

TABF

2020 金融趨勢關鍵議題

武漢(新冠)肺炎對經濟金融情勢之影響評估分析(二)

武漢之後

—掌握經濟新典範發展契機



台灣金融研訓院
Taiwan Academy of Banking and Finance

金融研究所編製

2020
March

前言

這次武漢肺炎病毒對全球的衝擊，不管是確診病例、死亡人數或是對全球經濟與金融的衝擊，都已經遠遠超過之前的 SARS。屋漏偏逢連夜雨，自 2008 年金融海嘯後，全球主要經濟體長期寬鬆貨幣，造成股價偏高，美國股市總市值超過 GDP 的一點五倍，多次創下歷史新高，早讓市場憂心「黑天鵝」出現，而此次疫情的爆發，正是為這波的多頭景氣畫下了句點，翻轉了自 2010 年來長達十年的經濟擴張。

景氣循環原本像是四季更迭一樣自然，熊市並不是世界末日，只是需要時間重新蓄積下次成長的動能，大家應該以平常心看待。但此次較令人不安的是，隨著疫情的擴散與加溫，全球陷入衰退的機率與時間也同時增加與延長。一旦陷入長期盤整，對於過去大家習以為常的群體生活方式、經濟生產模式，甚至國際經濟秩序，都將產生根本性的衝擊與改變。

因此，為了下次的發展動能，在這段調整時間內，我們必須適應如何與它共存，配合調整經濟生產模式與金融服務型態，以減少衝擊，並在景氣振興之時，可以搶得發展先機。畢竟物競天擇，調整成功的將是新的贏家。

同樣的，在面對經濟衝擊的對策上，一再仰賴貨幣寬鬆來刺激景氣終究不能長久，而需要更全面性的經濟政策準備。因此在後武漢時期，我們希望預先設想可能的新經濟秩序，並提出政策建議，以強化台灣優勢在新經濟秩序中的成長能量。就如同此次廣受國際讚揚的防疫超前部署，除了有效藉由各類紓困措施支撐受衝擊產業及個人，減緩災難衝擊，維持社會穩定外，更應該開始佈局災後振興政策，以創造下一波台灣的成長。



黃崇哲 院長
Hank C.C. Huang



陳鴻達 副研究員
Honda Chen

聯絡方式：honda@tabf.org.tw

CONTENTS

PART I. 當全球經濟感染瘟疫時.....1

壹、瘟疫之前 全球成長動能疲態已露.....2

貳、首波疫情衝擊 再現經濟維穩努力.....4

參、瘟疫擴散與延續 動搖原有全球經濟秩序.....5

PART II. 當瘟疫蔓延全球後.....6

肆、水漲自然船高 但水落終將石出.....7

伍、後武漢經濟面貌 新動能與國際經濟秩序重組出現...8

陸、政策建議：超前部署台灣產業轉型與機會.....9



PART I.

當全球經濟感染瘟疫時

瘟疫之前 全球成長動能疲態已露

2008 年全球海嘯風暴後，各國為了刺激景氣採行各種形式的量化寬鬆政策，導致中央銀行的資產負債表大幅膨脹。特別是因為經濟成長趨緩，所以原訂退場的寬鬆政策或縮表規劃又紛紛喊停，讓「量化寬鬆」這項原本是為了因應經濟危機的緊急政策，竟成為常態。過多的貨幣雖可造就出全球金融市場的榮景，但反映在實質經濟面上，全球經濟成長率卻逐步下滑，產生了實體經濟與股市表現背離的情形，也讓金融脆弱性不斷上升，市場存在著各種黑天鵝揣測。此次武漢肺炎疫情與原油價格崩跌，觸發了這場醞釀已久的金融風暴，也為這波的多頭景氣畫下句點。

從金融海嘯以來的趨勢觀察，最明顯的應是中國經濟在世界角色與重要性大幅崛起。尤其在海嘯發生之際，面對全球需求急凍，中國政府在當年 11 月迅速推動「四萬億救市計畫」，利用金融財務槓桿讓中國中央與地方政府，擴大了財政政策的範疇，除了透過鐵路、公路、機場等大型基礎建設擴大內需外，更將各種產業與特定企業的補貼發揮到極致，不但帶動經濟成長，也造就出中國是結束景氣寒冬救世主的氛圍。明顯的指標，就是讓原本崩跌的國際原物料價格，可以在一兩年內重新回到金融海嘯前飆漲的情形。

至於對全球產業鏈而言，當中國如早年

大躍進運動模式一般，由國家隊大舉介入太陽能、面板與 LED 等產業生產，並搭配政府政策來壯大生產規模，這些透過補貼與政策扶持新增的產能，除滿足中國國內需求外，更傾銷全球，以價格競爭攫取市場，讓多數業者被迫退出市場，產業越來越集中於少數，使「中國製造」成為全球化經濟秩序中的主調。而這也是美中貿易戰中，川普猛打中國補貼特定業者，造成不公平貿易競爭的原因。

此次因武漢肺炎中國停工停產造成的斷鏈危機，恰恰說明當中國製造獨強，使其他國家製造業空洞化後，全球因為對單一國家的依賴所形成的風險與脆弱性。這樣的脆弱性表現在金融面上，則是金融海嘯後，許多國家無法收回因應風暴的低利率政策，時間一久，貨幣政策疲乏，無法如預期的激勵景氣、擴大需求，驅使資金湧向金融市場，創造一時的紙上富貴。

而當疫情蔓延歐美後，美國聯準會接連巨幅降息，結果華爾街市場不為所動，依然跌勢難止。這也印證 IMF 在 2019 年 10 月出版的年度金融穩定報告中大篇幅討論的：低利率將帶來難以輕忽的金融風險，也讓金融體系更加脆弱。在低利率環境下，投資者為了追逐報酬率，將選擇更多高風險與低流動性的投資標的。這些投資標的對景氣更為敏感，

在景氣反轉時，所承受的衝擊將被放大。

在這種以中國製造為主的經濟秩序中，所凸顯的另一個特點，則是讓各國在施行貨幣寬鬆政策時，原本不得不顧忌的通膨，也因大量集中生產所帶來的低物價，大幅降低了貨幣寬鬆的政治成本，也助長了通貨進一步擴張的趨勢。

中國在上波金融海嘯中化解危機能力的評價兩極，畢竟，要實現如此規模的集中製造，匯集數十萬、甚至上百萬的勞動力於一地，放眼也只有在中華人民共和國這種特殊的黨國體制下，才有可能動員實現。有人稱讚其魄力與創意，也有人認為其暴力式的蓋緊鍋蓋，只是延緩炸鍋時間，為日後埋下更大的危機。尤其是由「四萬億救市計畫」所延伸的龐大債務，至今仍未解套，將是未來發展的一大隱憂。此次疫情的爆發，正是標誌著一個「中國製造」時代的拐點，考驗著全球經濟社會的應變能力。

首波疫情衝擊 再現經濟維穩努力

元月 23 日武漢宣布封城後，各地也陸續跟進封城，不但工廠停工停產，消費活動也急速冷凍。根據中國社會科學院國家金融與發展中心的報告指出，此次武漢肺炎對中國財經的衝擊，比 SARS 疫情更大、更深遠。疫區人口占全中國 90%，而 SARS 疫區人口僅佔全國的 18%；而就 GDP 而言，此次疫區更是佔了全中國 92%，而 SARS 只佔 26%。

例如二月上旬清華大學經濟管理學院與北京大學匯豐商學院調查 995 家中小企業發現，若疫情持續延燒，85% 企業現金流無法撐過三個月，多數企業將面臨關門大吉的命運。另外中國社科院的報告也表示，約 96% 的企業難以承受兩個月以上的停工。

但這時也可看到中國政府維持經濟信心的努力，例如武漢肺炎爆發以來，造成各地封城、停工停產、消費急凍、企業資金斷鏈等等利空消息，但中國股市仍能不為所動，顯見中國政府窮盡洪荒之力護盤有功。但這些配合政策護盤資金，可能來自銀行或保險公司，其損失可能危害到日後的正常營運，埋下更大的金融風險。

而為了搶救企業倒閉潮，中國人民銀行、財政部、銀保監會、證監會、外匯局聯合發布「關於進一步強化金融支持防控新型冠狀病毒感染肺炎疫情的通知」，內容包括：「企業到期還款困難的，可予以展期或續貸」、「下

調貸款利率、增加中長期貸款」與「降低擔保和再擔保費」等等；光是二月份防疫專項再貸款金額，便從三千億增加到五千億人民幣。此外，前述五部會聯合通知中也要求，對主要用於防疫的債券募集，給予「綠色通道」快速審批。根據萬得資訊的統計，光是二月份涉及「疫情防控」的公司債或地方債就有 249 支，共計發行 1,872 億人民幣。

只是，雖有資源挹注產業，但資源的分配並非雨露均霑，國企遠比民企更取得關照。但中國的國企的經營績效並不出色，受惠於過去的政策扶持，加上取得融資遠比民企容易且優惠，因此在景氣下行時不但能存活，還能併購經營效率可能更好的民企。這些案例在疫情爆發已屢見不鮮，相信在疫情後，將更加快「國進民退」腳步，使得未來的經濟體質更加扭曲、脫離市場機能。

瘟疫擴散與延續 動搖原有全球經濟秩序

正因為中國在過去期間在世界產業鏈中已經擁有不可或缺的地位，此次疫情爆發將相當程度動搖原有的國際市場分工，也將影響中國未來在國際經濟中的角色地位。例如蘋果手機組裝與民生用藥原料等，因為此波疫情已經讓相關產品出現斷貨危機。

雪上加霜的是，正當中國窮盡洪荒之力，對企業進行紓困，力求復工復產時，這隻病毒又在亞洲地區日韓爆發。由於日韓是許多重要原料或零組件的產地，使得原本只是中國境內因各地停工停產所造成的產業斷鏈外，變成跨國間的斷鏈。過去因為得益於分工所帶來的效率，現在卻因過細的分工面臨斷鏈的危機。

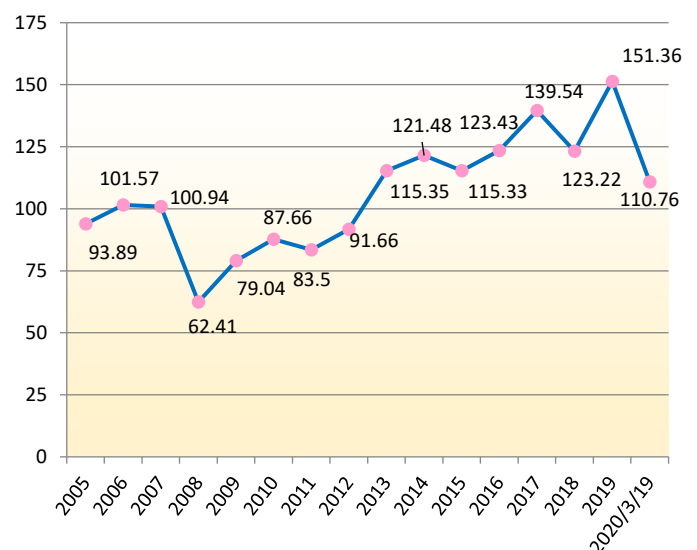
而除了製造端外，疫情進一步延燒至需求市場，短短時間，病毒進一步擴散到美國與歐洲，一發不可收拾。隨著名人政要陸續傳出確診消息，原本需求已經疲緩的歐美市場，瞬間急凍。也就是說當東方急著修補斷裂的生產鏈，西方卻因疫情斷了消費鏈。再加上沙烏地阿拉伯等 OPEC 國家與俄羅斯關於石油減產的談判破局，造成原油價格崩跌，投資者原本是擔心原油價格低於美國石油業者的生產成本，恐怕相關業者會破產，結果美股竟出現無差別的崩跌。

反映在金融市場上，近幾年來雖然美股屢創新高，但投資者都知道這是奠基於長期

貨幣寬鬆，實體經濟並未跟上。例如美國股市總市值與 GDP 的比值，在這波股市崩跌前超過 150%，創下歷史新高。雖然這幾年美股多次看回不回，但各種黑天鵝之說從未斷過。也就是說美國這段時間是驚驚漲，投資者對任何的風吹草動都很容易過度反應，更何況是這次的世紀病毒。因此川普總統的幾次救市發言，只是讓股市上沖下洗更劇烈的波動，還未看到塵埃落定的跡象。

隨著疫情的延長蔓延，過去依賴中國的路徑將如何修正，武漢之後的發展可能刻劃出一個全新的全球化分工架構。台灣在全面防疫的同時，也需要及早擘劃因應世界的新變局。

美股總市值與 GDP 比例趨勢圖



資料來源：財經 M 平方

PART II.

當瘟疫蔓延全球後

水漲自然船高 但水落終將石出

受到武漢疫情全球蔓延，加上能源供需調整失當，讓美國過去十多年的股市牛市嘎然而止，連帶也使全球金融市場動盪不已。這樣的發展，就如同人體染疫後，需要時間進行調理，在所必然。只是，長年以來的國際全球化發展，在這次瘟疫發生後遭受重大打擊，而金融體質能否耐過這次考驗，而不致轉成重症，甚至一病不起？將是我們在此瘟疫發生時，最需關注的焦點。

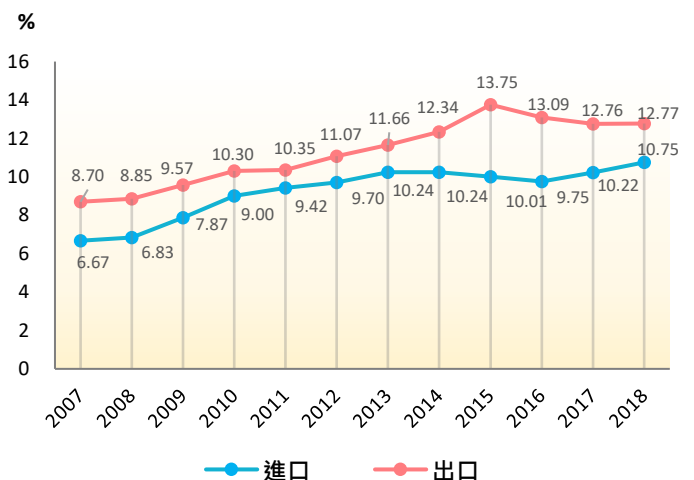
從 2008 年金融海嘯以來，藉由著量化寬鬆 QE 的救市手法，搭配上中國不計成本的擴大財政計畫，支撐了金融市場一大段的榮景，但卻也形成實質面與金融面逐步脫鉤的隱憂。不僅讓聯準會與金融機構的資產負債表大幅膨脹，更讓資金大舉流入金融市場，一路走低的利率，解釋了金融市場熱絡的主因，但對於提升實質經濟的金融協助卻相對有限。

在這樣的全球化架構下，大量製造業集中於中國生產，將整個供應鏈集中於單一國家，品牌行銷或通路運籌則由美國產業負責，加上金融操作由華爾街擁抱熊貓派負責，確實讓 2008 年以後的國際產業分工，成為一個以中國製造業為核心的國際分工體系。大量中國概念股在華爾街的上市掛牌籌資，更是凸顯出這種美中分工協力下的國際經貿態勢。

只是，在這次瘟疫衝擊下，現有國際分工體系勢將面臨重整，再加上前年開始，由美國總統川普發起的美中貿易戰，直接痛擊了中國政府進一步稱霸下世代製造業的企圖。

畢竟，美國企業以國際分工做為追逐股東最大報酬的手段，讓大量的製造業需要朝擴大生產降低成本的中國集中，造成不論是太陽能、面板、手機等製造業，創新先行者均無法維持國內生產，而需拱手將市場份額讓予領政府補貼的中國國家隊。當川普宣稱想逆轉此一態勢所出的各項手段，加上武漢肺炎後的斷鏈衝擊，勢將迫使這些中國製造價值鏈上的廠商進行空間再定位，而全新的經濟秩序也必然改變後續世界成長的機會與分配。

中國大陸進出口占世界比重



資料來源：WTO、中國國家統計局

後武漢經濟面貌 新動能與國際經濟秩序重組出現

武漢疫情對各國航空運輸業與餐飲住宿業的嚴重衝擊已不在話下，而疫情全球蔓延加上金融市場波動，就算未現金融系統風暴，但經濟活動停頓也勢將劇烈衝擊全球經濟動能，衰退情勢恐已勢不可免。

但另一方面，部分產業已經呈現逆勢成長動能，例如與疫情相關的生醫製藥、醫療照護輔具、線上購物、視訊設備甚至是線上教學等。這些產業不僅是受惠於此次疫情，且其長期趨勢還是與社會需求相吻合的。此次武漢疫情將是讓這些技術能量吃重的產業，一次晉身重要產業之林的難得契機。

以金融服務為例，當武漢市封城兩月，居民居家仍持續利用金融服務，不需 ATM 卻未有斷鈔危機，顯示銀行虛實通路「彼消我長」已在所難免。一旦疫情結束，臨櫃交易量之必要性與臨櫃人員的工作權將面臨關鍵質疑，實體分行的存在價值將大所折扣。同樣的，除中國外，大量美國頂尖學校轉由線上教學，也讓推動許久的「開放大規模開放線上課堂（Massive Open Online Course/MOOC）」到了關鍵的決勝點，將有機會取代過去兩百年來以黑板為主體的教室教育與教育產業。這樣的產業面貌，也將標誌著產業的典範移轉將在此次疫情中，得到極大的促進動力。

當中國成為疫情的發源地後，過去以中國製造為核心成長動力的思維將倍受挑戰，

備援與多元生產基地將成為各國產業的風險控管必要對策。尤其延續美中貿易戰中，對「中國製造 2025」的質疑與打壓，將延緩中國製造產業升級的進程規劃，如果配合國進民退下的整體經濟結構，中國將只能更依賴疫後深受打擊的內需市場來尋求動能。能否重演 2008 救世計畫的大基建投資作為重建引擎，對比中國當前的債務槓桿，可能是更形困難。所以，中國經濟的到頂，對世界其他區域來說，或許是一個全新的成長機會。

特別是台灣，在這次防疫過程中，台灣品牌所代表的品管與治理，展現出來不同於其他國家的獨特性與產業實力。結合過去幾年內所推行新南向政策成果，以及與美國、歐洲從過去最低點開始逐步提升的互動連結，都有機會將台灣推向一個全新的國際經濟定位。

在這新定位中，除了科技電子產業的製造鏈要把握機會往產業核心移動之外，其他製造產業的附加價值提升，金融與醫療服務的品牌拓展等，都會是台灣在國際經濟秩序重組中，可以努力拼搏的發展方向。

政策建議： 超前部署台灣產業轉型與機會

武漢肺炎蔓延全球後，面對全球經濟秩序重組與新經濟型態再生，台灣在經濟政策上，如何接續有效超前部署防疫在前的好底氣，確實進行災損紓困，同時擘劃產業重建復興，讓因為全球景氣衰退的全民大眾，能在風雨稍歇時重建信心，開展振興之路，再造台灣奇蹟，實值深思。

其中短期之紓困作為，除比照各型天災人變而採行資金協助外，考量國際疫情動盪，對於內需服務型產業之支持，更應加大火力。以觀光餐飲為例，除了在消費緊縮時，可思考補助環境衛生改進投資與電商數位化設備投資外，一旦疫情稍緩，更應輔以此次台灣防疫成果，擴大國際品牌認知，提升台灣整體服務附加價值。而內需服務業中，此次疫情所帶來國人對於健保與醫療體系的認同，如何在未來提升健保財務健全，同時擴大健康促進與長照產業的市場化，並更進一步醫療服務數位化，讓血汗醫療的狀況可以藉以改善，更強化我國醫療防護體系。

除短期因應措施外，產業重建復興更為重要。此次已經很難單用貨幣政策救市，各國寬鬆性貨幣政策實施已久，多次嘗試縮表卻少有成就，所以空間小且已顯疲乏。是以，此時擴張性財政政策與結構改革更應扮演積極角色。在當前國內利息走低與通膨可控的情況下，善用國內既有儲蓄剩餘，將是可行對策。

具體來看，已經停發許久乙種建設公債將是一個可以善為利用的最適管道。這種具備最低利息保證，以及公共建設鎖定功能的老商品，將是在全球利率走低，利差消失時，可以導入國內資金進入台灣競爭力改善以及協助金融產業再生的新商機。在台灣의 民主監督機制下，不論是第三航廈、水庫抗震提升與漏水改善、醫療設施改建更新等，這些具備服務量大，服務費有提升空間的基礎建設，都是極佳的乙種建設公債發行標的。若能利用公債的發行來讓海外資金回台駐留，避免留在國外貶值或遭坑殺，進而在國際製造業生產鏈重組過程中，讓台灣擁有更好的基礎建設，將是台灣再起的重要契機。

特別是，延續著去年資金回台的動能，當優質製造業回流，有效支撐今年經濟動能時，政府可更積極的協助廠商換鏈，避免今後再發生斷鏈危機。對於中國上下游據點復工不順、缺工與備料不足等情況，除現有紓困方案外，就長期而言，及早盤點關鍵產能及產業鏈，規劃補助回台或協助轉移到其他海外生產基地，以降低雞蛋放在同一個籃子的風險。

換言之，過去對於海外市場發展，政府多以貿易角度思考產業政策，但在這波疫情之後，政府與國人社會在生產製造的考量面向上，將需要排除現行國境認定的現行方式，而是從台灣生產的產業鏈角度，進行跨國佈局

的協助輔導。

當然，這些努力與改變皆非一蹴可幾，都是需要更多的整體資源盤點與政策配套。但是，在此大災考驗來臨之際，「從做中學」與「從做中變」將比赤手空談來的更為實際。例如，針對如半導體等關鍵產業的產業鍊完整化，就是需要刻不容緩的行動力，讓回鄉的台灣世界資金，有更清晰清楚的投資方向。

此外，政府應帶頭啟動全新服務模式，也創造全新商機。這次在口罩與防疫的過程中，有效利用開放資料的整合，已經有了全新不同的政府服務體驗。而在醫療、教育、財政、還有其他公共服務上，仍有極大的發展空間。而此次攸關人命的政府開放資料試驗，更是釐清台灣公民社會對於資料所有權與隱私權分野的難得機會。例如口罩 2.0 版本帶來各金融機構的電子支付轉帳上的聯合創新，就是最好的示範。未來包括央行數位貨幣的發行、電子身分證的運用空間，都應該利用疫情期間妥加探討，完整規劃後，提供規劃未來全新公共服務的基礎，也作為奠基台灣全新產業的獨特優勢。

老子曰：「禍兮福之所倚，福兮禍之所伏。」福禍之間，相倚相伏。台灣因為與中國互動太過頻繁，所以最早享其發展收益，卻也遭受最大壓力，而這些壓力卻也提早覺醒了台灣社會的可能風險，所以稍緩災情，避其大難。放眼此次武漢肺炎疫情蔓延全球，更是令人感慨。

超前部署的防疫成效，如何結合前瞻的產業金融振興，讓台灣在國際經濟秩序重組

過程中，搶得全新的再發展契機，將是 520 政府新任期的首要挑戰。在武漢之後，全體國民與感受台灣防疫奇蹟的全世界，也將拭目以待，看見台灣經濟奇蹟再現。

台灣金融研訓院

地址：(10088)台北市中正區羅斯福路三段 62 號

總機：(02)3365-3666

傳真：(02)2363-8968

金融研究所辦公室：(10646)台北市大安區羅斯福路三段 37 號 10 樓

金融研究所專線：(02)3365-3677