

## 五、本行因應新冠肺炎疫情所採對策及與美國 Fed 措施之比較

鑑於新冠肺炎疫情蔓延導致全球經濟前景急遽惡化，國際金融市場劇烈波動，國際資本大規模移動影響國內金融穩定，以及國內受疫情衝擊，製造業恐面臨生產供應斷鏈，部分服務業則因消費萎縮而經營困難，尤其中小企業可能面臨融資受限而加重其經營困境，並衝擊就業市場，因此，本行採行**預防性因應對策**，包括**調降本行政策利率**、**備有擴大附買操作機制**，以及**提供中小企業貸款專案融通**。

為降低疫情對經濟金融活動之衝擊，各國央行除採行降息以降低民眾與企業部門之債務負擔外，另亦採行相關措施**充分支應金融體系流動性**，如本行之**擴大附買回操作機制**及美國 Fed 之**主要交易商融通機制**(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)；同時，本行與 Fed 亦均**針對中小企業可能面臨營收減少、融資受限，致無法正常支付員工薪資的問題**，分別採行**中小企業貸款專案融通**及**就業保護方案流動性機制**(Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF)與**中小企業貸款方案**(Main Street Lending Program, MSLP)。

惟美國金融體系以**直接金融**為主，其貨幣政策多透過金融市場傳遞至實體經濟，Fed 為確保貨幣政策傳遞效果，亦採行**商業本票融資機制**(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)、**初級市場公司融通機制**(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)及**次級市場公司融通機制**(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)等直接影響特定信用市場之方式，以維持金融市場穩定；我國金融體系以**間接金融**為主，民眾與企業主要透過銀行取得所需資金，加以本行透過彈性調整央行定期存單發行規模，金融體系流動性充裕、市場持穩，因此**尚無直接介入公司債或商業本票市場之需要**。

本章首先介紹本行因應新冠肺炎所採行之對策；其次比較本行與 Fed 之相關措施，以及說明為何本行不直接介入公司債、商業本票市場，最後為結論。

## (一) 本行因應對策

### 1. 調降本行政策利率

#### (1) 減輕民眾與企業債務負擔

本(2020)年初以來，新冠肺炎擴散，衝擊全球供應鏈運作，削弱國際貿易與消費需求動能，影響實質經濟活動，且引發全球金融市場劇烈波動。鑑於疫情爆發帶來嚴重的經濟金融衝擊，本年3月19日本行理事會為協助企業正常營運，幫助中小企業度過難關，穩定家計與企業部門信心，俾維持經濟活動順利運作，決議調降本行政策利率0.25個百分點，**降低民眾與企業部門的債務利息**，使其能以較低廉的利率借款，**以減輕債務負擔**。

#### (2) 維持國內金融穩定

因新冠肺炎疫情擴大，美國Fed大幅降息並擴大量化寬鬆(QE)，美台公債利差大幅縮小；參考全球金融危機期間的歷史經驗，此可能加劇國際資本移動，干擾匯率及金融穩定，波及實體經濟。本行調降政策利率，**避免美台公債利差波動過大**，影響資金大量移動，**有助維持金融穩定**。

### 2. 備有擴大附買回操作機制

為**充分提供金融市場所需流動性**，在緊急情況下，本行可進行擴大附買回操作。本行在全球金融危機時期即備有擴大附買回操作機制<sup>1</sup>，**操作期限由30天延長為180天**，對象除涵蓋銀行及票券業外，尚包括**證券、保險公司**等，**即將國內流動性安全網擴及非銀行業之金融機構**，金融機構若有緊急流動性需求**可主動向本行申請**(表1)。此項措施係確保國內金融機構可隨時取得所需流動性，使其得以在資金充裕情況下，**發揮金融中介功能**，**對營運正常之企業提供所需資金**。

<sup>1</sup> 為因應全球金融危機，2008年9月26日本行實施擴大附買回之操作機制，充分提供金融機構所需流動性。

表 1 本行「一般附買回操作機制」與「擴大附買回操作機制」之比較

	一般附買回操作機制	擴大附買回操作機制
操作方式	本行公告操作。	1. 本行公告操作。 2. 由金融機構向本行申請操作。 (適用於緊急流動性需求)
操作對象	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司(具公開市場操作指定交易商資格者) (全體操作對象得直接與本行操作)	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司 5. 保險公司 (保險公司與未具公開市場操作指定交易商資格之證券公司,得透過指定交易商間接與本行操作;其他操作對象得直接與本行操作。)
附買回期限	30 天以內	180 天以內
附買回利率	參酌市場利率及本行存單發行利率訂定	參酌市場利率及本行存單發行利率訂定
合格標的	依央行法第 26、27 條規定辦理,但以本行定期存單及公債為主。	依央行法第 26、27 條規定辦理,但以本行定期存單及公債為主。

資料來源：中央銀行

### 3. 實施中小企業貸款專案貸款

#### (1)為協助國內中小企業營運不中斷，本行實施中小企業貸款專案融通措施

我國中小企業家數為 146.6 萬家，占總企業家數比重為 97.64%，就業人數亦高達 897 萬人，占全體就業人數比重為 78.41%<sup>2</sup>，因此，一旦中小企業營運受到衝擊，將影響國內經濟景氣，不利就業穩定。本年 1 月以來，肺炎疫情擴散，衝擊全球經貿活動；國內製造業面臨生產供應斷鏈風險，部分服務業因消費萎縮而經營困難，尤其是就業人

<sup>2</sup> 經濟部中小企業處發布之 2019 年中小企業白皮書。

數占比甚高的中小企業，因營收減少加上融資受限，加重其經營困境，致無法正常支付員工薪水，恐衝擊就業市場。

本行於本年3月19日理事會通過2千億元中小企業專案融通方案(以下簡稱本行專案貸款)，以轉融通方式並結合中小企業信用保證機制，由本行提供資金予銀行，供其承做受疫情影響之中小企業優惠利率貸款(表2)。

表2 本行中小企業貸款專案融通方案

中小企業專案貸款-A、B、C方案			
方案	A	B	C
適用對象	中小企業	中小企業	小規模營業人
擔保類別	信用保證9成以上	其他擔保品 (含信用保證8成)	信用保證10成
貸款額度	最高200萬元	最高600萬元	最高50萬元
貸款利率	最高1%	最高1.5%	最高1%
申請期限	109.4.1~109.12.31	109.4.1~109.12.31	109.4.20~109.12.31

資料來源：中央銀行

隨疫情發展，以及本行專案貸款實際辦理情形，本行滾動調整專案內容，以符合銀行授信實務之運作及呼應中小企業實際需求(表3)。

表3 本行中小企業貸款專案融通方案調整情形

生效日	推動項目	政策目的
2020/4/1	開辦中小企業專案貸款，由本行提供銀行0.25%融通利率；額度暫定2千億元(未來視需要可提高至4千億元)	協助受疫情影響之中小企業營運不中斷
2020/4/20	增加小規模營業人貸款方案，貸款額度最高50萬元，貸款利率1%	以簡易評分表取代財務報表，協助小型商家取得營運資金
2020/4/27	調降銀行向本行申請融通之適用利率(由0.25%降為0.1%)	提高銀行辦理本行專案貸款意願
2020/5/4	納入基層金融機構辦理小規模營業人貸款方案	基層金融機構與小型商家關係密切，可擴大受益商家

資料來源：中央銀行

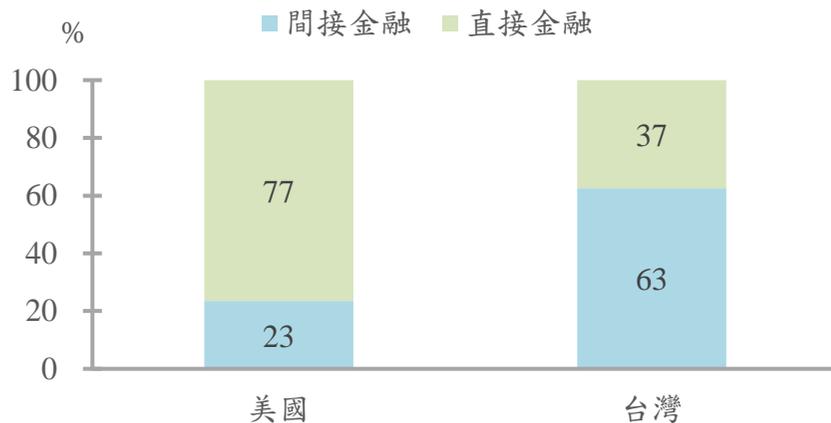
## (2)本行實施中小企業貸款專案融通方案之考量因素

### - 銀行放款管道為我國貨幣政策主要傳遞管道之一

相對美國政府及民間部門長久仰賴貨幣及資本市場，透過直接金融方式發行各類有價證券以取得資金，我國企業則多以間接金融方式，透過銀行等金融中介機構取得所需資金(圖 1)。我國中小企業之企業負債結構中，金融機構借款比重接近 6 成(圖 2)，因此本行採行相關措施時，須考量如何有效連結銀行信用管道，以使貨幣政策能有效傳遞。

此外，我國公營銀行對政府政策較為配合，在中小企業放款中扮演舉足輕重之角色(本年 4 月底，市占率達 60.82%)，因此，以銀行體系作為政策措施之管道較可達成預期之效果，如本次公營銀行辦理本行專案貸款之受理戶數比重即達 7 成以上(圖 3)。

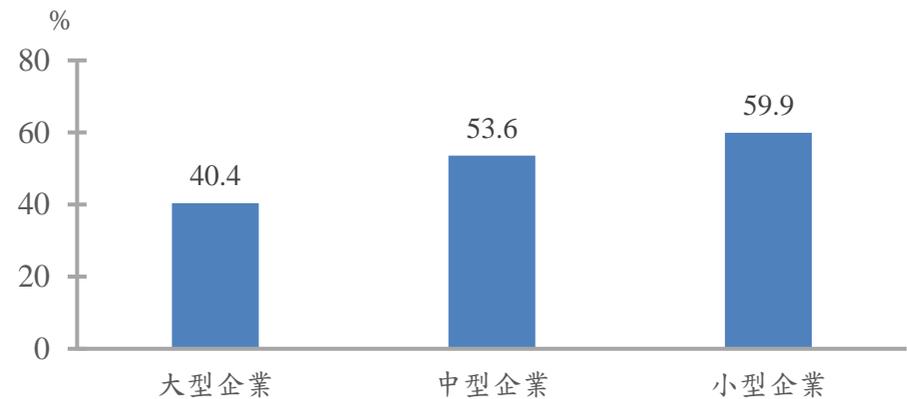
圖 1 台美直接金融與間接金融比重(2019 年底)\*



\*為便於跨國比較，此處係參考美國慣常採用的定義，將台灣之直接金融比重改按(整體證券發行餘額)/(整體籌資餘額)計算，與本行現行定義係將分子須再扣除銀行投資證券部分之定義不同。

資料來源：BIS、Bloomberg、中央銀行

圖 2 各類型企業向金融機構取得融資之情況(2018 年底)\*

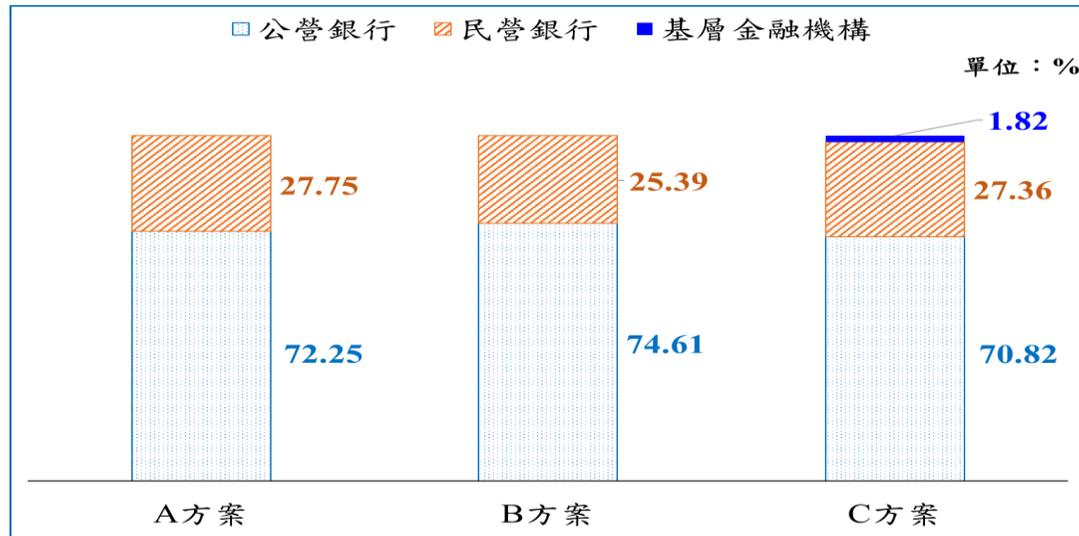


\*為企業負債結構中，金融機構借款所占比重。

資料來源：中央銀行(2019)，「公營企業資金狀況調查結果報告」，12月。

圖 3 公營、民營及基層金融辦理本行專案貸款受理戶數比重

(2020年6月15日)



資料來源：中央銀行

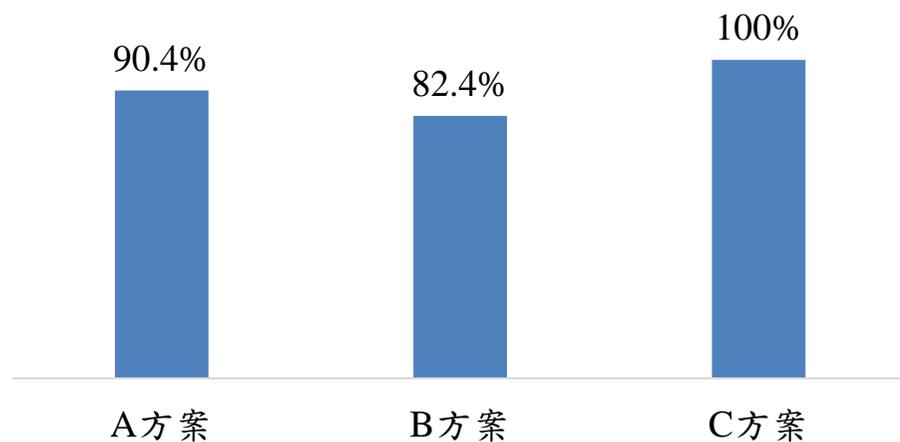
#### —我國中小企業信用保證機制運作順暢

我國中小企業信用保證基金自 1974 年建立中小企業信用保證機制以來，**運作順暢且成效良好**，2008 年配合政府政策執行之保證專案，亦**有效協助中小企業度過危機**，**避免我國銀行體系發生如歐、美等國之信用緊縮情形**；本行之專案貸款若能與之結合，將可提高銀行配合辦理意願，有助中小企業取得正常營運所需資金。

信保基金對本行專案貸款提供高成數之信用保證，截至本年 6 月 15 日，信保基金分別提供 A、B、C 方案 9.04 成、8.24 成及 10 成之平均保證成數(圖 4)，**有效提高銀行放款意願**；銀行受理總戶數已達 8.4 萬戶，貸款金額為 718 億元(圖 5)，以戶數及貸款金額統計之核貸比率，亦分別高達 89.74%及 86.50%(圖 6)。

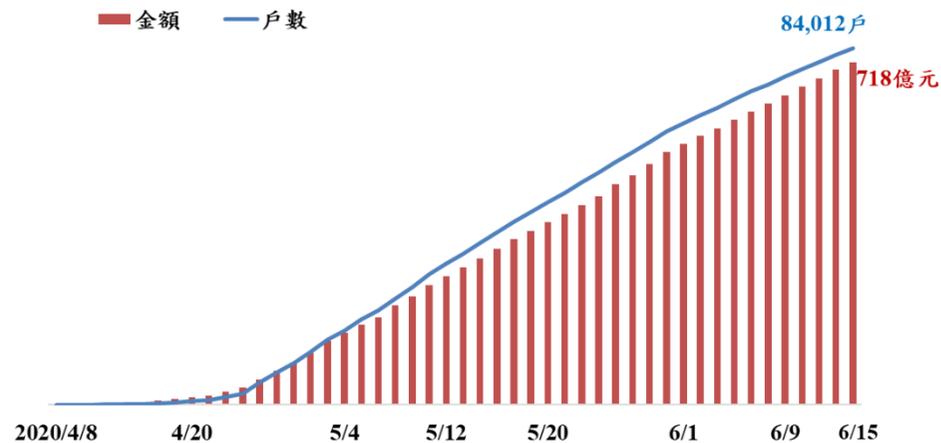
圖 4 信保基金配合本行專案貸款提供之平均保證成數\*

(2020 年 6 月 15 日)



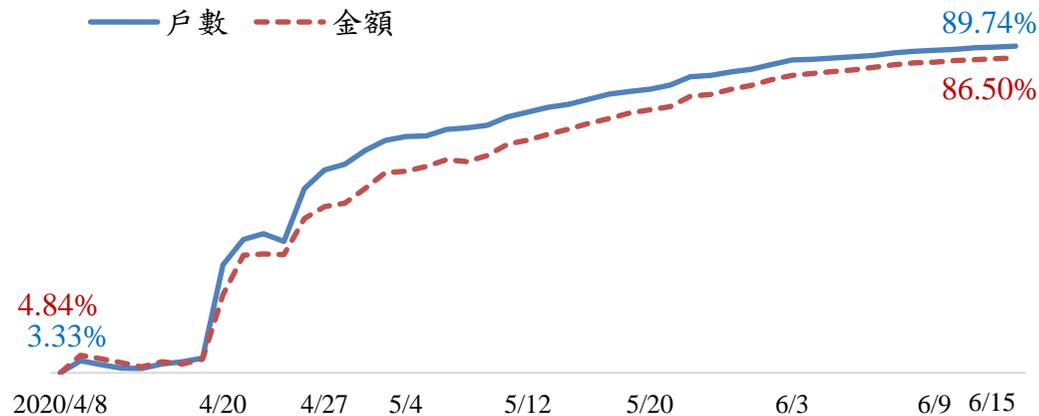
資料來源：中小企業信用保證基金

圖 5 銀行辦理本行專案貸款之受理戶數及貸款金額



資料來源：中央銀行

圖 6 銀行辦理本行專案貸款之核貸比率\*



\*核貸比率：核准戶數(金額)/受理戶數(金額)。

資料來源：中央銀行

## (二)本行相關措施與美國 Fed 措施之比較

### 1. 本行擴大附買回操作機制與 Fed 之主要交易商融通機制均可充分提供金融機構流動性，以維持金融市場正常運作

美國**主要交易商制度**設立於 1960 年，其目的為**活絡美國債券市場**，積極參與政府債券初級市場競標，並擔任次級市場造市者之角色；同時，交易商亦須**積極參與 Fed 公開市場操作**，Fed 可透過持有大量公債部位，與主要交易商進行公債買(賣)斷及附條件交易，影響各天期公債殖利率；此外，Fed 亦可**透過公開市場操作影響銀行體系準備金部位**<sup>3</sup>，引導聯邦資金利率接近目標區間，再透過貨幣政策傳遞機制，**影響其他金融市場與實體經濟之運作**。

Fed 考量多數主要交易商為**非銀行業之金融機構**，無法藉由貼現窗口取得所需流動性，因此，本年 3 月 20 日，Fed 實施**主要交易商融通機制**(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)(表 4)，提供主要交易商所需流動性，使其可持續參與債券市場及其他金融市場交易，發揮造市功能，維持金融市場正常運作。

表 4 Fed 之 PDCF 主要內容

操作方式	由主要交易商向 Fed 申請融通
操作對象	Fed 之主要交易商 (目前為 24 家：13 家證券公司、8 家投資銀行及 3 家商業銀行)
操作期限	90 天以內
操作利率	主要融通利率(目前為 0.25%)
合格擔保品	1.公開市場操作之合格擔保品 2.投資等級之商業本票、市政債、國際機構債、房貸擔保證券、資產擔保證券 3.權益證券

資料來源：Federal Reserve Bank of New York

<sup>3</sup> Logan(2019)指出，Fed 主要交易商雖以證券公司為主，惟透過三方附買回交易，Fed 可利用證券商開設於清算銀行之帳戶撥付款項，影響銀行體系準備金部位。(Logan, Lorie K.(2019), “Money Market Developments: Views from the Desk,” Remarks at the Annual Primary Dealer Meeting, Federal Reserve Bank of New York, 4 November.)

本行之擴大附買回操作機制與 Fed 之 PDCF，操作方式、對象、期限及擔保品雖有所差異，惟兩項措施之**主要目的均為協助金融市場順暢運作**，使金融機構**發揮金融中介功能**，提供企業所需資金，**維持貨幣政策傳遞管道之正常運作**。

## 2. 本行專案貸款與 Fed 之 PPPLF 與 MSLP 均可協助中小企業營運不中斷

為協助受肺炎疫情影響之中小企業取得所需營運資金，緩和就業市場壓力，本年 4 月 9 日，Fed 實施**就業保護方案流動性機制**(Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF)及**中小企業貸款方案**(Main Street Lending Program, MSLP)。

### (1) PPPLF

美國中小企業管理局(Small Business Administration, SBA)實施「**就業保護方案**」(Paycheck Protection Program, PPP)，由合格存款機構依 PPP 承作小型企業貸款(簡稱 PPP 貸款)，使其得以持續提供員工薪資，保障勞工就業；**參與 PPP 之合格存款機構得以其所貸放之 PPP 貸款為擔保品向 Fed 申請融通**。

### (2) MSLP

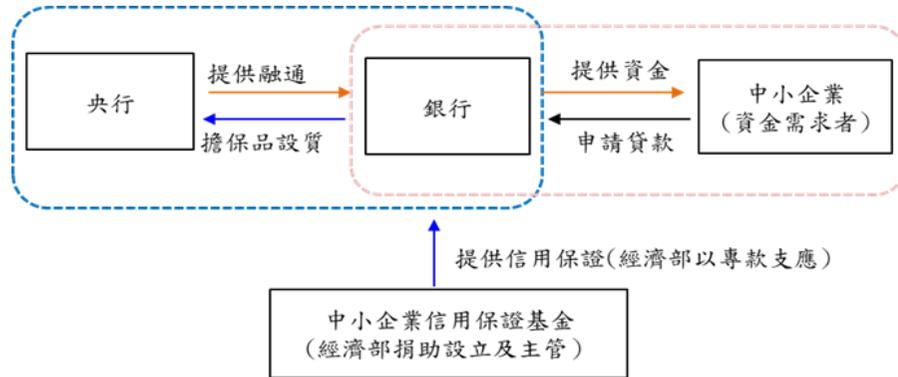
為支持金融機構對中小企業承作貸款，Fed 針對合格貸款機構承作符合 MSLP 所規定之中小企業貸款，**由 Fed 提供具追索權的貸款給特殊目的機構(SPV)**，由 SPV 向合格貸款機構購買各筆合格貸款之 85%~95% 債權，其餘部分由貸款機構自行保留。

本行專案貸款與 PPPLF 較為類似，均**由央行直接融通**予承作貸款之金融機構，多數債權則由第三方機構保證，**提供資金方式較為單純**(圖 7、圖 8)；而 MSLP 則是採較間接方式，由 Fed 設立 SPV 居間購入合格貸款<sup>4</sup>，並須雇用專業機構提供投資等相關服務，**運作較為複雜**(圖 9)。整體而言，本行專案貸款、Fed 之 PPPLF 及 MSLP 執行方式

<sup>4</sup> 依 Fed 訂定之 Regulation A 下第 201 節第 4 款(d)，Fed 理事會可授權旗下之聯邦準備銀行藉由合格機制或機構(mechanism or vehicle)，對非存款機構提供緊急融通。

雖略有差異，但均可充分支應金融機構流動性，以協助中小企業營運不中斷，使其得以渡過新冠肺炎疫情危機，支持實體經濟在疫情過後能夠迅速復甦(表 5)。

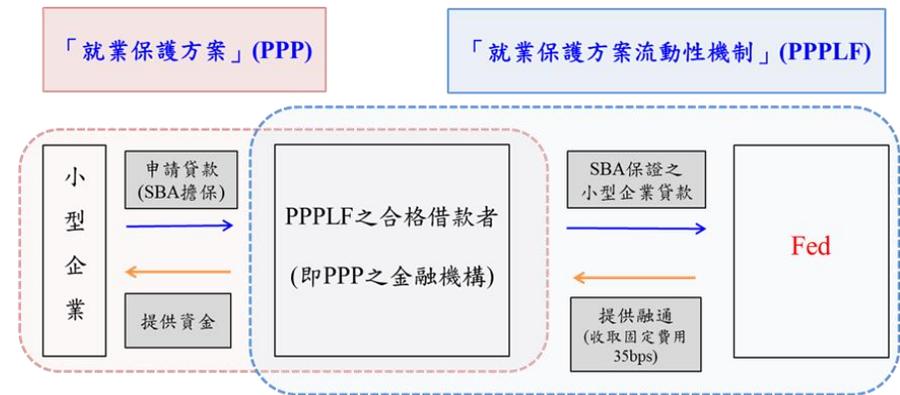
圖 7 本行專案貸款結合信用保證機制流程圖



註：藍色箭頭(←)代表擔保品  
橘色箭頭(←)代表資金流向

資料來源：中央銀行

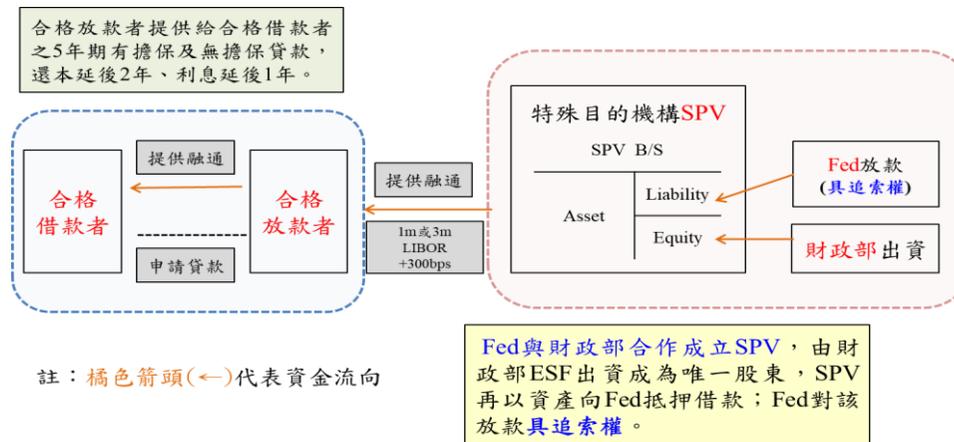
圖 8 PPPLF 運作模式示意圖



註：藍色箭頭(←)代表擔保品  
橘色箭頭(←)代表資金流向

資料來源：Fed

圖 9 MSLP-SPV 運作模式示意圖



註：橘色箭頭(←)代表資金流向

資料來源：Fed

表 5 本行中小企業貸款專案融通方案與 Fed PPPLF、MSLP 之比較

	PPPLF	MSLP <sup>1</sup>	本行中小企業貸款專案融通
實施日	2020.4.9	2020.4.9	2020.4.1
專案貸款	PPP 貸款	中小企業貸款	中小企業貸款
貸款機構	所有存款機構、非存款機構(社區發展金融機構、農場信用體系會員、中小企業管理局 (Small Business Administration, SBA) 許可之小型企業貸款公司及部分金融科技公司等)	加入聯邦存款保險的美國存款機構、銀行、儲貸控股公司	本國銀行、農漁會信用部、信用合作社
借款人	企業員工人數須少於 500 人(包括獨立承包商、個體經營者)	員工 1.5 萬名以下或 2019 年營收不超過 50 億美元之中小企業	依法登記之中小企業、僅有稅籍登記之中小型事業
融通機制	合格貸款機構以 SBA 擔保之 PPP 貸款向所在地區之聯邦準備銀行申請	聯邦準備銀行提供具追索權的貸款給 SPV，SPV 將向合格貸款機構購買每筆合格貸款之大部分債權(85% 或 95%)，剩餘部分由貸款機構自行保留	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 本國銀行以已撥貸之擔保放款(含自行徵提擔保品或送信保保證)，向本行申請融通</li> <li>2. 銀行應提供本行同意之十足擔保品作為擔保</li> <li>3. 農漁會信用部及信合社則分別向農業金庫及合作金庫商業銀行申請融通</li> </ol>
融通利率	0.35%	LIBOR 加 3%	依我國擔保放款融通利率減 1.4% 浮動計息(目前為 0.1%)
保證機制	貸款須經 SBA 保證	無	貸款須經信保基金保證 <sup>2</sup>

註：1.由 Boston Fed 設立 SPV，依各方案類型向合格放款者(Eligible lender)購買貸款，合計購買金額為 6,000 億美元。另美國財政部匯率穩定基金(ESF)提撥 750 億美元(即 CARES 法案已提撥 4,540 億美元給 ESF 的部分資金)，作為 SPV 吸收損失的第一道緩衝。

2.A、C 方案均須經信保基金提供 9 成以上及 10 成保證，至於 B 方案如銀行未能自行增提擔保品者，亦得送信保基金保證 8 成以上。

資料來源：Fed、中央銀行

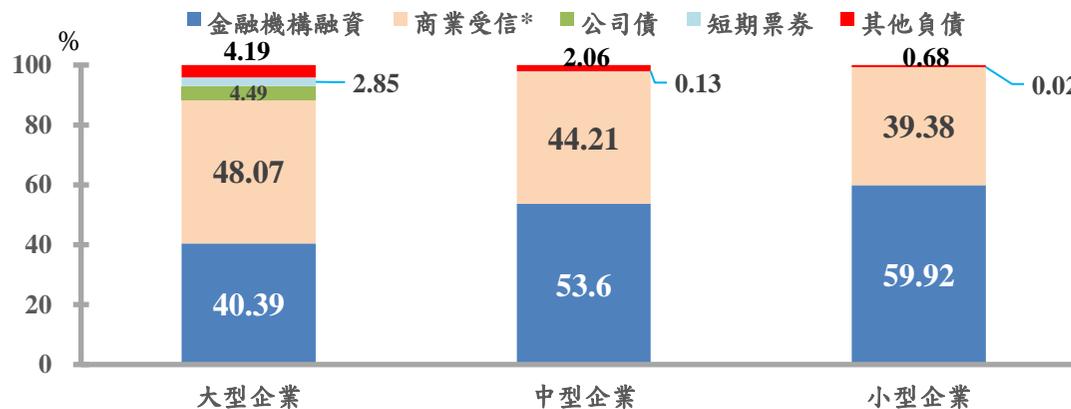
### (三) 本行未購買公司債、商業本票之主要考慮因素

#### 1. 我國金融結構以間接金融為主，中小企業資金主要來自金融機構融資，發行票、債券金額有限

美國金融結構以**直接金融**為主，許多企業、州/地方政府等經濟部門，多以發行商業本票籌措短期營運資金，至於中長期資金，則多以發行公司債為主，因此貨幣政策可**透過金融市場傳遞至實體經濟**。本年受新冠肺炎疫情影響，美國金融市場波動劇烈，Fed 為防止金融市場出現資金斷鏈，採行**商業本票融資機制**(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)、**初級市場公司融通機制**(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)及**次級市場公司融通機制**(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)，由 Fed 設立 SPV，直接在市場上購買商業本票與公司債挹注流動性，以維持金融市場正常運作。

我國金融結構以**間接金融**為主，公司債、商業本票市場規模相對有限，依本行資金流量統計，**我國中小企業融資約有 50%~60%來自金融機構**，發行短期票券比重僅占 0.13%~0.02%，且幾乎未發行公司債(圖 10)，貨幣政策較難透過購買企業發行之票、債券提供市場所需的流動性。

圖 10 我國企業各類籌資管道比重  
(2018 年底)



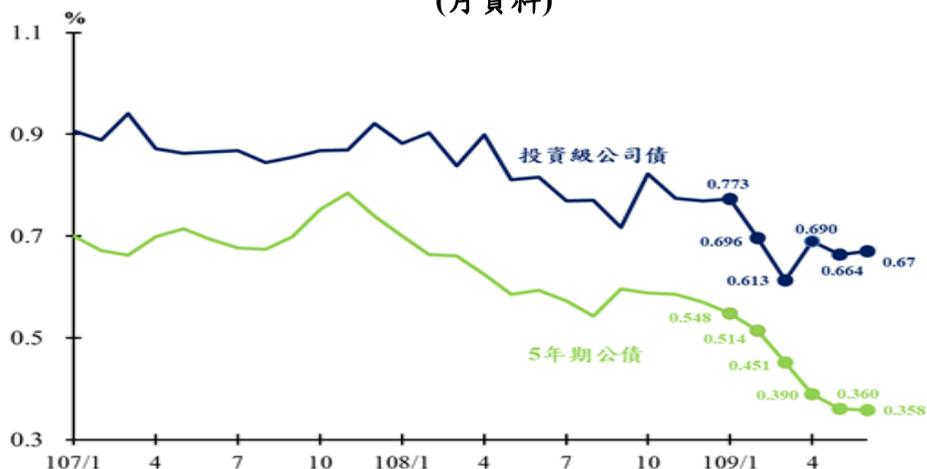
\*商業受信係指企業相互間因商業交易行為而產生之應付及預收等款項。

資料來源：中央銀行(2019)，「公民營企業資金狀況調查結果報告」，12月。

## 2. 新冠肺炎疫情期間我國公司債、商業本票市場穩定，未出現信用緊縮、利率上升情形

新冠肺炎疫情發生以來，我國公司債與商業本票市場表現相對穩定，投資級公司債殖利率雖有上升，但幅度不大且未劇烈波動(圖 11)，商業本票次級市場利率則隨本行降息持穩低檔(圖 12)，並未出現美國商業本票市場利率大幅上升情形，顯示國內金融體系流動性充裕、市場持穩，未受到疫情之影響。

圖 11 投資級公司債與公債殖利率  
(月資料)



資料來源：證券櫃檯買賣中心

圖 12 本行 28 天期存單與 30 天期商業本票利率  
(日資料)



註：資料至 2020 年 4 月 30 日止。

資料來源：中央銀行、台灣集中保管結算所

## 3. 本行貨幣政策工具完備，可充分提供金融機構與市場流動性需求

本行主要貨幣政策工具完備，包括公開市場操作與各類融通機制，其中融通機制可直接對銀行提供資金，以充分支應銀行體系資金需求，確保金融中介功能正常發揮；公開市場操作工具則包括債/票券之買斷、附買回及擴大附買回機制，操作標的包括公債、央行存單、金融債券及銀行承兌/保證票據(含商業本票)，且必要時，本行可彈性調整存單發行金額，充分支應銀行體系與金融市場之資金需求，尚無直接介入公司債或商業本票市場之需要。

#### (四) 結論

1. 新冠肺炎疫情重創全球經濟活動，疫情擴散及各國防疫管制帶給全球經濟供給面及需求面的雙重打擊，全球經濟前景堪憂，國際金融市場大幅震盪。為減輕民眾與企業債務負擔，維持國內金融穩定，本行調降政策利率 0.25 個百分點，並備有擴大附買回操作機制，充分提供金融機構所需流動性，使其發揮金融中介功能。此外，面對疫情影響，經濟景氣承壓，國內銀行或基於整體授信風險考量，對信用品質較不佳的中小企業，放款態度會轉趨審慎，為協助紓解中小企業經營困境，使其營運不中斷，本行實施中小企業貸款專案融通方案。
2. 本行中小企業貸款專案融通方案係採直接融通資金予承作合格貸款之金融機構，主要係考量我國中小企業資金來源主要為銀行借款，且我國備有中小企業信用保證機制，可與本行專案貸款結合，提高銀行辦理意願；相對於 Fed 之 MSLP，另外設立 SPV，再透過該機構提供資金予金融機構之複雜性，本行專案貸款之融通方式較為直接且單純。
3. 本行因應新冠肺炎疫情所採行之對策，並未採行直接介入公司債、商業本票市場之方式，係考量我國公司債、商業本票市場規模有限，加以我國金融結構以間接金融為主，企業資金來源主要為銀行借款，且疫情期間，我國公司債、商業本票市場相對穩定；此外，本行貨幣政策工具完備，可充分支應銀行體系與金融市場之資金需求，尚無直接介入公司債、商業本票市場之需要。