



中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



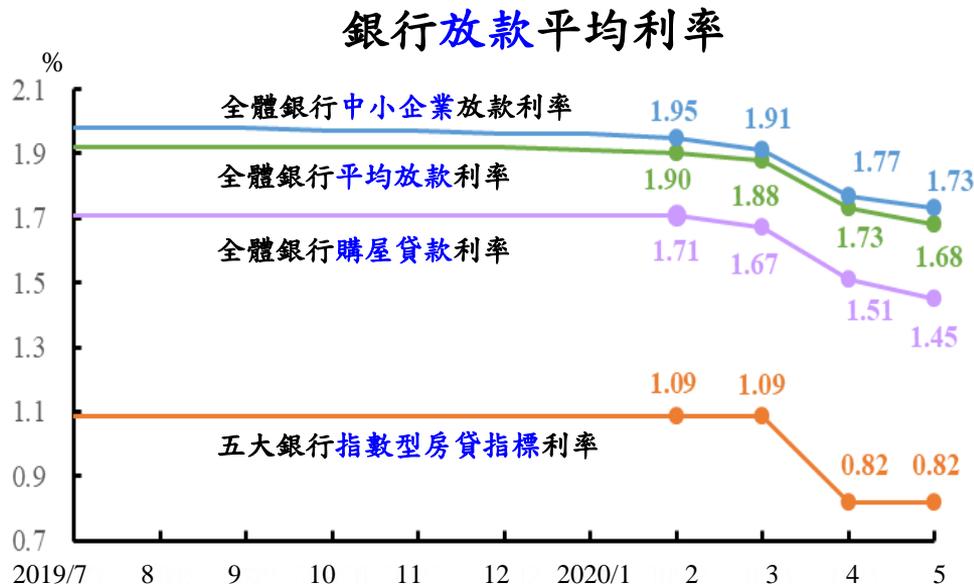
109.6.18

壹、本行上次理事會決議貨幣政策之成效

一、銀行放款利率調降，減輕企業與民眾利息負擔

(一)因應新冠肺炎疫情，本行於本(2020)年3月降息1碼，銀行跟隨調降放款利率；5月與2月比較，降幅介於22bp~27bp

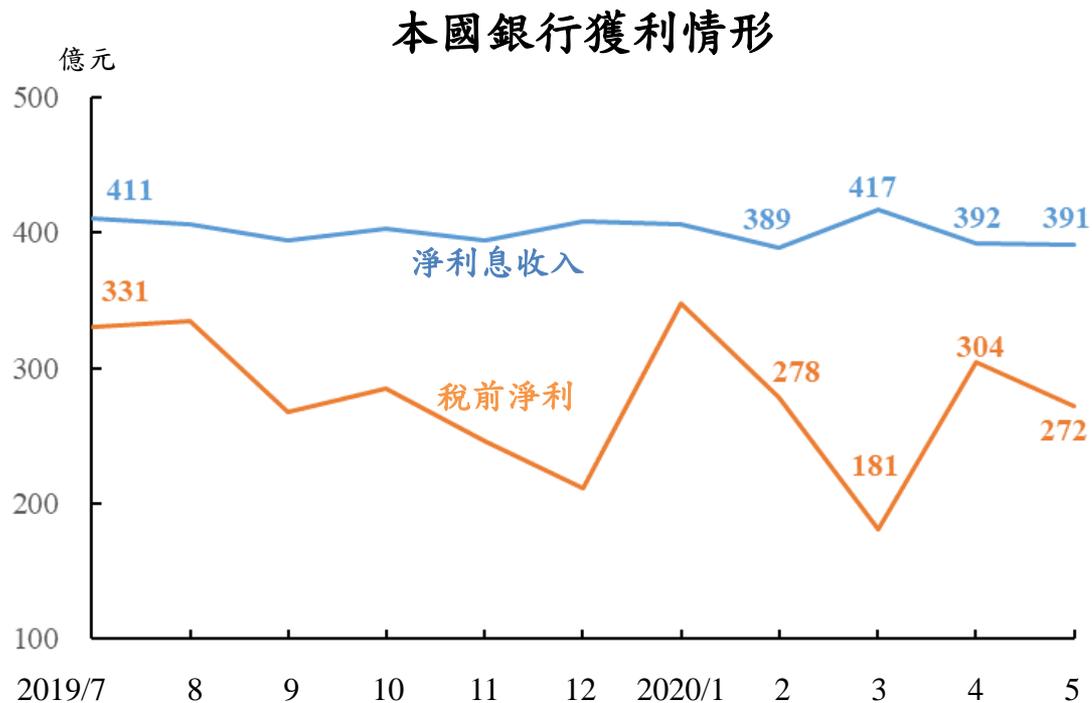
(二)放款利率下降有助減輕企業與民眾的利息負擔，維持其營運不中斷與日常生計



註：五大銀行為台銀、合庫銀、土銀、華銀及一銀。

資料來源：本行業務局

(三)本年5月本國銀行淨利息收入因放款增加仍呈穩定，稅前淨利表現仍佳



資料來源：本行業務局、金管會

二、央行推動2,000億中小企業專案貸款成效－銀行中介功能順利運作、

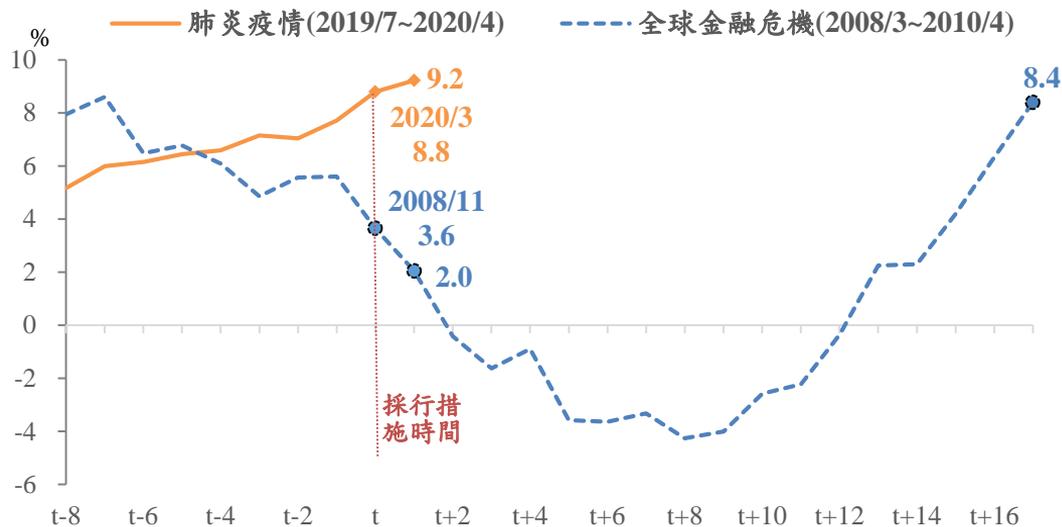
信保提高銀行放款意願、減輕中小企業財務負擔且營運不中斷

(一)銀行中介功能順利運作，有助貨幣政策傳遞機制

一、本年銀行放款持續成長，與全球金融危機初期放款成長下降之情形不同，

主因：近年銀行體質佳，承受風險能力較強，放款意願高。

中小企業放款年增率比較

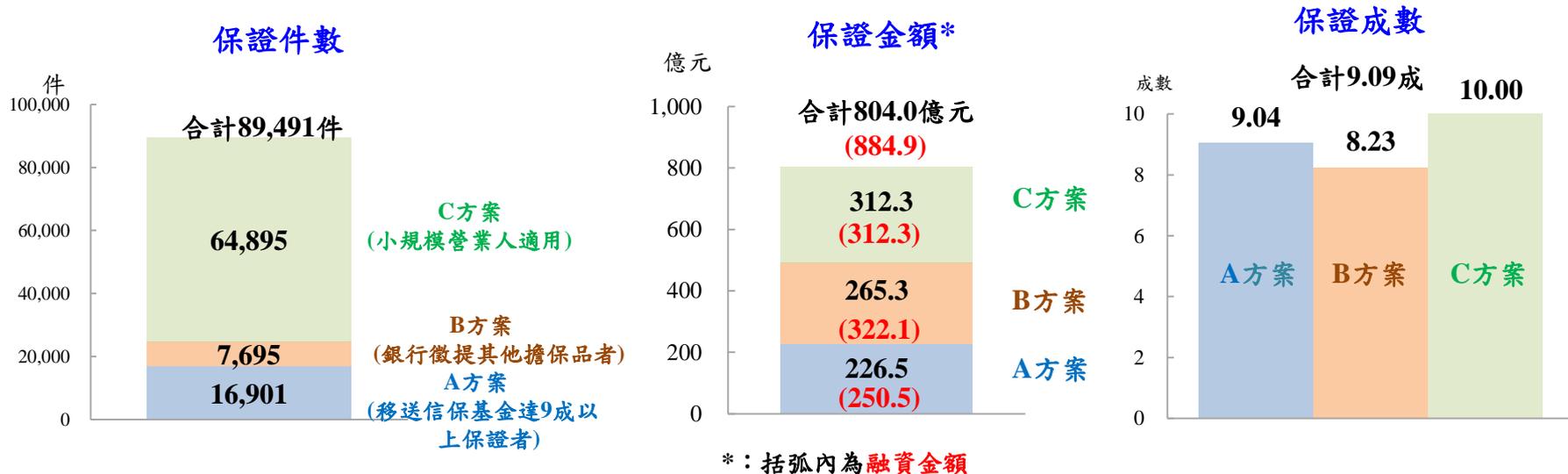


資料來源：金管會

(二) 央行優利專案貸款，配合信保基金擴大承保能量以分擔銀行授信風險，提高放款意願

— 經信保基金保證**8.9萬件**、**保證金額804億元**、**保證成數9.09成**。

經信保基金保證之件數、保證金額及成數
(2020年4月1日開辦至6月17日止)



- 優利專案貸款減輕中小企業財務負擔，使其營運不中斷並維持雇用，降低疫情對就業及經濟衝擊。
- 本專案貸款以C方案件數最多，申請流程簡便，可有效協助受疫情影響最普遍的小型零售與住宿餐飲業快速取得資金，維持其經營。

貳、因應疫情本行與Fed寬鬆措施比較

一、台美融通機制比較

(一) 融通目的與規模之比較

	台灣	美國
措施	中小企業貸款專案融通	包含9項緊急融通機制
目的	協助中小企業營運不中斷	1.協助中小企業營運不中斷 2.支持特定信用市場(如公司債、商業本票)
融通規模	規模較小 2,000億台幣	規模龐大 總規模約2.82兆美元
原因	1.金融體系流動性充裕，貨幣市場健全 2.政府亦對企業提供紓困：如融資協助、舊有貸款展延、利息補貼等	1.資本市場角色舉足輕重 2.防止資本市場資金斷鏈：如本年3月投資人大舉拋售各類美國資產資金，致資金需求者難以取得融資

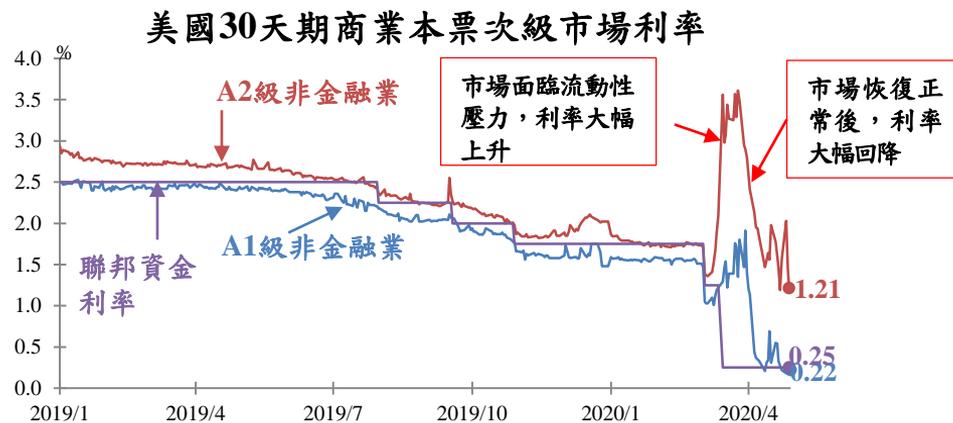
(二)融通運作方式之比較

	台灣	美國
融通運作方式	直接融通資金予金融機構； 但不直接購買公司債、商業本票	多透過特殊目的機構(SPV)運作融通機制 及資產購買計畫，包括公司債、商業本票、 房貸抵押擔保證券(MBS)等
原因	<ol style="list-style-type: none">1.以間接金融為主，企業資金主要來自金融機構2.公司債、商業本票市場穩定，未出現信用緊縮、利率上升情形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	<ol style="list-style-type: none">1.以直接金融為主，Fed以直接影響特定信用市場之方式，維持金融市場穩定2.受限於法規，Fed多項融通須借道SPV

二、本行未購買公司債、商業本票之主要考量因素

(一)美國金融結構以**直接金融**為主，**商業本票與公司債**為企業重要融資管道，Fed必須介入相關市場

1. 本年3月受疫情影響，美國商業本票與公司債市場**流動性緊縮**、**利率大幅上升**，**影響企業正常營運**。
2. 3月Fed實施**商業本票融資機制(CPFF)**，以及**初、級市場公司融通機制(PMCCF、SMCCF)**等措施以來，相關市場**流動性回穩**，**利率快速回跌**，**企業回復正常運作**。



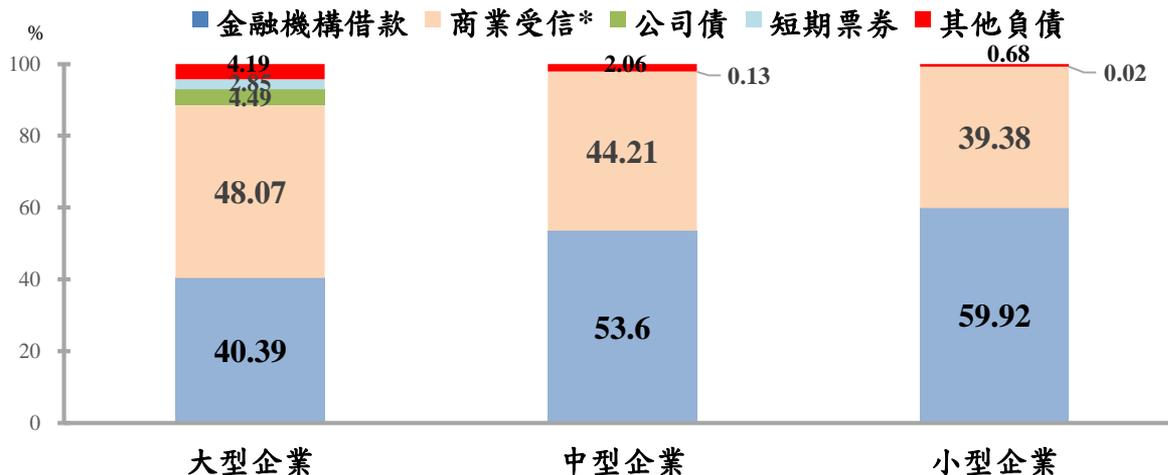
資料來源：Federal Reserve Board



資料來源：Refinitiv

(二)我國金融結構以**間接金融**為主，商業本票、公司債市場規模有限；本行貨幣政策較難透過購買企業發行之票/債券提供市場流動性

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)，「公民营企业資金狀況調查結果報告」，12月。

(三) 本次疫情期間，我國商業本票、公司債市場穩定，未出現信用緊縮、利率上升情形，國內金融市場流動性充裕，未受到疫情之影響

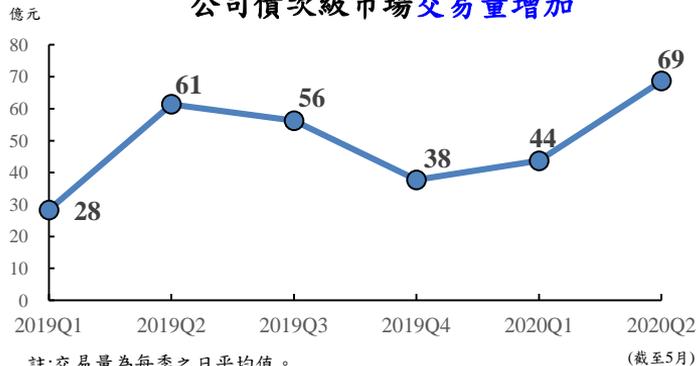
商業本票次級市場交易量增加



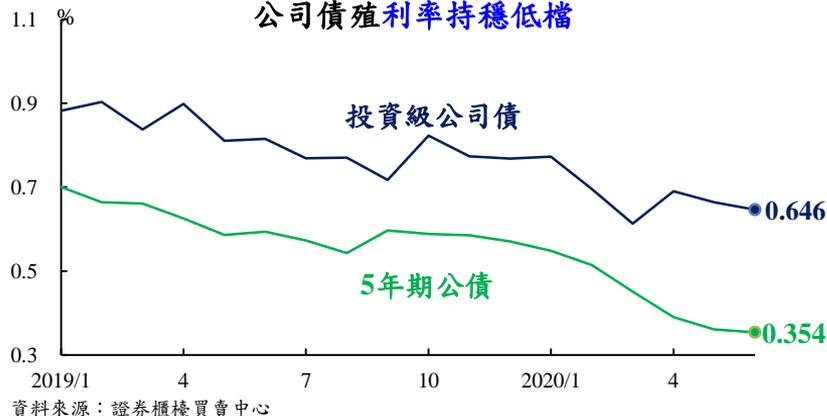
30天期商業本票利率下跌



公司債次級市場交易量增加



公司債殖利率持穩低檔



(四)本行政策工具完備，包括公開市場操作與各類融通機制等，可充分支應銀行體系與金融市場之資金需求

公開市場操作工具	標的種類	操作對象
<ul style="list-style-type: none">• 債/票券買斷• 債/票券附買回• 擴大附買回機制	<ul style="list-style-type: none">• 本行存單• 公債• 金融債券• 銀行承兌/保證票據 (包括商業本票)	<ul style="list-style-type: none">• 銀行• 票券公司• 證券公司• 保險公司

三、Fed多採行SPV融通機制之優缺點

(一)優點

- 1.因專業委外管理，可極大化經濟效益。
- 2.因SPV獨立於Fed資產負債表，達到與Fed在會計與法律上的隔離效果。

(二)SPV執行除複雜外，缺點尚包括：

1. Fed承擔較大信用風險：本次提供流動性範圍擴至非投資等級公司債、市政債等信用風險較高商品。
2. 委外管理引發利益衝突：如委外管理人購買自家標的。
3. 恐損央行獨立性：因融通市政債、公司債等機制，有充當信用分配者之虞。

參、本次理事會政策考量因素

一、因應疫情所採之財政政策及貨幣政策已有一定成效

(一) 紓困振興方案的五大面向－防疫情、補資金、保薪資及減負擔、助勞工、衝經濟，已有一定成效

(二) 包含紓困融資、振興三倍券之紓困振興特別預算，預估可望對本年經濟成長率挹注0.90個百分點

二、預估台灣本年下半年經濟成長動能回穩

(一) 本行下修本年台灣經濟成長率至**1.52%**、通膨率至**0.01%**

，其中**第2季**經濟成長率為**0.43%**

(二) 下半年經濟成長將**逐季回升**，主因：

1. 政府消費及資本形成將是驅動經濟成長主力。

2. 肺炎疫情趨穩，政府適時推出**振興三倍券**與**國旅補助**，民間消費動能回升。

2019年、2020年經濟成長率、通膨率

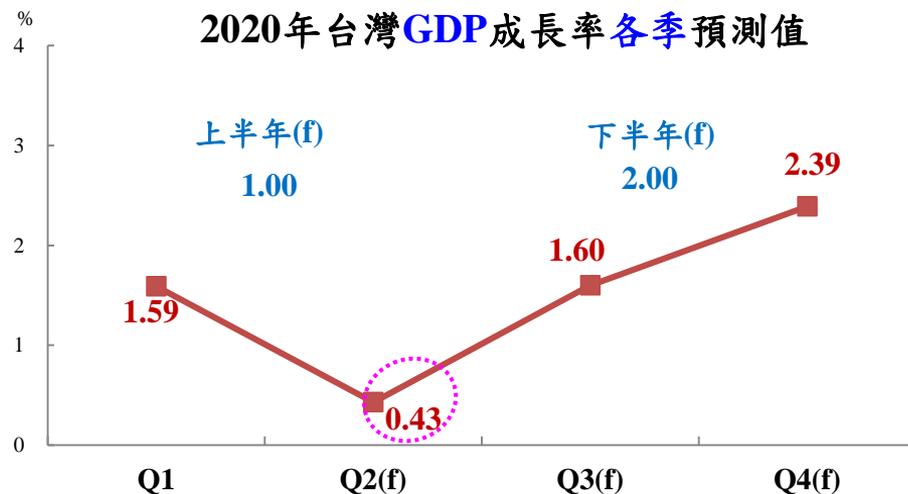
單位：%

	2019年	2020年(f)
GDP	2.71	1.52 (1.92)
CPI	0.56	0.01 (0.59)

註：f:預測值；括弧內為本行3月預測值。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

2020年台灣GDP成長率各季預測值



資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

三、本年CPI年增率連續4個月為負數，惟尚無通貨緊縮現象

(一)通縮現象係「物價普遍性持續性下跌」，然而：

1. CPI年增率連續為負，主因油料費大跌，368個查價項目之漲價項目仍遠多於跌價項目。

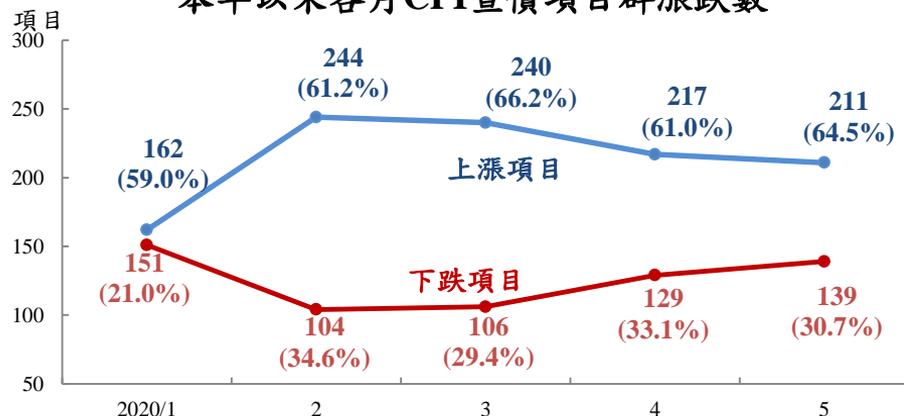
2. 核心CPI年增率亦維持正數。

(二)下半年通膨率可望回升，主因：

隨疫情趨緩，預期油價回溫、下半年經濟成長將逐季回升，且民間消費恢復成長。

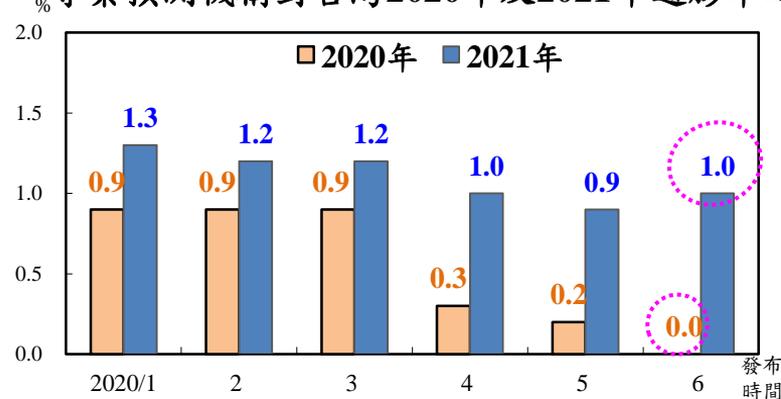
(三)Consensus對本、明年台灣通膨率預測值分別為**0.0%**、**1.0%**

本年以來各月CPI查價項目群漲跌數



註：()內數字為權重。
資料來源：主計總處

專業預測機構對台灣2020年及2021年通膨率之預測值*



*：係十多家專業預測機構對台灣CPI通膨率之預測數平均。
資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc.

四、比較各國官方預測，台灣為少數本年經濟成長率呈正數之國家

各經濟體經濟成長率

單位:%

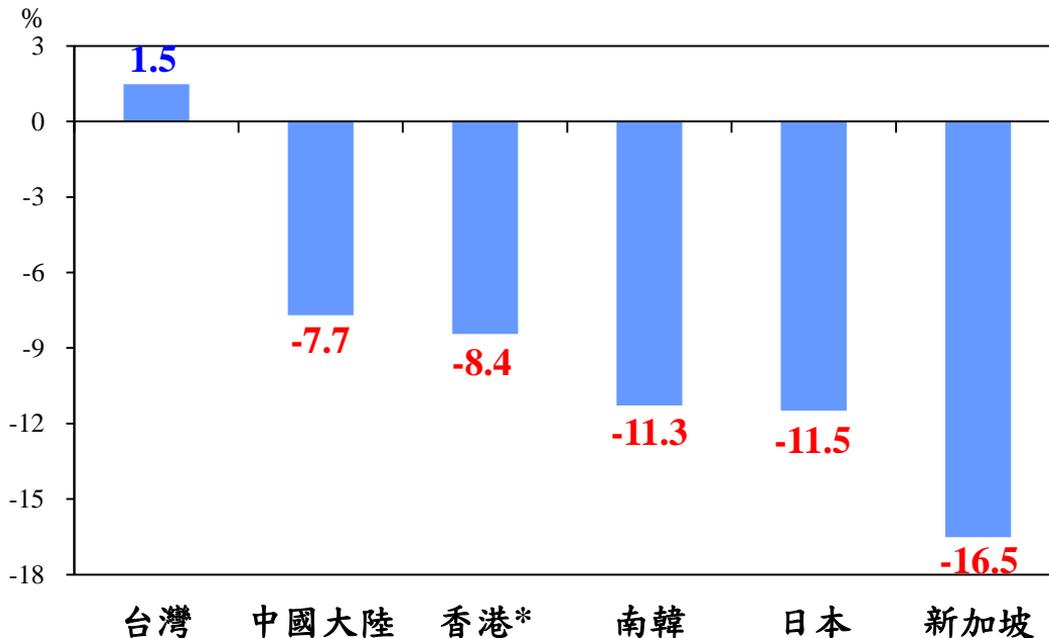
	全球	美國	日本	歐元區	中國大陸	台灣*	南韓	香港	新加坡	泰國	馬來西亞	菲律賓	印尼	越南
2019年 實際值	2.9 (IMF) 2.6 (IHS Markit)	2.3	0.7	1.3	6.1	2.71	2.0	-1.2	0.7	2.4	4.3	5.9	5.0	7.0
2020年 官方 最新預測值	n.a.	-7.6~-5.5	-5.0~-3.0	-8.7	n.a.	1.67 (1.52)	-0.2	-7.0~-4.0	-7.0~-4.0	-5.3	-2.0~0.5	-3.4~-2.0	4.6	4.5

*：括弧內為本行預測值

資料來源：各國官方預測機構、IMF、IHS Markit

五、本年以來台灣出口表現較亞洲主要經濟體略佳

亞洲主要經濟體出口年增率(美元計價)
(2020年1至5月)



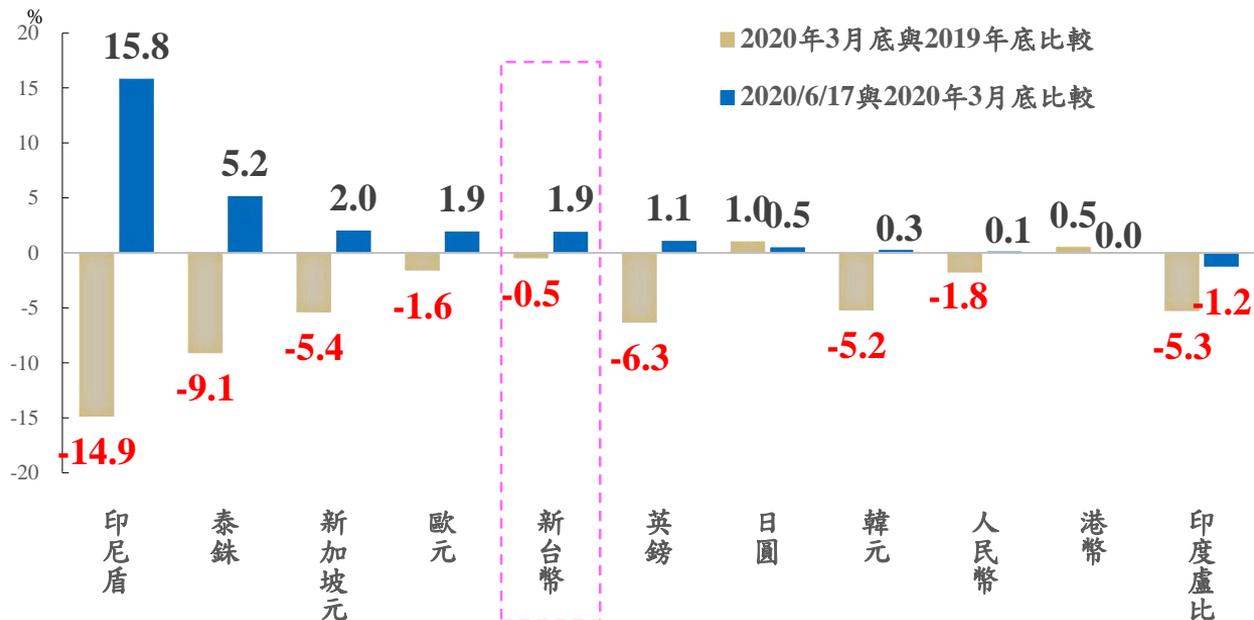
*: 為1至4月資料。

註：香港及新加坡資料皆為本地出口。

資料來源：各國通關統計

六、近期主要貨幣多對美元走升

主要經濟體貨幣對美元之升貶幅度



資料來源：Refinitiv Datastream

肆、本行將密切關注疫情後發展

包括：

- 一、主要經濟體貨幣政策動向與振興經濟措施成效
- 二、國內外經濟金融與物價情勢變化

若有必要，本行將召開常務理事會或臨時理事會，採取妥適貨幣政策，以達成本行法定職責

伍、外界關心之議題

- 一、國際經濟及通膨展望
- 二、國內經濟及通膨展望
- 三、因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施
- 四、美國Fed因應新冠肺炎疫情所推出緊急融通機制之介紹
- 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
- 六、再論負利率政策之利弊
- 七、國際間央行數位貨幣之最新發展趨勢

對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列議題：

□ 因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施

- 因衝擊既快又大，且降息空間有限，主要央行採較全球金融危機更大規模、更非傳統的寬鬆措施。
- 各國因金融結構、貨幣政策傳遞管道及法規有所差異，所採措施亦不盡相同。

□ 美國Fed因應新冠肺炎疫情所推出緊急融通機制之介紹

- 融通機制更多樣性，且著重資本市場正常運作，避免資金斷鏈。
- 囿於法規，Fed緊急融通機制多透過特殊目的機構(SPV)運作。

□ 本行因應新冠肺炎疫情所採對策及與美國Fed措施之比較

- 本行中小企業貸款專案方式較Fed直接且單純。
- 我國金融結構以間接金融為主，本行貨幣政策工具完備，未購買公司債、商業本票。

□ 再論負利率政策之利弊

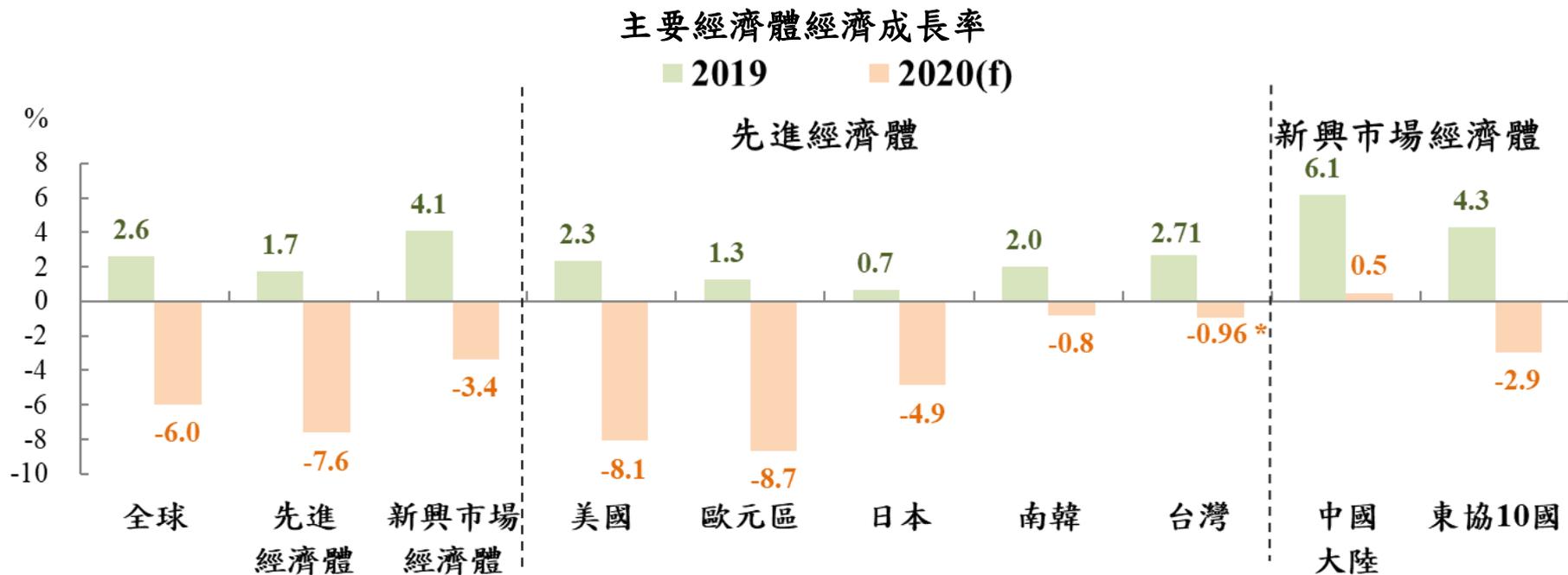
- 負利率政策可能弊大於利，未能推升通膨預期。
- 侵蝕銀行業獲利，弱化銀行中介與貨幣政策傳遞機制；不利公債與貨幣市場運作且衝擊潛在產出。

□ 國際間央行數位貨幣之最新發展趨勢

- 目前多數國家均尚在研究階段，本行持續推動研究與試驗，並致力促進電子支付發展。

一、國際經濟及通膨展望

(一) 疫情重創經濟，預測本年主要經濟體經濟多將陷入衰退，且全球經濟前景仍受疫情不確定性影響



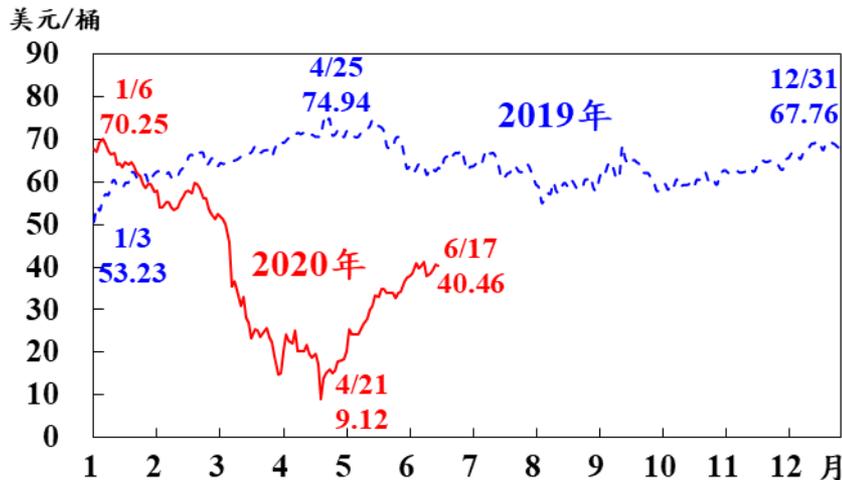
*:本行預測值為1.52%；東協會員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站；其餘數值均來自IHS Markit (2020/6/15)

(二)近期國際油價崩跌後回升，本年全球通膨仍面臨向下壓力

1. 疫情重創原油需求，加以受WTI*負油價拖累，油價一度崩跌；嗣隨全球經濟重啟，且OPEC與俄羅斯7月將持續大規模減產而大幅回升。
2. 惟因全球原油需求仍偏弱，預測本年油價將大幅低於上年。

布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

*:西德州中級(West Texas Intermediate, WTI)

布蘭特原油價格預測

單位：美元/桶

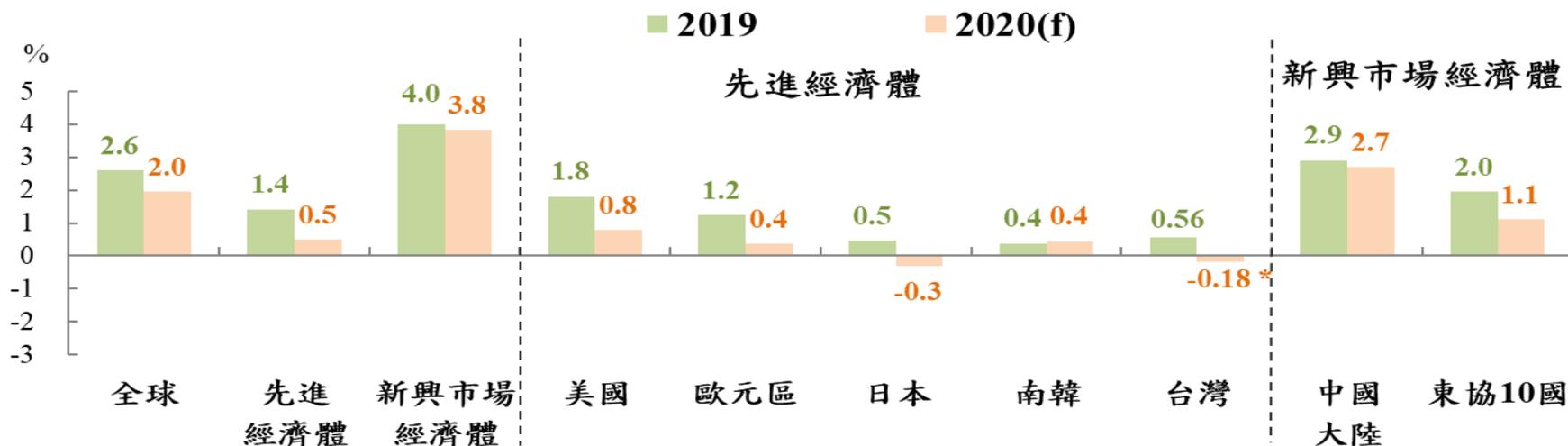
預測機構	2019年 實際值	2020年 預測值
EIA (6/9)	64.4	38.0
IHS Markit (6/15)		35.9
EIU (6/16)		40.0
平均		38.0

資料來源：Refinitiv Datastream、IHS Markit、經濟學人智庫(EIU)、美國能源資訊署(EIA)

3.消費需求疲弱及商品價格低迷壓抑通膨走勢。

一疫情致各國失業率上升、消費需求下降，且國際商品價格大幅低於上年，
預測本年全球通膨率低於上年。

主要經濟體CPI年增率



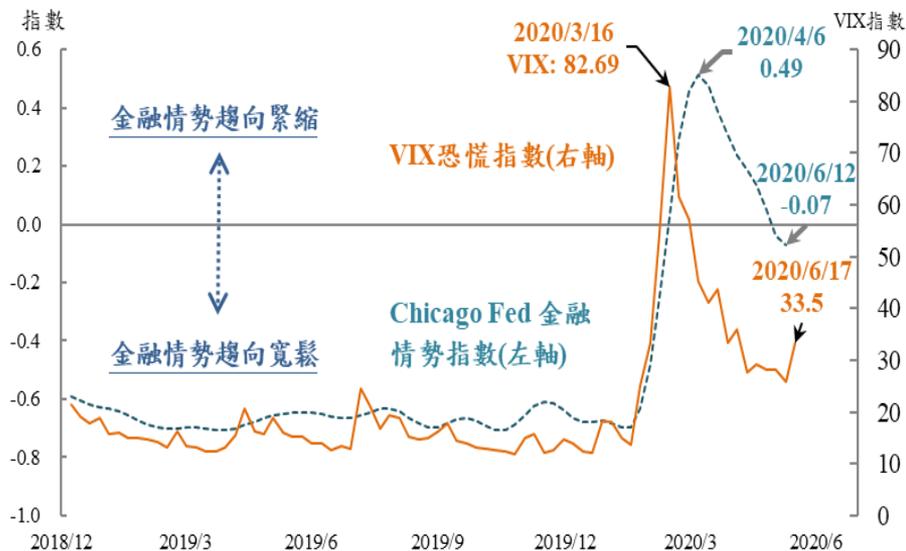
*:本行預測值為0.01%；東協會員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各國及歐元區之實際值來自官方網站；其餘數值均來自IHS Markit (2020/6/15)

(三) 國際金融市場回穩：股市反彈、美元貶值、美債殖利率曲線趨陡

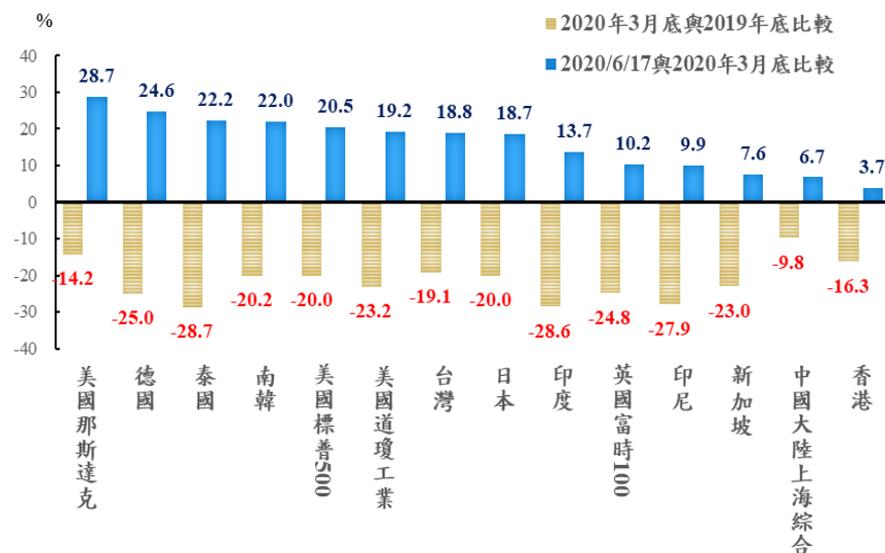
1. 各國政策利多及經濟重啟，市場恐慌情緒下降，金融緊縮情勢漸緩。
2. 主要經濟體股市跌至3月下旬之低點後反彈；歐美股市漲幅較大，港版國安法推出恐影響香港國際金融中心地位，中國大陸與香港股市表現較差。

美國金融情勢與恐慌指數



資料來源：Refinitiv Datastream

全球主要經濟體股價指數漲跌幅



資料來源：Refinitiv Datastream

3. 3月20日美元指數升至近年高點後，在Fed持續擴大寬鬆貨幣，及各國重啟經濟活動與大規模激勵政策下，美元避險需求下降，美元指數走低。

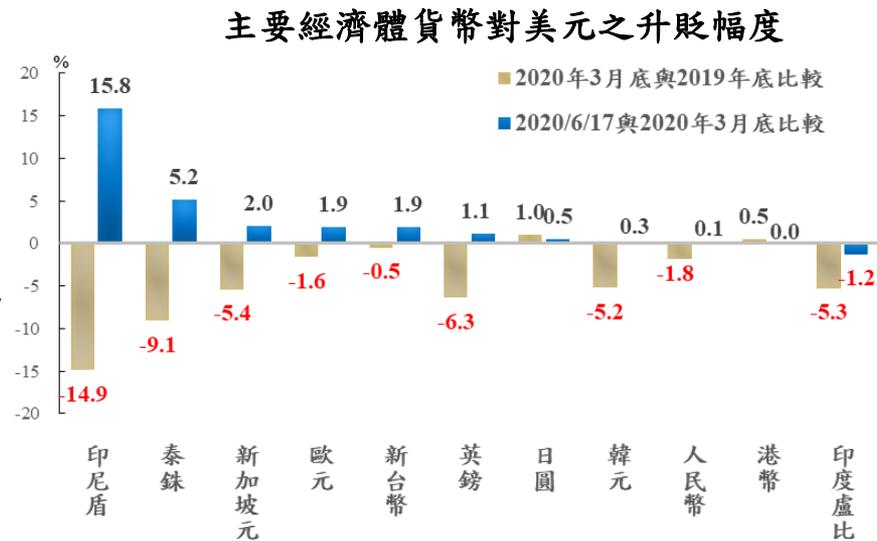
(1) 歐元：在歐盟計劃成立復甦基金後，市場對歐元區經濟信心增強，歐元走升。

(2) 日圓：區間盤整。

(3) 人民幣：美中關係惡化，5月下旬人民幣貶至上年9月以來最低；後因美國對香港制裁措施未如預期嚴厲略回穩。



資料來源：Refinitiv Datastream



資料來源：Refinitiv Datastream

4. 疫情致美國較低評級之公司債面臨降評或違約風險，與公債利差大幅攀升，4月Fed透過新推出之融通機制買入公司債後，利差方逐漸縮減。

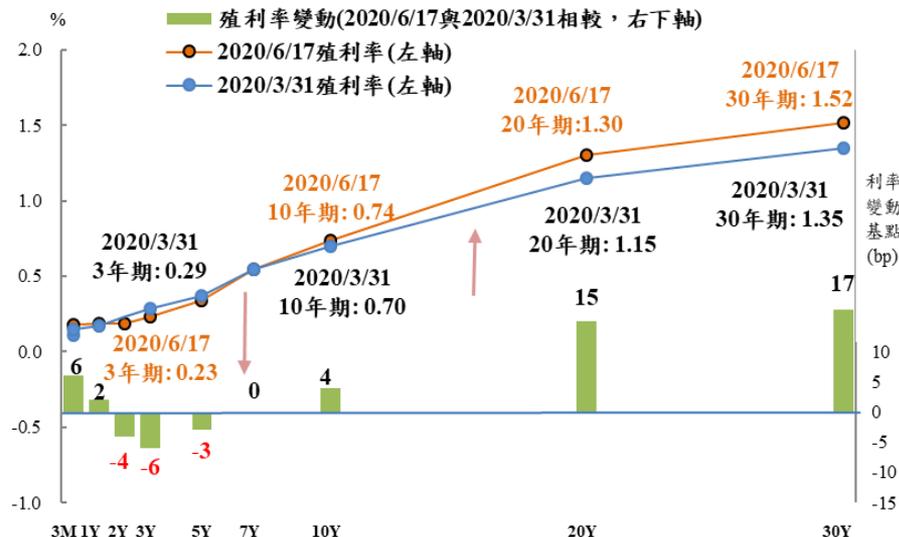
5. 近期經濟解封及股市走多，主要經濟體長期公債殖利率緩升；投資者預期Fed維持低利率政策，且可能採行殖利率曲線控制措施，美國殖利率曲線趨陡。

美國公司債利差變動



資料來源：Refinitiv Datastream

美國公債殖利率曲線變動



資料來源：Refinitiv Datastream

二、國內經濟及通膨展望

(一)下半年經濟成長動能逐漸回穩

一本行預測，下半年經濟成長可望優於上半年，全年經濟成長率預測值為1.52%，內需為支撐經濟成長主力。

2020年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位:%/百分點

	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)						淨外需貢獻		
		民間消費 (2)	民間投資 (3)	政府支出(4)		存貨變動 (5)	(6)	輸出	(-)輸入	
				消費	投資					
全年(f)	1.52	1.26	-0.19	0.41	0.39	0.56	0.09	0.25	-2.13	-2.39
上半年(f)	1.00	0.72	-1.02	0.44	0.30	0.44	0.56	0.28	-3.13	-3.42
下半年(f)	2.00	1.77	0.57	0.39	0.47	0.68	-0.34	0.23	-1.20	-1.43

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源：本行

(二)下半年內需成長動能溫和，輸出負成長幅度縮小

1.民間消費成長可望由負轉正，主因：

(1)隨疫情趨穩，社交規範陸續鬆綁、政府推出振興三倍券與國旅補助，鼓勵民眾及公務員旅遊。

(2)紓困補助及振興措施可望緩和失業率及減班休息人數增加。

2.民間投資成長略低：

雖半導體業持續投資，惟疫情衝擊全球供應鏈，恐影響業者投資計畫，且上年基期較高。

2020年台灣經濟成長率及GDP各組成項目成長率

單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需		
		民間消費	民間投資	政府支出		輸出	(-)輸入		
				消費	投資				
全年(f)	1.52	1.42	-0.37	2.14	2.77	13.92	-	-3.33	-4.45
上半年(f)	1.00	0.79	-1.90	2.20	2.20	13.21	-	-4.99	-6.38
下半年(f)	2.00	2.01	1.13	2.08	3.27	14.40	-	-1.83	-2.66

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。
資料來源：本行

3. 政府支出穩健成長：

- (1) 消費：因應疫情，特別紓困振興方案之業務費及實物移轉支出增加。
- (2) 投資：政府加速推動公共建設與督促執行效率。
- (3) 紓困振興特別預算除使政府支出增加外，亦可誘發民間消費，預估挹注本年經濟成長率0.90個百分點。

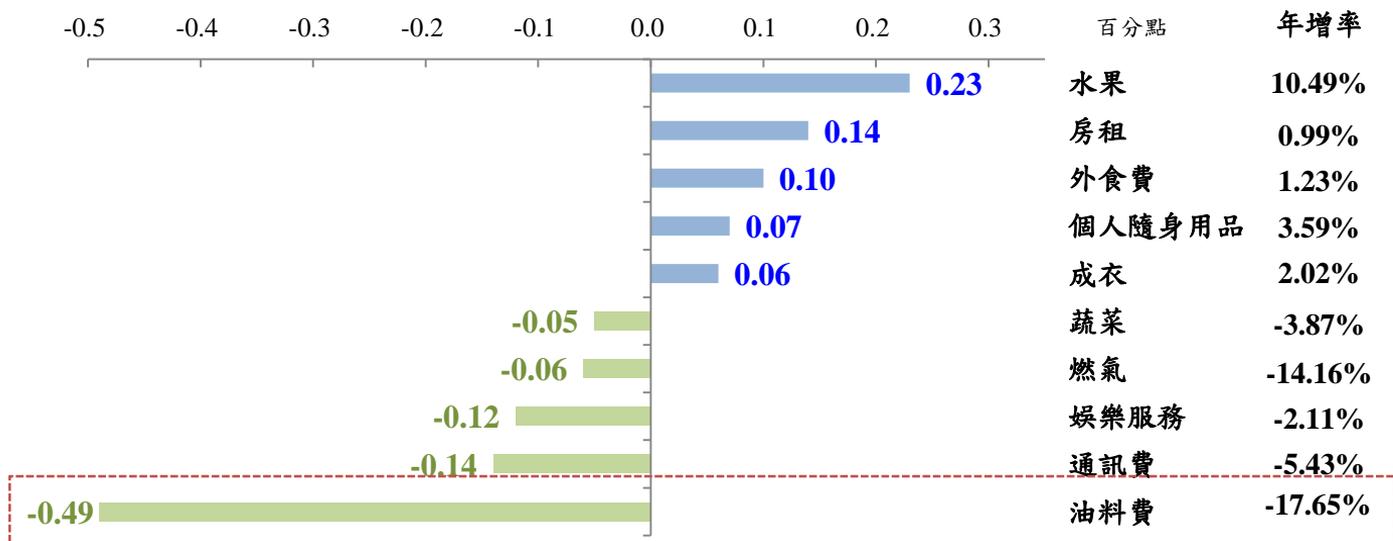
4. 輸出續呈負成長，惟幅度縮小：

- (1) 全球經濟活動滯緩，衝擊台灣出口、各國仍實施邊境管制，不利外人來台觀光。
- (2) 5G 通訊技術、人工智慧等商機穩定推展，居家遠距商機與宅經濟需求崛起，相關出口增加，有助減緩下半年衰退力道。

(三)本年通膨展望向下風險仍在

1. 1至5月平均CPI年增率為-0.11%，主因國際油價大跌，致國內油料費亦大跌，加以旅宿業者降價促銷所致。

2020年1~5月影響CPI年增率主要項目
(對CPI年增率之貢獻)



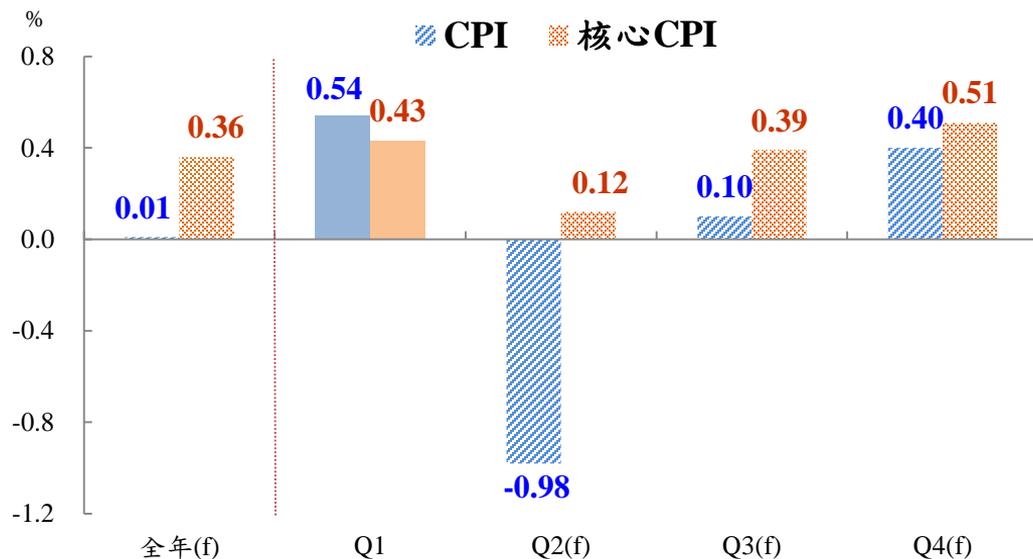
資料來源：主計總處

2. 預期下半年疫情衝擊趨緩，本年CPI、核心CPI年增率分別為**0.01%**、**0.36%**

— 下半年CPI年增率為**0.25%**，將高於上半年的**-0.22%**，主因：

隨疫情趨穩，預期油價逐步回升，加以民間消費將恢復成長，帶動餐廳、旅宿等價格回穩。

本行對2020年CPI及核心CPI年增率之預測值



資料來源：本行

三、因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施

(一) 主要央行採更寬鬆、更激進的措施

主要央行寬鬆措施簡介

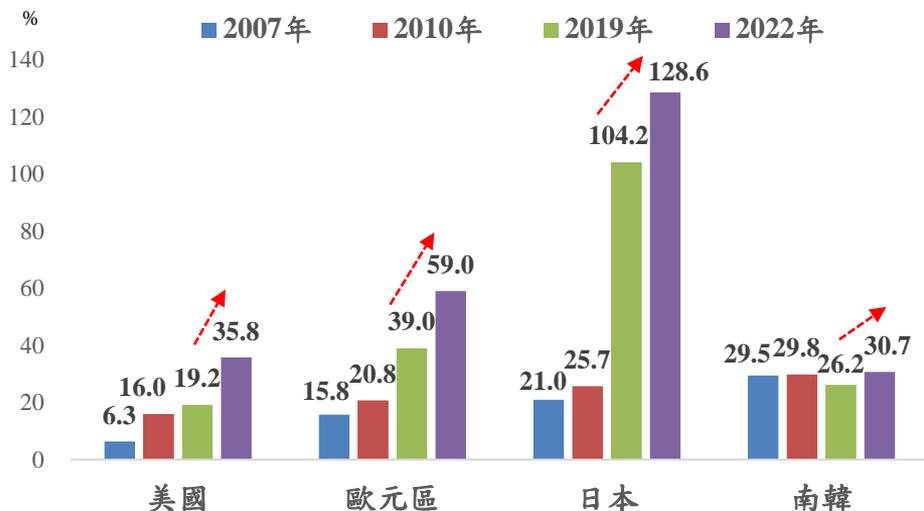
政策	Fed	ECB	BoJ	BoK
政策利率	共降息 150bps 至政策利率區間 0%~0.25%	維持利率 -0.5% (隔夜存款利率)	維持利率 -0.1% (短期政策利率)	共降息 75bps 至基準利率 0.5%
QE措施	1.持續購入所需之規模 2.除原本標的外，新增機構商業不動產抵押貸款擔保證券	1.增加QE規模 1,200億 歐元 2.設立 1.35兆 歐元之因應流行病緊急購買計畫	1.移除JGB購買額度上限 2.提高「商業本票及公司債」與「股票ETF」及「J-REIT」購買上限分別至20兆、12兆及1,800億日圓	1.宣布兩次各 1.5兆 韓元公債購買計畫 2.金額無上限之附買回操作
流動性與信貸支持機制	1.重啟或新設 9項 融通機制措施，融通對象擴及民間非金融企業等且信用風險較高 2.其中 6項 透過SPV*操作	1.放寬長期再融通操作及定向長期再融通操作 2.推出因應流行病緊急長期再融通操作	1.推出因應新冠肺炎疫情之 企業金融支援特別操作 2.設立 中小企業資金支援措施	1.放寬銀行中介放款支援機制 2.推出支持以 公司債 為擔保之貸款機制 3.與政府共同計畫設立 SPV ，購買 公司債 及 商業本票

*:係指特殊目的機構(special purpose vehicle, SPV)

資料來源：各央行網站

1. 外界多預估**主要央行資產負債表規模對GDP比率**將因本次寬鬆措施而大幅攀升，且**增幅更勝全球金融危機時期**。
2. 寬鬆措施規模大於之前**景氣衰退時期**，主因**疫情衝擊既快又大**，與過去衰退模式不同，且**慣用政策空間有限、時效性低**。

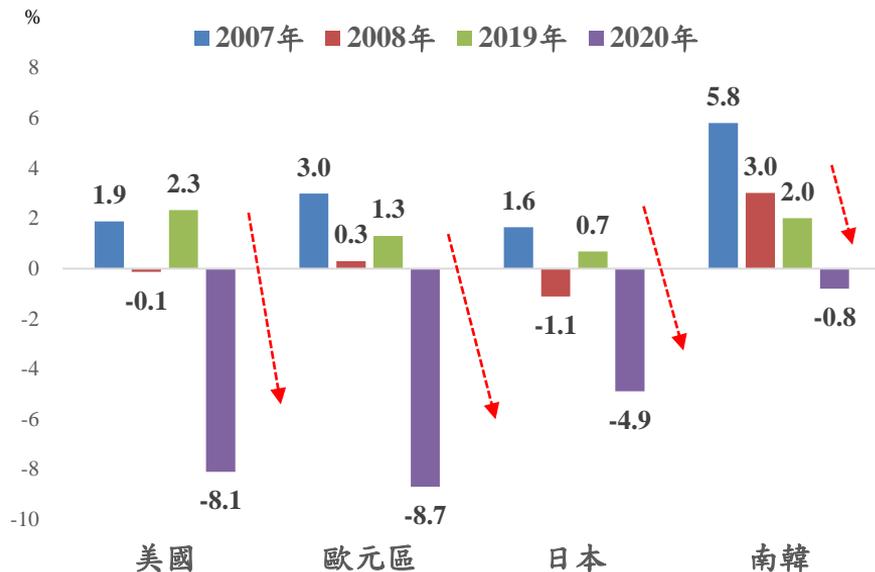
主要央行資產負債表規模對GDP比率*



*:美、歐、日數據為JP Morgan估算；南韓數據則為本行估算，另2022年BoK資產規模對GDP比率係假設該行因應疫情之相關機制均被使用至渠等規模上限。

資料來源：JP Morgan、Bloomberg。

本次主要經濟體經濟衰退較全球金融危機時大且快*

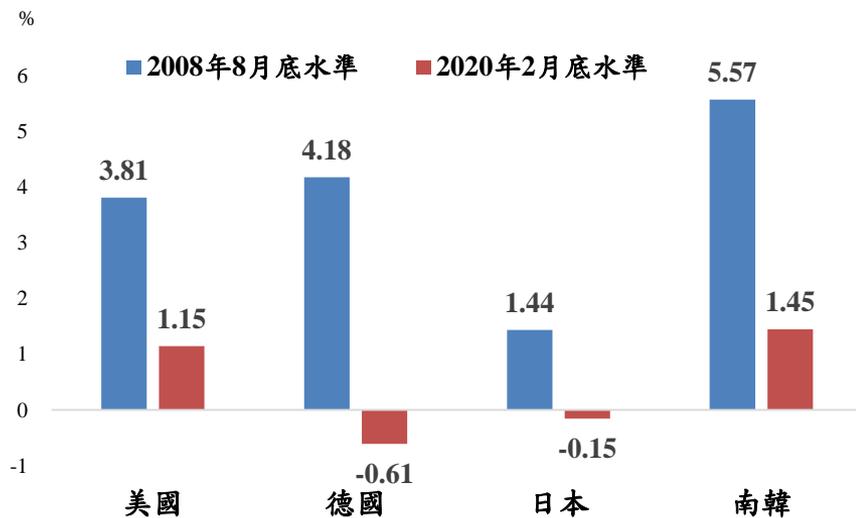


*:以各經濟體實質GDP年增率表示；負號代表衰退。
資料來源：IHS Markit(2020/6/15)

(1)不同於全球金融危機時期，目前公債期限溢酬已處於低檔，採以往QE作法壓低中長期公債殖利率，幅度有限。

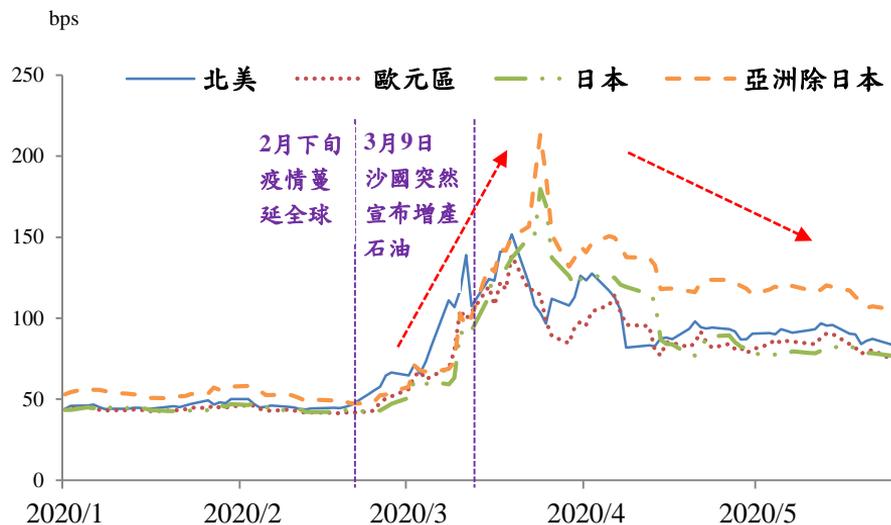
(2)疫情衝擊，使企業信用溢酬飆升，多國央行直接介入信用市場以期壓低信用溢酬。

本次疫情各國10年期公債殖利率再降空間已有限



資料來源：Bloomberg

本年2月底投資等級公司債信用溢酬快速上升



資料來源：Bloomberg

(二)各國央行所採措施之比較：

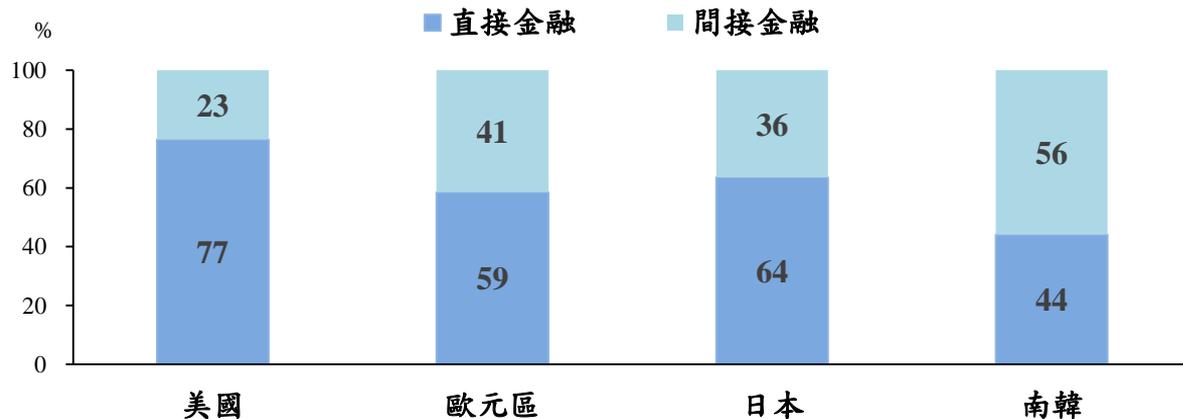
因金融結構、法規及風險分攤等因素而異

1. 各經濟體對直接與間接金融的依賴程度，影響其寬鬆措施之設計。

(1) 美國資本市場深且廣，直接金融比重近8成；歐、日及南韓則約44%~64%。

(2) 金融結構影響貨幣政策主要傳遞管道，與歐、日及南韓相比，美國貨幣政策偏向以直接金融方式實施寬鬆措施。

各經濟體直接與間接金融比重



*2019年德國直接與間接金融比重為49%與51%。

資料來源：以Bloomberg、BIS、ECB數據推估

2. 各國資產購買計畫或融通機制的執行方式有別，有些採SPV模式，有些則是由央行直接操作。

採SPV模式			直接操作	
政府完全承擔風險	央行與政府分攤風險		央行完全承擔風險	
英國	美國	南韓	歐元區	日本
<ul style="list-style-type: none"> ➢ 設立 BoE 子公司—BoE 資產購買基金有限公司 (BEAPFF)，而BoE作為代理人。 ➢ 利潤與損失全歸屬英國財政部。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 由Fed與美國財政部合作成立SPV，若干由第三方中介機構管理。 ➢ 由美國財政部的股權資金(約10%)優先承擔損失，其餘由Fed承擔。 ➢ 至於產生利潤，最後仍將上繳美國財政部。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ SPV擬設置在南韓開發銀行(KDB)之下，由KDB管理。 ➢ 由政府預算提撥的股權資金優先承擔損失(10%)，其次是KDB的次順位貸款承擔(10%)，其餘80%則由BoK承擔。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 「歐洲中央銀行體系及歐洲中央銀行條例議定書」第18條指出，ECB得於金融市場從事買賣斷交易；與信用機構及其他市場參與者從事信用操作，放款時並應有適足之擔保品。 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 根據「日本銀行法」第33條第1款，BoJ可買賣商業本票、公債及其他債券。 ➢ 第43條第1款指出，為達到其職責，BoJ得在首相或財務大臣同意後承作該法案中未明列之操作。

(三) 各界關注此次大規模寬鬆措施對未來經濟金融的可能副作用，如：

貨幣政策與財政政策界限趨向模糊、損及金融市場運作機制及企業汰劣存優法則、央行被誤認為拉抬資產價格者或扮演信用配置者。

四、美國Fed因應新冠肺炎疫情所推出緊急融通機制之介紹

(一)本次Fed推出較以往更多樣性的緊急融通機制

一相較以往危機時期所採寬鬆貨幣措施，本次Fed採行9項緊急融通機制；推估總規模約**2.82兆美元**，相對**GDP比率達13.2%**。

Fed緊急融通機制簡介

	主要交易商融通機制	商業本票融資機制	貨幣市場共同基金流動性機制	定期資產擔保證券貸款機制	市政債流動性機制	初級市場公司融通機制	次級市場公司融通機制	中小企業貸款方案	就業保護方案流動性機制
機制簡稱	PDCF	CPFF	MMLF	TALF	MLF	PMCCF	SMCCF	MSLP	PPPLF
資產類別	短期融通	商業本票	貨幣市場	資產擔保證券	市政債	公司債及貸款	公司債及其ETF或指數	中小企業貸款	小型企業貸款
標的最長存續期間	90天	3個月	1年	3年	3年	4年	5年	5年	5年
SPV架構	否	是	否	是	是	是	是	是	否
SPV買入資產價格/融通利率	依主要融通利率提供融通	CP信評A1： 3mOIS+110bps CP信評A2： 3mOIS+200bps	公債及政府保證債券：主要融通利率 其他債券：主要融通利率 +25~100bps	固定利率：2y或3yOIS +75~125bps 浮動利率： FFR+75bps或30d平均SOFR+150bps	對應年期OIS+150~590bps	依初級市場發行利率+100bps(手續費)	依市價於次級市場購買	1m或3m LIBOR +300bps	收取固定費用 35bps

註：Overnight Index Swap(OIS)、Federal Funds Rate(FFR)、Secured Overnight Financing Rate(SOFR)、London Interbank Offered Rate(LIBOR)。

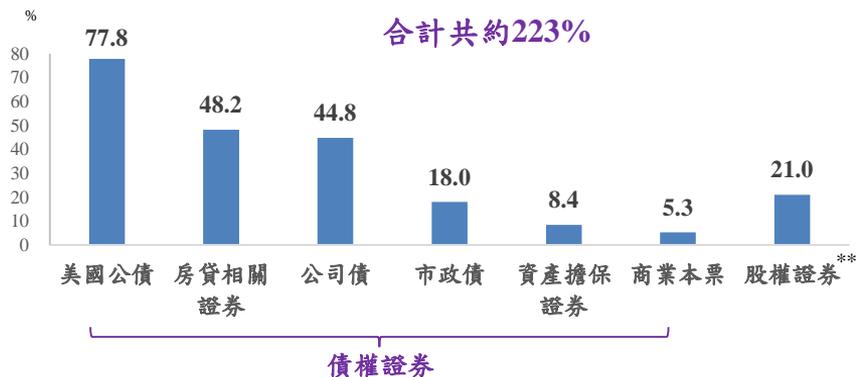
資料來源：Fed官網

(二) Fed 緊急融通機制偏重對資本市場的支持

1. 資本市場在美國金融體系扮演舉足輕重之角色。

- (1) 目前美國主要債權證券及股權證券對GDP比率高達223%，致Fed貨幣政策鬆緊多透過資本市場傳遞至實體經濟。
- (2) 美國各類證券價格高度連動，公司債及房貸機構債券等各年期利率多與美國公債殖利率曲線連動。

主要類別證券流通在外餘額對GDP比率*

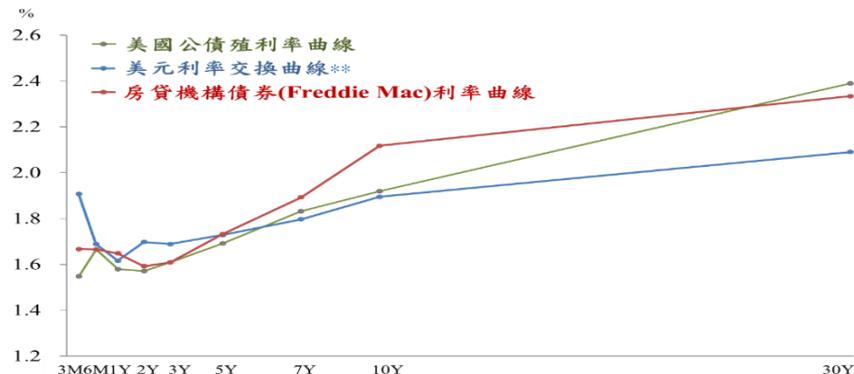


*: 房貸相關證券及資產擔保證券為2019年第三季數據，其餘數據係截至2019年底。

** : 截至2019年底企業在初級市場所募得之資金，非以目前市價計算。

資料來源：SIFMA、St. Louis Fed及Bloomberg

美國各類型債券殖利率高度連動*



*: 選用2019年12月31日資料為代表。

** : 利率交換(interest rate swap, IRS)係交換利息的一種遠期契約，交易雙方於契約期限內，以浮動與固定利率作為交換標的，定期交換利息。

資料來源：Bloomberg

2. Fed融通機制全力防止資本市場出現資金斷鏈。

- (1) 3月9日至18日投資人大舉拋售美國各類資產，一度導致金融市場動盪，資金供給者財富劇減，資金需求者因信用受損難以取得融資。
- (2) Fed多數寬鬆措施包括緊急融通機制，皆是確保資本市場具有充足流動性及防止資產出現全面性賤售。

本年3月9日~18日美國相關資產價格變動情形*

	美國10年期 公債殖利率	美國商業本票 90天期利率	北美高收益債CDS 指數	S&P500指數
起始日 (2020/3/9)	0.5407%	0.81%	551bps	2,747點
結束日 (2020/3/18)	1.1915%	1.41%	727bps	2,398點
期間差異	上漲65.08bps	上漲60bps	上漲176bps	下跌349點

*:債券殖利率上漲代表其價格下跌；信用違約交換(credit default spread, CDS)利差係反映其信用貼水。

資料來源：Bloomberg

(三) Fed 多項緊急融通機制須由 SPV 代為執行

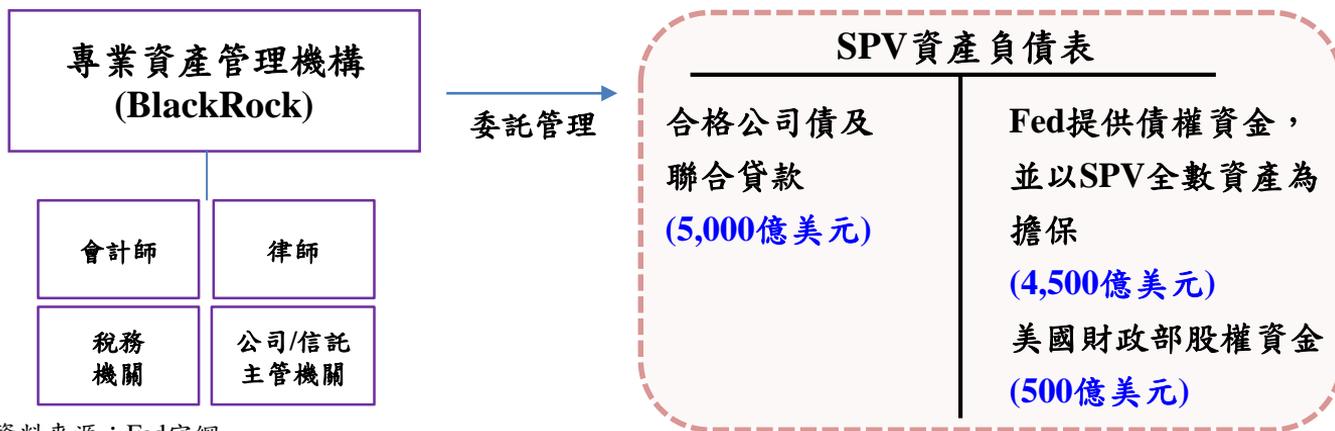
1. 受限於聯邦準備法相關規範，Fed 多項融通機制須借道 SPV。

(1) 該法第 14 條第 2 項 (b) 款：限制 Fed 在公開市場購買之標的。

(2) 該法第 13 條第 3 項：Fed 進行緊急融通時，須避免納稅人遭受損失。

(3) Regulation A 第 201 條第 4 項 (d) 款：Fed 可藉由合格機制或機構，對非存款機構提供緊急融通。

初級市場公司融通機制—SPV 運作模式



資料來源：Fed 官網

2. BoE與BoK亦採用類似上述SPV模式，進行特定債券之購買計畫。相對於Fed受到嚴格規範，**歐元區與日本的央行法則較為寬鬆**，致ECB與BoJ不採SPV方式，而是直接購買或融通具信用風險之債權。

(四) Fed採行緊急融通機制可能衍生之爭議，如Fed承擔的信用風險較以往大、委外管理引發利益衝突爭議及對未來經濟金融的其他潛在問題

BoE子公司BEAPFF資產負債表

BoE子公司BEAPFF

公債及
投資等級公司債
(6,450億英鎊)

BoE債權資金為主
(約6,450億英鎊，
損失由英國財政部
足額擔保)

BoE股權資金
(1英鎊)

南韓購買公司債及商業本票之SPV資產負債表

韓國發展銀行所設SPV

公司債及商業本票
(10兆韓元)

BoK債權資金
(8兆韓元)

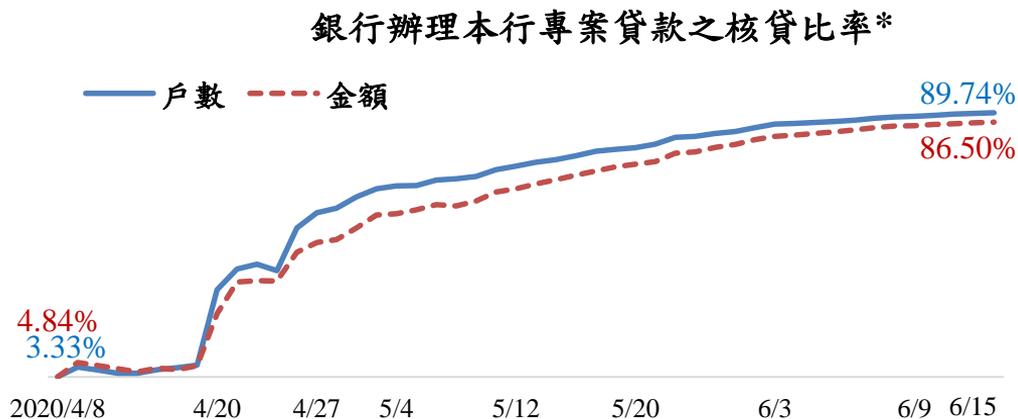
韓國發展銀行提供次順位貸款
(1兆韓元)

南韓政府透過韓國發展銀行
提供之股權資金
(1兆韓元)

五、本行因應新冠肺炎疫情影响所採對策及與美國Fed措施之比較

(一)本行因應對策

- 1.調降政策利率：減輕民眾與企業部門債務負擔，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：確保金融機構資金充裕，發揮金融中介功能。
- 3.實施中小企業貸款專案融通，並結合信用保證機制：協助中小企業營運不中斷。



*:核貸比率：核准戶數(金額)/受理戶數(金額)。

資料來源：本行

(二)本行相關措施與美國Fed措施之比較

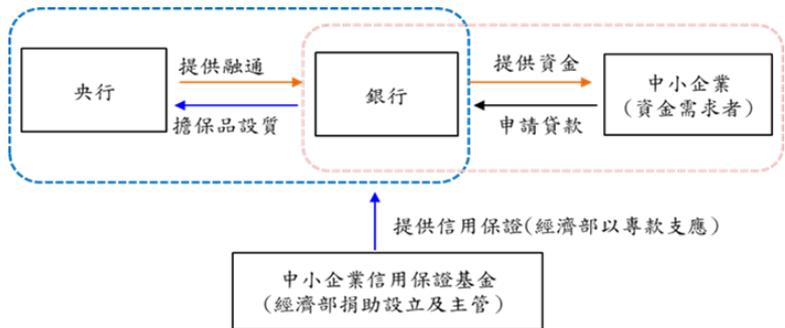
- 1.本行擴大附買回操作機制及Fed主要交易商融通機制(PDCF)均可充分提供金融機構流動性，維持市場正常運作。
- 2.本行專案貸款運作方式較為單純：

項目	運作方式	目的
本行專案貸款	直接融通資金予承做合格貸款之金融機構	協助中小企業營運不中斷
Fed就業保護方案流動性機制(PPPLF)		
Fed中小企業貸款方案(MSLP)	由Fed設立SPV居間購入合格貸款	

本行採行直接融通方式主要係考量：

- 我國企業多透過銀行中介機構取得所需資金，銀行放款管道為我國貨幣政策主要傳遞管道之一。
- 我國中小企業信用保證機制運作順暢，可提供高成數之信用保證，有效提高銀行放款意願。

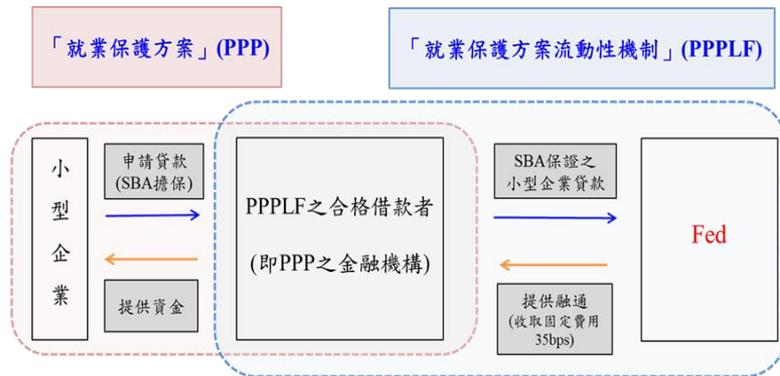
本行專案貸款結合信用保證機制流程圖



註：藍色箭頭(←)代表擔保品
 橘色箭頭(←)代表資金流向

資料來源：本行

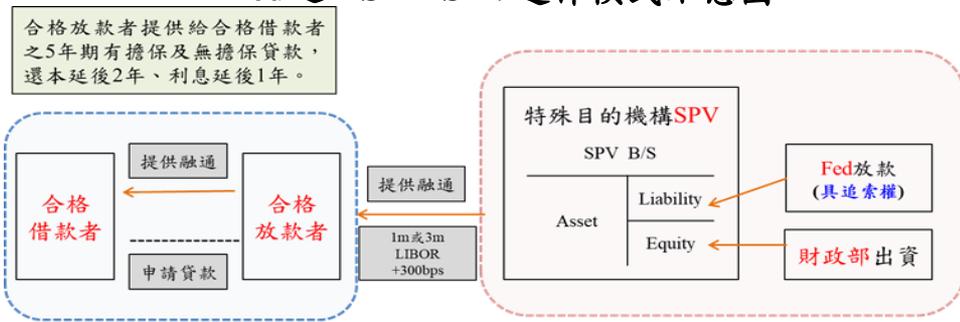
Fed之PPPLF運作模式示意圖



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

Fed之MSLP-SPV運作模式示意圖



註：橘色箭頭(←)代表資金流向

Fed與財政部合作成立SPV，由財政部ESF出資成為唯一股東，SPV再以資產向Fed抵押借款；Fed對該放款具追索權。

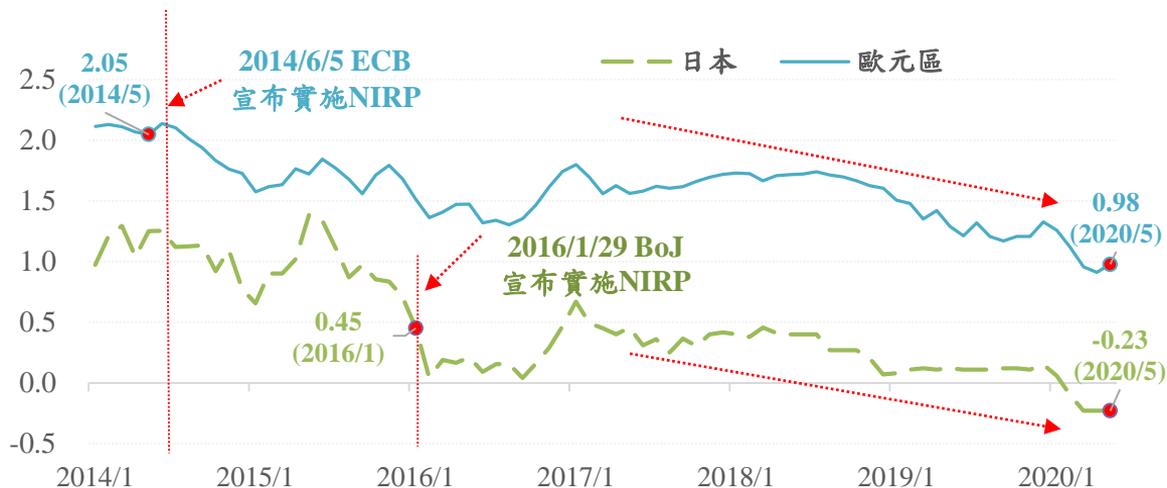
資料來源：Fed

六、再論負利率政策之利弊

(一) 歐元區及日本採行負利率政策似未能提高通膨預期

1. 歐元區通膨預期指標由負利率政策採行時的2.05%，下降至本年5月底的0.98%。
2. 日本則由採行該政策時的0.45%，下降至本年5月底的-0.23%。

實施負利率政策後歐元區及日本通膨預期之走勢*



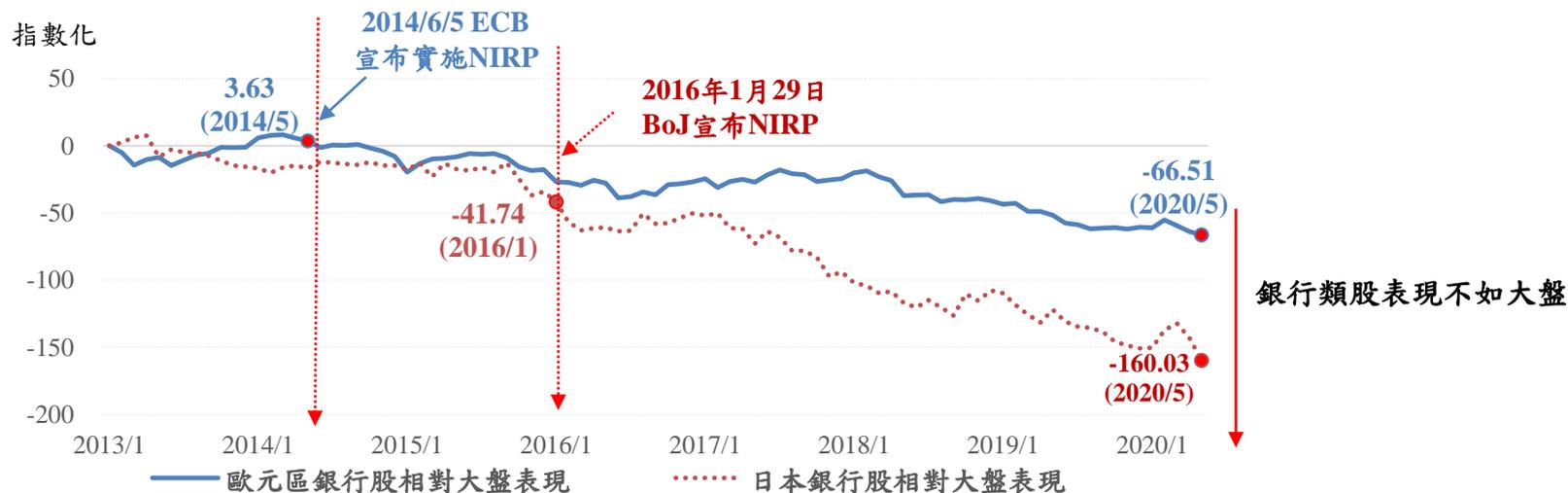
舊金山Fed研究指出：
BoJ採行負利率政策
後，日本之中期通膨
預期反而下降。

*此處係指5年後的5年期通膨預期，係由10年期及5年期通膨交換(inflation swap)所推算而得。
資料來源：Bloomberg

(二) 侵蝕銀行業獲利，弱化銀行中介功能，不利貨幣政策的傳遞機制

1. 銀行為避免存款流失而不敢實施負存款利率，致其淨利差縮小，恐影響其金融中介功能。
2. 自ECB及BoJ採行負利率政策迄今，歐、日銀行股表現明顯落後大盤，隱含該政策不利銀行獲利與其向資本市場籌資。

歐元區及日本銀行類股相對大盤表現



註:各指數均以2013年1月為基期(=100)，此處衡量銀行類股相對大盤表現係先將該銀行類股與大盤指數分別指數化後，再由銀行類股減去其對應之大盤指數。資料截止至2020年5月底。

資料來源：Bloomberg

3.在負利率政策期間，**歐元區信用擴張表現優於日本。**

(1)歐元區：銀行**放款增加**，且**借款者信用改善**，有助緩和該政策對銀行獲利的負面影響。

—截至本年4月，歐元區**銀行授信約成長10.5%**(年率化後約**1.73%**)；

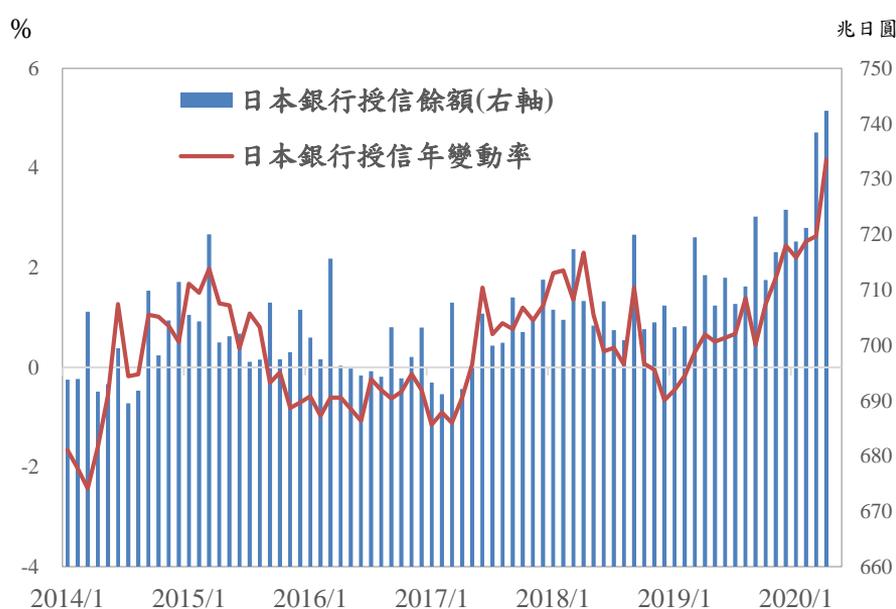
(2)日本：截至本年4月止，**銀行授信約成長5.8%**(年率化後約**1.35%**)。

歐元區及日本之銀行授信餘額*及年增率



*:歐元區銀行授信係指貨幣金融機構對歐元區家計部門及非金融企業之授信總額

資料來源：ECB



*:日本銀行授信係指銀行證券投資及放款金額之合計數

資料來源：BoJ

(三) 全球負殖利率債券規模擴大，不利公債與貨幣市場運作，亦不利潛在產出及有效需求成長

1. 全球負殖利率債券規模逾12兆美元，致其市場流動性大幅下降；若Fed實施負利率，恐使美國貨幣市場基金淨值跌破1元無法保本，將使短期信用市場緊縮。
2. 低生產力企業將因籌資成本甚低而得以繼續經營，衝擊潛在產出成長。
3. 歐、日部分國家長期公債殖利率轉負後，民間儲蓄率反而攀升，不利有效需求。



*:此處負殖利率債券規模係採Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value USD指數
資料來源：Bloomberg

(四) Fed等央行對負利率政策多持保留態度

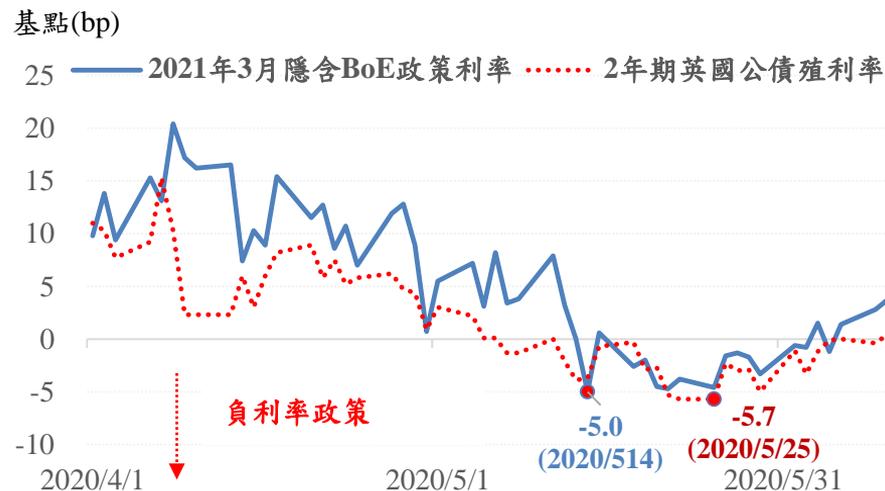
1. 近期市場預期Fed及BoE可能實施負利率政策，惟Fed主席否認其為政策選項。
2. BoE總裁Andrew Bailey表示，原則上不排除一切可能，惟目前尚未將負利率納入考量；挪威央行及澳洲央行亦無意實施負利率。

市場預期Fed可能於2021年底前實施負利率政策*



*：此處係以2021年12月Fed聯邦資金利率期貨價格反推。
資料來源：Bloomberg。

市場預期2021年3月BoE或採行負利率政策*

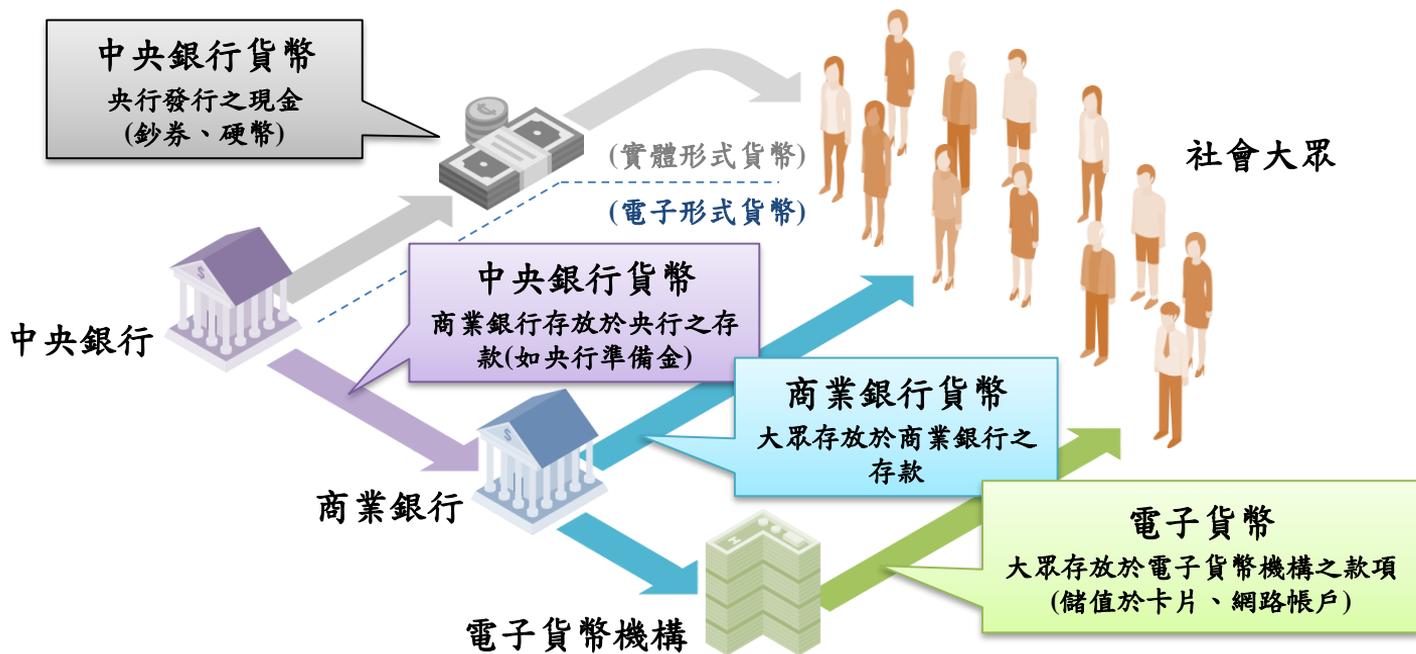


*：此處係以2021年3月隔夜指數交換(OIS)價格反推。
資料來源：Bloomberg。

七、國際間央行數位貨幣之最新發展趨勢

(一)CBDC可能是未來另一種形式的中央銀行貨幣

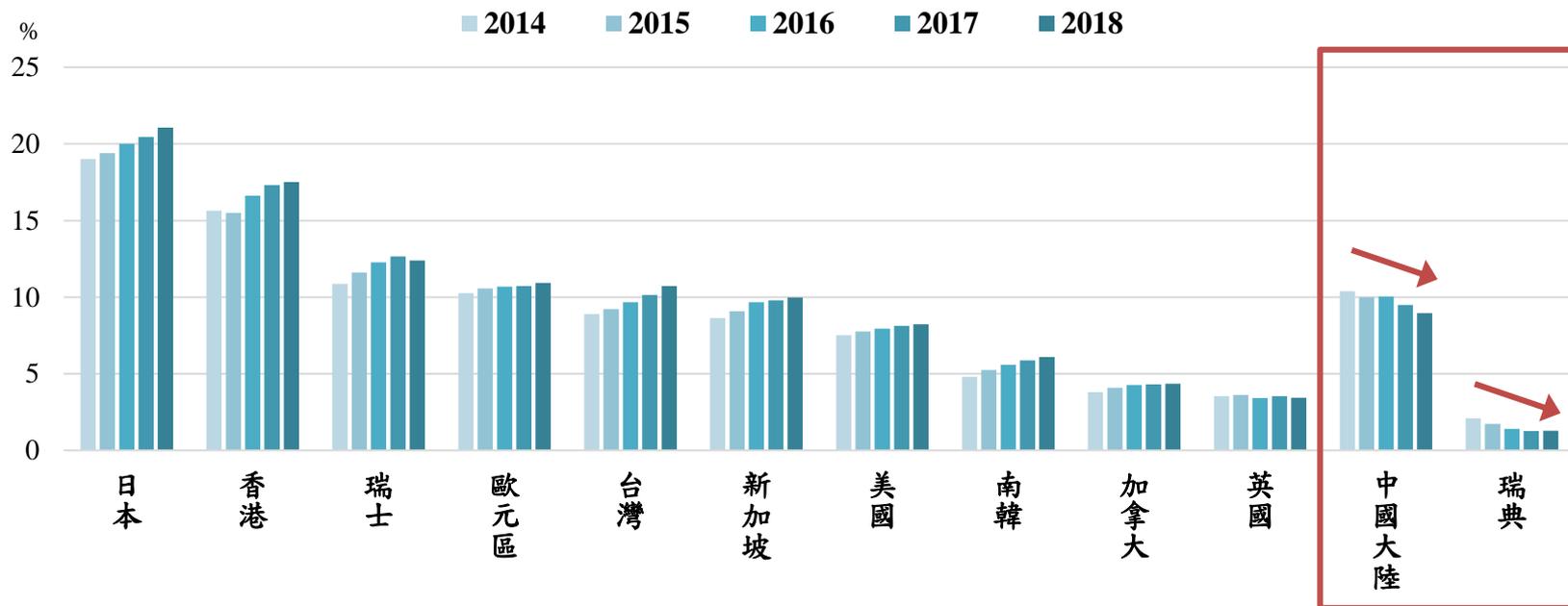
- 1.中央銀行貨幣支持商業銀行貨幣及電子貨幣，三者串聯運作，構建信任的支付體系。
- 2.在數位科技的帶動下，國際間興起CBDC的新構想。



(二)目前多數國家均在研究階段

- 1.少數國家如瑞典及中國大陸因現金使用減少，而較積極發展CBDC。
- 2.目前國際間尚無央行正式發行或公布推出時間表。

主要國家(經濟體)流通在外通貨相對名目GDP之比率

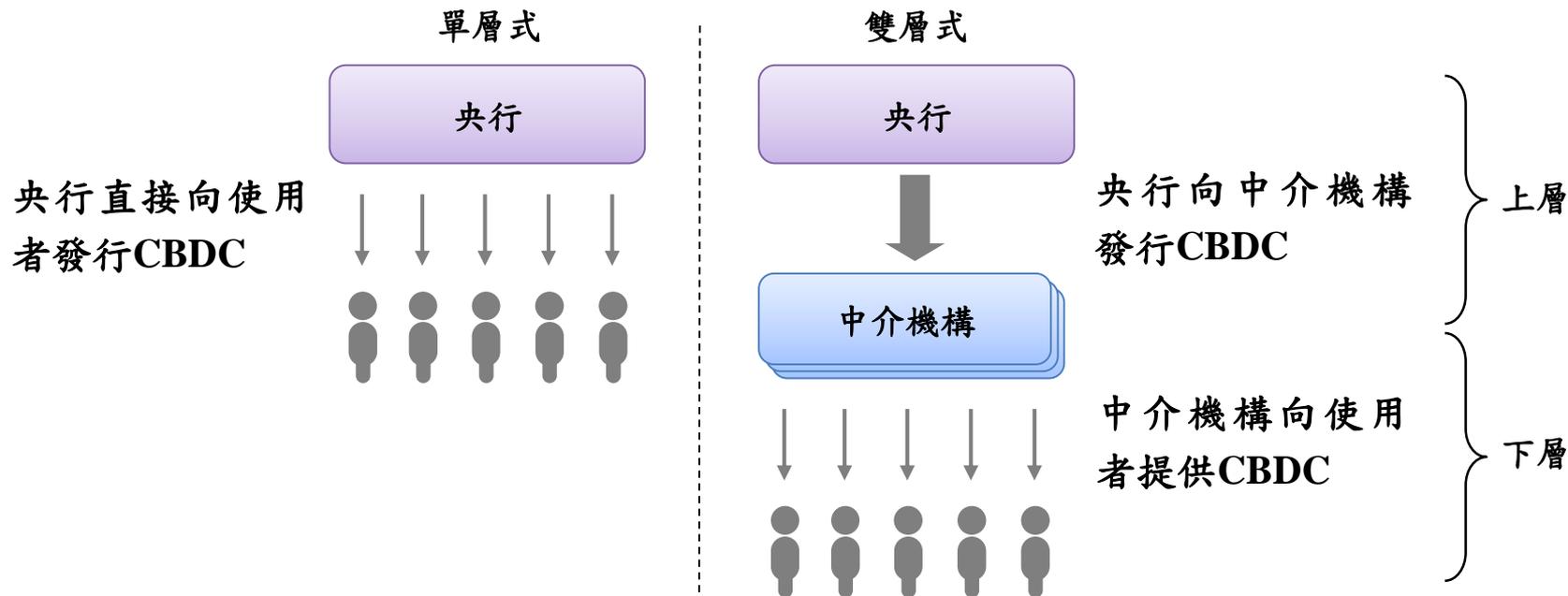


資料來源：BIS、本行、主計總處

(三)CBDC的設計多朝雙層式架構發展

- 1.單層式架構造成金融去中介化，也易產生與民間競爭或阻礙創新等爭議。
- 2.雙層式架構可維持公私合作的良好運作機制，例如瑞典、中國大陸等試驗均採雙層式架構。

CBDC架構



(四)本行在研究CBDC的同時，持續推動電子支付發展

分階段推進CBDC研究與試驗，與國際腳步一致

- 已進行第一階段「批發型CBDC可行性技術之研究」
- 規劃下一階段「通用型CBDC概念驗證」

持續促進電子支付發展，完善行動支付基礎設施

- 持續推廣QR Code共通支付標準
- 督促建置電子支付跨機構共用平台
- 規劃提供手機門號跨行轉帳服務

簡報完畢

謝謝！



敬祝

端午佳節愉快！