

四、美國 Fed 因應新冠肺炎疫情所推出緊急融通機制之介紹

本(2020)年 3 月，新冠肺炎疫情在美國快速擴散，當地經濟隨之遭受重擊；美國經濟數據顯示，本年第 1 季 GDP 季增年率(saar)為-5.0%、4 月 CPI 月增率(mom sa)為-0.8%，兩者皆是美國自全球金融危機以來最差之表現，且 4 月失業率更創下二戰後高點 14.7%。為緩和疫情衝擊，Fed 推出較全球金融危機時期更寬鬆的貨幣政策措施，且展現與美國財政部高度合作，共同激勵美國經濟。

此次 Fed 採行之各項寬鬆措施中，與以往較不同的是該行推出規模更大且多樣性的緊急融通機制。鑑於美國金融體系高度依賴資本市場，以致 Fed 對於融通機制之設計著重在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。另在 Fed 重啟及新設共 9 項的緊急融通機制中，有 6 項是透過特殊目的機構(special purpose vehicle, SPV)運作，其主要是為符合聯邦準備法等相關規範之要求，除可避開公開市場操作標的限制外，亦旨在確保納稅人不致遭受損失。

因應新冠肺炎疫情對經濟金融的衝擊，Fed 在短時間內實施多項緊急融通機制，然而其機制設計卻也引來外界質疑。例如，本次 Fed 設立之 SPV 雖多有美國財政部注資(少數有融資成數限制)，惟所承作標的卻較全球金融危機時期存在更高的信用風險。其次，SPV 委外管理機構的遴選過程未充份透明，已產生利益衝突爭議。此外，更大規模的非傳統作法恐對未來經濟金融形成其他潛在問題。

以下擬先簡介此次 Fed 實施的各項緊急融通機制，再探究該行融通機制著重資本市場正常運作之緣由，並說明 Fed 採用 SPV 模式的原因及其與他行作法之異同處，最後歸納若干人士對前述緊急融通機制所提出之質疑，供各界參考。

(一) 本次 Fed 推出較以往更多樣性的緊急融通機制

相較以往危機時期所實施之寬鬆貨幣措施，本次 Fed 採行的 9 項緊急融通機制(表 1)格外引人注目；目前推估渠等機制總規模約 **2.82 兆美元**¹，其對 **GDP 比率達 13.2%**。

表 1 Fed 緊急融通機制簡介(詳參附錄)

單位：億美元

	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
規模上限	-	-	-	1,000	5,000	合併規模上限 7,500		6,000	6,690
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
財政部注資	-	100	100 (信用擔保)	100	350	500	250	750	-
運作開始日	2020/3/17	2020/4/14	2020/3/23	尚未開始	2020/5/26	尚未開始	2020/5/12	接受申請	2020/4/30
運作截止日	2020/9/17	2021/3/17	2020/9/30	2020/9/30	2020/12/31	2020/9/30	2020/9/30	2020/9/30	2020/9/30
第三方中介機構	-	PIMCO	-	PIMCO	PFM 等	BlackRock	BlackRock	-	-
截至 6/10 使用額度	58	128	270	-	161	-	374	-	570

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(資料截至 2020/6/15)

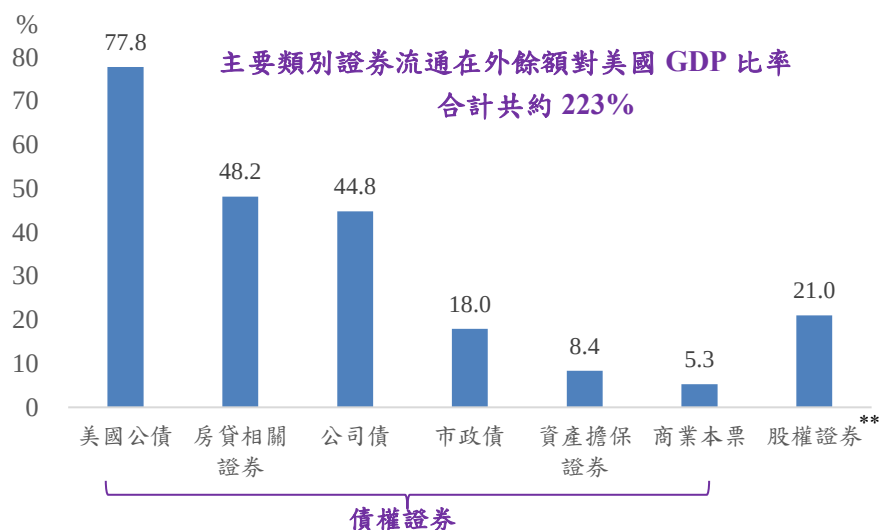
¹ 商業本票融資機制及貨幣市場共同基金流動性機制均以 10 倍槓桿操作計算其規模上限，另未將主要交易商融通機制計入。

(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) 美國資本市場無論深度及廣度均位居各國之首，反映在美國政府長期仰賴公債、市政債融通財政赤字，民間部門亦廣泛透過該市場發行公司債、資產擔保證券及股權證券等有價證券取得資金。
- (2) 美國資本市場各類證券流通在外金額大²，統計目前主要債權證券及股權證券對 GDP 比率合計高達 223%(圖 1)。因此，Fed 貨幣政策鬆緊多透過資本市場傳遞至實體經濟。
- (3) 承上，美國各類證券價格因而高度連動。以債市為例，美國長短期公債殖利率具有市場指標意義，據此建構之殖利率曲線完整且廣為各界使用。影響所及，美國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(圖 2)。

圖 1 美國主要類別證券流通在外餘額對 GDP 比率*

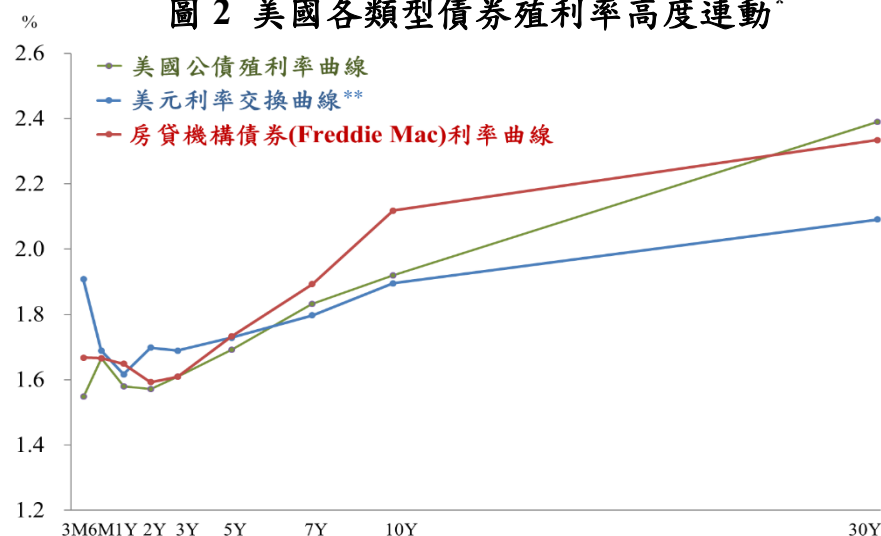


*房貸相關證券及資產擔保證券為 2019 年第三季數據，其餘數據係截至 2019 年底。

**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

圖 2 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 截至 2019 年底，美國公債、房貸相關證券、公司債、市政債、資產擔保證券、商業本票流通在外餘額及企業初級市場股權籌資合計約 47.9 兆美元。

2. Fed 融通機制全力防止資本市場出現資金斷鏈

- (1) 美國資本市場環環相扣，往往因部分證券價格暴跌，引發**全面性賤售(fire sale)**，頓時市場流動性凍結。如本年3月9日至18日投資人大舉**拋售美國各類資產**(表2)，不僅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) 為因應上述金融市場動盪，Fed 推出多項寬鬆措施，除確保不出現**流動性危機(liquidity crisis)**外，亦避免衍生為**信用危機(credit crisis)**。
- (3) 本次 Fed 推出的融通機制**涵蓋範圍(無論是資產種類或標的存續期限)較全球金融危機時期更廣**；目前已推出之9項機制中，**除了 MSLP 與 PPPLF³**外，其餘皆**有助美國資本市場正常運作⁴**。
- 資產種類：除金融危機時期承作過涉及資產擔保證券、商業本票及貨幣市場基金相關機制外，本次新增美國**公司債及其 ETF 或指數、市政債及中小企業貸款**等。
 - 標的存續期限：短至小於90天的CPFF，長至5年期的SMCCF、MSLP及PPPLF。

表2 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

³ MSLP 係 Fed 轉融通銀行，並以其對中小企業合格貸款為擔保品的融通機制；而 PPPLF 係由 Fed 提供融資予參與就業保護計畫(PPP)之銀行，銀行再提供資金給小型企業。**若小型企業雇主維持雇用所有員工8週，並將該筆資金用於工資、租金、房貸利息及水電費等，則借款人無需還款，因此性質上近似紓困。**

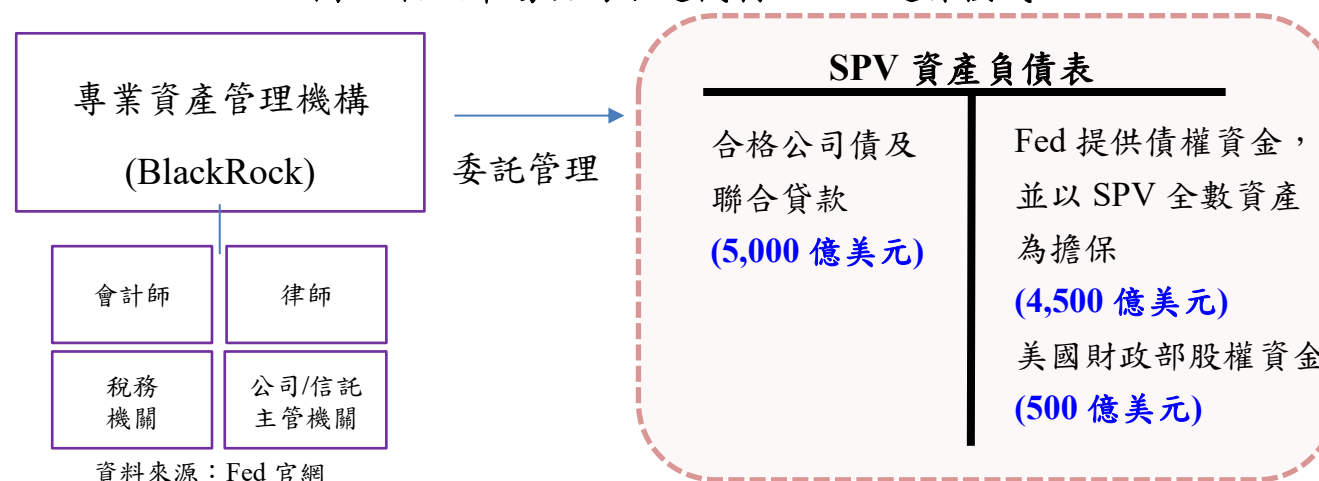
⁴ 特別是**貨幣市場基金**在美國金融體系扮演重要的**短期資金供給者**的角色，本次 Fed 亦直接推出 MMLF 機制，改善貨幣市場之流動性，進而**增強貨幣市場基金業者應付基金贖回的能力**。有關 MMLF 之進一步說明，詳參本文附錄「MMLF 運作模式」一節。

(三) Fed 多項緊急融通機制須由 SPV 代為執行

1. 受限於聯邦準備法規範，Fed 多項融通機制須借道 SPV

- (1) 根據**聯邦準備法(Federal Reserve Act)第 14 條第 2 項(b)款**，Fed 可在公開市場購買之標的受到高度約束，加以**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**。
 - (2) 另依 Fed 訂定之 Regulation A 下第 201 條第 4 項(d)款，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。
 - (3) 承上，對於具有信用風險的債權，Fed 在評估其可能損失金額後，透過 SPV 方式⁵，由美國**財政部挹注股權資金並搭配若干擔保措施如採行折減率(haircut)**，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⁶。
- 以本次 Fed 推出的初級市場公司融通機制為例，該機制利用**美國財政部挹注之 500 億美元股權資金**及**Fed 提供最高 4,500 億美元債權資金**，購買上限可達 5,000 億美元的合格公司債或聯合貸款(syndicated loan)(圖 3)。

圖 3 初級市場公司融通機制—SPV 運作模式



⁵ 有其它論者指出，設立 SPV 可達**專業委外管理**的好處，如本次 Fed 推出之緊急融通措施涉及多項資產種類，其管理亦各屬專業，Fed 與個別專業第三方中介機構合作，可極大化經濟效益；另 SPV 獨立於 Fed 資產負債表，且其獨立法人身分，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**。

⁶ 本年 3 月 26 日 Fed 主席 Powell 於美國國家廣播公司指出，此次疫情所設立之 SPV 係建立在財政部提供的信用保護之上，其約以 10 倍槓桿進行融通。另 Fed 已於全球金融危機時期採用 SPV 模式進行融通，且成效良好(參見 Gallagher, Stephen (2020), “Fed Emergency Lending – Challenge to Deploy the Funds,” *Cross Asset Research*, Societe Generale, Mar. 30.)。

2. BoE 與 BoK 亦採用類似 SPV 模式，進行特定債券之購買計畫

- (1) BoE 於 2009 年 1 月以成立**子公司方式**—BoE 資產購買基金有限公司(Bank of England Asset Purchase Facility Fund Limited, **BEAPFF**)進行資產購買計畫。
- 不同於 Fed 設立之 SPV 由美國財政部挹注股權資金，BEAPFF 資金來源主要來自 BoE 貸款，**英國財政部則足額擔保其購買資產所產生的任何損失**⁷(圖 4)。
 - 自 2009 年以來，BEAPFF 規模上限及購買標的已歷經數次更動，目前其最高可購買額度達 **6,450 億英鎊**的**公債及投資等級公司債**；其中，公司債購買規模至少為 200 億英鎊。
- (2) 近日 BoK 仿效 Fed 作法，提供 8 成債權資金予南韓發展銀行所設立之 SPV，由其購買當地合格**公司債**(含非投資等級)及**商業本票**⁸(圖 5)。

圖 4 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)

資料來源：BoE 官網

圖 5 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)

資料來源：南韓財政部官網

⁷ BoE (2020), “The Bank of England’s Asset Purchase Facility: APF Operating Procedures,” *Bank of England*, May 15; Kim, Cynthia (2017), “Central Bank Emergency Support to Securities Markets,” *IMF Working Paper*, Jul. 10.

⁸ IMF 經濟學家建議，亞洲經濟體於提供中小企業營運資金貸款時，可考慮成立 SPV，由央行向 SPV 提供資金，俾利 SPV 從銀行購入其向企業的放款，從而使銀行有更多放款空間；SPV 亦將得到政府的股權投資，為虧損提供一定程度的保障(參見 Kang, Kenneth and Chang Yong Rhee (2020), “A Post-Coronavirus Recovery in Asia—Extending a “Whatever it Takes” Lifeline to Small Businesses,” *IMF blog*, Apr. 24.)。

3. ECB 與 BoJ 皆直接購買證券及融通銀行放款，並未透過 SPV

- (1) 相對於 Fed 受到嚴格的規範⁹，**歐元區與日本的央行法則較為寬鬆**，以致 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**。
- 根據日本央行法第 33 條第 1 款，BoJ 可買賣**商業本票、公債及其他債券**；另第 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**¹⁰。
 - 歐元區央行法第 18 條指出，ECB 為達成其職責及執行任務，**得於金融市場從事(現貨與期貨)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¹¹。
- (2) 再者，歐元區與日本的資本市場不若美國多元且龐大，使得 **ECB 與 BoJ 提供流動性之方式相對 Fed 簡單**，無須如 Fed 得就多個信用市場分別設計融通機制。
- (3) 另 **ECB 及 BoJ 與渠等經濟體財政單位的關係亦有別於 Fed**，間接促使兩家央行傾向不採用 SPV 方式執行融通機制。
- 鑑於歐元區尚未有財政聯盟，每當危機發生時，如歐債危機及此次疫情期間，**歐元區難以即時推出強而有力的財政激勵措施或挹注資金協助 ECB 實施融通機制，迫使 ECB 須率先獨自實施大規模激勵政策**¹²；反之，美國財政部與 Fed 除依各自權限因應危機外，亦會聯手推出激勵經濟措施。
 - 儘管 BoJ 在 1998 年新的日本央行法生效後取得相當高的獨立性，惟該行 **55%股份為日本政府所持有(交由日本財務省管理)**，意味著 BoJ 實施寬鬆貨幣政策所購買的證券或融通銀行的放款，實際上**財務省**亦將共同承擔相關風險。

⁹ Long, Arthur (2020), “Revised Section 13(3) of the Federal Reserve Act,” *ABA*, Mar. 22.

¹⁰ 2001 年 BoJ 首次 QE 措施即在公開市場上直接購買商業本票、資產擔保證券、公司債及房貸擔保證券等具信用風險之債權；2013 年 QQE 措施另增購指數股票型基金(ETF)及不動產投資信託(J-REIT)等權益型商品。

¹¹ 2009 年起，ECB 於初級、次級市場購買金融機構發行之擔保債券；2016 年起，ECB 另購買資產擔保債券及投資等級公司債，前述債權普遍在次級市場購入。

¹² Khan, Mehreen (2020), “ECB and Lagarde Bail out Europe’s Prevaricating Leaders,” *Financial Times*, Mar. 19.

(四) Fed 採行緊急融通機制可能衍生之爭議

1. Fed 承擔的信用風險較以往大¹³

(1) 本次 Fed 提供市場流動性的範圍擴至非投資等級公司債、市政債等信用風險較高商品。儘管多項融通機制是由美國財政部優先吸納損失，惟**若超過該部注資或擔保部分**，仍須由 Fed 吸收¹⁴。

(2) 一旦 Fed 須吸收損失，其所推出之措施將**非 100%確定償還的貸款工具**(lending tools)，而是部分成為**支出工具**(spending tools)，此**恐跨越央行傳統職責之紅線**。

— **以 SMCCF 為例**，在購買的公司債 ETF(iShares iBoxx High Yield Corporate Bond ETF)中，已有**4 家企業申請破產**¹⁵。

2. 委外管理引發利益衝突爭議¹⁶

(1) Fed 的 SPV 委外管理人遴選過程未充份透明，獲得**簽約的第三方中介機構**，將可能為其帶來**意想不到的廣告效果**；如擔任 PMCCF 與 SMCCF 的投資管理者 **BlackRock**，旗下 ETF 4 月**現金流入遠高於其他競爭對手**。

(2) 委外管理人面臨**利益恐未迴避的疑慮**；根據 **SMCCF** 購入的 15 檔公司債 ETF 中，7 檔為 **BlackRock** 所發行，約占總投資金額的 **48.5%**，且**被委託的金融市場顧問單位與基金經理人間是否進行流通、掌握資訊優勢**，深具爭議性。

3. 對未來經濟金融的其他潛在問題

(1) 更寬鬆的貨幣政策措施恐引發債務貨幣化、通膨走升之疑慮，且似不利金融市場運作機制及企業汰劣優存法則，以及央行未來能否有序執行貨幣政策正常化¹⁷。

(2) 透過融通市政債、公司債等機制，Fed 決定支持哪些族群與企業，已跨足行政機關職能，**充當信用分配者的角色**，恐使該行面臨更多政治風險，**不利其維持獨立性**。

¹³ Wall Street Journal Pro (2020), “Transcript: Fed Chief Jerome Powell Q&A with Alan Blinder,” *Wall Street Journal Pro*, May 29; Cairns, Patrick (2020), “Mervyn King: Central Banks Risking Their Independence,” *Investment Trust Insider*, May 26。

¹⁴ 另**少數融通機制提供 Fed 額外債權保護**，如 TALF 對擔保品實施 5%~22%折減率，MSLP 要求合格放款者保留 5%貸款。另 PPPLF 是由 SBA 提供擔保。

¹⁵ 4 家申請破產企業分別為 Hertz Global Holdings Inc.、J.C. Penney Co.、Neiman Marcus Group Inc. 及 Whiting Petroleum Corp.，參見 Timiraos, Nick and Sam Goldfarb (2020), “Federal Reserve Discloses Holdings of \$1.3 Billion in Exchange-Traded Funds,” *The Wall Street Journal*, May 29。

¹⁶ Flood, Chris (2020), “BlackRock Trounces ETF Rivals after Fed Appointment,” *Financial Times*, May 20; Longley, Scott (2020), “ETF Insight: Should the ETF Industry be Concerned about BlackRock’s Role with Federal Reserve?,” *ETF Stream*, Jun. 1.

¹⁷ 詳參本次理監事會後記者會參考資料討論議題「因應新冠肺炎疫情主要央行所採的貨幣信用措施」。

(五) 結論

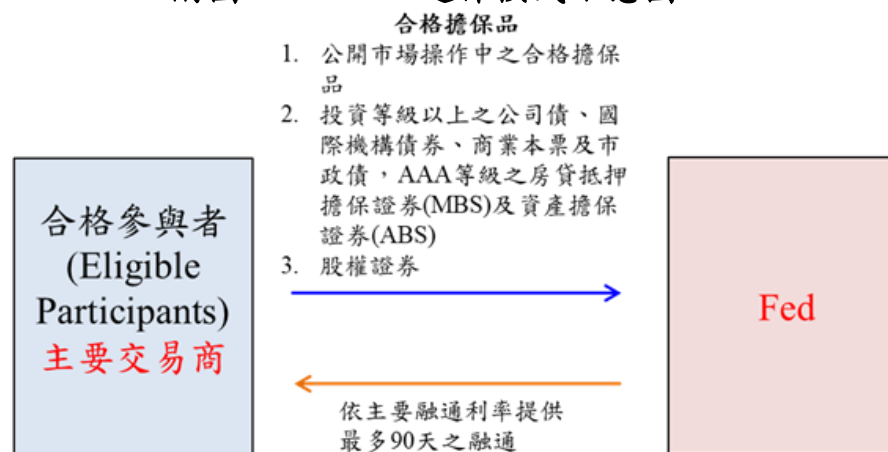
1. 資本市場對美國金融體系至關重要，故為避免本次疫情衝擊經濟，造成美國**資本市場發生資金斷鏈**，Fed 多數寬鬆措施包括緊急融通機制，皆是**確保該市場具有充足流動性及防止資產出現全面性賤售**。
 - (1) **美國債權與股權證券流通在外金額龐大**，且**各類證券價格高度連動**，以致 Fed 貨幣政策鬆緊多透過資本市場傳遞至實體經濟。
 - (2) 本年 3 月 9 日至 18 日投資人大舉**拋售美國各類資產**，一度導致金融市場出現動盪；Fed 迅速推出更大規模的救市措施，除防範**流動性危機**外，亦避免衍生為**信用危機**。
2. 囿於**聯邦準備法等相關規定**，Fed 緊急融通機制多由 SPV 代為執行，且由**美國財政部注資或提供部分擔保**，以優先承擔損失；其他央行作法則互有異同。
 - (1) 因法規要求，**Fed 可購買標的受到高度約束**，且**融通時須避免納稅人遭受損失**，使得 Fed 對於有信用風險之債權，多採以 SPV 方式承作，藉由財政部所挹注的股權資金並搭配若干擔保措施，提供 Fed 較佳的保障。
 - (2) 目前 **BoE** 與 **BoK** 各有 1 項融通機制是透過類似上述 SPV 模式，進行特定債券之購買計畫；**ECB** 與 **BoJ** 則是自行直接購買證券及融通銀行放款。
3. 本次 Fed 緊急融通機制**所承擔的信用風險較以往大**，且部分 **SPV 委外管理引發利益衝突爭議**，而更大規模的寬鬆措施亦引起外界質疑，恐不利於未來經濟金融發展。
 - (1) 一旦融通機制所遭受之損失**超過美國財政部注資或擔保範圍**，Fed 仍須自行吸收，該行恐因此**跨越央行傳統職責之紅線**。
 - (2) 融通機制所設 SPV 的**委外管理人遴選過程未充份透明**，不僅有 Fed 背書的廣告效果之嫌，更有委外管理人購買自家標的等利益衝突爭議。
 - (3) 更大規模的非傳統措施恐引發債務貨幣化與通膨走升之疑慮，且似有損金融市場運作與經濟活力，同時 Fed 似將承擔更多政治風險，不利其獨立性之維護。

附錄 本次 Fed 各項緊急融通機制之運作模式說明

一、PDCF 運作模式

主要交易商融通機制(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)係 NY Fed 以**合格擔保品**做為擔保，提供**主要交易商**(Primary Dealer)**最多 90 天融通**，NY Fed 對該筆放款**具追索權**¹⁸。**合格擔保品**包含公開市場操作中合格擔保品、投資等級公司債、國際機構債券、商業本票、市政債、房貸抵押擔保證券(MBS)、資產擔保證券(ABS)以及股權證券¹⁹等，**貸款額度上限**則以**合格擔保品經市價折計後金額**²⁰為限，**融通利率**則採用**承作時** Fed 放款給體質健全銀行的**主要融通利率**(primary credit rate)，目前為 **0.25%**。

附圖 1 PDCF 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

¹⁸ Fed 對 SPV 具追索權(recourse basis)，其可提供 Fed 債權保護。

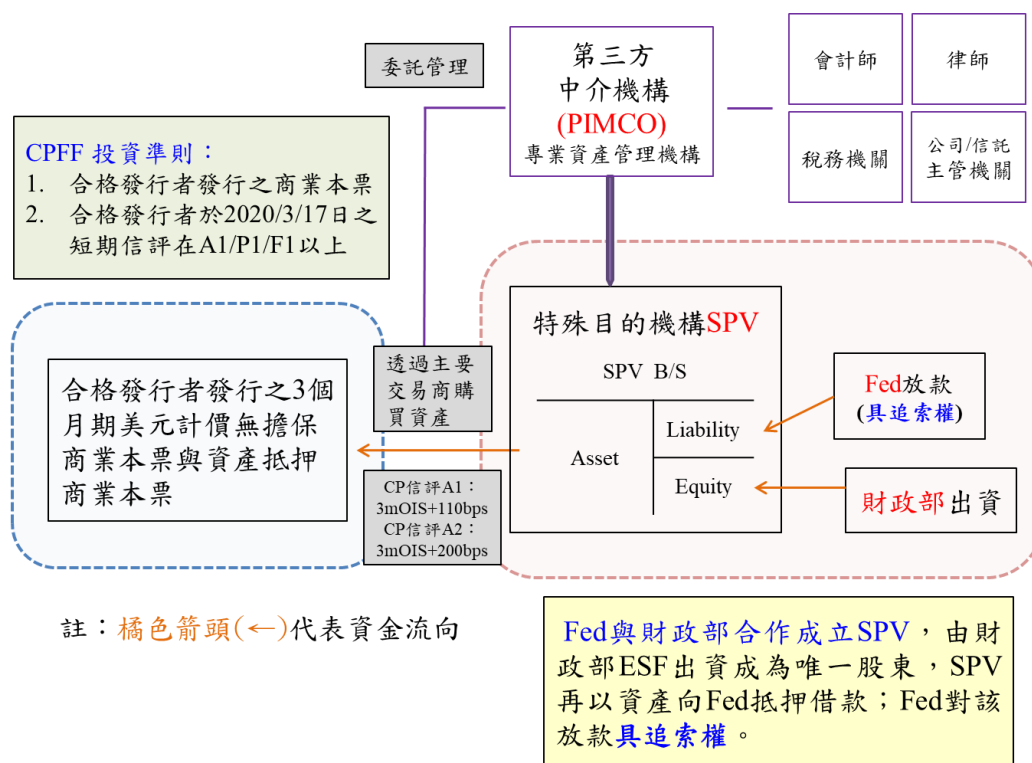
¹⁹ 不包含 ETFs、單位投資信託(unit investment trusts)、共同基金(mutual funds)及認股權(rights and warrants)等。

²⁰ 折計金額會因主要交易商所提供之合格擔保品的資產類型與存續期間而有所差異。例如，主要交易商所提供之合格擔保品為存續期間超過 10 年的美國公債，則其可向 NY Fed 貸得該債券市價之 95% 金額，惟當擔保品市價低於貸款金額時，該交易商需增提擔保品。

二、CPFF-SPV 運作模式

商業本票融資機制(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)係由 Fed 與美國財政部**合作成立 SPV**，由**財政部**轄下的匯率穩定基金(Exchange Stabilization Fund, ESF)**出資 100 億美元**成為 SPV 唯一股東，該 SPV 透過主要交易商合格發行者購買**3 個月期美元計價商業本票**，以該資產依一定條件**向 Fed 抵押借款**。Fed 因此成為 SPV 的唯一債權人，並對該放款**具追索權**。

附圖 2 CPFF-SPV 運作模式示意圖



附表 1 CPFF-SPV 資產負債表

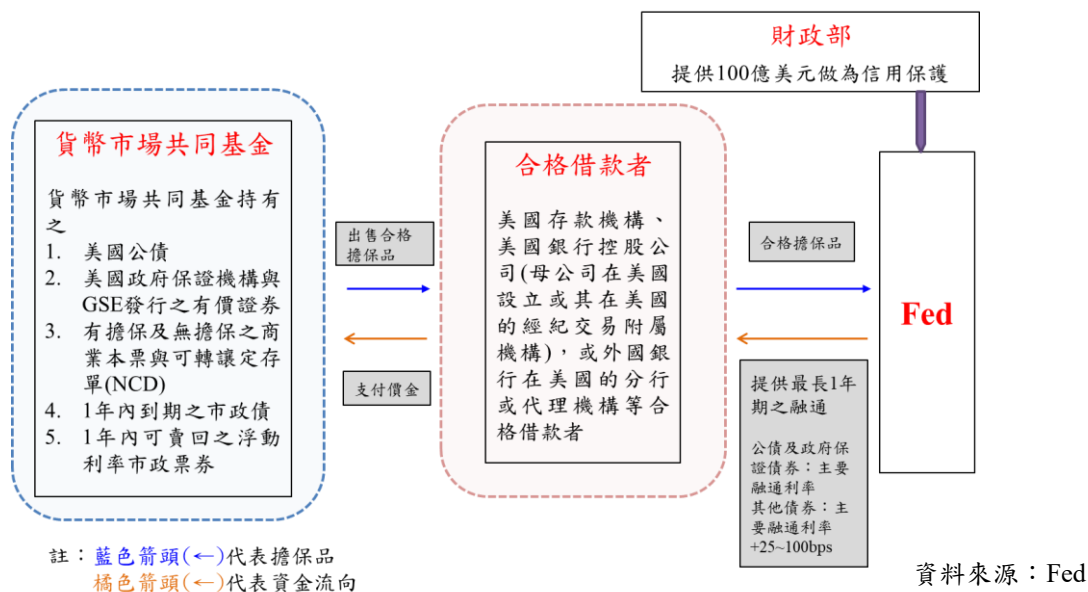
資產	負債
透過主要交易商向合格發行者購買 3 個月期美元計價無擔保商業本票與資產抵押商業本票：	SPV 以其資產向 Fed 抵押借款，Fed 擁有 追索權 。
(1) 美國商業本票發行者，包含市政債發行者(municipal issuers)與外國母公司的美國發行者。	權益
(2) 商業本票在 2020/3/17 之短期信用評等至少為 A1/P1/F1 。若發行者之後被降等，但 信評在 A2/P2/F2 以上 ，仍可獲一次機會。	
	美國 財政部 出資 100 億美元

資料來源：Fed

三、MMLF 運作模式

- (一) **貨幣市場共同基金流動性機制**(Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF)係為提供**貨幣市場基金**流動性，允許合格借款者以向貨幣市場基金買進之高品質資產為擔保品向 Fed 融資，最長融通期限以 1 年為限。Fed 對此放款**無追索權**，惟美國財政部將自 ESF 提撥 **100 億美元**做為 **Fed 融通之信用保護**。
- (二) 相較日本、歐洲的個人資產主要是**存款**，美國大眾習慣將該類型資金投入**貨幣市場基金**，使得貨幣市場基金成為**短期資金的重要供給者**。為避免如全球金融危機時，貨幣市場基金面臨大額贖回、甚至違約的情況，Fed 本次及時推出 MMLF 以支持貨幣市場正常運作；也因此，Fed 未考慮實施負利率政策，**以防貨幣市場基金縮減，導致美國金融市場陷入動盪**²¹。

附圖 3 MMLF 運作模式示意圖

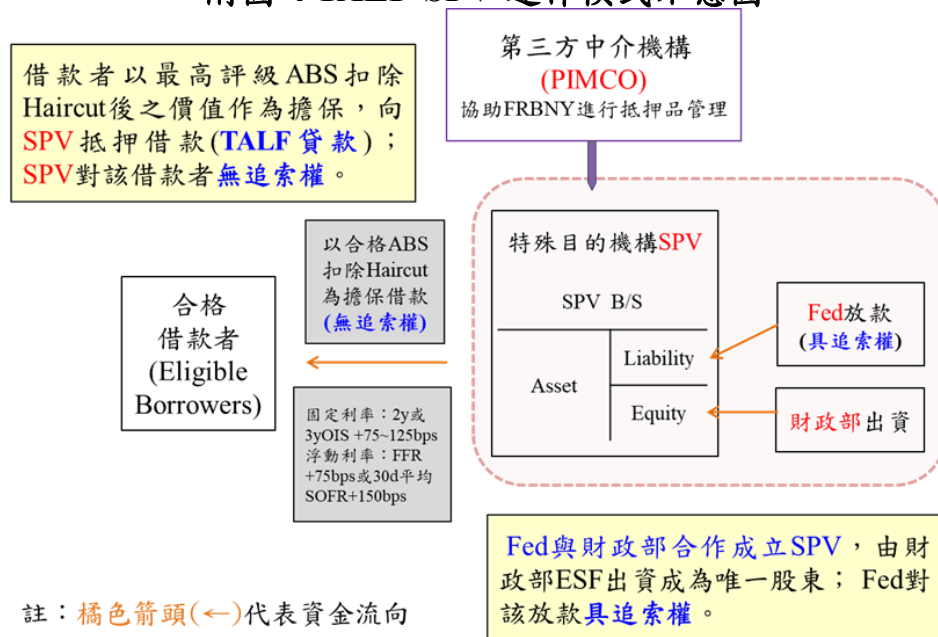


²¹ Steenis, Huw Van (2020), "Three Good Reasons Not to Dabble in Negative Interest Rates," *Financial Times*, June 2; 小栗太 (2020), 「FRB のパウエルさん、マイナス金利に反対のワケ」, 日本經濟新聞, 6月3日。
<https://www.ft.com/content/dc6fdeed-7fb9-4af4-9f3b-cd4f0e8c3283> ; <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO59871850S0A600C2000000/>

四、TALF-SPV 運作模式

定期資產擔保證券貸款機制²²(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)係由 Fed 與美國財政部合作成立 SPV，由財政部 ESF 出資 100 億美元成為 SPV 唯一股東，並由 Fed 放款予 SPV 成為其唯一債權人，Fed 對該放款具追索權。合格借款者以合格之資產證券化商品作為擔保²³向該 SPV 抵押借款，SPV 對借款者提供 3 年期無追索權之 TALF 貸款。

附圖 4 TALF-SPV 運作模式示意圖



資料來源：Fed

附表 2 TALF-SPV 資產負債表

資產	負債
規模上限 1,000 億美元，可提供合格借款者 3 年期無追索權之合格 ABS 擔保貸款(TALF 貸款)：	SPV 向 Fed 借款，Fed 擁有追索權。
(1) 合格 ABS 長期信評須為最高評級；	權益 美國財政部出資 100 億美元
(2) 短期信評須取得至少兩家主要信評機構之最高評級；	
(3) 以 ABS 扣除 Haircut 後之價值作為擔保。	

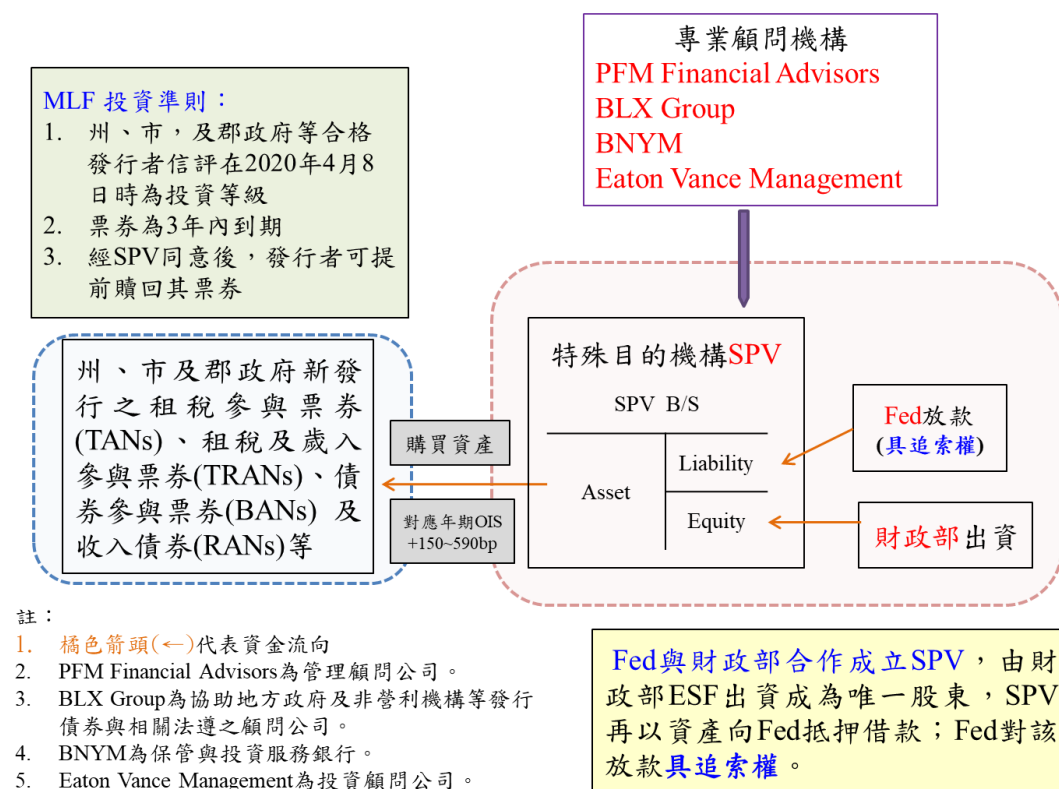
²² Federal Reserve, "Federal Reserve publishes updates to the term sheet for the Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) and announces information to be disclosed monthly for the TALF and the Paycheck Protection Program Liquidity Facility," May 12, 2020.

²³ Fed 依不同資產種類設立 haircut 比例，以增加信用保護。

五、MLF-SPV 運作模式

地方政府流動性機制(Municipal Liquidity Facility, MLF)係由 Fed 與美國財政部**合作成立 SPV**，由**財政部 ESF 出資 350 億美元**成為 SPV 唯一股東，該 SPV 購買**州、市及郡政府新發行之 3 年內到期合格票券**為其資產，以該資產依一定條件向**Fed 抵押借款**。Fed 因此成為 SPV 的唯一債權人，並對該放款**具追索權**。

附圖 5 MLF-SPV 運作模式示意圖



附表 3 MLF-SPV 資產負債表

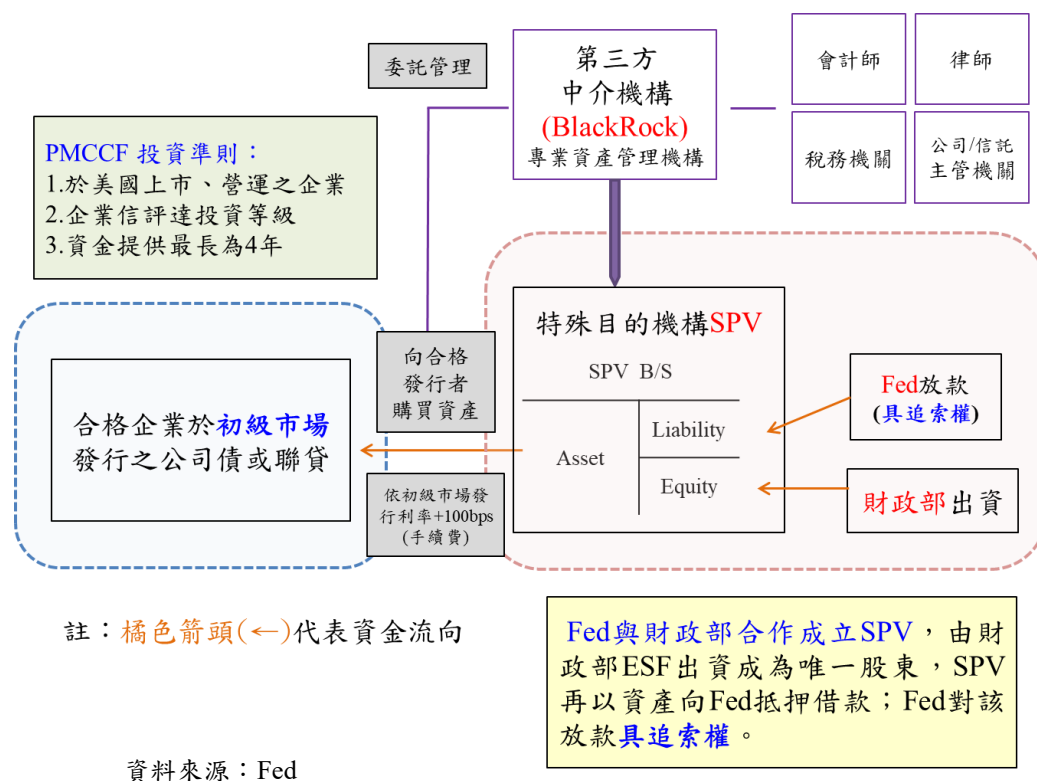
資產	負債
規模上限 5,000 億美元，購買州、市及郡政府新發行之 3 年內到期票券： (1) 州 (States)、符合條件之市 (Cities) 及郡政府 (Counties) 等 Fed 審查通過之合格發行者。 (2) 3 年內到期之新發行租稅參與票券(TANs)、租稅及歲入參與票券(TRANs)、債券參與票券(BANs)及收入債券(RANs)等。 (3) 發行者信評在 2020/4/8 至少為 BBB-/Baa3 以上，且在 SPV 購買該票券時，其信評仍在 BB-/Ba3 以上。	SPV 以其資產向 Fed 抵押借款，Fed 擁有追索權。
	權益
	美國財政部出資 350 億美元 。

資料來源：Fed

六、PMCCF-SPV 運作模式

初級市場公司融通機制(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)係由 Fed 與美國財政部合作成立 SPV，由財政部 ESF 出資 500 億美元成為 SPV 唯一股東，該 SPV 購買合格企業新發行公司債或參與該企業聯貸為資產，並以該資產依一定條件向 Fed 抵押借款，Fed 因此成為 SPV 的唯一債權人，並對該放款具追索權。

附圖 6 PMCCF-SPV 運作模式示意圖



附表 4 PMCCF-SPV 資產負債表

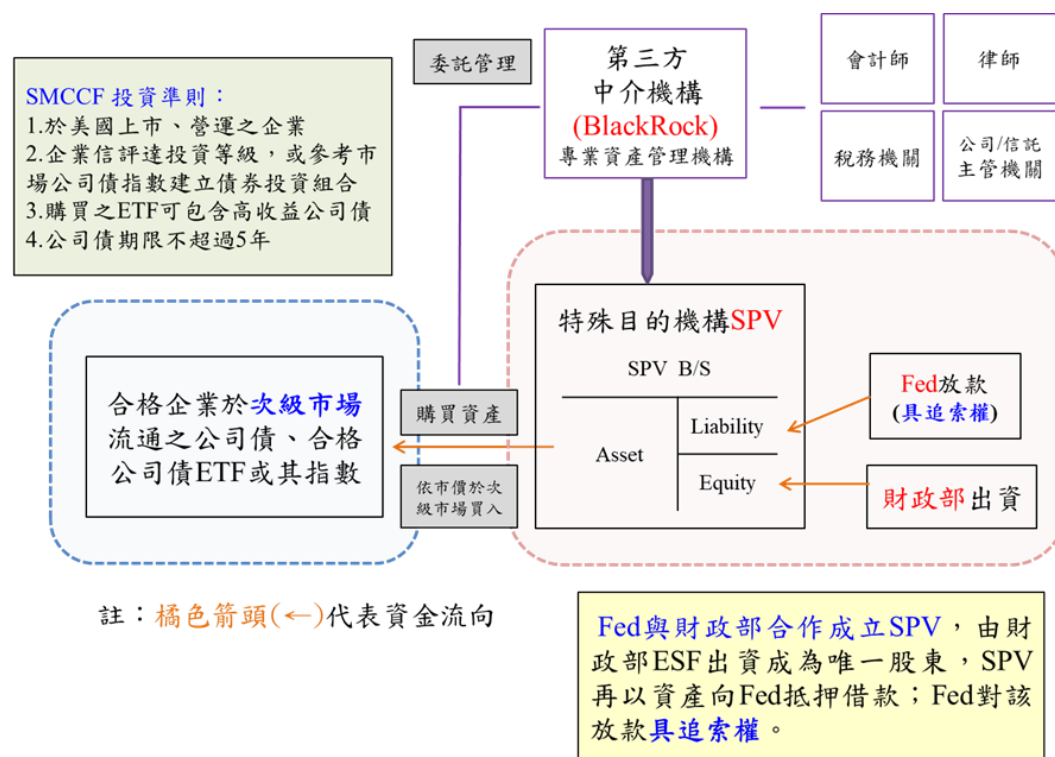
資產	負債
規模上限 5,000 億美元，可購買下列企業新發行之公司債，或參與該企業聯貸： (1) 在美國創立或依美國法律組織，且重要營運與雇用之員工多數在美國境內。 (2) 企業信評在 2020/3/22 時至少為 BBB-/Baa3 評等，且當 SPV 購買該標的時，其信評仍在 BB-/Ba3 評等以上。 (3) 非為 Dodd-Frank 法案定義之銀行 (insured depository institution) 或銀行控股公司 (depository institution holding company)。 (4) 未受到 CARES Act²⁴ 或其他聯邦法案補助之企業。	SPV 以其資產向 Fed 抵押借款： (1) 標的企業信評在投資級以上時，槓桿比可達財政部注資額之 10 倍； (2) 其他購買標的之槓桿比例為財政部注資額之 7 倍； (3) Fed 擁有追索權。
權益	
美國財政部出資 500 億美元(槓桿比例最高 10 倍)	

²⁴ 新型冠狀病毒援助救濟與經濟安全法案(The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, CARES Act)。

七、SMCCF-SPV 運作模式

次級市場公司融通機制(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)係由 Fed 與美國財政部合作成立 SPV，由財政部 ESF 出資 250 億美元成為 SPV 唯一股東，該 SPV 購買合格企業發行之公司債、合格公司債 ETF 或其指數為其資產，並以該資產依一定條件向 Fed 抵押借款，Fed 因此成為 SPV 的唯一債權人，並對該放款具追索權。

附圖 7 SMCCF-SPV 運作模式示意圖



資料來源：Fed

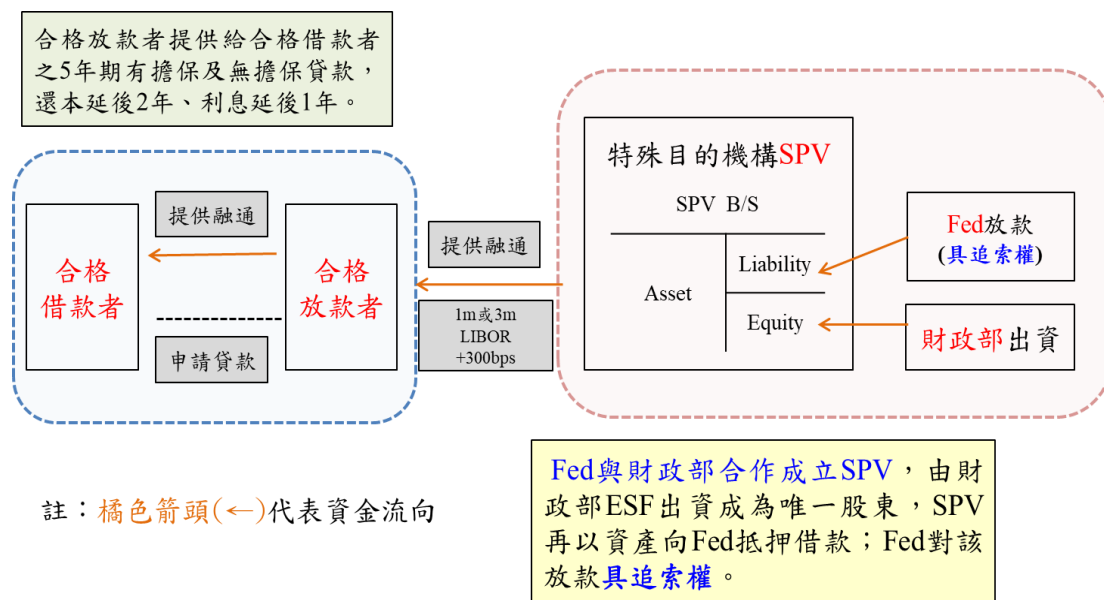
附表 5 SMCCF-SPV 資產負債表

資產	負債
規模上限 2,500 億美元，可購買下列合格企業發行之公司債或合格公司債 ETF： (1) 在美國創立或依美國法律組織，且重要營運與雇用之員工多數在美國境內。 (2) 企業信評在 2020/3/22 時至少為 BBB-/Baa3 評等，且當 SPV 購買該標的時，其信評仍在 BB-/Ba3 評等以上。 (3) 非為 Dodd-Frank 法案定義之銀行 (insured depository institution) 或銀行控股公司 (depository institution holding company)。 (4) 未受到 CARES Act 或其他聯邦法案補助之企業。	SPV 以其資產向 Fed 抵押借款： (4) 標的企業信評在投資級以上時，槓桿比可達財政部注資額之 10 倍； (5) 若 SPV 購買時企業信評已非投資級別，則槓桿比例降為財政部注資額之 3~7 倍。 (6) Fed 擁有追索權。
	權益
	美國財政部出資 250 億美元(槓桿比例最高 10 倍)

八、MSLP-SPV 運作模式

中小企業貸款方案(Main Street Business Lending Program, MSLP)²⁵依貸款金額等承作條件差異，可分為中小企業新貸款方案(Main Street New Loan Facility, MSNLF)、中小企業優先貸款方案(Main Street Priority Loan Facility, MSPLF)及中小企業擴大貸款方案(Main Street Expanded Loan Facility, MSELF)。MSLP 係由 **Fed 與美國財政部合作成立 SPV**，**財政部 ESF 出資 750 億美元**成為 SPV 唯一股東。該 SPV 向美國的銀行業者等合格放款者購買前述中小企業之合格貸款為其資產，以該資產依一定條件**向 Fed 抵押借款**。Fed 因此成為 SPV 的唯一債權人，並對其放款**具追索權**。

附圖 8 MSLP-SPV 運作模式示意圖



資料來源：Fed

附表 6 MSLP-SPV 資產負債表

資產	負債
規模合計上限 6,000 億美元，將向合格放款者購買合格貸款的 95%(MSNLF、MSELF 及 MSPLF)，並由合格放款者保留剩餘之合格貸款：	SPV 以其資產向 Fed 抵押借款：
(1) 合格放款者：加入存款保險的美國存款機構、美國銀行控股公司及美國儲貸控股公司。	(1) 除非 Fed 繼續延長實施，SPV 購買合格貸款至 2020/9/30。
(2) 合格借款者：員工最多 1.5 萬名或 2019 年度營收最多 50 億美元之企業，合格借款者若參與 MSLP，則不能再參與 PMCCF。	(2) 惟之後聯邦準備銀行將繼續融資予 SPV，至 SPV 所持有資產到期為止。
	(3) Fed 擁有追索權。
	權益
	美國財政部出資 750 億美元。

²⁵ 本年 6 月 15 日，Fed 針對 MSLP 擴大合格借款者範圍至非營利機構，向大眾徵求意見(<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200615b.htm>)；另 Boston Fed 鼓勵合格放款者承作中小企業貸款，並公布相關申請細節。

附表 7 Fed 擴大中小企業貸款方案(Main Street Lending Program)之申請範圍及可申請承作對象

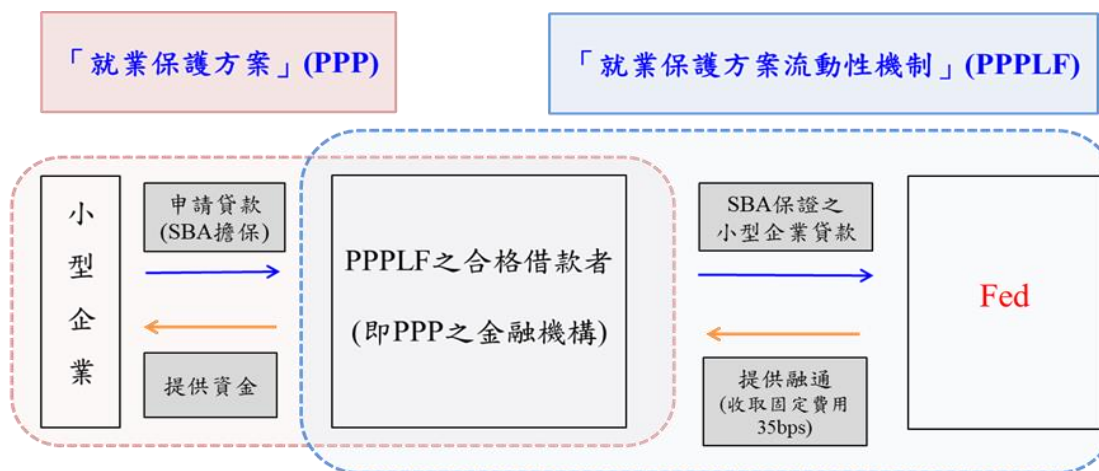
融通機制名稱	中小企業新貸款方案 Main Street New Loan Facility (MSNLF)	中小企業優先貸款方案 Main Street Priority Loan Facility (MSPLF)	中小企業擴大貸款方案 Main Street Expanded Loan Facility (MSELF)
融通期限	5 年(原 4 年)	5 年(原 4 年)	5 年(原 4 年)
貸款類型	有擔保或無擔保 (2020/4/24 後承作貸款)	有擔保或無擔保 (2020/4/24 後承作貸款)	有擔保或無擔保 (2020/4/24 前承作貸款且該貸款至少還有 18 個月才到期)
最小貸款金額	25 萬美元 (原 50 萬美元)	25 萬美元 (原 50 萬美元)	1,000 萬美元 (原 100 萬美元)
最大貸款金額	取 ①3,500 萬美元或②該企業 2019 年稅前息前折舊攤銷前獲利 (EBITDA) 的 4 倍，兩者較小者	取 ①5,000 萬美元或②該企業 2019 年稅前息前折舊攤銷前獲利 (EBITDA) 的 6 倍，兩者較小者	取 ①3 億美元或②該企業 2019 年稅前息前折舊攤銷前獲利(EBITDA) 的 6 倍，兩者較小者
SPV 購買貸款比例	95%	95%	95%
合格放款人風險保留	5%	5%	5%
還款模式	— 第 1 年不用還本金及利息 — 第 2 年不用還本金，但須開始付利息 — 第 3 年底還 15% 本金 — 第 4 年底還 15% 本金 — 第 5 年底還 70% 本金	— 第 1 年不用還本金及利息 — 第 2 年不用還本金，但須開始付利息 — 第 3 年底還 15% 本金 — 第 4 年底還 15% 本金 — 第 5 年底還 70% 本金	— 第 1 年不用還本金及利息 — 第 2 年不用還本金，但須開始付利息 — 第 3 年底還 15% 本金 — 第 4 年底還 15% 本金 — 第 5 年底還 70% 本金
融通利率	LIBOR 加碼 300bps (原先 SOFR 加碼 250~400bps)	LIBOR 加碼 300bps	LIBOR 加碼 300bps (原先 SOFR 加碼 250~400bps)
合格借款人資格 (符合其中一項即可)	雇員 1.5 萬人以下 或 2019 年營收 50 億美元以下 (原先為 1 萬人以下或 2019 年營收 25 億美元以下)	雇員 1.5 萬人以下 或 2019 年營收 50 億美元以下	雇員 1.5 萬人以下 或 2019 年營收 50 億美元以下 (原先為 1 萬人以下或 2019 年營收 25 億美元以下)
其他條件	不能同時參與 PMCCF 或 MSPLF、MSELF	不能同時參與 PMCCF 或 MSNLF、MSELF	不能同時參與 PMCCF 或 MSNLF、MSPLF

資料來源：Fed

九、PPPLF 運作模式

小型企業管理局(Small Business Administration, SBA)依據 CARES Act，設立「**就業保護方案**」(Paycheck Protection Program, PPP)，透過金融機構提供小型企業貸款並由 SBA 擔保。**Fed** 依據聯邦準備法第 13 條第 3 款，設立「**就業保護方案流動性機制**」(PPPLF)，該機制之合格借款者(即參與前述 PPP 之金融機構)以 SBA 保證之小型企業貸款為擔保品，向 Fed 取得融通資金；**Fed** 對融通資金並不具追索權。

附圖 9 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