

出國報告（出國類別：其他）

參加美國紐約聯邦準備銀行
「貨幣政策執行」研習課程報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張逸綸/業務局四等專員

派赴國家：美國

出國期間：111年7月11日至17日

報告日期：111年10月17日

目 次

壹、前言	1
貳、全球金融危機及新冠肺炎疫情期間美國緊急融通制度變革	2
一、全球金融危機期間	2
二、新冠肺炎疫情期間	8
參、我國央行貼現窗口制度之運作	13
一、貼現窗口制度簡介	13
二、新冠肺炎疫情期間實施中小企業貸款專案融通方案	15
肆、結論及建議	21
一、結論	21
二、建議	22
參考資料	24

壹、前言

本次參加美國紐約聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York, FRBNY)於2022年7月12日至14日舉辦為期3日之「貨幣政策執行」(U.S. Monetary Policy Implementation)研習課程，為該行自新冠肺炎疫情爆發以來，首次舉辦之實體課程，總計有95位來自五十多國央行之學員參加。主要課程內容包含美國聯邦準備體系簡介、Fed貨幣政策操作架構、對發行央行數位貨幣(central bank digital currency, CBDC)的看法、美元LIBOR替代利率指標轉換計畫，以及美國貨幣、債券及貸款市場概況簡介等。課程均由FRBNY官員講授，另有分組討論與綜合座談，由講師與學員間進行交流，分享貨幣政策操作等相關實務經驗。

全球金融危機期間，Fed多次調整貼現窗口融通機制，並啟動緊急融通機制，針對非銀行業之金融機構、公司與個人直接提供融通資金，終於使得金融市場恢復正常運作。新冠肺炎疫情期間，Fed推出9項流動性與信貸支持機制，偏重採直接金融方式，對企業及家計單位進行融通，改善貨幣政策傳遞的時間落後問題，直接支持信用市場，嚴防資本市場發生資金斷鏈情形，避免重蹈全球金融危機的覆轍。

我國央行現行貼現窗口制度，包含重貼現、短期融通及擔保放款再融通，多年來相關實務運作順暢。新冠肺炎疫情期間，我國央行實施中小企業貸款專案融通方案，金融機構累計核准戶數計30.7萬戶，核准金額計5,035.8億元，有助中小企業及時取得營運所需資金，成效良好。

本報告內容主要分為4章，除第壹章前言外，第貳章概述全球金融危機及新冠肺炎疫情期間美國緊急融通制度變革；第參章為我國央行貼現窗口制度簡介及實施中小企業貸款專案融通方案簡介；第肆章為結論與建議。

貳、全球金融危機及新冠肺炎疫情期間美國緊急融通制度變革

一、全球金融危機期間

(一) Fed 貼現窗口融通制度的變革

2008 年全球金融危機前，Fed 貼現窗口融通制度有 4 類(表 1)，包含一般所稱的主要融通(primary credit)，以及次要融通(secondary credit)、季節性融通(seasonal credit)及緊急融通(emergency credit)¹。

表 1、全球金融危機前，Fed 貼現窗口融通制度

種類	適用對象及資格要求	利率	期限/行政原則
主要融通	資本充足的存款機構，符合 CAMELS ¹ 等級為 1、2、3 者；SOSA ² 等級為 1、2 者	聯邦資金利率 (Federal Funds Rate, FFR)加碼	多為隔夜融通，天期可至 90 天；Fed 原則核准不過問
次要融通	資本較不充足的金融機構，符合 CAMELS 等級為 4、5 者；SOSA 等級為 3 者	FFR 加碼，且高於主要融通利率	短期為主，亦可長達數週；作業較繁瑣且須經 Fed 同意
季節性融通	存款低於 5 億美元的小型金融機構	與市場利率連動 ³	係對不易取得資金的小型金融機構提供，融通期限較主要融通為長
緊急融通	非銀行機構	4 類中最高，聯邦準備理事會決定	極少使用

註：1. CAMELS 指資本適足性(capital adequacy)、資產品質(asset quality)、經營品質(management)、獲利能力(earnings)、流動性(liquidity)、對市場風險敏感度(sensitivity to market risk)，評等分 5 級，第 5 級最差。

2.SOSA 為外商銀行母公司對其在美子公司管理與財務支援之評等(strength of support)，分 3 級，第 3 級最差。

3.前兩週 FFR 與 90 天期大額定存單次級市場利率之平均值浮動計息。

資料來源：林清惠(2008)；作者整理

¹ 林清惠(2008)。

向 Fed 貼現窗口融通的金融機構，除須在聯邦準備銀行開立存款準備金帳戶，並需符合資本要求及監理評等，另尚須提供合格擔保品(證券或貸款)²，方可向 Fed 融通。

2007 年 8 月美國次級房貸事件發生後，Fed 隨即兩次調整貼現窗口融通制度，將主要融通利率由正常時期之「FFR+1%」調降為「FFR+0.25%」，並將融通期限由隔夜延長至 90 日，盼降低金融機構融通資金的取得成本，以提供市場所需的流動性。金融機構因仍可在市場上其他管道取得較貼現窗口更為便宜的資金，且擔心使用 Fed 貼現窗口將導致汗名化³的問題，融通餘額仍偏低，惟部分金融機構已提高其存放於聯邦準備銀行的擔保品金額，顯示金融機構仍將貼現窗口視為取得流動性的重要來源。

Fed 貼現窗口融通制度的緊急融通機制，自 1930 年代全球經濟大蕭條後幾無使用。2008 年 3 月 Fed 主要交易商美國第五大投資銀行貝爾斯登(Bear Stearns)面臨經營困境⁴，因其係屬投資機構而非存款機構，而無法使用貼現窗口向 Fed 進行融通。Fed 遂於其緊急會議上決議，藉由對摩根大通銀行提供緊急融通，以協助其收購貝爾斯登。

有鑑於此，考量現行制度無法對部分特定市場直接挹注流動性，Fed 爰依據緊急融通法源，建立對主要交易商的融通制度，包含「定期借券融通機

² 金融機構較常提出的擔保品，依序為商業、工業及農業貸款、消費者貸款、住宅及商業不動產貸款、公司債及貨幣市場工具、美國財政部與代理機構、政府出資企業所發行的證券、資產抵押證券、房貸擔保證券、美國國庫券及地方政府債券。

³ 為解決貼現窗口制度汗名化的問題，Fed 於 2007 年 12 月建立定期競標融通機制(Term Action Facility, TAF)。

⁴ 主要交易商為美國票券附買回市場最大的資金借入者，資金借出者則主要包含避險基金、貨幣市場基金及銀行。主要交易商短期資金來源以附買回交易占最高，其中又多为隔夜附買回交易，面臨較重的隔夜資金壓力。一旦主要交易商資金周轉不靈，將造成貨幣市場出現流動性危機，進而可能影響整體金融體系。

制(Term Securities Lending Facility, TSLF)⁵」及「主要交易商融通機制(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)」。TSLF 主要為確保公債市場與抵押證券市場的運作，並為 Fed 首度接受民間貸款，如房貸抵押擔保證券(mortgage-backed securities, MBS)為擔保品。PDCF 則近似於其向存款機構進行融通，惟對象不同。PDCF 主要係防範非存款機構，如貝爾斯登流動性短缺蔓延至金融體系的危機，以有效緩解非銀行業的流動性資金壓力。

2008 年 9 月投資銀行雷曼兄弟(Lehman Brothers)倒閉，造成投資人信心喪失，銀行間拆款利率急速上升，致商業本票市場出現流動性危機。因商業本票市場是美國金融業與非金融業重要的短期資金來源，為提振投資人信心及挹注貨幣市場的流動性，2008 年 9~10 月 Fed 陸續推出「資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF)」、「商業本票融資機制(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)」及「貨幣市場投資人融通機制(Money Market Investor Funding Facility, MMIFF)」。AMLF 係銀行業以其於貨幣市場所買之高品質資產擔保商業本票(asset-backed commercial paper, ABCP)向 Fed 進行融通。受限於聯邦準備法規範，Fed 在進行緊急融通時，須避免納稅人遭受損失，因此 CPFF 及 MMIFF 均透過特殊目的機構(special purpose vehicle, SPV)運作，CPFF 由 SPV 買入 Fed 主要交易商提供之合格資產(無擔保 CP 與 ABCP)，再由 Fed 對 SPV 提供融通並買入其合格資產，MMIFF 運作機制與 CPFF 雷同，購買與 CPFF 不同的合格資產，可視為 CPFF 之補強機制⁶。

⁵ 主要交易商得以 MBS 等流動性較低的證券為擔保品，向紐約 Fed 借入公債，再以其作為擔保品向市場籌資。

⁶ 中央銀行(2010)。

此外，全球金融危機發生期間，證券化市場幾乎形同關閉。因證券化市場是美國家庭與企業部門融資的主要管道之一，使得家庭與企業部門的重要融資來源斷絕。Fed 為對家庭及企業提供必要的流動性，2008 年 11 月建立「定期資產擔保證券機制(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)」，由 Fed 向 SPV 融通，並由 SPV 收購缺乏流動性的資產擔保證券(如以車貸及就學貸款為擔保等)，後擴大至收購商業不動產抵押貸款擔保證券(commercial mortgage-backed securities, CMBS)與民間部門發行之住宅用房貸抵押擔保證券(residential mortgage-backed securities, RMBS)等，透過買進相關資產抵押證券之方式，對家庭與企業提供融通。

鑑於危機的根源來自住宅市場，以及為對市場挹注長期資金，2008 年 11 月 Fed 宣布實施收購政府贊助機構(government-sponsored enterprises, GSE)發行或擔保之 MBS 計畫，如收購由 Fannie Mae 與 Freddie Mac 所承作的房屋貸款或 MBS。2009 年 3 月 Fed 宣布將購買長期公債，透過降低公債利率，引導房貸利率走低，以改善借貸市場狀況，進而刺激經濟成長。

上述 Fed 對非存款機構提供融通之法源依據，係聯邦準備法(Federal Reserve Act)第 13 條第 3 項規定：理事會可授權聯邦準備銀行，對非存款機構的個人與企業提供緊急融通，惟僅限於 Fed 判斷無其他替代之資金來源，且此種資金無法取得之情況，將對美國經濟與金融造成嚴重之不利影響。Fed 於全球金融危機期間啟動之緊急融通範圍，已涵蓋該法第 13 條第 3 項之最大範圍，包含主要交易商、貨幣市場參與者、家庭及企業等(表 2)。

表 2、全球金融危機期間，Fed 緊急融通制度簡介

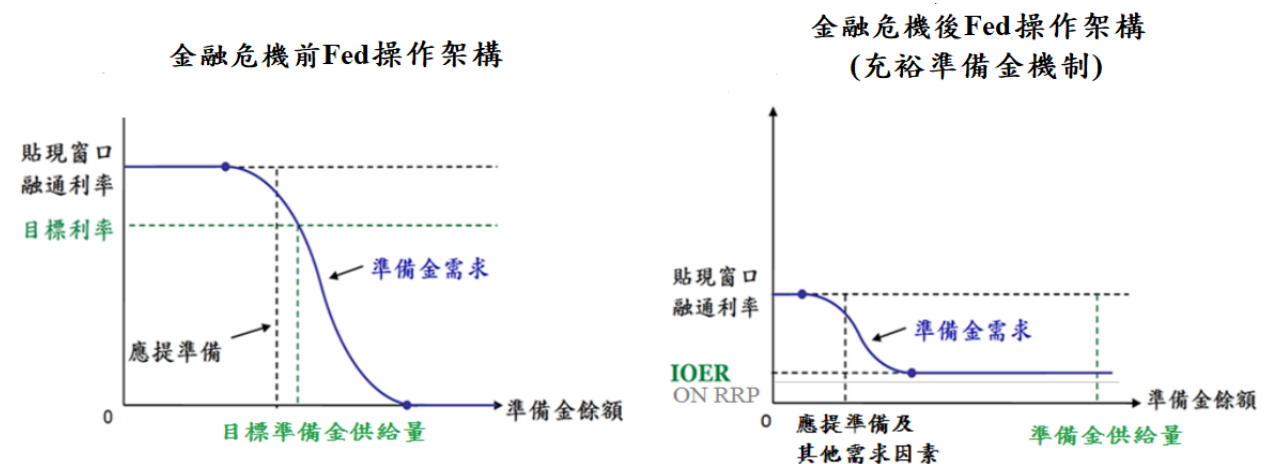
機制名稱	定期借券 融通機制	主要交易商 融通機制	資產擔保商業本票貨幣 市場基金流動性機制	商業本票融資機制	貨幣市場投資人 融通機制	定期資產擔保 證券機制
機制簡稱	TSLF	PDCF	AMLF	CPFF	MMIFF	TALF
融通對象	主要交易商		貨幣市場借款人與投資人			消費者及企業
運作方式	主要交易商以流動性較低的證券為擔保，向 Fed 借入公債(標售取得)，再以其為擔保品向市場融資	主要交易商將資金需求告知清算銀行，由其確認擔保品足額並移轉至 Fed 帳戶下，Fed 再將款項透過清算銀行移轉給主要交易商	存款機構買入高品質 ABCP，並以此向 Fed 申請融通	SPV 自 Fed 主要交易商買進無擔保 CP 或 ABCP，再以其為擔保品向 Fed 申請融通	SPV 自貨幣市場買進合格短期貨幣市場金融資產，Fed 再對買入資產 90% 提供融通，其餘 10% 由 SPV 發行 ABCP 向投資人籌資	SPV 向持有合格擔保品人買入卡債、汽車貸款、學生貸款等 ABS，並由美國財政部擔保部分損失
擔保品	公開市場操作合格擔保品、MBS、ABS	公開市場操作合格擔保品、投資等級之公司債、MBS、ABS	高品質 ABCP	ABCP 或無擔保 CP	可轉讓定期存單、銀行票券、CP	小型企業貸款 ABS、CMBS 證券化商品
融通期限	28 天	隔夜	最長 270 天	最長 90 天	最長 90 天	3 年
融通利率	交易商擔保品與公債之利差	主要融通利率	主要融通利率	FFR	主要融通利率	市場利率 (LIBOR) 加碼

資料來源：中央銀行(2010)；作者整理

(二) Fed 貨幣政策操作架構的改變

Fed 貨幣政策係以 FFR 區間為操作目標，各項融通利率多與 FFR 連動。2008 年全球金融危機以前，Fed 並未對央行準備金付息，銀行持有準備金機會成本較高，因此銀行體系準備金餘額偏低。存款機構經常透過聯邦資金市場調撥資金，Fed 即可透過貼現窗口、法定存款準備，以及在準備金需求曲線陡峭區間(圖 1)進行公開市場操作，引導 FFR 趨近目標值。惟 FFR 波動幅度較大，不利 Fed 進行調控。

圖 1、金融危機前後 Fed 貨幣政策操作架構



資料來源：本次研習課程資料

全球金融危機後，銀行風險偏好改變，為加強流動性風險管理，增持準備金作為部分流動性緩衝，致銀行體系準備金遽增，Fed 無法再利用公開市場操作調控準備金來引導 FFR，因此自 2008 年 10 月，開始向存款機構之超額準備金付息(interest rate on excess reserves, IOER)，提高存款機構將準備金存放於 Fed 之意願。理論上，IOER 應可形成 FFR 之下限，因存款機構不致以低於 IOER 之利率拆出資金，惟如貨幣市場基金等非存款機構，不適用 IOER 機制，造成其仍以低於 IOER 之利率於聯邦資金市場拆出資金，存款

機構則可拆入低利資金後，存放於 Fed 準備金帳戶，進行套利，致 IOER 反而成為 FFR 的有效上限。

Fed 為強化以 IOER 調控短期利率之效果，推出隔夜附賣回操作(overnight reverse repurchase agreement, ON RRP)，相較於 IOER 僅適用於銀行(存款機構)，ON RRP 更納入貨幣市場基金等非存款機構，吸納非存款機構的餘裕資金，使 Fed 利率調控對象更具全面性。ON RRP 之交易對手不致以低於 ON RRP 之利率在市場拆出資金，有助市場形成以 IOER 為上限、ON RRP 為下限之利率目標區間。

此即為 Fed 調控利率之充裕準備金機制(ample-reserve regime)，將銀行體系準備金維持於「可有效率且有效執行貨幣政策」之水準，確保 Fed 可在準備金需求曲線平坦區間(圖 1)，透過操作利率(包含 IOER 及 ON RRP 利率)之調整，以控制 FFR 與其他短期利率之水準。

二、新冠肺炎疫情期間

(一)Fed 推行的緊急融通制度

2020 年 3 月新冠疫情爆發以來，美國經濟陷入自全球金融危機以來最嚴重的衰退⁷，為舒緩疫情衝擊並提振經濟，Fed 計降息 150bps(FFR 目標區間降至 0%~0.25%)，並持續進行例行及擴大資產購買計畫。惟鑑於近年全球長期處於低利率環境，央行藉由降息及購買政府中長期公債，以降低長期資金成本的效果有限，且本次疫情直接衝擊實體經濟，加重企業的融資成本。因此，Fed 考量美國金融體系高度仰賴資本市場，且資本市場直接金融占比甚高，推出 9 項緊急融通機制，偏重採直接金融方式，對企業及家計單位進

⁷ 2020 年第 1 季經濟成長率劇降至-5.0%、失業率由 3.8%攀升至 4 月之 14.7%。

行融通，改善貨幣政策傳遞的時間落後問題，直接支持信用市場，嚴防資本市場發生資金斷鏈情形，避免重蹈全球金融危機的覆轍。

在 9 項緊急融通制度中，在全球金融危機期間亦有推行，且運作機制相仿的融通制度，包含 PDCF、CPFF、MMLF(前身為 MMIFF)及 TALF，分別為對主要交易商、貨幣市場、貨幣市場共同基金及持有合格資產的公司或個人提供流動性。其中，MMLF 及 TALF 亦須仰賴 SPV 執行(詳表 3)。

鑑於新冠肺炎疫情衝擊甚廣，本次 Fed 新推出「市政債流動性機制(Municipal Liquidity Facility, MLF)」、「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)。上述 3 項機制均由 Fed 與美國財政部合作成立 SPV，由財政部出資成為唯一股東，並由 SPV 購買合格資產，SPV 再以該等資產向 Fed 抵押申請融通。上述 3 項機制 SPV 購買的資產，MLF 為地方政府(州、市及郡)發行的合格票券，PMCCF 為合格企業發行的公司債或參與企業的聯貸案，SMCCF 除合格企業發行的公司債，亦包含合格公司債 ETF 或其指數，主要係對地方政府及公司提供流動性。

除採行上述 7 項機制，偏重對資本市場的支持，確保該市場具有充足流動性外，Fed 本次亦推行與中小企業相關的緊急融通制度，包含「中小企業貸款方案(Main Street Business Lending Program, MSLP)及「就業保護方案流動性機制(Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF)。PPPLF 為小型企業之貸款經政府機構小型企業管理局(Small Business Administration, SBA)擔保後，金融機構再以該貸款向 Fed 申請融通。MSLP 則同樣仰賴 SPV 執行，SPV 向美國銀行業者等合格放款者購買中小企業之合格貸款為其資產，以該資產為抵押向 Fed 申請融通(詳表 4)。

表 3、新冠肺炎疫情期間，Fed 緊急融通制度簡介

機制名稱	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
簡稱	PDCF	CPFF	MMLF	TALF	MLF	PMCCF	SMCCF	MSLP	PPPLF
融通對象	主要交易商	發行 CP 機構	貨幣市場共同基金	公司或個人	地方政府	公司	公司	中小企業	中小企業
運作方式	主要交易商提供公開市場操作等合格擔保品，向 Fed 申請融通	SPV 向主要交易商購買三個月商業本票，以該資產向 Fed 申請融通	合格借款人以從貨幣市場基金買進之合格資產向 Fed 申請融通	SPV 以合格借款人提供之資產證券化商品為擔保向 Fed 申請融通	SPV 以購買地方政府 3 年內到期合格票券為擔保向 Fed 申請融通	SPV 以購買企業新發行之公司債或貸款為擔保向 Fed 申請融通	SPV 以購買企業公司債或公司債 ETF 指數為擔保向 Fed 申請融通	SPV 以購買中小企業合格貸款為擔保向 Fed 申請融通	金融機構以經 SBA 保證之小型企業貸款為擔保向 Fed 申請融通
擔保品	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
標的最長期限	90 天	3 個月	1 年	3 年	4 年	4 年	5 年	5 年	5 年
SPV 架構	否	是	否	是	是	是	是	是	否

資料來源：中央銀行(2020)；作者整理

表 4、MSLP 簡介

融通額度	6,000 億美元
融通期限	5 年
貸款對象	僱用員工 1.5 萬人以下或 2019 年營收 50 億美元以下
貸款額度	25 萬美元~3 億美元
貸款利率	LIBOR 加碼 300bps
還款方式	第 2 年開始償還利息，第 3~5 年分別償還本金 15%、15%、70%
擔保類別	區分為有擔保或無擔保
風險承擔	SPV 及借款人風險承擔比例分別為 95%、5%
其他條件	不能同時參與 PMCCF

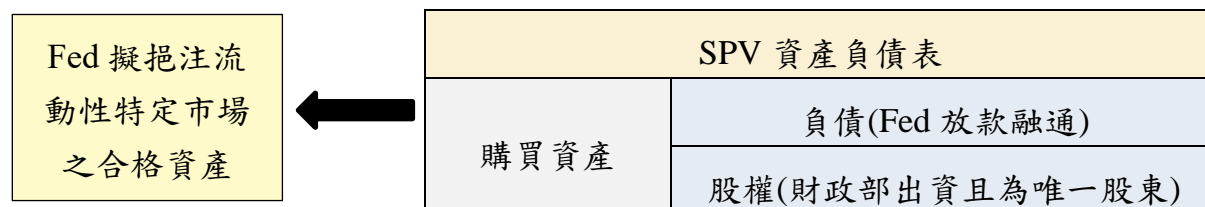
資料來源：中央銀行(2020)；作者整理

(二)Fed 部分緊急融通制度委由 SPV 執行之探討

Fed 部分緊急融通制度委由 SPV 執行，首項原因係因法規限制。根據聯邦準備法第 14 條第 2 項(b)款規定，Fed 在公開市場可購買之標的受到高度約束，如僅能購買到期日為六個月內的合格票據。此外，該法第 13 條第 3 項要求，Fed 在進行緊急融通時，須避免納稅人遭受損失。另依 Fed 所定之 Regulation A 第 201 條第 4 項(d)款，Fed 理事會可授權聯邦準備銀行，對非存款機構提供緊急融通。第二，具專業委外管理的好處，因 Fed 推出之緊急融通措施涉及多項資產種類，藉由與個別專業第三方中介機構合作，具極大化經濟之效益；第三，因 SPV 獨立於 Fed 資產負債表，可逕自解決因執行融通而衍生的相關法律問題，進而達到與 Fed 在會計與法律上的隔離效果。全球金融危機期間，Fed 部分緊急融通措施(如 CPFF、TALF 等)，即開始委由 SPV 執行，且成效良好。有鑑於此，新冠肺炎疫情期間所採行的多項緊急融通措施，亦有 6 項由 SPV 執行。為避免納稅人損失，美國財政部挹注 SPV 股權資金，優先承擔該損失，以確保 Fed 所提供之債權資金獲

得較佳的保障(圖 2)。

圖 2、新冠肺炎疫情期間 SPV 運作架構



資料來源：中央銀行(2020)；作者整理

Fed 緊急融通委由 SPV 執行雖具有上述好處，惟部分制度亦遭受若干抨擊。首先，委外管理雖較具專業性，惟亦有引發利益衝突的問題。因 Fed 評選 SPV 機制不夠透明，且委由 SPV 執行購買資產將為 SPV 帶來廣告效果，恐有市場競爭公平性的疑慮。其次，Fed 恐承擔較過往為大的信用風險，儘管多項融通機制是由美國財政部優先吸納損失，惟新冠肺炎疫情期間採取的緊急融通措施，Fed 提供市場流動性的範圍已擴大至非投資等級的公司債、市政債等信用風險較高商品，若超過財政部注資或擔保部分，仍須由 Fed 吸收損失，恐跨越傳統央行職責的紅線。第三，引發信用資源分配不當問題，因採行的融通機制係對選定之特定市場挹注流動性，似乎已使 Fed 充當信用分配者之角色，跨越行政機關應維持中立性之原則。寬鬆的貨幣政策亦造成 Fed 資產負債表擴大，引發債務貨幣化及通膨上升的疑慮，以及未來是否能有序引導貨幣政策正常化，似將使 Fed 承擔更多的政治風險，不利其獨立性維護。

參、我國央行貼現窗口制度之運作

一、貼現窗口制度簡介

根據我國「中央銀行法」第 19 條，央行得對銀行辦理各項融通，類型包含重貼現、短期融通及擔保放款之再融通(表 5)。

表 5、我國央行貼現窗口融通制度

種類	適用對象及資格要求	利率 ¹	期限	合格擔保品
重貼現	以在中央銀行業務局設立存款準備金帳戶之銀行(含本國銀行、外國銀行在台分行及中華郵政股份有限公司)為限 ² 。	重貼現率	工商票據不得超過 90 天；農業票據不得超過 180 天	依實際交易行為而產生之銀行承兌匯票、商業承兌匯票及本票等合格票據
短期融通		短期融通利率 ³	不超過 10 天	重貼現之合格票據、政府債券、央行發行之定期存單或其他經央行同意之證券為擔保品
擔保放款之再融通		擔保放款融通利率 ⁴	不超過 360 天	同短期融通，並包含存款準備金乙戶

註：1.央行綜合考量物價、通膨展望及產出缺口等國內外經濟金融情勢變化後訂定。

2.短期融通之日間透支對象，得及於在中央銀行業務局存儲保證金之票券金融公司(中央銀行對銀行辦理融通作業要點第 9 條第 2 項)。

3.3 類中最高，超逾額度或連續動用將提高為 1.2 倍。

4.得經央行核准專案減碼。

資料來源：作者整理

我國如發生傳統金融危機，致出現銀行擠兌情形時，根據「中央銀行對銀行辦理融通作業要點」(下稱融通要點)第 14 點第 3 款及第 16 點第 1 款規定(表 6)，央行得支應銀行之緊急性資金需求，對其辦理擔保放款之再融通。相較於 Fed 在全球金融危機及新冠肺炎疫情期間，為支應金融體系所需的流動性，將緊急融通對象擴大至非存款機構、家庭及企業戶等，並擴大融通

之合格擔保品種類至非投資等級等風險較高的商品，我國央行貼現窗口制度適用對象僅限於銀行，且融通之合格擔保品種類以銀行持有之高品質資產為主。目前相關實務運作尚屬順暢。

表 6、我國央行得對銀行之緊急性資金需求辦理融通

十四、本行辦理擔保放款之再融通，以支應銀行下列資金需求為範圍： (一) 承作政府核定並經本行同意之放款。 (二) 配合本行貨幣政策承作之放款。 (三) <u>緊急性資金需求並經本行同意者</u> 。 (四) 承作對受嚴重特殊傳染性肺炎疫情影響之中小企業之放款。
十六、銀行因下列情形所致之緊急性資金需求，得備函說明並檢附本行同意之證券或存款準備金乙戶為擔保品，向本行申請擔保放款之再融通： (一) <u>發生存款人異常提領情事</u> 。 (二) 為因應繳存存款準備金於該行之金融機構 <u>發生存款人異常提領情事</u> ，該行依規定程序承作緊急資金融通。

註：錄自「中央銀行對銀行辦理融通作業要點」第 14 點及第 16 點規定。

根據「中央銀行法」第 21 條，重貼現率及其他融通利率，由央行就金融及經濟狀況決定公告之。相較於 Fed 係以 FFR 為貨幣政策操作目標，我國央行係以控制貨幣供給額為目標，因此央行融通利率未明訂以某一市場利率作為訂價基礎。實務上，係由央行理事會依據國內外總體經濟金融情勢決議訂定，理事會除每季召開定期會議外，必要時可召開臨時會議，故央行融通利率可確實並即時反應市場情況，與市場利率間具相當程度之連動關係⁸。

⁸ 我國央行存單發行利率係隨重貼現率調整，其調幅則由我國央行參酌經濟金融情勢與市場資金狀況而訂。我國央行透過發行不同天期存單，導引相近天期之短天期市場利率於適度水準；進而影響市場對未來短期利率之預期及風險貼水，使其反映於長期公債殖利率，有助強化貨幣政策利率管道的傳遞效果。

二、新冠肺炎疫情期間實施中小企業貸款專案融通方案

(一)實施緣由及歷程

2020 年初以來，新冠肺炎疫情蔓延，我國央行考量中小企業對我國經濟及就業市場之重要性⁹，一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。爰於 2020 年 3 月 31 日修正融通要點第 14 點、第 15 點及第 17 點(詳表 7)，增列銀行承作對受嚴重特殊傳染性肺炎疫情影響之中小企業放款，得向央行融通，並授權訂定上開放款融通之作業規定。

央行依上開修正融通要點，訂定「中央銀行辦理銀行承作受嚴重特殊傳染性肺炎疫情影響之中小企業貸款專案融通作業規定」，自 2020 年 4 月 1 日實施「中小企業貸款專案融通方案」(下稱本專案融通方案)，提供銀行低利融通資金，供其辦理央行中小企業專案貸款(以下簡稱本專案貸款)，並搭配信保機制，分攤銀行授信風險，以提高銀行辦理意願。

研訂本專案融通方案之主要考量因素如下：

1. 我國企業多以間接金融方式，透過銀行等金融中介機構取得資金。
2. 公股銀行放款占整體放款市場比重大，且對政府措施一向配合度高，因此，以銀行體系作為政策措施之傳遞管道，可快速發揮政策效果，降低疫情對國內經濟及金融之衝擊¹⁰。
3. 本專案貸款搭配信用保證機制¹¹，以提高銀行配合辦理之意願。

⁹ 依據經濟部「2021 年中小企業白皮書」(資料統計期間為 2020 年)，我國中小企業家數為 154.9 萬家，占總企業家數比重為 98.93%，就業人數亦高達 931 萬人，占全體就業人數比重為 80.94%。

¹⁰ 中央銀行(2022)。

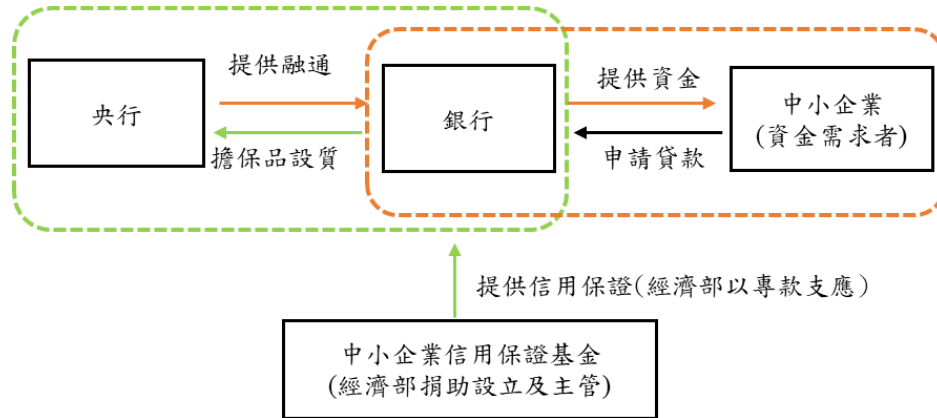
¹¹ 中小企業信用保證基金自 1974 年建立以來，主要資金來源為政府編列之預算。

表 7、融通要點第 14 點、第 15 點、第 17 點修正對照表

修正後規定	修正前規定
<p>十四、本行辦理擔保放款之再融通，以支應銀行下列資金需求為範圍：</p> <p>(一) 承作政府核定並經本行同意之放款。</p> <p>(二) 配合本行貨幣政策承作之放款。</p> <p>(三) 緊急性資金需求並經本行同意者。</p> <p>(四) <u>承作對受嚴重特殊傳染性肺炎疫情影響之中小企業之放款。</u></p>	<p>十四、本行辦理擔保放款之再融通，以支應銀行下列資金需求為範圍：</p> <p>(一) 承作政府核定並經本行同意之放款。</p> <p>(二) 配合本行貨幣政策承作之放款。</p> <p>(三) 緊急性資金需求並經本行同意者。</p>
<p>十五、銀行因承作前點第一款、第二款及第四款規定之放款所需資金，得備函或檢具融通申請書向本行申請擔保放款之再融通。但未提供本行同意之證券為擔保品者，應並檢附在其設於本行業務局銀行業存款帳戶內付款之本票。</p> <p><u>銀行因承作前點第四款規定之放款，向本行申請擔保放款之再融通者，應依本行所定作業規定辦理該類放款。</u></p>	<p>十五、銀行因承作政府核定並經本行同意之放款或因配合本行貨幣政策承作之放款所需資金，得備函向本行申請擔保放款之再融通。但未提供本行同意之證券為擔保品者，應並檢附在其設於本行業務局銀行業存款帳戶內付款之本票。</p>
<p>十七、本行辦理擔保放款之再融通，其期限最長不得超過三百六十天，利率依融通當時本行公告之擔保放款融通利率計算。但下列情形之融通利率不在此限：</p> <p>(一) 支應第十四點第一款資金需求之再融通，其利率經本行專案核准，在不低於重貼現率之範圍內，酌予減碼者。</p> <p>(二) 支應第十四點第二款資金需求之再融通，其利率經本行專案核准酌予減碼者，但減碼幅度不得超過擔保放款融通利率與重貼現率差距之百分之五十。</p> <p>(三) <u>支應第十四點第四款資金需求之再融通，其利率經本行衡酌疫情對經濟情勢及產業之影響，專案核准酌予減碼者。</u></p>	<p>十七、本行辦理擔保放款之再融通，其期限最長不得超過三百六十天，利率依融通當時本行公告之擔保放款融通利率計算。但下列情形之融通利率不在此限：</p> <p>(一) 支應第十四點第一款資金需求之再融通，其利率經本行專案核准，在不低於重貼現率之範圍內，酌予減碼者。</p> <p>(二) 支應第十四點第二款資金需求之再融通，其利率經本行專案核准酌予減碼者，但減碼幅度不得超過擔保放款融通利率與重貼現率差距之百分之五十。</p>

本專案主要融通架構如下：

圖 3、中小企業貸款專案融通運作架構



註：綠色箭頭(←)代表擔保品；橘色箭頭(→)代表資金流向。
資料來源：中央銀行(2022)

受新冠肺炎疫情影響之中小企業，如經銀行審核符合條件者，得申請本專案貸款，並由銀行先行提供資金，再向央行申請融通。為確保本項融通機制運作順暢，對於企業缺乏擔保品部分，由信保基金提供保證，確保銀行債權，增加銀行申貸意願(圖 3)。銀行檢具合格擔保品向央行申貸，融通利率僅為 0.1%¹²，有助銀行提升融通意願。為加速核貸，本專案貸款承辦人員因非故意、重大過失或舞弊情事所造成的呆帳，得免除相關責任，以提高貸放意願。本專案融通方案並考量企業規模差異，訂定不同貸款方案，詳表 8。

此外，本專案貸款對企業提供 1%或 1.5%之優惠利率貸款，落實政府政策，力挺中小企業度過疫情難關。2022 年 3 月及 6 月央行理事會決議提高政策利率各 0.25 個百分點及 0.125 個百分點，為減輕升息對中小企業之影

¹² 本專案貸款開辦之初，融通利率訂為 0.25%，其後為進一步提振銀行貸放意願，自 2020 年 4 月 27 日起，擴大利率減碼幅度，融通利率由原訂之 0.25%降至 0.1%，大幅提高銀行承作意願。

響，央行修正作業規定，擴大減碼幅度，融通利率維持 0.1% 不變，中小企業適用之優惠利率亦維持於 1% 或 1.5%。

表 8、本專案貸款重點內容

申貸條件	經銀行自行評估受疫情影響之中小企業		
貸款用途	企業營運資金需求		
貸款方案	A 方案	B 方案	C 方案
貸款對象	中小企業 ¹	中小企業 ¹	小規模營業人 ²
擔保類別	信保保證 9 成以上	其他擔保品 (含信保保證 8 成以上)	信保保證 10 成
貸款額度	最高 400 萬元	最高 1,600 萬元	最高 100 萬元
貸款利率	最高 1%	最高 1.5%	最高 1%
申請期限	2020.4.1~2021.12.31		2020.4.20~2021.12.31
優惠利率 期限	2020.4.1~2022.6.30		

註：1. 中小企業：係指依法辦理公司登記、商業登記、有限合夥登記、稅籍登記之本國營利事業，且實收資本額 1 億元以下，或經常僱用員工數未滿 200 人者；可申請 A/B 方案。

2. 小規模營業人：係指有稅籍登記且每月銷售額未達 20 萬元之營利事業，每月銷售額係指按 2020 年 1 月起任 1 月之銷售額認定；可就 A/B 或 C 方案擇一。

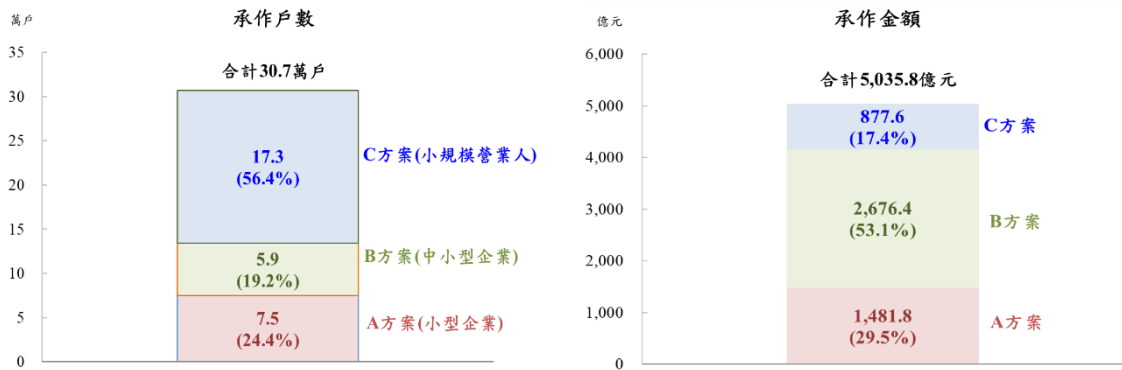
資料來源：中央銀行(2022)；作者整理

(二) 本專案融通方案執行成效良好，充分發揮普惠金融功能及減輕疫情衝擊

1. 本專案貸款辦理情形

本專案貸款實施期間，金融機構累計核准戶數計 30.7 萬戶，核准金額計 5,035.8 億元，有助中小企業取得持續營運資金，其中 C 方案適用對象為小規模營業人，核貸門檻較低，戶數占比 56.4% 最高；至於 B 方案適用對象為中小型企業，每戶可申貸金額較高，核准金額占比最高，為 53.1% (圖 4)。

圖 4、本專案貸款辦理情形
(109 年 4 月 1 日~111 年 6 月 30 日)

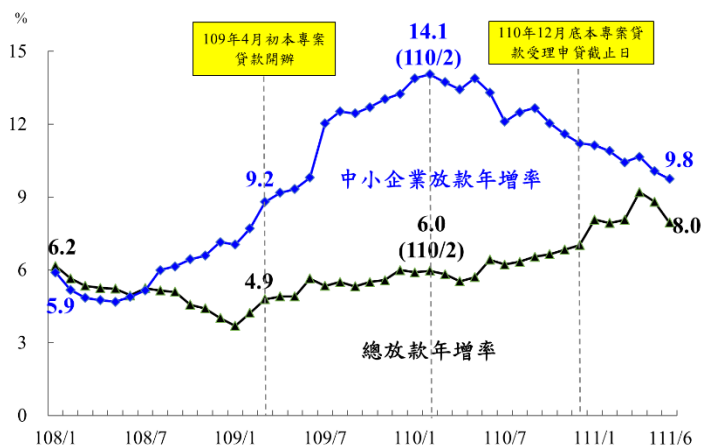


註：()內數字為各方案所占比重。
資料來源：中央銀行(2022)；作者整理

2. 促使本國銀行對中小企業放款明顯成長

本專案貸款推出後，央行促請銀行充分發揮金融中介功能，協助中小企業取得維持營運所需資金，度過疫情難關，不僅有助穩定就業，也支持經濟持續成長。本國銀行對中小企業放款年增率明顯上升，於 110 年 2 月底升至 14.1% 高點，遠高於總放款年增率 6.0%(圖 5)。

圖 5、本國銀行總放款及中小企業放款年增率

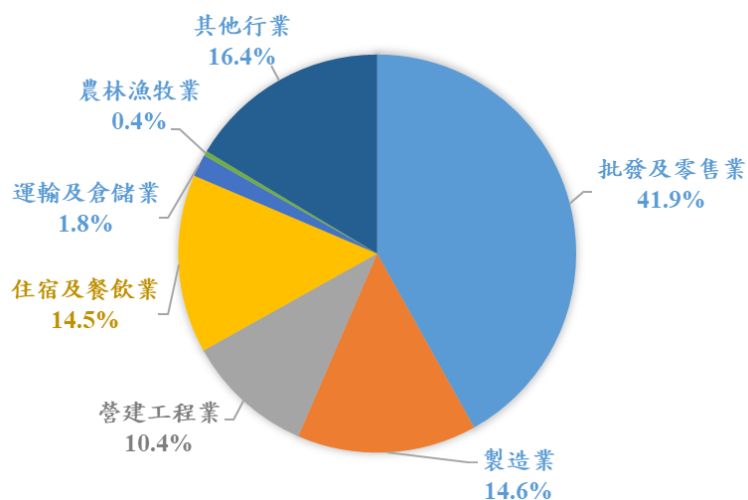


資料來源：中央銀行(2022)；作者整理

3. 充分發揮普惠金融功能，且符合受疫情影響企業之需

本專案貸款 C 方案之貸款對象為小規模營業人，共計承作 17.3 萬戶，有助小商家取得營運資金，且本專案貸款未限制產業類別，受惠之行業範圍廣泛，包括批發零售業、製造業、住宿餐飲業及營建工程業等(圖 6)，充分發揮普惠金融功能。

圖 6、本專案貸款各行業比重(依戶數)



資料來源：承貸金融機構；本行

肆、結論及建議

一、結論

(一)Fed 及我國央行透過貼放窗口融通業務，維護金融穩定

因應金融危機期間及新冠肺炎疫情期間之需要，Fed 啟用自 1930 年金融大蕭條以來，從未使用過的緊急融通制度，並滾動修正，將適用對象擴及至非銀行業(如企業及個人)，合格擔保品範圍並擴及至民間擔保品，有助借款人及時取得資金，避免資本市場資金斷鏈。

我國央行則為因應新冠肺炎疫情期間之需要，於融通要點增加承作對受嚴重特殊傳染性肺炎疫情影響之中小企業之放款，並授權訂定作業規定，使央行可透過貼放窗口融通方式，協助中小企業取得營運所需資金，以降低疫情對國內就業及經濟之衝擊。

(二)Fed 部分緊急融通機制仰賴 SPV，可能衍生部分爭議

受限於聯邦準備法規範，Fed 在進行緊急融通時，須避免納稅人遭受損失，Fed 於新冠肺炎疫情期間推出的 9 項緊急融通措施，其中 6 項透過 SPV 運作，且由美國財政部注資或提供部分擔保，以優先承擔損失，惟若超過該部注資或擔保部分，仍須由 Fed 吸收，此恐跨越央行傳統職責之界線；另部分 SPV 委外管理亦引發利益衝突爭議，以及本次提供市場流動性的範圍擴增至非投資等級公司債、市政債等信用風險較高商品，Fed 似將承擔更多政治風險，不利其獨立性之維護。

(三)我國央行因應疫情採行之協處措施，有助中小企業度過疫情難關

本專案融通方案透過搭配低利融通資金、信用保證機制、免責條款等三大誘因，讓金融機構提高意願並安心承作本專案貸款；再者，本專案融通方

案納入基層金融機構，擴大金融國家隊陣容；央行並機動調整本專案融通方案內容計 15 次，以貼近銀行實務及受創中小企業之需。

2020 年初新冠肺炎疫情蔓延之際，國內大部分產業營運受到衝擊。由於本專案融通方案具有上述眾多特色，從而執行成效良好，並帶動本國銀行對中小企業放款明顯成長，有助中小企業度過疫情難關，進而穩定就業市場，支撐經濟動能。

二、建議

(一)精進我國央行貼現窗口融通制度，執行穩定金融之政策任務

全球金融危機期間，Fed 針對非銀行業之金融機構、公司與個人直接提供融通資金，終於使得金融市場恢復正常運作。危機因應措施之經驗顯示，央行應建立完備而健全之融通制度，以有效發揮穩定金融之作用。

Fed 訂定貼現窗口規則作法，於央行法條文中不再列示融通種類、期限及相關條件，僅作原則性規範，並以子法方式規範各項融通。我國現行短期融通與擔保放款之再融通，似可參酌 Fed 作法，簡化融通種類及利率結構。此外，我國央行已多年未對銀行開辦重貼現業務，似可因應金融情勢之改變，適時研議精進我國央行貼現窗口融通制度，以執行穩定金融之政策任務。

(二)融通方案結合中小企業信用保證機制，有助提高執行成效

2020 年 4 月 1 日我國央行開辦本專案融通方案，以轉融通方式並結合中小企業信用保證機制，由央行提供低利資金予銀行，供其承作受疫情影響之中小企業優惠利率貸款。相較於 Fed 仰賴 SPV 執行可能產生之獨立性問題，央行中小企業貸款專案融通方案係由銀行提供十足擔保品，再由央行進

行擔保放款再融通，確保債權無虞。另由中小企業信用保證基金提供高成數保證(8~10成)，有效分攤銀行授信風險，提高銀行配合辦理意願，運作成效良好，足供日後推動相關融通方案之參考。

(三)融通方案優化線上作業流程，有助企業加速取得所需資金

本專案貸款實施初期，因無過往經驗可參考，央行及承貸金融機構接獲諮詢電話不斷。C方案因涉及須核認該企業是否符合申貸資格，多由借款人向稅捐機關申請相關紙本證明文件。為免去銀行徵提紙本文件作業，本行洽請財政部協助提供資料予聯徵中心建置相關資訊產品，銀行可逕向聯徵中心查詢，以線上查核方式判定申請人是否符合條件，有助加快案件處理速度。

此外，各銀行均優化其線上審核流程，加快企業資料徵審，以儘速提供企業營運資金。日後推動相關政策，似可優化企業申貸及銀行徵審之線上作業流程，有助企業加速取得營運所需資金。

參考資料

1. 本次 FRBNY 「U.S. Monetary Policy Implementation」研習課程資料(July 2022)。
2. 中央銀行(2010)，「全球金融危機專輯」，3月。
3. _____(2020)，「美國 Fed 因應新冠肺炎疫情所推出緊急融通機制之介紹」，央行理監事會後記者會參考資料，6月18日。
4. _____(2022)，「中央銀行中小企業貸款專案融通方案執行情形與成效」，新聞稿，9月22日。
5. 林清惠(2008)，「參加美國紐約聯邦準備銀行訓練課程『美國貨幣政策之執行』出國報告」，中央銀行公務出國報告，5月。