府公債直到 2011 年 6 月底，同時將 QE1 購入的 MBS 到期本金再投入長天期公債投資，希望能在短期利率已經降無可降的情況下，藉由購買公債壓低長天期利率，降低企業與個人融資成本。

8 個月間平均每月約 750 億美元，兩輪量化寬鬆累計收購約 2.3 兆美元債券。惟 QE2 整體金額與期間均遠不如前次之大，實質 GDP 年增率在執行期間有逐季下滑的趨勢，卻讓 CPI 通膨率逐季提高，直到 QE2 屆期的 2011 年第 3 季達於頂點後回降。

圖 1 美國實質 GDP 與 CPI 年增率



資料來源：IHS Global Insight.

雖然量化寬鬆政策有效性可以參考經濟成長率與物價等統計數據，但必須注意貨幣政策的傳導過程，量化寬鬆真正創造的是「貨幣基數」(Money Base)，因此在政策執行期間貨幣基數有明顯的增加，但是貨幣乘數卻明顯同步下降，以至於貨幣存量的變動較為平緩而穩定。根據 Fed 統計數據 QE1 期間(2008 年 9 月至 2010 年 3 月)，貨幣基數大幅增加 129.19%，貨幣供給僅擴張 8.48%，貨幣乘數(Money Multiplier)從 8.64 降至 4.09；QE2 期間(2010 年

11月至2011年6月)，貨幣基數擴張32.85%，而貨幣供給僅增加13.82%，貨幣乘數從4.43降至3.80，顯見兩次量化寬鬆政策實施期間貨幣基數均有明顯成長，惟貨幣供給並未同幅度提高，從而可以發現貨幣乘數的下滑。

所謂「貨幣乘數」，定義上是貨幣供給與貨幣基數間的倍數關係。為了簡化分析起見，假設在一個無資金外流問題的封閉經濟體內，貨幣供給額以M表示，B代表貨幣基數，m代表貨幣乘數：

$$M = m \cdot B \dots\dots\dots (1)$$

其中若將貨幣供給定義為流出銀行體系之外的現金(C)與銀行體系內的存款(D)，銀行準備金(R)可分為活期存款準備金(R^d)、定期存款準備金(R^t)及超額準備金E，則M、B與m可表示如下：

$$M = C + D + T \dots\dots\dots (2)$$

$$B = C + R^d + R^t + E \dots\dots\dots (3)$$

$$m = \frac{C + D + T}{C + R^d + R^t + E} \dots\dots\dots (4)$$

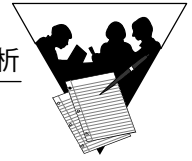
假設通貨淨額(C)、超額準備金(E)及定期存款(T)、活期存款法定準備(R^d)與定期存款法定準備(R^t)，均與活期存款維持固定關係，分別為：

$$C = k \cdot D \dots\dots\dots (5)$$

$$E = e \cdot D \dots\dots\dots (6)$$

$$T = t \cdot D \dots\dots\dots (7)$$

$$R^d = r^d \cdot D \dots\dots\dots (8)$$



$$R^t = r^t \cdot T \dots \dots \dots (9)$$

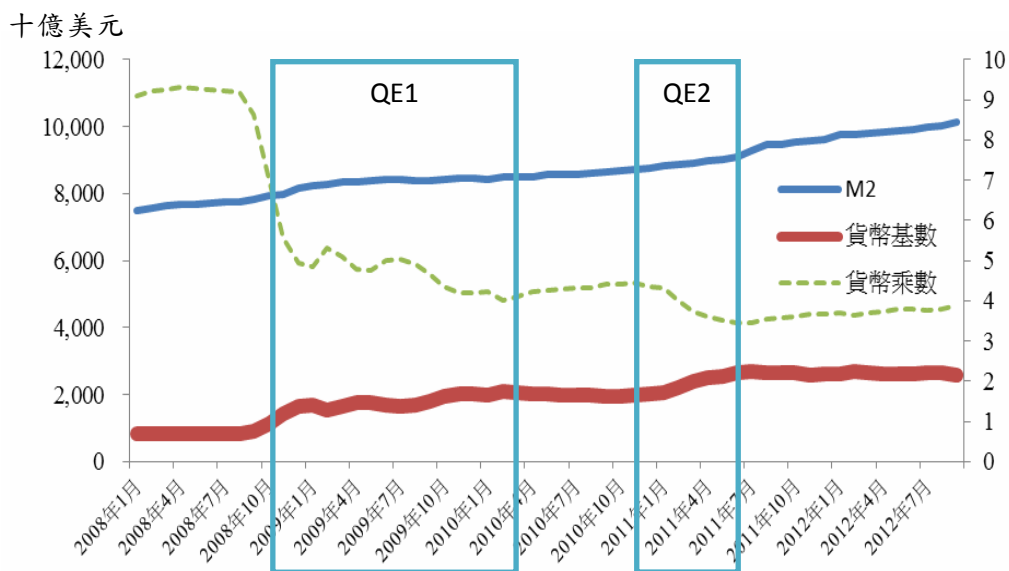
其中 k 為通貨比率(currency ratio)、 e 為活期存款超額準備率(excess reserve ratio)、 t 為定期存款對活期存款比率、 r^d 代表活期存款法定準備率、 r^t 代表定期存款法定準備率。將(5)至(9)代入(4)：

$$m = \frac{kD + D + tD}{kD + r^d D + r^t \cdot t \cdot D + eD} = \frac{k + 1 + t}{k + r^d + r^t t + e} \dots \dots \dots (10)$$

從(10)所導出的貨幣乘數，當 k 、 r^d 、 r^t 、 t 或 e 上升，將使 m 下降，因此從 Fed 透過量化寬鬆政策釋出貨幣，嚴格而言只能增加貨幣基數，在美國存款準備率(r^d 、 r^t)維持穩定下，貨幣政策的有效性受制於大眾對現金、活期存款與定期存款之間配置比例的偏好，以及商業銀行保有超額準備的需求。金融海嘯初期基於金融市場的不確定性，以及為將來更深的景氣衰退進行準備的考量之下，一般民眾會暫時增加現金的持有，使部分資金從金融體系撤出而使 k 上升；商業銀行因持有的資產價格不穩定，隨時可能因為其他金融機構的經營問題受到波及，加上對過去過度放貸偏差的調整，同樣會減少放款與投資而保有較多超額準備，使 e 上升。量化寬鬆政策執行期間，美國經濟所面臨的問題是所謂的「流動性陷阱」(Liquidity Trip)，Fed 無論增加多少貨幣，都會被社會大眾的貨幣需求所吸收，加上資金流出金融中介機構，甚至流向海外市場等現象，以致於前兩輪量化寬鬆儘管貨幣基數大幅擴張，卻透過貨幣乘數的下降使貨幣供給增加有限的現象。

假如量化寬鬆政策要發揮實際功效，最理想的狀態是民間金融機構取得資金後，將其貸放給政府、企業或消費者，從而發揮貨幣創造功能，而非以「準備」的形式留存。然而從圖 3 便可明顯看出量化寬鬆執行期間存款準備膨脹最為迅速，與圖 2 貨幣供給成長速度緩慢、貨幣流通速度下降的現象對比極為鮮明。

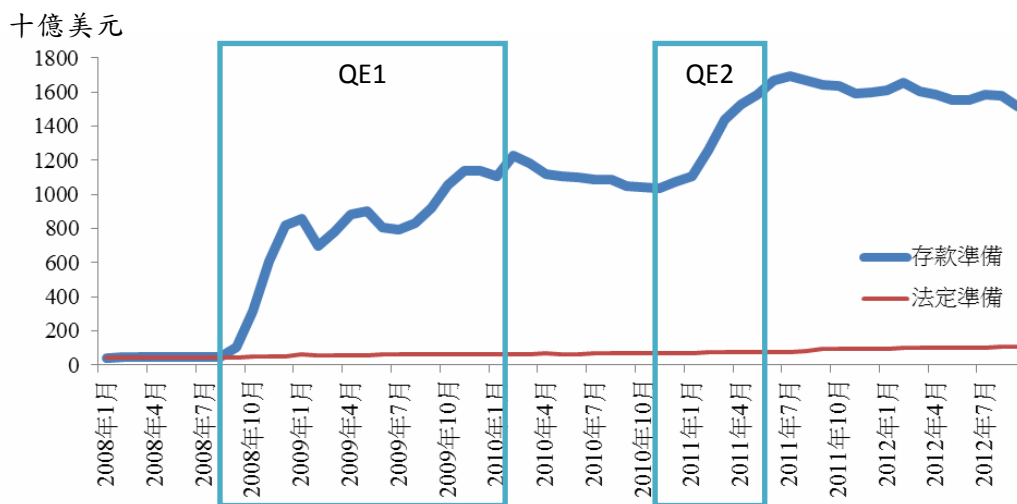
圖 2 美國貨幣存量、貨幣基數與貨幣乘數



註：貨幣基數、貨幣供給均經過季節調整。

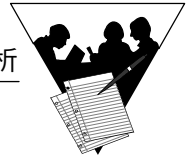
資料來源：Fed 網站(<http://www.federalreserve.gov/econresdata/statisticsdata.htm>)。

圖 3 美國存款準備變動趨勢圖



註：存款準備、法定準備均經過季節調整。

資料來源：Fed 網站(<http://www.federalreserve.gov/econresdata/statisticsdata.htm>)。

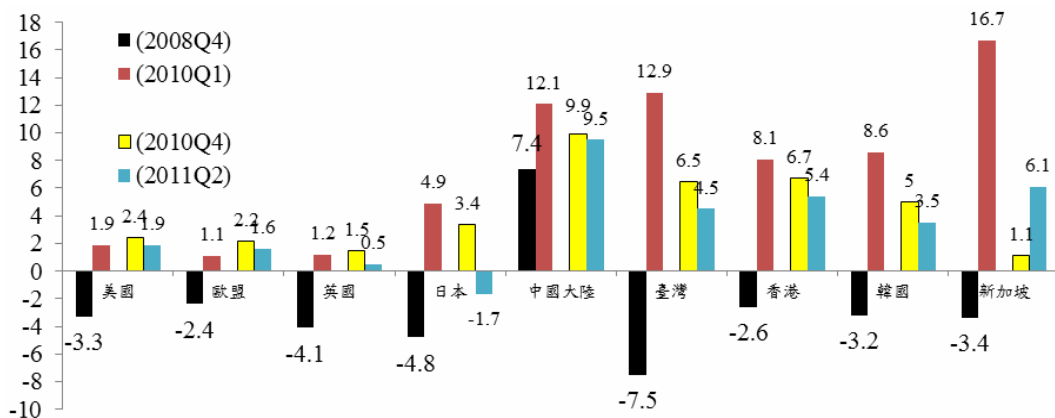


二、全球經濟

全球許多國家亦繼 Fed 之後跟進釋放資金到市場，全球經濟活動漸漸步入復甦的軌道，尤以 QE1 實施期間，各國經濟復甦力道受全球景氣短暫復甦影響成長強勁，如歐盟國家經濟成長率由 -2.4% 上升至 1.1%、日本由 -4.8% 上升至 4.9%、中國大陸則由 7.4% 上升至 12.1%，亞洲四小龍經濟成長率亦由負轉正；至於 QE2 執行期間，除了新加坡外，其餘經濟體的成長率均不及於政策推出當季。

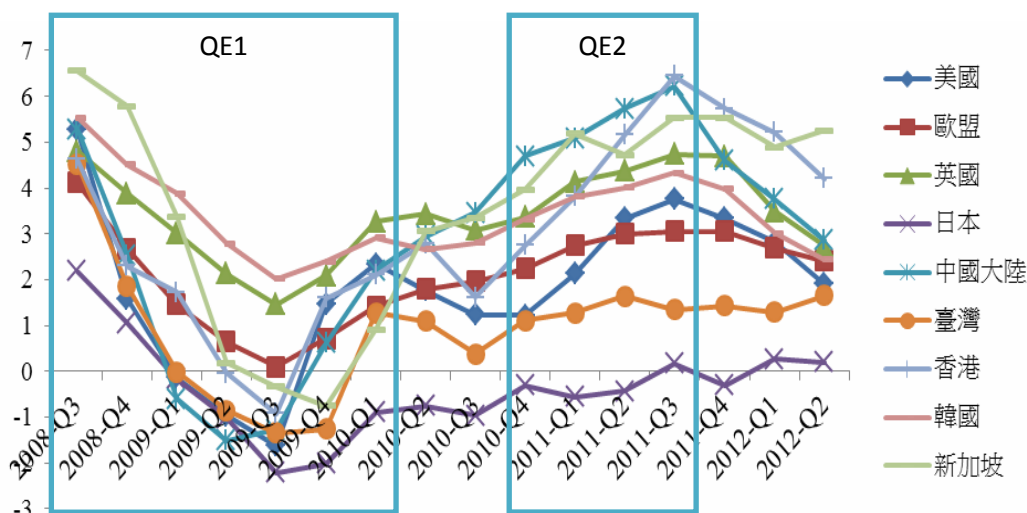
然而大量資金注入市場，引爆資金狂潮，熱錢大舉湧入亞洲新興國家市場，加上各國貨幣供給寬鬆，大量資金在市場流動，進而帶動物價上漲壓力。QE1 期間各國總體經濟均面臨程度不一的需求減弱。2009 年第 4 季之後 CPI 年增率陸續反彈回升，QE1 是否造成各國通膨升溫從統計數據上並不是相當顯著；QE2 則是在全球經濟復甦較為明朗的 2010 年底推出，除日本外各主要經濟體的通膨率均有提高。

圖 4 世界各主要經濟體實質 GDP 年增率



資料來源：IHS Global Insight.

圖 5 世界各主要經濟體 CPI 年增率

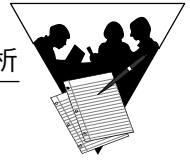


資料來源：IHS Global Insight.

三、金融市場

有關量化寬鬆政策對債市、股市與匯市的影響，在以下分析當中分為三大階段，以便了解各政策的整體效果，先予敘明：

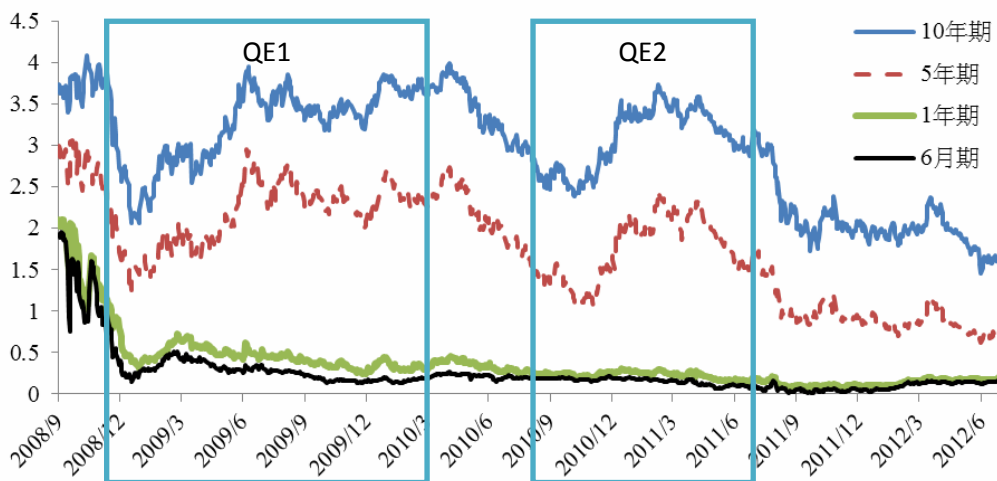
- 金融海嘯初期：自 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟破產，掀起全球金融海嘯為始，直到 Fed 推出 QE1 政策前夕。
- QE1 期間：第一輪量化寬鬆政策區分為兩個階段，第一階段為 2008 年 11 月 25 日至 2009 年 3 月 31 日的 6,000 億美元規模寬鬆；第二階段是 Fed 於原訂截止日期宣布擴大 1.15 兆美元寬鬆規模，並實施到 2010 年 3 月 31 日為止。
- QE2 期間：雖然 QE2 自 2010 年 11 月開始實施，惟實際上柏南克於 2010 年 8 月 27 日便已利用全球央行年會，對外表達實施 QE2 的意圖，政策效果在推出前已反映在金融市場，故將全球央行年會與 QE2 執行期間分為兩個階段。



(一) 債市

長期債券對通貨膨脹預期的敏感度較短期債券為高，故 QE 政策公布後投資人賣出長債並轉進短債，故兩次量化寬鬆呈現長債利率反彈、短債利率下跌的趨勢，債券期間利差隨著 QE 政策的執行而擴大。以公債殖利率為例，金融海嘯爆發之初，以及 QE1 的第一階段，美國公債不分各年期債券殖利率均大幅下降，與一般國家經濟風險提高時公債殖利率通常攀升的情況不同，美國公債有財政部直接支持，在危機當中反而成為安全的保值工具，直到 2009 年第 2 季才開始出現明顯的利率期間利差擴大的現象。QE1 期間美國 6 個月期債券與 1 年期債券利率下跌，較長天期的 5 年期債券與 10 年期債券利率上漲。QE2 如果納入政策推出前的預期效果，可發現 6 個月期與 1 年期殖利率下降，但降幅較 QE1 為低，長天期的 5 年期與 10 年期公債殖利率上漲，且幅度高於 QE1。

圖 6 美國各年期公債殖利率走勢圖



註：資料期間 2008/9~2012/6。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製圖。

表 1 Fed 實行量化寬鬆政策對美國公債殖利率影響

單位：%

期間	起訖日*	6 個月	1 年	5 年	10 年
金融海嘯初期	2008/9/15	1.8517	2.0003	2.9526	3.7224
	2008/11/24	0.4776	0.9114	2.204	3.331
	漲跌幅(%)	-74.21	-54.44	-25.35	-10.51
QE1 第一階段	2008/11/25	0.4776	0.9114	2.204	3.331
	2009/3/31	0.422	0.5473	1.662	2.668
	漲跌幅(%)	-11.64	-39.95	-24.59	-19.90
QE1 第二階段	2009/4/1	0.422	0.5473	1.662	2.668
	2010/3/31	0.2385	0.3874	2.557	3.833
	漲跌幅(%)	-43.48	-29.22	53.85	43.67
QE1 全期漲跌幅(%)		-50.06	-57.49	16.02	15.07
QE2 推出前	2010/8/27	0.1928	0.2582	1.381	2.481
	2010/11/2	0.1615	0.2063	1.16	2.592
	漲跌幅(%)	-16.23	-20.10	-16.00	4.47
QE2 執行期間	2010/11/3	0.1615	0.2063	1.16	2.592
	2011/6/30	0.1017	0.1918	1.762	3.16
	漲跌幅(%)	-37.03	-7.03	51.90	21.91
QE2 全期漲跌幅(%)		-47.25	-25.72	27.59	27.37

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製表。

(二) 股市

本文以道瓊工業指數、那斯達克指數與標準普爾 500 等三大指數，探討政策實行期間美國股市表現。自從金融海嘯爆發以來，美國三大指數在兩個月之間下跌幅度介於 26.08%到 34.90%之間，QE1 實施初期對支撐股市不致持續下跌似有發揮一定功效，2009 年 3 月底擴大 QE1 規模後觸底反彈。全球央行年會釋放 QE2 訊息後，直到 11 月真正推出之前，美國三大指數便開始上漲，此波漲幅在 QE2 實際執行期間仍在持續。因此，單以 QE2 執行期間股市漲跌幅分析，政策效果似乎遠不如預期，但將全球央行年會政策宣示後的投資人理性預期效果納入考慮，整體 QE2 執行期間仍有顯著的功效。

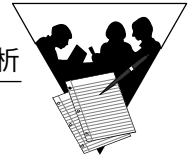
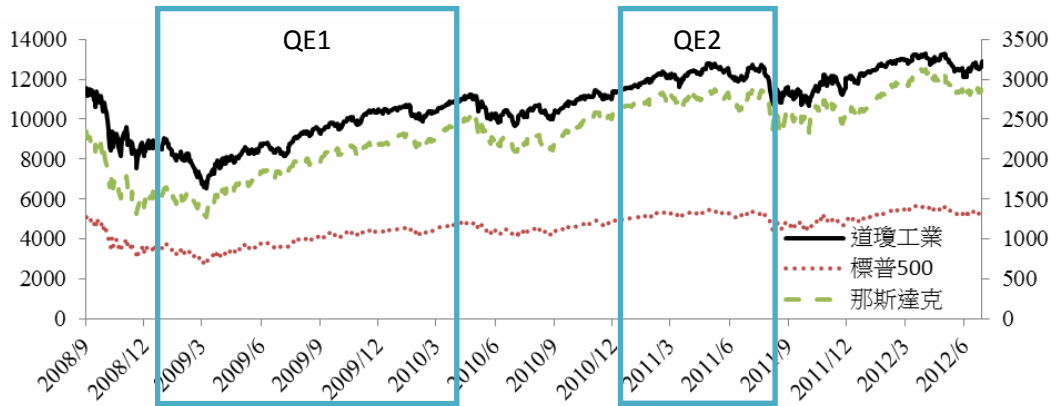


圖 7 Fed 實行量化寬鬆政策對美國三大股票指數影響



註：資料期間 2008/9~2012/6；道瓊工業指數參照左側座標軸；標普 500 與那斯達克指數參照右側座標軸。
資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製圖。

表 2 Fed 實行量化寬鬆期間美國股票指數

期間	起訖日*	道瓊工業	標普 500	那斯達克
金融海嘯初期	2008/9/15	11,421.99	1,251.70	2,261.27
	2008/11/24	8,443.39	851.81	1,472.02
	漲跌幅(%)	-26.08	-31.95	-34.90
QE1 第一階段	2008/11/25	8,443.39	851.81	1,472.02
	2009/3/31	7,608.92	797.87	1,528.59
	漲跌幅(%)	-9.88	-6.33	3.84
QE1 第二階段	2009/4/1	7,608.92	797.87	1,528.59
	2010/3/31	10,856.63	1,169.43	2,397.96
	漲跌幅(%)	42.68	46.57	56.87
QE1 全期漲跌幅(%)		28.58	37.29	62.90
QE2 推出前	2010/8/27	9,985.81	1,047.22	2,118.69
	2010/11/2	11,188.72	1,193.57	2,533.52
	漲跌幅(%)	12.05	13.98	19.58
QE2 執行期間	2010/11/3	11,188.72	1,193.57	2,533.52
	2011/6/30	12,414.34	1,320.64	2,773.52
	漲跌幅(%)	10.95	10.65	9.47
QE2 全期漲跌幅(%)		24.32	26.11	30.91

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。
資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製表。

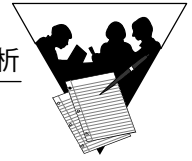
雷曼兄弟倒閉至宣布 QE1 之前，亞洲股市除了中國大陸金融市場與國際連結程度較低，以致短期影響有限之外，其餘股票指數下跌 34.07%至 36.99%之間，QE1 推出之後紛紛止跌回升，特別是亞洲四小龍的股市漲幅較美國三大指數為高。QE2 執行期間亞洲股市相對美股漲幅為低，顯示經過前次 QE 熱錢湧入的經驗，使各國貨幣當局有所警惕，加上亞洲新興市場成長趨緩，對熱錢的吸引力大不如前。另外除了日本股市之外，亞洲各國股市的漲幅主要發生在 2010 年全球央行年會之後，QE2 實際推出後股市漲幅明顯趨緩。

表 3 Fed 實行量化寬鬆期間亞洲股票指數

貨幣政策	起訖日*	臺灣 加權	上海 A股	香港 恆生	日經 225	韓國 KOSPI	新加坡 FSSTI
金融海嘯 初期	2008/9/15	6311	2183	19353	12215	1478	2571
	2008/11/24	4161	1993	12458	7911	970	1620
	漲跌幅(%)	-34.07	-8.70	-35.63	-35.24	-34.37	-36.99
QE1 第一階段	2008/11/25	4161	1993	12458	7911	970	1620
	2009/3/31	5210.84	2490.71	13576.02	8109.53	1206.26	1699.99
	漲跌幅(%)	25.23	24.97	8.97	2.51	24.36	4.94
QE1 第二階段	2009/4/1	5210.84	2490.71	13576.02	8109.53	1206.26	1699.99
	2010/3/31	7920	3260	21239	11090	1693	2887
	漲跌幅(%)	51.99	30.89	56.44	36.75	40.35	69.82
QE1 全期漲跌幅(%)		90.34	63.57	70.48	40.18	74.54	78.21
QE2 推出 前	2010/8/27	7689.74	2727.53	20612.06	8906.48	1729.76	2925.87
	2010/11/2	8379.75	3199.49	23652.94	9154.72	1914.74	3192.18
	漲跌幅(%)	8.97	17.30	14.75	2.79	10.69	9.10
QE2 執行期間	2010/11/3	8379.75	3199.49	23652.94	9154.72	1914.74	3192.18
	2011/6/30	8652.59	2893.53	22398.1	9816.09	2100.69	3120.44
	漲跌幅(%)	3.26	-9.56	-5.31	7.22	9.71	-2.25
QE2 全期漲跌幅(%)		12.52	6.09	8.67	10.21	21.44	6.65

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。

資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製表。



(三) 匯市

金融海嘯初期全球各地掀起美元贖回潮，另一方面全球央行為分散資產過度依賴美元與歐元的風險，開始大量買進日本公債，以至於大部分主要貨幣對美元與日圓呈現貶值現象。QE1 執行之初，除已巨幅貶值的韓元外，多國貨幣仍持續對美元貶值；2009 年 4 月擴大 QE1 規模後，各國貨幣對美元匯率開始明顯升值，凸顯量化寬鬆政策在第二階段才開始引發熱錢流入問題，且

表 4 Fed 實行量化寬鬆期間亞洲匯市漲跌幅

單位：本國幣/美元

期間	起訖日*	新台幣	人民幣	日圓	港幣	韓元	新加坡元	歐元	美元指數
金融海嘯初期	2008/9/15	32.041	6.8450	107.49	7.7987	1109.1	1.4354	0.7030	78.966
	2008/11/24	33.421	6.8284	97.08	7.7516	1513.0	1.5314	0.7745	86.081
	漲跌幅(%)	-4.31	0.24	9.68	0.60	-36.42	-6.69	-10.17	9.01
QE1 第一階段	2008/11/25	33.421	6.8284	97.08	7.7516	1513.0	1.5314	0.7745	86.081
	2009/3/31	33.917	6.8356	98.33	7.7501	1383.3	1.5208	0.7531	85.511
	漲跌幅(%)	-1.48	-0.11	-1.29	0.02	8.57	0.69	2.76	-0.66
QE1 第二階段	2009/4/1	33.917	6.8356	98.33	7.7501	1383.3	1.5208	0.7531	85.511
	2010/3/31	31.819	6.8259	93.28	7.7639	1131.3	1.4005	0.7444	81.073
	漲跌幅(%)	6.19	0.14	5.14	-0.18	18.22	7.91	1.16	-5.19
QE1 全期漲跌幅(%)		4.79	0.04	3.91	-0.16	25.23	8.55	3.89	-5.82
QE2 推出前	2010/8/27	32.037	6.7998	84.72	7.7766	1190.0	1.3556	0.7864	82.934
	2010/11/2	30.709	6.6777	80.59	7.7520	1113.6	1.2893	0.7180	76.722
	漲跌幅(%)	4.15	1.80	4.87	0.32	6.42	4.89	8.70	-7.49
QE2 執行期間	2010/11/3	30.709	6.6777	80.59	7.7520	1113.6	1.2893	0.7180	76.722
	2011/6/30	28.802	6.4640	80.41	7.7826	1067.7	1.2288	0.6902	74.303
	漲跌幅(%)	6.21	3.20	0.22	-0.39	4.12	4.69	3.87	-3.15
QE2 全期漲跌幅(%)		10.10	4.94	5.09	-0.08	10.28	9.35	12.23	-10.41

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。

資料來源：匯率資料來源為中央銀行「我國與主要貿易對手通貨之匯率日資料」；

美元指數來源為 Reuters，本文自行計算彙整製表。

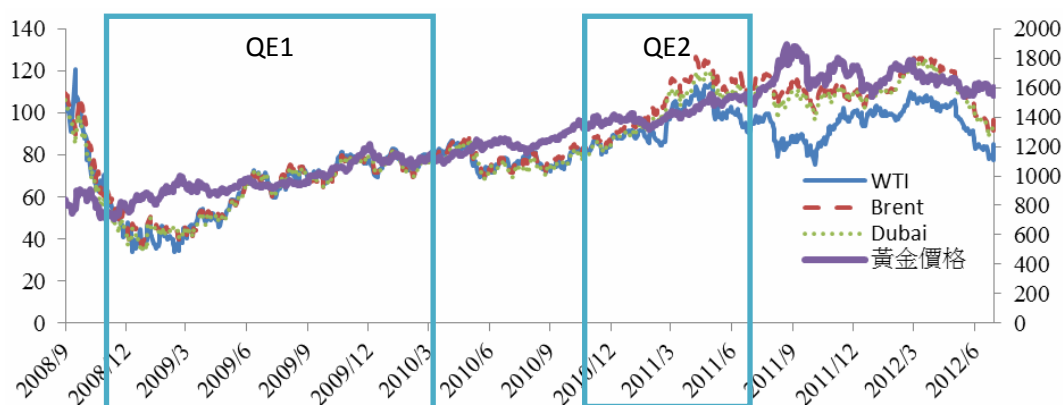
政策效果大多在事前已反應到市場價格，除新台幣與人民幣外，各國貨幣對美元貨幣多呈現事前預期對匯市的影響，大於政策實際影響的現象，例如歐元與日圓從央行年會至 QE2 宣布前，匯率分別升值 8.70%與 4.87%，然而 QE2 推行期間僅升值 3.87%與 0.22%。

四、國際商品

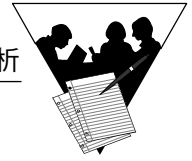
(一) 石油和黃金

由於國際利息偏低及熱錢氾濫所導致的期貨市場炒作，造成 2004~2008 年間國際原油價格飆漲(梁國源，2009)，但此波漲幅自金融海嘯爆發以來，國際原油價格幾乎下跌一半，直到 QE1 實施之後才穩住跌勢，且 2009 年 3 月底延長並擴大量化寬鬆規模後反彈，截至 QE1 屆期上漲近 70%，顯示量化寬鬆政策對價格上漲的壓力逐漸浮現；另一方面黃金在金融危機時期成為投資人避險工具，價格逆勢上漲，此波漲勢一直在 QE1 實施期間仍在持續。

圖 8 Fed 實行量化寬鬆政策對黃金原油價格影響



註：資料期間 2008/9~2012/6；原油價格參照左側座標軸；黃金價格參照右側座標軸。
資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製圖。



QE2 除期間與規模均小於 QE1 之外，加上 2010 年全球央行年會後的預期心理，直到政策實際推出前黃金原油價格上漲約 10%。QE2 實際執行期間主要購買的是長期國債而非 MBS，且新興國家改採緊縮貨幣政策，故 QE2 雖同樣推動石油與黃金價格上漲，但漲幅明顯不如 QE1 實施期間，即便納入全球央行年會營造的預期效果亦然。

表 5 Fed 實行量化寬鬆期間全球黃金原油期貨價格漲跌幅

單位：美元

期間	起訖日*	WTI	Brent	Dubai	黃金
金融海嘯初期	2008/9/15	104.55	97.58	89.3	764.5
	2008/11/24	46.96	53.93	46	819.5
	漲跌幅(%)	-55.08	-44.73	-48.49	7.19
QE1 第一階段	2008/11/25	46.96	53.93	46	819.5
	2009/3/31	49.66	49.23	46.68	925
	漲跌幅(%)	5.75	-8.72	1.48	12.87
QE1 第二階段	2009/4/1	49.66	49.23	46.68	925
	2010/3/31	83.76	82.7	79.24	1114.5
	漲跌幅(%)	68.67	67.99	69.75	20.49
QE1 全期漲跌幅(%)		78.36	53.35	72.26	36.00
QE2 推出前	2010/8/27	75.17	75.02	72.75	1237.7
	2010/11/2	83.9	85.41	82.87	1356.9
	漲跌幅(%)	11.61	13.85	13.91	9.63
QE2 執行期間	2010/11/3	83.9	85.41	82.87	1356.9
	2011/6/30	95.42	112.48	105.99	1502.8
	漲跌幅(%)	13.73	31.69	27.90	10.75
QE2 全期漲跌幅(%)		26.94	49.93	45.69	21.42

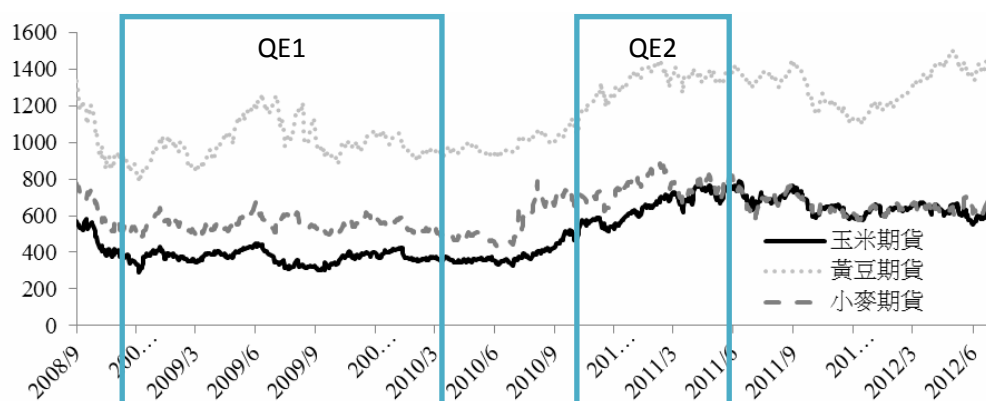
註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製表。

(二) 糧食商品

糧食商品價格易受供需失衡和石油價格因素影響，與美元匯價關聯較低，金融海嘯爆發後糧食商品大幅下跌，QE1 初期糧食商品期貨價格雖有所回升，但隨 2008 糧食危機解除，價格亦呈下滑，QE1 對糧食商品影響有限。QE2 執行期間糧食商品的期貨價格互有漲跌，雖將全球央行年會後的漲幅納入計算後，黃豆與玉米漲幅較 QE1 顯著，但此波漲幅的實際因素是糧食危機再起，尤其黃豆和玉米屢創新高，但隨供需恢復和石油價格回跌，價格再度呈現下滑，顯見糧食價格變動與 QE2 關聯性較低。

圖 9 Fed 實行量化寬鬆政策對糧食商品價格影響



註：資料期間：2008/9~2012/6。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製圖。

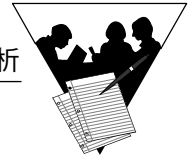


表 6 Fed 實行量化寬鬆期間全球糧食商品漲跌幅

單位：美元

期間	起訖日*	小麥	黃豆	玉米
金融海嘯初期	2008/9/15	719.25	1202	563.25
	2008/11/24	537.5	884	354.5
	漲跌幅(%)	-25.27	-26.46	-37.06
QE1 第一階段	2008/11/25	537.5	884	354.5
	2009/3/31	545.25	952	404.75
	漲跌幅(%)	1.44	7.69	14.17
QE1 第二階段	2009/4/1	545.25	952	404.75
	2010/3/31	464	941	345
	漲跌幅(%)	-14.90	-1.16	-14.76
QE1 全期漲跌幅(%)		-13.67	6.45	-2.68
QE2 推出前	2010/8/27	656.5	1013	416.5
	2010/11/2	694.25	1223.75	575.75
	漲跌幅(%)	5.75	20.80	38.24
QE2 執行期間	2010/11/3	694.25	1223.75	575.75
	2011/6/30	584.75	1306.25	629
	漲跌幅(%)	-15.77	6.74	9.25
QE2 全期漲跌幅(%)		-10.93	28.95	51.02

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製表

參、Fed 推行 QE3 之緣由

一、實體經濟復甦緩慢

2012 年 7 月 31 日至 8 月 1 日美國聯準會(Fed)決策會議中，不少與會者表示對疲弱的經濟已失去耐性，主張「除非接下來的資訊都指向經濟可大幅度且持久性復甦，許多決策成員都認為有必要『趕快』提供額外的貨幣寬鬆」，是迄今 Fed 就推出第三輪量化寬鬆(QE3)與否所做的最強烈暗示。該會議紀錄於 8 月 22 日公布時，升高市場對 Fed 再度推出寬鬆貨幣政策的期待。美國商務

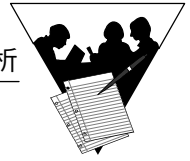
部 8 月 29 日公布最新統計數據，顯示第 2 季 GDP 較前季成長 1.7%，較初估 1.5% 上修 0.2 個百分點，但與第 1 季的 2% 與 2011 年第 4 季的 4.1% 相較，顯示成長持續減速，故聯準會官員表示美國經濟成長速度仍令人失望。

二、就業市場不景氣

Fed 總裁柏南克後於在傑克森洞(Jackson Hole)全球央行年度研討會上的發言，再度對 QE3 做出強烈暗示。他強調美國經濟當前情勢並不令人滿意，尤其是失業問題自 2012 年 1 月以來未出現明顯改善，指出就業市場不景氣不僅帶來巨大的痛苦以及對人力資源的巨大浪費，還因為持續居高不下的失業率水準將給實體經濟造成長達數年的結構性破壞，因此會在「必要時」採取新的振興措施，過去 QE1 與 QE2 共推升經濟產值 3%，增加 200 萬個工作。

三、財政懸崖風險

歐巴馬總統前於 2010 年 12 月 17 日簽署《2010 年減稅、失業保險再授權及工作機會增進法案(Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010)》，將小布希政府 2001 年通過的經濟成長與租稅減免調解法案(EGTRAA)，與 2003 年通過的工作與成長租稅寬減調整法案(JGTRRA)所涉及的減稅法案，包含各式扣抵、扣除與免稅額，全數延長至 2012 年底。2011 年 5 月 16 日美國聯邦政府觸及法定債務上限，為了將原本 14.3 兆美元的舉債上限，調高 2.1 兆至 16.4 兆美元，國會於 8 月 2 日所通過的《2011 年預算控制法(The Budget Control Act)》，在調高舉債上限的同時附加條件，強制聯邦政府於 2013 年減支 1,090 億美元開始，連同後續 9 年的減支總額應達 1.2 兆美元。根據 Fed



總裁柏南克的估計，如果前述法案全數生效而無其他補救措施，2012~2013 財政年度的稅收收入將較前一年度增加 19.63%，而開支減少 0.25%。初步估計 2013 年財政赤字可能減少 6,070 億美元。

肆、QE3 措施與前兩輪量化寬鬆的比較

參考 Fed 所發布的文告與各界分析，QE3 措施與先前兩輪量化寬鬆相比，具有下列幾項特色：

一、與勞動市場掛勾

QE3 的目標是在維持物價穩定的前提下極大化就業率。這種以一向被視為落後指標的勞動市場為政策目標的作法，在已開發國家央行貨幣政策中極為罕見。

二、無金額上限與期間範圍

QE3 主要以 Agency MBS 為購買標的，9 月購買 230 億美元，並自 10 月起每月購買 400 億美元，直到達成改善就業市場之目的。儘管以平均每月規模而言相對 QE1 與 QE2 為低，長期累積之下總金額難以預料，此種無金額上限與期間範圍的做法，又稱為 QE 無限(QE-Infinite)。

三、其他配合措施

繼續執行「扭轉操作」至 2012 年底，並維持將 MBS 到期本金再投入購買 MBS 之政策，此一措施將使聯準會在年底前持有的長天期債券，每月增加 850 億美元，藉以降低長期利率，支持抵押貸款市場，及促使金融條件變得更為寬鬆。2012 年以來 FOMC 的 19 位成員多次決議維持官方利率 0-0.25% 不變，此一超低利率政策經多數委員決議延長到 2015 年年中，期望能有力支撐經濟復甦。

伍、QE3 之可能影響評析

一、美國經濟

QE3 對實體經濟的效益與衝擊，在短期內仍難得出結論，但可參考 Fed 推出 QE3 政策後對未來數年 GDP 增長、失業率與通膨的最新經濟預測報告，該報告將 2012 年美國經濟成長率下修至 1.7~2%，但認為 2013 年可望能有起色，經濟成長率可達 2.5~3%；2012 年失業率預估失業率為 8~8.2%，與前次預估相仿，2013 年後可望逐年下降；物價方面強調長期可維持穩定，PCE 通膨指標直到 2015 年均維持在 2% 以下。

Fed 波士頓聯邦準備銀行總裁羅森葛倫(Eric Rosengren)表示，該項措施的風險低於無所作為，避免陷於停滯是當前的要務；2008 年諾貝爾經濟學獎得主克魯曼(Paul Krugman)則認為 QE3 可望能夠鼓勵民間部門立即消費，潛在的購屋者可能因為通膨溫和升高，導致他們較易於償付而受到鼓舞，企業未來銷售可能增加而獲得激勵股市行情上漲透過財富效果影響經濟，美國出口貿易透過匯率貶值而更具競爭力。

2011 年經濟諾貝爾獎得主沙金特(Thomas Sargent)指出，QE3 不但無助於降低失業率，只讓聯準會的資產負債更加惡化，造成日後通膨壓力，導致民眾產生未來通膨的預期，使貨幣衝擊提前反應，廠商也將面臨成本價格上升的情況，從而失去投資誘因。美國里奇蒙聯邦準備銀行總裁雷克(Jeffrey Lacker)、達拉斯聯邦準備銀行總裁費雪(Richard Fisher)與費城聯邦準備銀行總裁普羅瑟(Charles Plosser)，也分別警告 QE3 政策對成長或就業的幫助不大，只會使市場對通膨升溫的預期攀高，甚至賠上聯準會的公信力。



表 7 Fed 對未來數年 GDP 增長、失業率、與通膨預期

單位：%

GDP	2012	2013	2014	2015	長期
9 月預期	1.7-2.0	2.5-3.0	3.0-3.8	3.0-3.8	2.3-2.5
6 月預期	1.9-2.4	2.2-2.8	3.0-3.5	N/A	2.3-2.5
4 月預期	2.4-2.9	2.7-3.1	3.1-3.6	N/A	2.3-2.6
1 月預期	2.2-2.7	2.8-3.2	3.3-4.0	N/A	2.3-2.6
失業率(%)	2012	2013	2014	2015	長期
9 月預期	8.0-8.2	7.6-7.9	6.7-7.3	6.0-6.8	5.2-6.0
6 月預期	8.0-8.2	7.5-8.0	7.0-7.7	N/A	5.2-6.0
4 月預期	7.8-8.0	7.3-7.7	6.7-7.4	N/A	5.2-6.0
1 月預期	8.2-8.5	7.4-8.1	6.7-7.6	N/A	5.2-6.0
PCE*通膨(%)	2012	2013	2014	2015	長期
9 月預期	1.7-1.8	1.6-2.0	1.6-2.0	1.8-2.0	2
6 月預期	1.2-1.7	1.5-2.0	1.5-2.0	N/A	2
4 月預期	1.9-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	N/A	2
1 月預期	1.4-1.8	1.4-2.0	1.6-2.0	N/A	2
核心 PCE 通膨(%)	2012	2013	2014	2015	長期
9 月預期	1.7-1.9	1.7-2.0	1.8-2.0	1.9-2.0	N/A
6 月預期	1.7-2.0	1.6-2.0	1.6-2.0	N/A	N/A
4 月預期	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	N/A	N/A
1 月預期	1.5-1.8	1.5-2.0	1.6-2.0	N/A	N/A

註：PCE 係衡量居民商品和勞務消費的個人消費支出(Personal Consumption Expenditures)。

資料來源：FOMC；日期：2012/9/13。

二、全球經濟

國際間對 QE3 效應的擔心，主要在於此舉無異無限制印美元，導致熱錢流入開發中國家，造成資產泡沫與通膨升溫的議題，

IMF 和世界銀行東京年會就 QE3 對新興國家的影響進行討論，總裁拉加德(Christine Lagarde)表示，已開發世界的貨幣寬鬆政策可能會引發新興經濟體過熱與資產泡沫，損害其吸收龐大流動資金的能力。柏南克所提供的書面講稿為 QE3 的熱錢效應進行辯護，認為 QE3 有助全球經濟復甦，為新興國家貨品提供更強健的市場，從而幫助開發中國家，過去開發中國家面臨熱錢湧入的主因是經濟成長快速，歷次量化寬鬆並非唯一原因。

三、金融市場

關於 QE3 對金融市場影響的分析，本部分將期間區分為兩個階段，以便衡量可能的預期心理效果。第一階段是 8 月 31 日柏南克在全球央行年會，表明不排除採取適當措施，以降低令人「嚴重關切」的失業率，重燃市場對 QE3 推動的猜測與討論；第二階段是 9 月 13 日 QE3 實際推出以來，計算至 10 月 26 日為止，這個時間區隔是為了排除颶風桑迪(Sandy)於 10 月 29~30 日間席捲美國東岸，以及美國總統大選所造成的干擾效果。

(一) 債市

過去兩輪 QE 推出後，均呈現長天期債券利率上漲，而短天期債券利率下跌的情形，惟 QE3 推出後則未出現類似趨勢。全球央行年會後，6 個月期債券、5 年期債券殖利率上漲，而 5 年期債券、10 年期債券殖利率下降，反映的是第二輪扭轉操作買長債、賣短債的操作方式使收益曲線趨於平坦所致。QE3 執行期間各年期公債殖利率均上漲，其中以長天期公債殖利率漲幅較為顯著，主因可能是 QE3 主要購買資產為機構 MBS 而非政府公債，對美國公債殖利率影響較為間接，加上 Fed 同時進行的第二輪扭轉操作直接對短天期美國政府公債進行拋售動作。

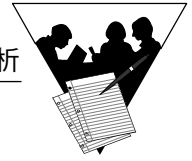
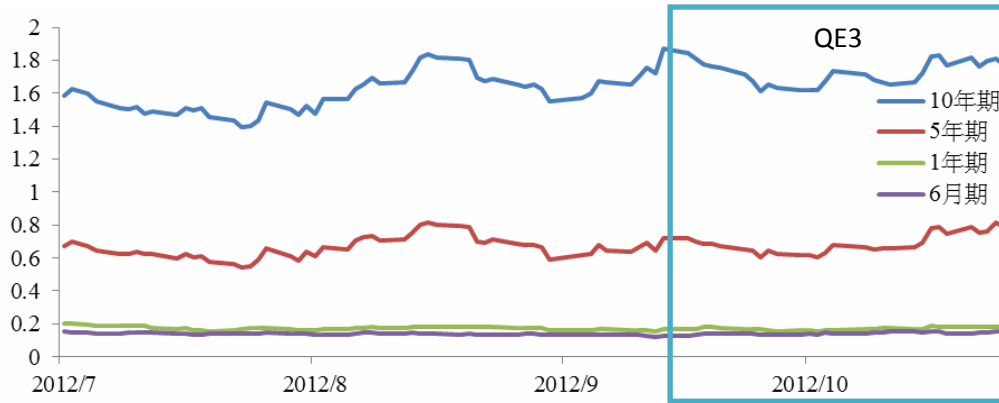


圖 10 Fed 實行 QE3 時期美國各年期公債殖利率走勢圖



註：資料期間 2012/7~2012/11。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製圖。

表 8 Fed 實行 QE3 政策對美國公債殖利率影響

期間	起訖日*	6 個月	1 年	5 年	10 年
全球央行年會	2012/8/31	1.628	0.666	0.172	0.1364
	2012/9/12	1.758	0.691	0.1619	0.1261
	漲跌幅(%)	7.99	3.75	-5.87	-7.55
QE3 推出後	2012/9/13	1.758	0.691	0.1619	0.1261
	2012/10/26**	1.7785	0.7899	0.1811	0.1522
	漲跌幅(%)	1.17	14.31	11.86	20.70
QE3 全期漲跌幅		9.24	18.60	5.29	11.58

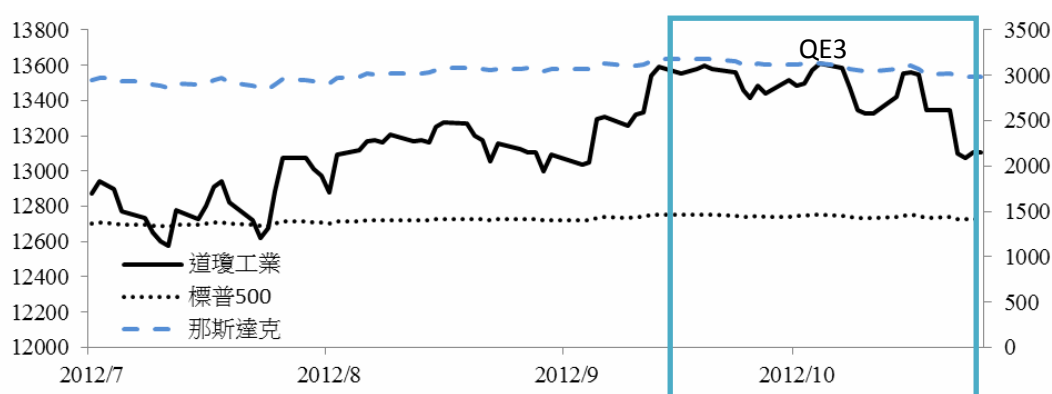
註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。**QE3 推出後利率漲跌幅計算以 2012 年 10 月 26 日為迄日。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製表。

(二) 股市

全球央行年會後 QE3 效應提前反應到金融市場，實際推出後，三大指數僅於 9 月 12 日至 14 日出現短暫慶祝行情，因美股已位於相對高點，上漲空間有限且歐債疑慮與財政懸崖風險尚未解除，營造的資金行情一閃即逝，不久後投資人便獲利了結出脫持股，將剛開始的漲幅盡數吐回。

圖 11 Fed 實行 QE3 時期美國三大股票指數



註：資料期間 2012/7~2012/10；道瓊工業指數參照左側座標軸；標普 500 與那斯達克指數參照右側座標軸。

資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製圖。

亞洲股市部分，全球央行年會到 QE3 實際推出之前，除日本股市小幅下跌外，其餘各國股市普遍上漲。QE3 推出後直到 10 月 26 日收盤，除了香港與新加坡股市之外，其餘亞洲主要國家股市均有程度不一的下跌，其中臺灣、日本與韓國股市甚至跌破全球央行年會前的水準。

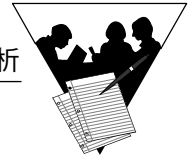


表 9 Fed 實行 QE3 期間美國股票指數

期間	起訖日*	道瓊工業	標普 500	那斯達克
全球央行年會	2012/8/31	13000.71	1399.48	3048.711
	2012/9/12	13333.35	1436.56	3114.313
	漲跌幅(%)	2.56	2.65	2.15
QE3 推出後	2012/9/13	13333.35	1436.56	3114.313
	2012/10/26**	13107.21	1411.94	2987.95
	漲跌幅(%)	-1.70	-1.71	-4.06
QE3 全期漲跌幅		0.82	0.89	-1.99

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價。**QE3 推出後利率漲跌幅計算以 2012 年 10 月 26 日為迄日。

資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製表。

表 10 Fed 實行 QE3 期間亞洲股票指數

貨幣政策	起訖日*	臺灣 加權	上海 A 股	香港 恆生	日經 225	韓國 KOSPI	新加坡 FSSTI
全球央行年會	2012/8/31	7371.44	2149.67	19552.91	8983.78	1906.38	3011.82
	2012/9/12	7570.45	2226.97	20075.39	8959.96	1950.03	3029.66
	漲跌幅(%)	2.70	3.60	2.67	-0.27	2.29	0.59
QE3 推出後	2012/9/13	7570.45	2226.97	20075.39	8959.96	1950.03	3029.66
	2012/10/26**	7134.06	2163.72	21545.57	8933.06	1891.43	3057.51
	漲跌幅(%)	-5.76	-2.84	7.32	-0.30	-3.01	0.92
QE3 全期漲跌幅		-3.22	0.65	10.19	-0.56	-0.78	1.52

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價；**QE3 推出後利率漲跌幅計算以 2012 年 10 月 26 日為迄日。

資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製表。

(三) 匯市

美元指數於全球央行年會後開始下跌，與 QE2 前央行年會營造的預期效果相仿。除同樣具備避險功能的日元外，各主要貨幣呈現先貶後升的現象。QE3 推出後除同樣推出量化寬鬆的日本外，其餘貨幣對美元全面升值。

表 11 Fed 實行 QE3 期間亞洲匯市漲跌幅

單位：本國幣/美元

期間	起訖日*	新台幣	人民幣	日圓	港幣	韓元	新加坡元	歐元	美元指數
全球央行年會	2012/8/31	29.986	6.3491	78.64	7.7565	1133.91	1.2525	0.7969	81.691
	2012/9/12	29.669	6.3271	77.76	7.7553	1125.30	1.2274	0.7757	79.737
	漲跌幅(%)	1.06	0.35	1.12	0.02	0.76	2.00	2.66	-2.39
QE3 推出後	2012/9/13	29.669	6.3271	77.76	7.7553	1125.30	1.2274	0.7757	79.737
	2012/10/26**	29.3	6.2489	79.96	7.7504	1097	1.2221	0.7735	80.054
	漲跌幅(%)	1.24	1.24	-2.83	0.06	2.51	0.43	0.28	0.40
QE3 全期漲跌幅		2.29	1.58	-1.68	0.08	3.26	2.43	2.94	-2.00

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價；**QE3 推出後利率漲跌幅計算以 2012 年 10 月 26 日為迄日。

資料來源：匯率資料來源為中央銀行「我國與主要貿易對手通貨之匯率日資料」；美元指數來源為 Reuters，本文自行計算彙整製表。

四、國際商品

(一) 石油和黃金

全球央行年會之後黃金原油期貨價格一致上漲，WTI、Brent、Dubai 與黃金期貨價格全面上漲，惟 QE3 實際推出後黃金原油價格卻不漲反跌。

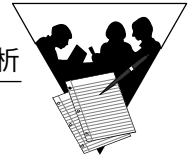
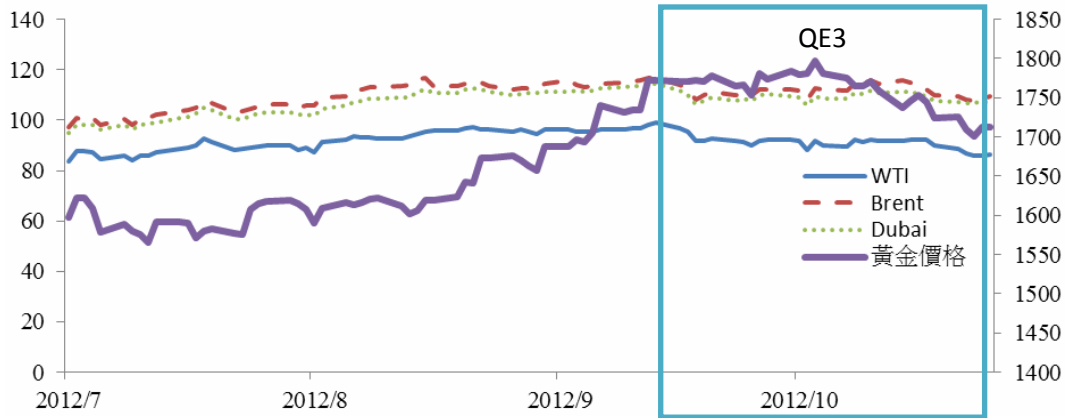


圖 12 Fed 實行 QE3 對黃金原油價格影響



註：資料期間：2012/7~2012/10；原油價格參照左側座標軸；黃金價格參照右側座標軸。

資料來源：Bloomberg，本文自行計算彙整製圖。

表 12 Fed 實行 QE3 期間全球黃金原油期貨價格漲跌幅

單位：美元

期間	起訖日*	WTI	Brent	Dubai	黃金
全球央行年會	2012/8/31	94.62	112.65	110.95	1657.1
	2012/9/12	97.01	115.96	113.74	1733.7
	漲跌幅(%)	2.53	2.94	2.51	4.62
QE3 推出後	2012/9/13	97.01	115.96	113.74	1733.7
	2012/10/26**	86.28	109.55	106.47	1711.9
	漲跌幅(%)	-11.06	-5.53	-6.39	-1.26
QE3 全期漲跌幅		-8.81	-2.75	-4.04	3.31

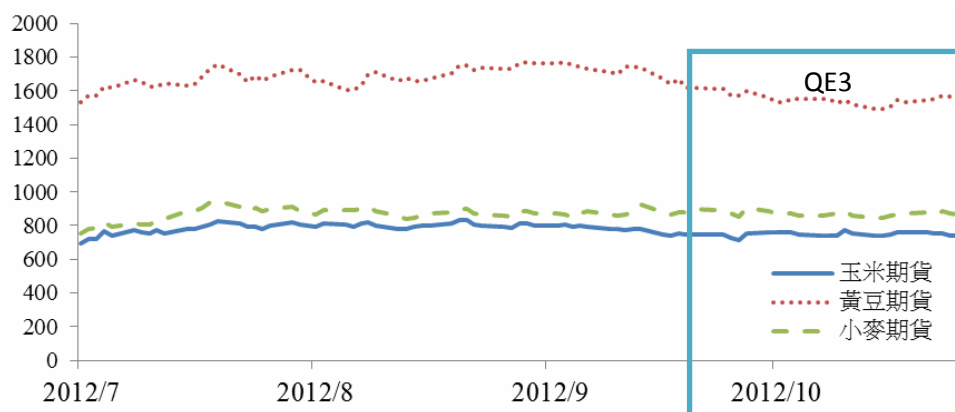
註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價；**QE3 推出後利率漲跌幅計算以 2012 年 10 月 26 日為迄日。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製表。

(二) 糧食商品

如前所述，糧食商品價格主要受實質供需面影響，而非國際匯率與貨幣政策，價格走勢與黃金原油不同。2012年夏季黃豆、小麥及玉米價格上漲幅度明顯，特別是6月至7月中旬，之後一直保持在高檔震盪，主因係美國25年大旱，同時在黑海、印度等地區都出現降雨不足問題，因此帶動糧食商品期貨價格一波漲勢，9月上旬開始小幅回跌，且此波跌勢一直延續到QE3執行期間。

圖 13 Fed 實行量化寬鬆政策對糧食商品價格影響



註：資料期間 2012/7~2012/10。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製圖。

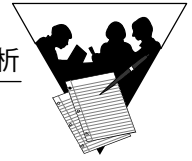


表 13 Fed 實行量化寬鬆期間全球糧食商品漲跌幅

單位：美元

期間	起訖日*	小麥	黃豆	玉米
全球央行年會	2012/8/31	811.5	1770.25	883.5
	2012/9/12	771	1740.75	867
	漲跌幅(%)	-4.99	-1.67	-1.87
QE3 推出後	2012/9/13	771	1740.75	867
	2012/10/26**	737.75	1561.25	863.75
	漲跌幅(%)	-4.31	-10.31	-0.37
QE3 全期漲跌幅		-9.09	-11.81	-2.24

註：*起日為前 1 日收盤價、訖日為當日收盤價；**QE3 推出後利率漲跌幅計算以 2012 年 10 月 26 日為迄日。

資料來源：Reuters，本文自行計算彙整製表

陸、結語與建議

根據前兩輪量化寬鬆經驗，貨幣乘數隨著量化寬鬆政策的執行而降低，從而弱化 Fed 影響貨幣供給的能力，從貨幣乘數的損耗即可看出 QE2 效果相對 QE1 遞減，加上 QE3 平均每月購債金額較前兩輪量化寬鬆為低，短期不致對實體經濟有過於明顯的效益。惟一旦實體經濟獲得改善，貨幣流通速度恢復正常水準，以當前美國銀行存款超額準備屢創歷史新高的當下，創造的貨幣供給不容小覷。此外「財政懸崖」也是 2012 年底即將面臨的重大經濟變數，臺灣金融研訓院院長鄭貞茂曾指出，QE3 具有事先防範面臨財政懸崖危機的功能，下次貨幣決策會議(2012 年 12 月 11~12 日)將如何因應財政懸崖問題？是否將宣布擴大第三輪量化寬鬆政策規模？或展延原應在年底屆期的第二輪扭轉操作？值得繼續關注。

參考文獻

1. 陳美菊(2008)，「次級房貸風暴對全球經濟之影響」，經濟研究，第8期，行政院經濟建設委員會。
2. 黃昱程(2008)，貨幣銀行學原理，第2版，華泰文化。
3. 梁啟源(2009)，「能源價格波動對國內物價與經濟活動的影響」，中央銀行季刊，第三十一卷，第一期，中央銀行。
4. 鄭貞茂，2012，「美國近期財政政策與貨幣政策對全球經濟的影響」，走出歐美債危機，台灣金融研訓院。