

第四章 美國之穩定金融措施

陶慧恆

壹、前言

面對全球金融危機影響的範圍與層面日益擴大，傳統寬鬆貨幣政策(亦即央行藉由降息刺激銀行放款，以提振景氣的貨幣政策)已經難以發揮效果，美國聯邦準備理事會(Federal Reserve System, Fed)不得不採取非傳統作為。為使受到金融危機影響的各類市場與各類投資人可確實且及時獲得所需資金，Fed改變危機初期僅以傳統工具對銀行提供短期流動性之一般性措施，轉而採取一連串避開銀行體系、直接注資市場的創新援救措施。此後，Fed針對問題的來源，對非銀行之金融機構、商業本票市場、貨幣市場共同基金、房貸市場，甚至個別公司與個人，提供短期與中長期流動性。此外，為因應此波金融危機與

2008年第4季以來的嚴重經濟衰退，美國財政部亦推出大規模的紓困因應措施。

隨著各項政策措施之效果漸次顯現，美國國內與全球金融市場趨穩。然而，Fed與各國央行流動性與借貸機制的大幅擴增，亦引發市場對通膨之憂慮。Fed理事主席Ben S. Bernanke在2009年7月21及22日對國會提出的貨幣政策與經濟前景報告證詞中，力圖化解Fed採取積極寬鬆貨幣政策可能助長通膨的疑慮。

本文首先分別介紹美國Fed與財政部之穩定金融危機措施，其次檢視Fed各項非傳統貨幣政策之實施情況與成效，最後說明Fed寬鬆貨幣政策之退場機制^{註1}。

貳、美國Fed之穩定金融措施

隨著危機之發展，Fed因應措施主要可分為四個階段(表4-1與附錄4-2)，分述如下。

一、2007年8-12月危機初期，主要採取對銀行提供流動性的傳統措施

危機初期，Fed主要採取一般性的傳統措施，包括：調降利率、調整貼現窗口融通機制與調整公開市場操作條件。顯示Fed認為當時信貸市場之緊縮問題，主要來自市場信心問題，並非系統性問題。

美國次級房貸危機於2007年8月初爆發，Fed

於8月17日決定只調降主要融通利率而未調降聯邦資金利率，同時暫時調整貼現窗口融通之訂價機制，包括延長融通期限至最長30天^{註2}，直到Fed認為市場流動性已明顯改善。當時Fed理事主席Ben S. Bernanke認為，美國的經濟狀況仍不需以調降利率的方式因應，且當時仍有通膨疑慮；另Fed官員仍堅信銀行業的資本及獲利穩健，信用市場的問題僅侷限於次級房貸借款者以及持有次級房貸投資商品的投資者；此外，主要國家央行官員亦多將當時的市場動盪，視為風險重新定

表4-1 Fed因應金融危機不同發展階段所採取之措施

期間	Fed的穩定金融措施		
2007年8-12月	主要採取對銀行提供流動性之傳統措施： ● 調降利率：聯邦資金利率由5.25%降至4.25%，累計降幅1個百分點；主要融通利率由6.25%降至4.75%，累計降幅1.5個百分點 ● 調整貼現窗口融通機制 ● 建立「定期資金競標機制(TAF)」(2007.12.12) ● 與外國央行進行換匯交易(2007.12.12)		
2008年3月	一、對主要交易商提供流動性： ● 建立「定期債券機制(TSLF)」(2008.3.11) (2008.7.30建立TSLF選擇權) ● 建立「主要交易商融通機制(PDCF)」 (2008.3.16)	二、調降利率： 2008年1-4月，聯邦資金利率由4.25%降至2%，累計降幅2.25個百分點；主要融通利率由4.75%降至2.25%，累計降幅2.50個百分點	三、調整貼現窗口融通機制 (2008.3.16)
2008年9-10月	一、對貨幣市場的借款人與投資人提供流動性： ● 建立「資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制(AMLF)」(2008.9.19) ● 建立「商業本票融資機制(CPFF)」 (2008.10.7) ● 建立「貨幣市場投資人融通機制(MMIF)」 (2008.10.21)	二、調降利率： 聯邦資金利率由2%降至1%，主要融通利率由2.25%降至1.25%，累計降幅均為1個百分點	
2008年12月-2009年3月	一、對公司與個人提供流動性： ● 建立「定期資產擔保證券貸款機制(TALF)」 (2008.11.25) ● 直接購買中長期證券：設立收購政府贊助機構(GSE)發行或擔保之房貸抵押擔保證券(MBS)計畫(2008.11.25) ● Fed設立直接購買中長期公債之計畫 (2009.3.18)	二、調降利率： 聯邦資金利率由1%降至0%-0.25%區間，取代以往的單一數值目標；主要融通利率由1.25%降至0.5% (2008.12.16)	

資料來源：Fed網站。

價的必經過程。

惟隨著信貸市場緊縮狀況未見緩和、房價持續下跌、經濟成長開始出現衰退疑慮，Fed乃於9月18日調降聯邦資金利率0.5個百分點，隨後又於10月及12月兩度調降利率各0.25個百分點(主要融通利率亦同幅調降)；在此期間，Fed同時將公開市場操作條件予以放寬，包括擴大操作規模與次數、延長操作期間至28天等。然而Fed此等挹注銀行流動性的傳統性操作，效果並不顯著。

2007年12月12日，為強化挹注銀行流動性的效果，Fed建立定期競標融通機制(Term Auction Facility, TAF)，以解決Fed貼現窗口污名化，以及

公開市場操作僅限於少數主要交易商且合格擔保品範圍有限之缺點；同日，Fed亦宣布與外國央行進行換匯交易，以紓解全球對美元資金之需求壓力。茲分述如次。

(一) 建立定期競標融通機制(TAF)

Fed於2007年12月12日宣布建立定期競標融通機制(TAF)，對於符合申請貼現窗口主要融通(primary credit)資格之存款機構提供融通資金，採定期(每個月競標二次)定額、訂定底標之競標方式。TAF之合格擔保品種類與貼現窗口主要融通相同，此外，Fed會預先公布競標之時間與金額。有關TAF主要規定事項，請參見表4-2。

表4-2 TAF主要規定

利率	採固定利率、單一價格標(即荷蘭標)，即所有得標機構的借款利率在借款期間均一致，為最低得標單利率(stop-out rate)。
借款期間	28天或84天(視標售公告上的決定)。
合格擔保品	合格擔保品及相關評價標準與折減率(haircut)規定，與貼現窗口融通規定相同。
投標限額	每家存款機構最多可投2個標單，2標單投標總額不得超過該次競標總額度的某一比率；投標總額尚受限於擔保品規定。
擔保品規定	每一家存款機構期限超過28天期的未償還定期融通總額，不得超過擔保品價值的75%；假若由於其他借款的結果，導致參與者無法達到前述限制的要求，則須在2個營業日內補足擔保品。
合格參與者	符合主要融通的存款機構，即(1)經當地聯邦準備銀行認定處於健全金融狀況且此狀況將持續至借款期間結束；(2)填報相關文件；(3)有合格擔保品存放於當地聯邦準備銀行。
可否提前償還	否，但若借款機構於借款期間喪失參與主要融通之資格，則借款之聯邦準備銀行可自行裁量，使借款立即到期，立刻償還。
最低投標利率	與該次競標融通期限同天期的平均預期隔夜聯邦資金利率 ^{註3} ，Fed於競標當日於新聞稿公告。
競標時間與金額	Fed會預先公布。

資料來源：林清惠(2008)；陶慧恆整理。

Fed認為，標售形式可較有效率地提供流動性。為確保資金可更有效且合理地分配給有需求的銀行，TAF具有下列幾項特殊設計：

1. 最低投標利率：最低投標利率係依據競爭性市場之利率(30天期的隔夜指數利率交換《OIS》利率)而非懲罰性的利率。此種由市場決定的最低投標利率，較能鼓勵銀行參與且減少污名化的牽連。

2. 採單一價格標：單一價格標較複式價格標(discriminatory auction，即按每一位得標者的投標利率分別計算其資金價格)更能吸引市場參與者。

3. 最高投標限額：Fed規定投標總額不得超過該次競標總額度的10%，以確保資金可作更廣泛的分配；此外，投標機構所持有的TAF借款，不得超過其擔保品價值的某一比率，除保障Fed的資金安全外，尚可確保投標機構在遭遇未預期的隔夜資金需求時，仍有能力使用貼現窗口融

通。

4. 可投2個標單：Fed允許每個存款機構可投2個標單。此項措施使參與者藉由兩種不同的投標利率，反應其資金需求的迫切程度。

(二) Fed與外國央行進行換匯交易

Fed於2007年12月12日宣布與外國央行進行換匯交易，以因應全球對沖基金與非銀行金融機構等對國際美元資金之大量需求，因其為操作投資槓桿而大舉借貸。此波金融危機觸發龐大的貸款提前償還及投資人贖回潮，而這些資金均需以美元償還。

二、對主要交易商提供流動性：建立TSLF與PDCF機制(2008年3月)

2008年3月中旬，主要交易商貝爾斯登(Bear Stearns)面臨經營困境，惟因其係屬投資機構而非存款機構，而無法使用貼現窗口融通，故經由Fed協助JP Morgan進行收購並提供290億美元特別融通。為強化債券市場的流動性以及因應非

銀行業金融機構之資金需求，Fed分別建立「定期借券機制」(TSLF)與「主要交易商融通機制」(PDCF)。分述如下。

(一)「定期借券機制」(TSLF)

2008年3月11日，Fed建立總額度2,000億美元的「定期借券機制」(Term Securities Lending Facility, TSLF)，主要交易商得以房貸抵押擔保證券(mortgage-backed securities, MBS)等流動性較低的證券為擔保品，向紐約Fed(FRBNY)借入公債，再以其作為擔保品向市場籌資，以促進公債

市場與抵押證券市場的流動性，俾利金融市場之順暢運作^{註4}。

TSLF為一種標售政府債券的機制。如圖4-1所示，TSLF允許交易商以相對不具流動性的債券作為擔保品，換入SOMA(System Open Market Account)投資組合內的政府債券，再以其作為擔保品於附買回市場籌資。藉由此機制，可提高金融市場其他擔保品證券的流動性，並增加主要交易商籌資的能力，健全金融市場運作功能。有關TSLF主要規定事項，請參考表4-3。

圖4-1 TSLF運作流程



資料來源：作者整理。

表4-3 TSLF主要規定

合格參與者	主要交易商
標售標的	SOMA帳戶內之政府債券
合格擔保品	分為schedule 1及schedule 2兩種： schedule 1：所有公開市場操作附買回交易適用的擔保品。 schedule 2：除了schedule 1，尚包括信評等級AAA/Aaa的私人住宅不動產抵押擔保證券(Private-Label Residential MBS)、商業不動產抵押貸款擔保證券(Commercial MBS)、機構擔保不動產憑證(Agency CMOs)及其他AAA/Aaa級的ABS。 此外，FRBNY有權隨時更改上述擔保品的內容。
標售頻率	每週一次，第一次標售的合格擔保品為schedule 2，第二次標售的合格擔保品為schedule 1，再下一次標售的合格擔保品為schedule 2，依此原則輪流交替。
標售方式	1. 採單一價格標，所有得標者皆適用最低得標利率(stop-out rate)。 2. 每一個投標者針對每一個標的最多可投2個標單，但FRBNY保有拒絕某些標單的裁量權。 3. 債券交割日為標售日的次一營業日。
借券期間	除非FRBNY另有聲明，否則一般為28天。
最低投標金額及借券限額	最低投標金額為1000萬美元，每一個交易商借入總額不超過該次FRBNY借出總額的20%。
最低投標費率	由於TSLF採用以券換券的方式，其借券費率可視為相當於以公債為擔保的一般RP利率及以交易商提出的抵押品為擔保的一般RP利率之利差；FRBNY為防止交易商藉由此機制套利，故對於schedule 1及schedule 2分別設有0.1%及0.25%最低投標費率之限制。
擔保品的更換	1. FRBNY的權利： (1)為避免借出的公債會被以特殊券的價值在RP市場交易，FRBNY保留以SOMA帳戶內的其他債券，更換以借出債券的權利。 (2)為保障債權，當交易商提供之擔保品品質降低時，FRBNY可要求交易商另行提供其他合格的擔保品。 2. 主要交易商的權利：主要交易商有權以其他合格擔保品更換原擔保品。

資料來源：Fed網站。

Fed首度接受民間MBS為擔保品，有助於促進相關商品的流動性，改善市場投資人只購買公債之現象。一般而言，市場對TSLF的發展多持正面看法，認為主要交易商可藉此機制增加資產之流動性，且可改善抵押貸款市場日益升高的流動性壓力。

(二) 「主要交易商融通機制」(PDCF)

2008年3月16日，Fed建立「主要交易商融通

機制」(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)，對主要交易商提供融通，希望化解非銀行金融業的資金短缺問題，防範類似貝爾斯登的流動性短缺危機蔓延至其他投資銀行。

PDCF為Fed對主要交易商的融通機制，類似Fed對銀行融通的貼現窗口融通機制，兩者皆為常備型融資窗口，只是對象不同。有關PDCF主要規定事項，請參見表4-4。

表4-4 PDCF主要規定

合格參與者	主要交易商
融通期限	隔夜
合格擔保品	公開市場操作的合格擔保品，以及投資等級的公司債、市政債券、不動產抵押證券及資產擔保證券。
融通利率	適用FRBNY貼現窗口主要融通利率，但若120個營業日內使用超過30個營業日，從第31個營業日起，需加收費用(frequency-based fee)，關於此項費用將於與主要交易商討論後決定。
擔保品之保管及評價	主要交易商將其資金需求告知清算銀行，清算銀行核對交易商是否有足額擔保品，然後通知FRBNY，一旦接受該通知，則擔保品將移轉至FRBNY帳戶，FRBNY再將貸款透過清算銀行移轉給主要交易商，抵押之擔保品由清算銀行加以評價。
貸款額度	抵押擔保品限額內

資料來源：Fed網站。

三、對貨幣市場借款人與投資人提供流動性：建立AMLF、CPFF與MMIFF機制(2008年9-10月)

Fed建立TSLF與PDCF機制之策略，雖可稍微緩解資金緊縮情況，但仍無法解決金融業與市場投資人信心之問題。2008年9月15日，雷曼兄弟聲請破產重整，此時金融危機之本質已由流動性危機演變成償付能力危機。由於信貸市場持續降低財務槓桿，許多金融機構與企業所發行的公司債與商業本票(commercial paper, CP)已找不到買主，導致其融資困難。

Fed雖已對金融機構提供大量流動性，但仍無法直接解決非銀行市場(包括商業本票與資產擔保證券等市場)的信用供給與市場不穩定等問題。Fed乃自2008年9月中旬開始採行信用寬鬆

的新措施，亦即避開銀行體系，直接對房貸市場等民間部門貸出現金或貸出等同現金的高流動性資產，俾提供流動性，包括：(1) 2008年9月19日宣布建立「資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制」(AMLF)；(2) 2008年10月7日宣布建立「商業本票融資機制」(CPFF)；(3) 2008年10月21日宣布建立「貨幣市場投資人融通機制」(MMIFF)。茲說明如次：

(一) 「資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制」(AMLF)

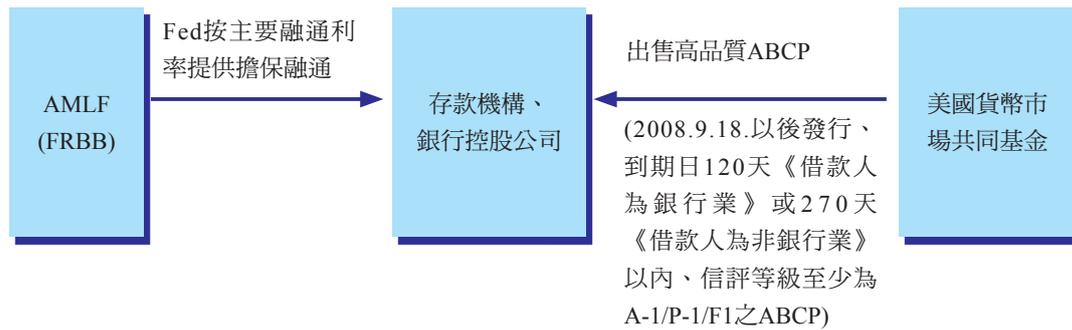
Fed於2008年9月19日宣布實施「資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制」(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF)，運作流程如圖4-2。

AMLF係由波士頓Fed (FRBB)對買入貨

幣市場高品質資產擔保商業本票(asset-backed commercial paper, ABCP)的存款機構與銀行控股公司提供融通。銀行業以其所買入2008年9月18日以後發行、到期日在120天(借款人為銀行業者)或270天(借款人為非銀行業者)以內之高品質

ABCP(信評至少A-1/P-1/F1)為擔保品，向FRBB申請融通，按主要融通利率計息，融通期限至合格資產之到期日；惟FRBB對借款銀行業並無追索權。

圖4-2 AMLF運作流程



資料來源：作者整理。

(二) 「商業本票融資機制」(CPFF)

Fed於2008年10月7日宣布建立「商業本票融資機制」(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)，自2008年10月27日開始實施(運作流程如圖4-3)。

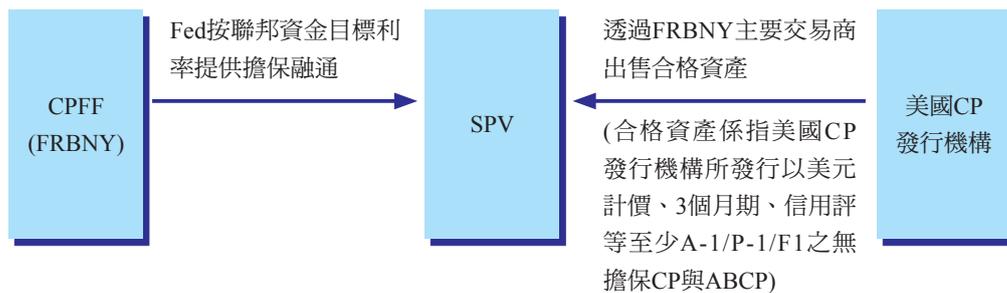
CPFF係透過新成立之特殊目的工具(special purpose vehicles, SPVs)，自主要交易商買進合格發行機構發行、以美元計價之3個月期、信用評等至少A-1/P-1/F1之無擔保CP以及ABCP；SPV買入CP之利率係按3個月期OIS利率加碼最多300

個基本點。Fed對SPV提供擔保融通以供其買進合格資產，融通利率按聯邦資金目標利率計息，融通期限最長不得超過作為融通擔保品之CP到期日；每家發行機構出售CP之上限為，按2008年1月1日至8月31日期間該發行機構流通在外CP平均餘額，扣除由其他投資者(包括CPFF的SPV)持有之額度；Fed對SPV具有追索權。

(三) 「貨幣市場投資人融通機制」(MMIFF)

Fed於2008年10月21日宣布建立「貨幣市場投資人融通機制」(Money Market Investor Funding

圖4-3 CPFF運作流程



資料來源：作者整理。

Facility, MMIFF)，並自2008年11月24日起開始運作。Fed之所以設立MMIFF，主要係考量貨幣市場共同基金在金融業與非金融業的短期信用資金來源上，扮演著關鍵角色。Fed預期此機制可改善貨幣市場投資者的流動性，從而增強貨幣市場業者應付基金贖回要求的能力。

MMIFF係依據美國聯邦準備法之規定，由理事會授權FRBNY而設立。相關運作機制說明如下，流程如圖4-4：

1. 規模：Fed對貨幣市場提供最高5,400億美元資金。

2. 成立5家私部門特殊目的機構(private-sector special purpose vehicles, PSPV)。由5家PSPV自貨幣市場向合格投資人購入合格短期貨幣市場金融資產；每家PSPV只能向10家合格金融機構購買合格資產；PSPV購買前述單一合格金融機構所發行之債務，不得超過該PSPV持有資產總額之15%。PSPV購入合格資產後將持有至到期日，資產之收益將用以償還Fed的融通與ABCP。Fed將

委託JP Morgan統籌管理5家PSPV。

3. PSPV購買合格資產之資金來源有二：

(1)PSPV買入之合格資產總價中，90%由FRBNY提供優先擔保融通資金，按主要融通利率計息，融通期限至合格資產之到期日。FRBNY的融通為擔保貸款，優先於PSPV發行之ABCP，且FRBNY對PSPV具有追索權；該融通以PSPV持有之所有資產為擔保。

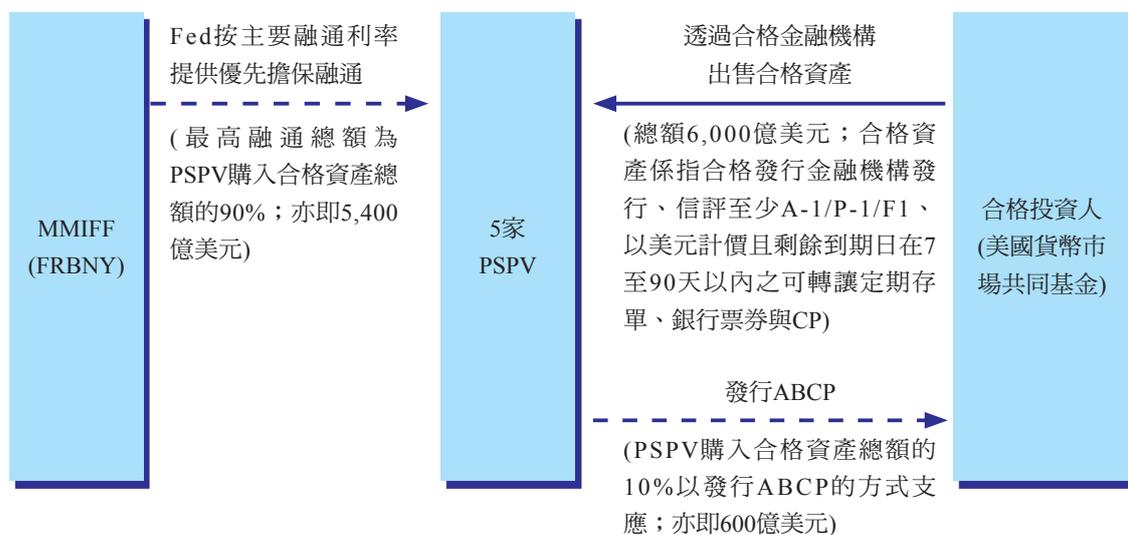
(2)其餘10%由PSPV發行ABCP，售予將合格資產賣給PSPV的合格投資人。

4. 合格短期貨幣市場工具：由合格金融機構發行，以美元計價且剩餘到期日在7天至90天以內之可轉讓定期存單、銀行票券與CP。

(四) AMLF、CPFF與MMIFF之比較

Fed 建立AMLF、CPFF與MMIFF三種機制之目的，均係為協助貨幣市場共同基金在次級市場出售其資產，以增加其流動性並鼓勵業者借出較長期資金，其中MMIFF具有補強CPFF之功能。表4-5比較三者之主要差異。

圖4-4 MMIFF運作流程



資料來源：作者整理。

表4-5 AMLF、CPFF 與MMIFF之比較

	AMLF	CPFF	MMIFF
運作方式	FRBB對買入貨幣市場高品質ABCP的存款機構與銀行控股公司提供融通；銀行業以其所買入的ABCP作為融通之擔保品。	成立SPV，自FRBNY的主要交易商買進合格票券；SPV以其買進之合格票券為擔保品向Fed融通。	成立5家PSPV，由其向合格投資人購入合格短期貨幣市場金融資產，上限為6,000億美元。PSPV購買合格資產之資金來源有二： 1. PSPV買入的資產總額中，90%由FRBNY提供優先擔保融通資金。 2. 其餘10%由PSPV發行ABCP，並出售給將資產賣給PSPV的合格投資人。
合格標的資產	2008.9.18以後發行、到期日在120天(借款人為銀行業)或270天(借款人為非銀行業)以內之高品質ABCP(信評至少A-1/P-1/F1)	3個月期、美元計價、信評至少為A-1/P-1/F1之ABCP與無擔保CP	由合格金融機構(短期債務信評至少A-1/P-1/F1者)發行、以美元計價且剩餘到期日在7天至90天以內之可轉讓定期存單、銀行票券與CP
融通對象	存款機構與銀行控股公司	美國發行CP之機構	美國2a-7貨幣市場共同基金
融通利率	主要融通利率	聯邦資金目標利率	主要融通利率
融通期限	最長不得超過融通擔保品之到期日；銀行業最長可達270天；非銀行業最長120天。	最長可達90天，不得超過融通擔保品之到期日。	最長可達90天，不得超過融通擔保品之到期日。
融通額度	無	每家發行機構出售CP之上限：按該發行機構2008.1.1至2008.8.31流通在外平均餘額，減去由其他投資者(包括CPFF的SPV)持有額度。	5,400億美元
其他	FRBB對借款之銀行業無追索權	FRBNY對SPV具追索權	FRBNY對PSPV具追索權

資料來源：Fed網站。

四、對公司與個人提供流動性：建立 TALF；Fed直接購買中長期證券(2008年11月-2009年3月)

除直接對民間部門挹注短期資金以外，Fed亦可直接挹注長期資金。Ben S. Bernanke表示，Fed將直接購買財政部或政府支持企業發行的長債，以壓低收益率並刺激市場需求；此外，Fed亦可避開那些不願出借資金的機構，直接將資金注入特定市場。2008年11月至2009年3月，Fed建立「定期資產擔保證券貸款機制」(TALF)，並直接購買中長期證券，茲分述如次。

(一) 建立「定期資產擔保證券貸款機制」(TALF)

2008年11月25日，Fed與財政部共同宣布建

立「定期資產擔保證券貸款機制」(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)，總額度為2,000億美元，以收購缺乏流動性之ABS(以信用卡貸款、汽車貸款與就學貸款為擔保品者)。透過鼓勵投資人買進此類資產，美國主要銀行持有之大量不良資產可望由其資產負債表移除。2009年2月10日Fed再將TALF額度調高為1兆美元，收購資產的範圍擴大到租賃、商業不動產、政府交通船舶租賃、小型/重型/農業設備貸款與租賃為擔保品之ABS，以及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)。有關TALF之主要規定，請參閱表4-6。

表4-6 TALF主要規定

目的	Fed直接買入學生貸款、汽車貸款及信用卡貸款等ABS，以滿足家庭和企業的信貸需求，進而支撐整體經濟成長。
規模	2009.2.10配合財政部金融穩定計畫，將收購額度由原來的2,000億美元，擴增至1兆美元。
運作機制	1. 成立SPV，提供SPV融通資金，向持有合格擔保品的美國人買入卡債、汽車貸款、學生貸款等之ABS。 2. 美國財政部由問題資產紓困計畫(TARP)中提列1,000億美元，作為TALF的「信用保護」(損失保證)。 3. 上述TARP資金將購買該SPV發行的次順位債，以支應前述1,000億美元之貸款違約損失。
合格參與者	擁有合格擔保品之美國公司、未受外國政府控制的外資公司美國分公司以及美國人，均可透過主要交易商使用TALF；借款者最少需貸款1,000萬美元，但無上限。
合格擔保品	新近發行、美元計價之"AAA"級消費者與美國小型企業管理局(Small Business Administration, SBA)全額保證之小型企業貸款ABS、CMBS證券化商品；融通金額按ABS市價一定成數計算。
利率	按擔保品性質分為浮動利率與固定利率： 1. 浮動利率：1個月期LIBOR利率加0.5%或0.75%或1% 2. 固定利率：3年期LIBOR換匯利率加0.5%或1%
期限	3年

資料來源：Fed網站。

(二) Fed直接購買中長期證券：設立收購GSE發行或擔保之MBS計畫

2008年11月25日，Fed直接購買中長期證券，並宣布設立收購GSE發行或擔保之MBS計畫。鑑於危機的根源來自住宅市場，房貸違約率持續升高及房價持續下滑，均不利於信貸危機的解除，Fed乃透過直接購買相關債券，引導房貸利率下跌，以支撐房貸與房屋市場，並協助改善金融市場情況。

2009年3月18日，Fed宣布6個月內將購買3,000億美元長期公債。Fed希望透過低指標公債收益率之降低，帶動各類消費與商業貸款利率走低，以改善民間信貸市場狀況，進而刺激經濟成長。Fed並宣布：(1)將買進機構擔保之MBS額度由原來的5,000億美元，擴增為7500億美元至1.25兆美元間；(2)將原買進機構本身發行之債券額度由原來的1,000億美元，擴增為2,000億美元。相關規定，請參見表4-7。

表4-7 Fed直接購買中長期證券相關規定

	設立收購GSE發行或擔保之MBS計畫	設立直接購買長期公債之計畫
規模、運作機制	Fed將買入： 1. 2,000億美元房貸相關之Fannie Mae、Freddie Mac與Federal Home Loan Banks發行的債券 ^{註5} (以下稱A案) 2. 1.25兆美元由Fannie Mae、Freddie Mac與Ginnie Mae擔保之固定利率MBS(以下稱B案) Fed擇定4家投資管理公司為計畫之投資經理人，由其與主要交易商進行交易。	Fed將買入3,000億美元之2-10年期公債，包括通膨保值債券(TIPS)。
合格參與者	A案：主要交易商 B案：市場參與者	主要交易商
利率	A案：投標競標；標售頻率每週1~2次 B案：市場購買者決定；出售頻率由Fed投資經理人決定	投標競標

資料來源：Fed網站。

參、美國財政部之穩定金融措施

因應此波金融危機，美國財政部亦推出大規模的紓困措施。2008年9月中旬，雷曼兄弟聲請破產，以及花旗銀行與AIG爆發嚴重財務危機等重大金融事件，顯示金融危機已達另一高峰，迫使政府必須採取更積極的因應政策。

2008年9月，美國財政部對貨幣市場基金提供暫時性保證計畫；2008年10月，美國財政部推出「問題資產紓困計畫」(Troubled Asset Relief Program, TARP)，對銀行直接注資；FDIC並建立「暫時性流動性保證計畫」(Temporary Liquidity Guarantee Program, TLGP)，對美國金融機構債務提供全額保證。惟由於TARP對問題金融機構注資的成效欠佳，2009年1月財政部乃續推出「金融穩定計畫」(Financial Stability Plan, FSP)。針對美國出現問題的各個經濟環節提出救援計畫，分別說明如下(附錄4-3)：

一、財政部對貨幣市場基金提供暫時性保證計畫^{註6}

美國財政部於2008年9月19日宣布實施暫時性貨幣市場基金保證計畫(Temporary Money Market Guarantee Program)，緊急動用500億美元之交易穩定基金(exchange stabilization fund)，擔保貨幣市場共同基金淨資產價值，以期恢復市場信心。

暫時性貨幣市場基金保證計畫內容，係就9月19日在證管會註冊之合格美國貨幣市場基金，其單位淨值在1美元以上者提供保證；該等基金得自行決定是否參與此項計畫，參與者必須付費，並由財政部保證其資產價值，亦即參與該計畫之各基金於9月19日登記有案之投資人，於基金遭遇清算時(亦即當基金每單位持有淨資產之

市價跌破0.995美元時)，由財政部保證其持有基金每單位可收回1美元的投資金額。此計畫實施期間為3個月，至2008年12月18日截止。

本次財政部動用500億美元之交易穩定基金，係依據1934年黃金準備法(Gold Reserve Act)，該法授權財政部長於經過總統同意後，得從事黃金、外匯，或其他信用及證券工具之交易，以達成美國政府承諾IMF協助促進國際金融穩定之責任。

二、「穩定經濟緊急法」(EESA)

為因應次級房貸風暴，美國國會於2008年10月3日通過7,000億美元「穩定經濟緊急法」(Emergency Economic Stabilization Act of 2008, EESA)。本案係1929年經濟大蕭條以來最大規模之政府干預行動，主要內容包括：

1. 問題資產紓困計畫(TARP)：政府向金融機構購買2008年3月14日以前之問題房貸資產。
 2. 保護住宅所有權，以幫助更多家庭保有房屋。
 3. 限制持有問題資產公司主管之待遇，以保障納稅人權益。
 4. 國會強力監督，確保資金未被濫用。
- 財政部分次動用授權金額：第一批額度為2,500億美元；第二批額度為1,000億美元，需俟總統向國會提出書面要求後，才能動用；第三批額度為3,500億美元，由國會審議通過後動用。
5. 提高FDIC存款保險額度上限，每戶由10萬美元提高為25萬美元；實施期限至2009年12月底止(2009年5月20日宣布延長至2013年12月底)。
 6. 新增1,500億美元之租稅減免，以刺激經濟成長。

茲就EESA內容擇要說明如下：

(一) 財政部建立「資本購買計畫」(CPP)

根據EESA，美國財政部可成立總額7,000億美元之TARP，其主要目的原為收購問題資產，但由於不良放款及有關衍生性金融商品投資之真實價值難以評估，且金融機構持續出現鉅額虧損，財政部因而改採對銀行直接注資的方式。

2008年10月14日，財政部宣布建立總額2,500億美元「資本購買計畫」(Capital Purchase Program, CPP)，由政府挹注合格金融機構(包括參與存保機制之存款機構、銀行控股公司、金融控股公司、儲貸控股公司)資本計2,500億美元，由財政部透過取得該等機構新發行之優先特別股及認購權證方式，挹注其資本結構。財政部購買的金額至少為每一參與銀行風險性資產的1%，最高購買額度為250億美元或風險性資產的3%。

2008年10月14日，9家大型銀行(包括JP Morgan, Citigroup, BOA & Merrill Lynch, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon Corp., State Street Corp.)承諾參加該計畫，接受總計1,250億美元的注資；其餘

1,250億美元資金則提供予其他小型金融機構。

相較於收購銀行問題資產，CPP充實金融機構資本的作法，更能強化其授信能力，並鼓勵金融機構進行併購，有效紓解金融體系之流動性危機。

(二) FDIC建立「暫時性流動性保證計畫」(TLGP)

為穩定存款大眾及投資機構對銀行的信心，FDIC於2008年10月14日建立TLGP，對美國金融機構新近發行的優先無擔保債務，提供為期3年的全額保證。此外，FDIC將支息存款保證金額上限由10萬美元提高至25萬美元，並對不支息的銀行存款帳戶暫時提供全額保證(相關規定如表4-8)。

(三) TARP之修正

2008年11月12日，財政部表示，鑑於金融體系因面臨經濟衰退而更顯脆弱，先前由財政部向金融業者購買問題資產之TARP，已非維持金融體系穩定之最有效方式，因而宣布廢除該措施，並計劃將剩餘TARP資金運用於下列三項目的：強化金融體系之穩定、推動銀行體系外消費者

表4-8 TLGP主要規定

適用機構	參加FDIC存保機制之存款機構、美國的銀行控股公司、金融控股公司及儲貸控股公司。
保證債務範圍	1. FDIC保證上述機構於2009.6.30前新發行之優先無擔保債務。 2. 無息交易存款帳戶(支票存款帳戶)。
保證上限	1. 新發行之優先無擔保債務：在2008.9.30流通在外且於2009.6.30以前到期債務金額之125%為保證上限。 2. 無息交易存款帳戶：無保證上限。
保證期限	1. 新發行之優先無擔保債務：2012.6.30終止。2009.6.30以前發行之債務，僅提供該發行日起為期3年之保障。 2. 無息交易存款帳戶：2009.12.31止。
保證費用	前30天無需繳交保證費用，30天之後需支付保證費用： 1. 新發行之優先無擔保債務：計畫保證期間債務發行金額乘以75 bps(年率)。 2. 無息交易存款帳戶：帳戶超過現行25萬美元存款保障之金額，收取10 bps額外費用，此項收入將計入該參加存保機構現行存款保費。

資料來源：FDIC網站。

信用之證券化，以及降低查封房屋事件。有關 TARP 之新策略重點，請參見表 4-9。

三、「金融穩定計畫」(FSP)

TARP 與 CPP 主要係針對問題金融機構注資，惟實施以來金融機構仍持續出現鉅額虧損，無法有效解決已遭摧毀的投資人信心與經濟運作機制問題。2009 年 1 月，美國政府針對 TARP 第二階段的 3,500 億美元進行規劃，2 月 10 日財政部公布規

模高達 2 兆美元的「金融穩定計畫」(FSP)，主要係針對美國出現問題的各個經濟環節提出救援計畫。該計畫包含下列六項(表 4-10)：1. 金融穩定信託；2. 公共與民間投資基金；3. 消費者與企業放款機制；4. 提高資產負債表之透明度與可靠性；5. 支撐房屋市場並防止房屋被查封法拍；6. 小型企業與社區放款機制。

表 4-9 TARP 新策略重點

策略重點	主要內容
對金融機構挹注資本	1. 擴充資本挹注。 2. 要求接受財政挹注資本之金融機構，額外募集相對金額之私有資本。
重新啟動消費者貸款之證券化業務	TARP 將更專注於支援消費者信用(包括信用卡、汽車貸款、學生貸款等)之流通，特別是透過 ABS 市場。方案包括： 1. 財政部與 Fed 設立新的融通機制，以支援高評等之消費者信用 ABS。 2. 參考 CPFF 之運作機制。 3. 運用 TARP 資金直接鼓勵民間擴大消費者信用。
減少房屋查封事件之發生	1. 要求銀行與借款人重新議定房貸償還方式，以避免借款人無力還款。 2. 由相關機構發布房貸給付條件修改之參考標準，供金融業者參考。

資料來源：美國財政部網站。

表 4-10 FSP 主要內容

措施類型	措施內容
金融穩定信託 (Financial Stability Trust)	1. 強迫大型銀行參與全面性壓力測試，未通過者必須接受政府挹注資本(資本援助計畫《Capital Assistance Program, CAP》)，且政府將該投資置於新設之金融穩定信託之下。 2. 增加金融業者資產負債表之透明度與揭露。
政府民間合作投資基金 (Public-Private Investment Fund)	1. 規模 5,000 億至 1 兆美元。 2. 政府與民間聯合收購不良資產，協助恢復金融部門運作機制。 3. 購買標的：(1) 不良貸款；(2) 不良資產擔保證券。
消費者與企業放款機制 (Consumer and Business Lending Initiative)	擴大 Fed 的 TALF 合格擔保品適用對象，並將 TALF 額度自 2,000 億美元提高至 1 兆美元，以達強化刺激消費者與企業貸款之效果。
提高資產負債表之透明度與可靠性—包含股利發放限制 (Transparency and Accountability Agenda-Including Dividend Limitation)	1. 接受金融穩定計畫之金融機構應提出增加放款的計畫，並協助避免房屋被查封拍賣。 2. 限制該等金融機構之股利發放、庫藏股買回與購併活動。
支持房屋市場與防止房屋查封法拍計畫 (Affordable Housing Support and Foreclosure Prevention Plan)	1. 協助降低整體房貸市場利率：由 Fed 購買政府機構發行或擔保之 MBS。 2. 自 TARP 提撥 500 億美元，協助降低房貸戶每月還款金額及更改貸款條件。
小型企業與社區放款機制 (A Small Business and Community Lending Initiative)	1. 利用消費者與企業放款機制，對 AAA 評等之 SBA 貸款，提供融通。 2. 暫時提高對 SBA 貸款之保證成數至 90%、免除信保費用及降低貸款相關費用。

資料來源：美國財政部網站。

四、房屋持有者可負擔及穩定計畫(HASP)

2009年3月8日，美國政府提出房屋持有者可負擔及穩定計畫(Homeowner Affordability and Stability Plan, HASP)，預計協助7至9百萬戶具有還款意願且負責任之房貸者，以房貸換約或再融資之方式改適用較低利率，且繼續保有房屋。

本計畫重點有三大主軸，分別為：(1)家庭可負擔再融資計畫(the Home Affordable Refinance)；(2)家庭可負擔換約計畫(the Home Affordable Modification)；(3)強化市場對Fannie Mae及Freddie Mac之信心。分述如次：

(一) 家庭可負擔再融資計畫(the Home Affordable Refinance)

目前房貸利率雖處於歷史低點，惟因房價仍不斷下跌，超過8成以上高成數房貸之抵押品重估金額已低於其房貸餘額，因而無法轉貸以適用較低之房貸利率。本計畫擬協助有還款意願且負責任之房貸戶可更改適用較低利率，預計受惠戶數約4至5百萬戶。

本計畫由Fannie Mae及Freddie Mac二家GSEs，對其承作或擔保之貸款辦理再融資，俾使正常繳息之房貸戶，得以適用較低之利率。由於相關資料均已建檔，借款人辦理再融資時，不須再提供書面文件，從而可減少不必要之負擔。此種彈性措施，將縮短債權人與借款人辦理轉貸時間並節省成本。

預估本計畫至2010年6月底止，將可大幅降低每戶每年房貸支出金額達數千美元。

(二) 家庭可負擔換約計畫(the Home Affordable Modification)

民眾收入由於景氣不佳而大幅減少，以致每月房貸支出占其收入比例高達4至5成；另因房價大幅下跌，民眾出售房屋之價值不足以清償其貸

款。本計畫編列750億美元預算，由Fannie Mae與Freddie Mac、Federal Housing Administration (FHA)、FDIC及其他聯邦機構，共同協助因貧困、收入銳減(或支出增加)，以及無力還款而面臨房屋被拍賣之民眾修改契約，將每月還款金額調整至可負擔之範圍，使其得以繼續保有房屋。本計畫預計受惠戶數約3至4百萬戶。本計畫主要受惠者之資格與審核條件如次：

1. 以2009年1月1日前撥款之房貸為限，且必須為第一順位抵押權擔保之自用住宅房貸，其未償還本金限額最高為729,750美元。

2. 借款人須提供相關所得與繳稅書面資料，另須簽署財務困難聲明書。

3. 適用於繳息紀錄正常，但目前面臨房貸違約立即風險之借款人；或雖曾繳息延誤但目前已正常還款者，仍符合本計畫修改貸款契約資格。

4. 房貸契約條件變更時間自即日起至2012年12月31日為止；每筆貸款僅能辦理一次換約。

本計畫對房貸服務機構與債務人換約誘因與補助之機制如下：

1. 針對辦理換約之業者提供獎勵：

對協助房貸戶完成換約手續之業者，由財政部提供每件契約1,000美元之獎勵金；房貸戶換約後仍可正常履約者，3年內每件每年最高再予補助1,000美元。

2. 對於還款繳息履約正常房貸戶之獎勵：

本計畫提供5年，每年1,000美元之補助，藉由直接償還貸款本金方式，減輕民眾貸款負擔。

3. 對於可能有違約風險的借款人，積極鼓勵其辦理換約：

本計畫將補助每位民眾1,500美元、金融機構500美元，以避免房貸違約增加。

4. 對借款人提供房價下跌保險措施(Home

Price Decline Reserve Payment)：

主管當局與FDIC實施部分保證方案(partial guarantee initiative)。由財政部提撥約100億美元成立保險基金，建立房屋價格指數連動賠付機制，對債權人提供換約後房價下跌時之有效保護措施，避免金融機構基於債權確保考量而大量拍賣擔保品。

(三) 強化市場對Fannie Mae與Freddie Mac之信心

由財政部對Fannie Mae與Freddie Mac增加注資，使其淨值維持正數，以提振市場信心、確保

房貸抵押市場之強度及安全性，並協助民眾維持可負擔之擔保貸款。本項注資之資金來源，主要係依據2008年7月3日住宅暨經濟復甦法(Housing and Economic Recovery Act, HERA)。

為促進市場穩定及流動性，財政部將持續購買Fannie Mae及Freddie Mac擔保之有價證券；另為確保其能夠持續援助房貸市場，財政部擬提高其法定許可負債金額，使其持有房貸資產組合規模可增加500億美元至9,000億美元。

本文有關美國Fed與財政部各項穩定措施，彙整如附錄4-2與附錄4-3。

肆、美國穩定金融措施實施情況

一、Fed非傳統貨幣政策實施情況^{註7}

(一) 準備貨幣大幅增加

為因應金融危機對信貸市場與經濟之影響，Fed已將利率降至接近零的水準，並因實施各項非傳統貨幣政策措施而使其資產規模大幅擴增。Fed資產總額自2008年9月初約9,000億美元，增加至2008年12月17日最高峰之22,946億美元；近來因市場對各項措施需求大幅下降，2009年9月底Fed資產總額已降至21,440億美元。

2008年9月以前，準備貨幣並未受到Fed採行信用寬鬆^{註8}政策的影響，主要係因Fed採行寬鬆政策的同時，亦執行賣出其握持政府債券之抵銷操作；惟自2008年9月之後，金融危機更形惡化，為緩和來自全球經濟與金融市場的負面衝擊，Fed轉而藉由擴充資產面之方式，提供多項非傳統融通機制，直接對信用市場挹注流動性，此舉使得準備貨幣迅速擴增。惟因流通在外通貨、法定準備等變動有限，銀行超額準備的鉅幅累增，成為準備貨幣膨脹之主因。

另觀察金融危機發生前後Fed資產負債表變動情況(2007年8月至2009年4月)，Fed大量挹注市場流動性的過程中，Fed資產負債表規模迅速擴張至2兆餘美元。在資產方面(表4-11)，以往Fed帳戶以持有美國公債為主，金融危機爆發迄今，Fed轉向大量持有問題銀行、保險公司、GSEs及短期證券市場資產，非傳統信用措施短期間即擴增至1.11兆美元；在負債方面(表4-12)，隨著資產規模之膨脹，導致準備貨幣大幅擴增1倍，其中近9成係銀行超額準備金之增加，金額高達8,260億美元。

(二) 與外國央行進行之換匯交易操作

與外國央行進行換匯交易操作最高餘額為2008年12月17日之5,831億美元，2009年10月底已降至330億美元。

(三) 對主要交易商提供流動性之TSLF與PDCF

1.TSLF最高餘額為2008年3月27日之681億美元，2009年10月底餘額為零。

表4-11 Fed資產負債表－資產面

單位：10億美元

項目	日期	2008				2009	
	2007	7/2	9/24	11/12	4/3	9/30	
傳統項目	8/8	592	573	572	617	901	
政府債券	8/8	479	477	479	549	769	
機構債	8/8	0	10	13	68	132	
RPs	8/8	113	86	80	0	0	
非傳統信用措施	8/8	244	585	1,487	1,310	1,112	
機構MBS	8/8	0	0	0	366	692	
TAF	8/8	150	150	415	404	178	
PDCF	8/8	2	106	57	1	0	
AMLF	8/8	0	73	77	4	0	
TALF	8/8	0	0	0	6	43	
融通AIG	8/8	0	45	84	45	39	
CPFF	8/8	0	0	257	163	41	
MMIFF	8/8	0	0	0	0	0	
購入Bear Stearns資產	8/8	30	29	27	27	26	
購入AIG資產	8/8	0	0	0	45	36	
外國央行換匯協定	8/8	62	182	570	249	57	
其他	8/8	70	56	156	121	131	
資產合計	8/8	906	1,214	2,215	2,048	2,144	

資料來源：Fed網站。

表4-12 Fed資產負債表－負債面

單位：10億美元

項目	日期	2008				2009	
	2007	7/2	9/24	11/12	4/3	9/30	
Reverse RPs	8/8	0	25	25	0	69	
財政部存款	8/8	4	165	612	336	273	
一般性帳戶	8/8	4	5	53	136	108	
特別融資帳戶	8/8	0	160	559	200	165	
其他	8/8	50	88	114	83	16	
通貨發行額及銀行庫存現金	8/8	795	799	828	863	873	
銀行準備金	8/8	16	95	594	719	862	
法定準備	8/8	15	15	15	29	36	
超額準備	8/8	1	80	579	690	826	
資本	8/8	41	42	42	47	51	
負債與淨值合計	8/8	906	1,214	2,215	2,048	2,144	

資料來源：Fed網站。

2.PDCF最高餘額為2008年10月1日之1,466億美元，自2009年5月6日以來餘額均為零。

(四) 對貨幣市場借款人與投資人提供流動性之AMLF、CPFF與MMIFF

1.AMLF最高餘額為2008年10月1日之1,521億美元；2009年10月底餘額為零。

2.CPFF最高餘額為2009年1月21日之3,505億美元，2009年10月底餘額已降至190億美元。

3.MMIFF自始至終均未曾動用。

(五) TALF機制與Fed直接購買MBS及中長期公債

截至2009年10月底，TALF購買總額為414億

表4-13 Fed各項非傳統貨幣政策措施實施情況

單位：億美元

非傳統貨幣政策措施	實施日期	最高餘額	2009.10.28餘額
1. 與外國央行進行換匯交易	2007.12.12	5,831(2008.12.17)	330
2. 對主要交易商提供流動性：			
TSLF	2008.3.11	681(2008.3.27)	0
PDCF	2008.3.16	1,466(2008.10.1)	0
3. 對主要交易商提供流動性：			
AMLF	2008.9.19	1,521(2008.10.1)	0
CPFF	2008.10.27	3,505(2009.1.21)	190
MMIFF	2008.11.24	0	0
4. 直接購買ABS、MBS與中長期公債(總額度1.75兆美元)：			2009.10.28購買總額
TALF	2009.3.19		414
購買MBS	2009.1.7		9,157
購買中長期公債	2009.3.25		3,025

資料來源：Fed網站。

表4-14 美國財政部各項穩定措施實施情況

交易類別	總額(億美元) (截至2009.11.3)
資本購買計畫/財政部投資金額 (Capital Purchase Program)	1,339 (投資總額2,047，銀行償還708)
重大系統性風險倒閉機構(AIG) (Systemically Significant Failing Institutions)	708
汽車業融資計畫 (Automotive Industry Financing Program)	754 (投資總額775，償還21)
汽車零件供應商援助計畫 (Automotive Supplier Support Program)	35 (原額度為50)
目標投資計畫(花旗與美國銀行) (Targeted Investment Program)	400
資產保證計畫 (Asset Guarantee Program)	50
消費者與企業放款機制投資計畫 (Consumer And Business Lending Initiative Investment Program)	200
總計	3,486

資料來源：美國財政部網站。

美元，MBS購買總額為9,157億美元，中長期公債購買總額為3,025億美元。

上述各項非傳統貨幣政策措施實施情況彙整如表4-13。

二、美國財政部TARP與PPIP實施情況

(一) TARP實施情況

依據美國財政部公布TARP最新交易報告，截至2009年11月3日止，財政部相關穩定措施之實施情況如表4-14。

(二) PPIP實施情況

美國財政部「金融穩定計畫」中的政府民間

合作投資計畫(Public-Private Investment Program, PPIP)，係由政府與民間共同籌措政府民間合作投資基金(Public-Private Investment Fund, PPIF)，以聯合收購不良資產，包括不良貸款與不良ABS。其中購買不良ABS部分，係根據TALF由美國財政部動用Fed資金，搭配基金經理公司募集的民間資本購買ABS。2009年3月23日，美國財政部、Fed與FDIC公布有關PPIP運作細節，7月8日宣布選定9家投資機構作為基金經理公司。截至2009年10月30日，PPIP餘額為200億美元。

伍、Fed非傳統貨幣政策之實施成效^{註9}

一、Libor/OIS 利差顯著縮減

Libor/OIS利差主要係衡量貨幣市場流動性與信用風險的觀察指標。次級房貸風暴前，Libor/OIS利差低於100bps，波動幅度頗為平穩；惟自2007年8月以來，隨著次級房貸風暴之蔓延，流動性風險與信用風險快速擴增，使得反映風險溢酬的Libor/OIS利差呈現大幅跳升。1個月期及3個月期Libor/OIS利差，分別由危機前的7bps及10bps，上升至最高的341bps及366bps(圖4-5、圖4-6)，利差擴大幾近大蕭條時之水準。惟觀察目前Libor/OIS利差明顯縮減，顯示市場流動性已有顯著改善。

二、信用違約交換(credit default swap, CDS) 利差大幅回穩

CDS旨在提供債券或放款部位等風險敏感性資產之持有者規避風險之用。金融危機期間，銀行體系握持之證券化商品，經按市價評價後，虧損嚴重侵蝕銀行資本；至於未證券化及未出售之債信等級較低之貸款，違約率亦大幅攀升，導致CDS利差居高不下。Fed藉由非傳統貨幣政策持

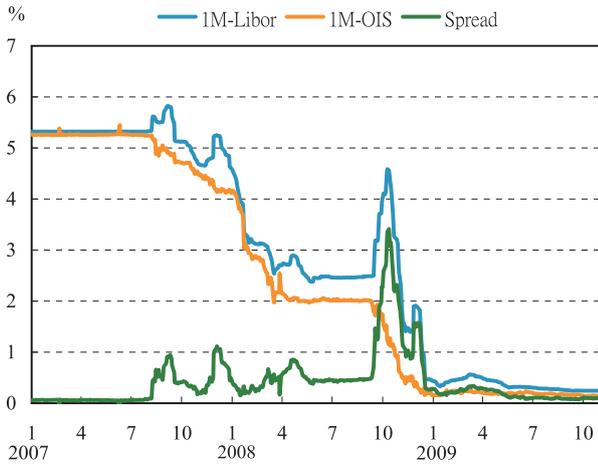
續挹注市場流動性後，美國主要大型金融機構5年期及10年期CDS(圖4-7、圖4-8)，相對於金融風暴前，其信用貼水雖仍偏高，惟已明顯回穩，顯示非傳統貨幣政策之採行，除有效改善流動性短缺現象外，亦有效增進市場之信心。

三、整體成效

觀察Bloomberg的美國金融情勢指數^{註10}(FCI)變化，自2007年8月次級房貸風暴爆發，美國整體金融情勢即開始緩步下滑，至2008年9月Lehman事件後急劇緊縮，並於2008年10月惡化探底。目前FCI呈現明顯回升走勢(圖4-9)，顯示在Fed積極採取因應措施後，包括貨幣市場、債券市場及股票市場等整體金融情勢已趨改善。

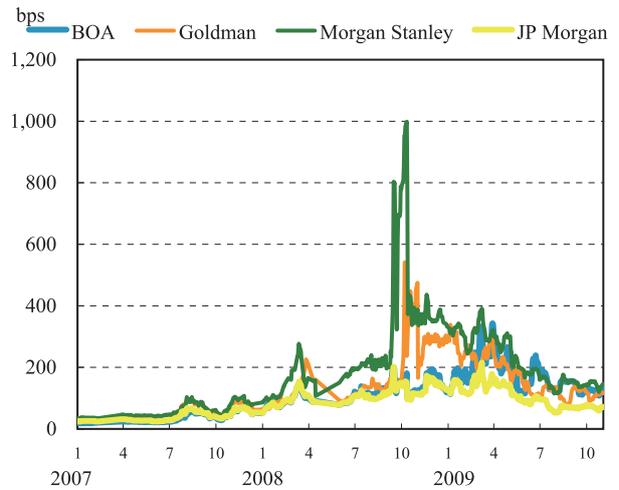
此外，在銀行放款方面，自2007年第2季金融風暴初期，銀行基於風險趨避，減緩對企業放款。隨著金融市場惡化加劇，信用條件之緊縮程度急遽攀升，至2008年第4季達到高峰，惟目前在Fed持續注資紓緩融資壓力下，銀行體系已逐漸放寬貸放標準(圖4-10)。

圖4-5 1-Month LIBOR-OIS



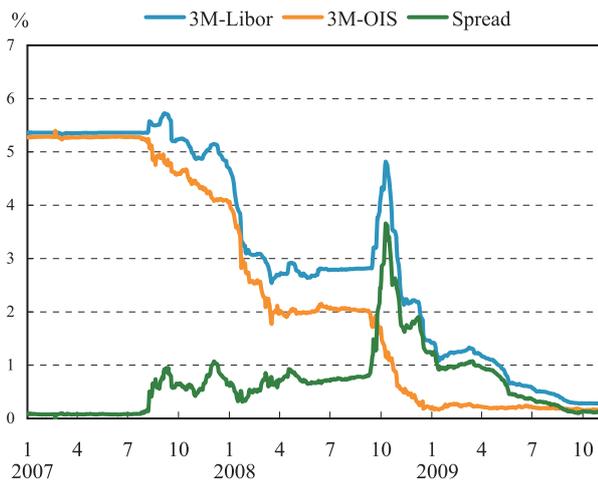
資料來源：Bloomberg。

圖4-8 10年期CDS利差



資料來源：Bloomberg。

圖4-6 3-Month LIBOR-OIS



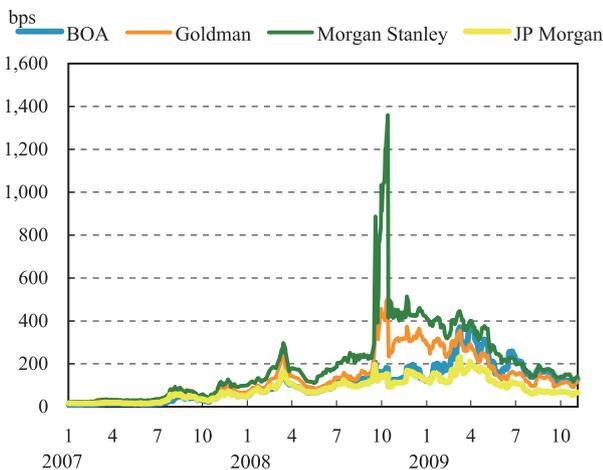
資料來源：Bloomberg。

圖4-9 金融情勢指數－FCI



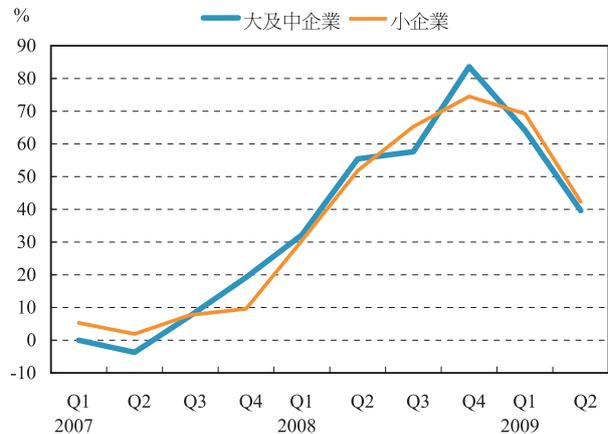
資料來源：Bloomberg。

圖4-7 5年期CDS利差



資料來源：Bloomberg。

圖4-10 銀行對企業放款緊縮^{註11}趨勢



資料來源：Fed網站。

陸、Fed寬鬆貨幣政策之退場機制

Fed流動性與借貸機制的大幅擴增，似已引發市場對通膨之憂慮。Fed理事主席Ben S. Bernanke在2009年7月對國會提出的貨幣政策與經濟前景報告證詞中，力圖化解Fed採取積極寬鬆貨幣政策可能助長通膨的疑慮。Ben S. Bernanke稱，Fed擁有在必要時退出寬鬆貨幣政策的策略，不會允許廣義貨幣以最終可能引發通膨的速度快速成長。

一、Fed短期融通方案之自動退場機制

Ben S. Bernanke指出，短期融通機制具有自動減少(contract automatically)之特性。2009年10月底，金融機構合計使用Fed短期融通工具金額約3,000億美元，遠低於2008年底的1.5兆美元，主要係隨著金融情況改善，金融機構已大幅減少使用Fed之短期融通工具。另Fed於2009年11月17日宣布，自2010年1月14日起，貼現窗口融通最長期限自90天縮減至28天。

二、Fed緊縮貨幣政策的四大工具

(一) 對存放在Fed之準備金帳戶餘額支付利息

此種制度主要目的在設立短天期利率的下限水準，使聯邦資金利率貼近Fed的目標水準。

Fed可透過提高該利率^{註12}，鼓勵銀行選擇將資金存放在Fed帳戶，達成緊縮貨幣政策之效果。此外，利用此種制度，Fed未來亦可對銀行發行定存單，以收縮市場資金。

(二) 與大型金融機構承作附賣回(reverse repo)交易

(三) 由財政部發行國庫券，並將所得款項存放在Fed

自2008年秋季開始，財政部已經陸續透過財政部輔助性融通計畫(Supplementary Facility Program)實施類似措施。惟本項方案可能影響Fed貨幣政策的獨立性，故必須審慎評估。此外，本項措施將涉及美國舉債上限之規定，若財政部發行金額超過上限，將需要國會同意修改上限金額。

(四) Fed出售長天期證券

Ben S. Bernanke表示，必要時，Fed將在公開市場上出售其所持有之長天期證券。惟由於Fed購買美國公債與MBS之金額龐大，直接出售證券不僅可能使市場利率上揚，並將造成資本損失。

附錄4-1 主要國家之振興經濟方案

國家	方案	公布日期	規模	總規模相對GDP比率(%)		方案 期程	主要內容
美國	2009年美國復甦與再投資法	2009.2	7,872億美元	5.54	(5.5)	2年	主要包括：(1)公共支出、基礎建設、科學及教育金額3,085億美元，約占總額39%；(2)對個人與企業之減稅金額2,883億美元，約占37%；(3)個人、家庭與醫療保險等項目之直接支出金額1,904億美元，約占24%。
	擴大公共事務法	2009.3	57億美元		(0.04)	5年	計劃5年內以57億美元辦理救助窮人、改善教育、提高節能效率、加強健康照護、照顧退伍軍人等。
英國	房市援助計畫	2008.9	10億英鎊	2.2	(0.1)	1年	包括：(1)降低房屋稅減免之門檻；(2)提供首次購屋之低收入戶無息房貸；(3)由政府買下無力償還房貸住宅之產權回租給屋主。
	振興經濟方案	2008.11	200億英鎊		(1.4)	2年	主要包括減稅、協助低收入戶與房貸戶、以及擴大公共支出。
	基礎建設計畫	2009.1	100億英鎊		(0.7)	2年	包括：(1)重建或修繕全國數千間各級學校，為營建業增加10萬個工作機會；(2)展開環保基礎建設，包括更新鐵路網及增加環保產業投資金額；(3)大舉投資光纖網路。
德國	第一次振興經濟方案	2008.11	320億歐元	3.4	(1.3)	2年	包括：(1)對消費者購車提供賦稅減免；(2)對住家以提高能源效率為目的之裝修提供補助；(3)對中小型企業提供貸款；(4)推動公共基礎建設等。
	第二次振興經濟方案	2009.1	500億歐元		(2.1)	2年	資金主要用於公共基礎建設，另包含減稅、調降健保費、對汽車製造等企業實施特殊救助辦法等。
日本	實現安心生活緊急對策	2008.8	2.0兆日圓	5.3	(0.3)	2年	減輕高齡者醫療負擔、支援中小企業營運資金及緊急防災對策。
	「生活對策」方案	2008.10	5.9兆日圓		(1.2)	2年	提供家計單位定額補助金、提供雇用資深非全職勞工之補助金、支持孩童與年長者照護、降低高速公路通行費，以及提供企業租稅誘因而鼓勵節能與新能源設備投資等。
	生活防衛緊急對策	2008.12	4.0兆日圓		(0.8)	2年	支持就業、租稅改革與支持民眾生計等措施。
	經濟危機對策	2009.4	15.4兆日圓		(3.0)	1年	建立臨時工社會安全網、協助企業融資、提倡太陽能發電、改善醫療服務，以及協助地方政府發展區域經濟。
中國	擴大內需及促進經濟成長措施	2008.11	4兆人民幣	13.3		2年	擴展低收入戶住宅、加強農村基礎建設、強化鐵公路及機場基礎建設、推動醫療衛生及文化教育、充實生態環境、推動自主創新和結構調整及加速震災重建。
南韓	克服經濟危機綜合對策	2008.11	14兆韓元	10.1	(1.5)	1年	活絡地方經濟、利用租稅優惠及法規改革促進工業投資、振興房市、協助中小企業及低收入戶。
	綠色新政	2009.1	50兆韓元		(5.6)	4年	透過發展綠色產業，例如節能產業、低碳運輸、綠建築等，創造就業。
	創造就業追加預算案	2009.3	28.9兆韓元		(3.0)	1年	創造就業機會、支援中小企業及自營業、活絡地方經濟、發展未來成長產業及穩定低收入戶生活等。
新加坡	發放公民增長分紅及消費稅補助金	2008.11	50.6億新幣	10.1	(2.1)	5年	將增發10.6億新幣之增長分紅給新加坡公民，低收入者將獲得較高金額；在未來5年內提撥40億新幣之消費稅(GST)補助金。
	振興經濟方案	2009.1	205億新幣		(8.0)	2年	職訓及防範失業、提供銀行放款、提供企業補貼與賦稅優惠、支援家庭部門及投資基礎設施、教育與醫療保健。

資料來源：中央銀行經濟研究處國際經濟科，整理自國際貨幣基金(IMF)、世界銀行(World Bank)及各國官方網站。

附錄4-2 美國Fed穩定金融之措施

一、2007年8至12月主要採取傳統措施：調降利率，調整貼現窗口融通機制與公開市場操作條件，建立TAF，以及與外國央行進行換匯交易

	調整貼現窗口融通機制	定期競標融通機制 (Term Auction Facility, TAF)	與外國央行進行換匯交易
實施日期	一、2007.8.16： 1.主要融通利率調整為「聯邦資金利率目標+0.5%」(原為+1%)。	2007.12.12	2007.12.12 (實施至2010.2.1)
目的	2.融通期限延長至30天(原為隔夜)。	彌補「污名化」的缺失，提高存款機構使用貼現窗口意願，使健全之金融機構取得較長期資金，以支應次級房貸危機造成之短期流動性需求	Fed與外國央行進行換匯交易，使其可自Fed取得美元資金，俾滿足其國內銀行對美元之資金需求。
規模、運作機制	二、2008.3.16： 1.主要融通利率調整為「聯邦資金利率目標+0.25%」。	性質同貼現窗口融通，惟融通利率以競標決定 ■ 競標額度/次：原為200億美元，後隨金融情勢變化逐次調高至1,500億美元；惟自2009.7.13起調降為1,250億美元。 ■ 競標頻率：14天/次。	1. 2007.12.12：Fed與ECB、瑞士央行進行換匯交易。 2. 2008年9-10月：Fed增加與他國央行進行換匯交易，包括日本、英國、加拿大、澳洲、丹麥、挪威、瑞典、紐西蘭、巴西、墨西哥、南韓與新加坡。
合格參與者		符合申請主要融通的存款機構	
合格擔保品		同貼現窗口	
利率、期限		■ 融通利率：所有得標機構之融通利率均為最低得標標單利率(單一利率標) ■ 融通期限：28天；84天(2008.7.30宣布新增)	
實施成效	由於銀行擔憂被貼上污名化標籤而不願使用貼現窗口融通機制，故成效欠佳。	TAF有效解決Fed貼現窗口「污名化」與公開市場操作僅限於少數主要交易商且合格擔保品範圍有限之難題。	

註：自2007年8月至2008年12月，Fed持續調降利率，聯邦資金利率累計調幅為5%-5.25%、主要融通利率累計調幅為5.75個百分點。
資料來源：作者整理。

附錄4-2 美國Fed穩定金融之措施(續)

二、2008年3月對主要交易商提供流動性：建立TSLF與PDCF

	「定期債券機制」 (Term Securities Lending Facility, TSLF)	主要交易商融通機制 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF)	定期債券機制選擇權 (TSLF Options Program, TOP)
實施日期 終止日期	2008.3.11 2010.2.1	2008.3.16 2010.2.1	2008.7.30 2009.10.30
目的	TSLF允許交易商以流動性較低的證券作為擔保品，向Fed換入政府債券，再以其作為擔保品向市場籌資，以強化債券市場的流動性，並避免房貸連結債券之市價持續下跌。	2008年3月中旬，主要交易商貝爾斯登面臨經營困境，惟因其係屬投資機構而非存款機構，故無法使用貼現窗口融通。其後Fed為防範類似貝爾斯登的流動性短缺危機蔓延至其他投資銀行，乃推出PDCF，對主要交易商提供貼現窗口融通。	為改善擔保品市場壓力升高時期(例如每季季底時)的流動性，並提高TSLF的效率，FOMC在TSLF機制下，增設定期債券機制選擇權。
規模、運作機制	在原有的隔夜借券機制(Securities Lending Program, SLP)下，另推出期限28天期、總流通額度2,000億美元的TSLF，Fed以券換券(以SOMA帳戶的政府債券換入流動性不佳的證券)。 ■ 競標頻率：2週一次；因應雷曼危機，2008.9.15起改為每週一次	性質同貼現窗口融通。	TOP係指FRBNY選擇標售最高達500億美元政府債券以供主要交易商借入的權利，並得在金融市場壓力出現升高特徵前執行，例如接近季底時。
合格參與者	主要交易商	主要交易商	主要交易商
合格擔保品	公開市場操作RP合格擔保品、AAA/Aaa的民間MBS、商業不動產抵押貸款擔保證券、機構擔保不動產憑證、其他AAA/Aaa級的ABS	公開市場操作之合格擔保品、投資等級之公司債、市政債券、MBS以及ABS	同TSLF
利率	採單一價格競標	同貼現窗口主要融通利率	採單一價格競標
期限	借券期間：28天	隔夜	同TSLF
實施成效	Fed首度接受民間MBS為擔保品，有助於改善相關商品的流動性以及市場投資人只購買公債之現象。	PDCF減少交易商因償債能力引起流動性短缺的可能性，增進市場對交易商的信心，使得CDS信用貼水大幅回穩。	原訂終止日期為2009.10.30，Fed於2009.6.25宣布廢止本項機制，自流通在外的2009年6月選擇權到期後開始生效。

資料來源：作者整理。

附錄4-2 美國Fed穩定金融之措施(續)

三、2008年9-10月對主要信用市場的借款人與投資人提供流動性：建立AMLF、CPFF與MMIFF

	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)	貨幣市場投資人融通機制 (Money Market Investor Funding Facility, MMIFF)
宣布日期	2008.9.19	2008.10.07	2008.10.21
實施日期	2008.9.19	2008.10.27	2008.11.24
終止日期	2010.2.1	2010.2.1	2009.10.30
目的	Fed對銀行提供融資，供其向貨幣市場共同基金購買高品質ABCP，使其得以不必賠售資產即可應付基金贖回壓力，並降低企業與投資者的展期風險，提升投資者購買較長天期CP之意願。	Fed直接買入高品質的CP，對CP發行者提供流動性。	Fed自貨幣市場共同基金購買CP，以增進貨幣市場的流動性，改善貨幣市場投資者的流動性狀況，進而增強貨幣市場業者應付基金贖回要求的能力。
規模、運作機制	FRBB對買入合格貨幣市場ABCP的存款機構與銀行控股公司提供融通，銀行業以買入的ABCP作為融通擔保品。	成立SPV，自FRBNY的主要交易商買進合格票券，SPV以其買進之合格票券為擔保品向Fed融通。	成立5家PSPV，由其向合格投資人購入合格短期貨幣市場金融資產，上限為6,000億美元。
合格參與者	存款機構與銀行控股公司	美國發行CP之機構	美國a2-7貨幣市場共同基金、退休基金、信託公司、投資顧問公司、州級與其他地方政府管理的貨幣市場共同基金
合格擔保品	2008.9.18以後發行、到期日在120天(借款人為銀行業者)或270天(借款人為非銀行業者)以內之高品質(評等至少A-1/P-1/F1)ABCP	3個月期、美元計價、信評至少為A-1/P-1/F1之ABCP與無擔保CP	由合格金融機構(短期債務信評至少A-1/P-1/F1者)發行、以美元計價且剩餘到期日在7~90天以內之可轉讓CD、銀行票券與CP
利率	主要融通利率	聯邦資金目標利率	主要融通利率
期限	最長不得超過融通擔保品之到期日	最長不得超過融通擔保品之到期日	最長不得超過融通擔保品之到期日
實施成效	CP發行量增加，改善CP市場的運作功能，使利率水準與信用利差降低。		MMIFF自實施以來，尚未有金融機構申請。

資料來源：作者整理。

附錄4-2 美國Fed穩定金融之措施(續)

四、2008年11月至2009年3月對公司與個人提供流動性：建立TALF，設立收購GSE發行或擔保之MBS計畫以直接購買中長期證券，設立直接購買長期公債之計畫

	「定期資產擔保證券貸款機制」 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)	設立收購GSE發行或擔保之MBS計畫	設立直接購買長期公債計畫
宣布日期	2008.11.25	2008.11.25	2009.3.18
實施日期	2009.3.3	2009.1.6	--
終止日期	2009.12.31	預計2010年第1季完成	2009.10.31
目的	Fed直接買入學生貸款、汽車貸款及信用卡貸款等ABS，滿足家庭和企業的信貸需求，以支撐整體經濟成長。	1. 透過降低公債與MBS之收益率，帶動各類消費和商業貸款之利率走低。 2. 支持房貸與房屋市場，加速改善金融市場之情況。	
規模、運作機制	<ul style="list-style-type: none"> ■ 總規模原為2000億美元，後配合2009.2.10財政部公布的金融穩定計畫增至1兆美元。 ■ 成立SPV，提供SPV融通資金，向持有合格擔保品的美國人買入卡債、汽車貸款、學生貸款等之ABS。 ■ 美國財政部將從問題資產紓困計畫(TARP)中提列1,000億美元作為TALF的「信用保護」(損失保證)。 ■ 上述TARP資金將購買該SPV發行的次順位債，以支應前1,000億美元之貸款違約損失。 ■ 2009年2月，範圍擴大到租賃、商業不動產、政府交通船舶租賃、小型/重型/農業設備貸款與租賃為擔保品之ABS，以及CMBS與民間部門發行之RMBS。 	設立收購「政府贊助機構」(GSE)發行或擔保之MBS計畫。Fed將買入： <ol style="list-style-type: none"> 1. 1,000億美元與房貸相關之GSE (Fannie Mae、Freddie Mac與Federal Home Loan Banks)發行的債券(以下稱A) 2. 5,000億美元由Fannie Mae、Freddie Mac與Ginnie Mae擔保之固定利率MBS(以下稱B)(2009.3.18宣布A、B各增加1,000億及7,500億美元) Fed擇定4家投資管理公司作為計畫之投資經理人，由其與主要交易商進行交易。	設立收購長期公債之計畫。Fed將買入3,000億美元之2-10年期公債，包括通膨保值債券(TIPS)。
合格參與者	擁有合格擔保品之美國公司、未受外國政府控制的外資公司美國分公司和美國人，須透過主要交易商使用TALF；借款者最少需貸款1,000萬美元，但無上限。	A：主要交易商 B：市場參與者	主要交易商
合格擔保品	新近發行、美元計價之"AAA"級消費者與SBA全額保證之小型企業貸款ABS證券化商品；融通金額按ABS市價一定成數計算。		
利率	按擔保品性質分為浮動利率與固定利率： <ol style="list-style-type: none"> 1. 浮動利率：1個月期LIBOR利率加0.5%或0.75%或1%。 2. 固定利率：3年期LIBOR換匯利率加0.5%或1%。 	A：投標競標；標售頻率為每週1~2次。 B：市場購買者決定；出售頻率由Fed投資經理人決定。	投標競標
期限	3年	--	--
實施成效	--	MBS收益率顯著下降	--

資料來源：作者整理。

附錄4-3 美國財政部穩定金融之措施

一、2008年10月第一波金融紓困措施：建立TARP及TLGP

措施名稱	「問題資產紓困計畫」 (Troubled Asset Relief Program, TARP)	「暫時性流動性保證計畫」 (Temporary Liquidity Guarantee Program, TLGP)
實施日期	2008.10.3	2008.10.14
目的	為協助處理金融機構問題資產，美國財政部根據「2008年緊急經濟穩定法」擬定TARP，並於該計畫下成立「資本購買計畫」(Capital Purchase Program, CPP)。	強化被保證機構之負債資金來源，恢復存款大眾及投資機構對金融市場的信心，提振市場對經濟成長的前景。
主要內容	<p>1. TARP：美國財政部以總額7,000億美元成立TARP，原擬購買問題資產，款項分兩階段動用，並限制接受紓困的企業主管的薪資，不得領取高額離職金，且必須協助一般房貸戶。</p> <p>2. CPP：原TARP的主要目的為收購問題資產，但因不良放款及有關衍生性金融商品投資之真實價值難以評估，且金融機構仍持續出現鉅額虧損，財政部因而建立CPP，以購買美國的銀行、儲貸協會等的高級優先股，總額上限為2,500億美元。財政部購買的金額至少為每一參與銀行風險性資產的1%，最高購買額度為250億美元或風險性資產的3%。</p>	<p>1. 適用機構：參加FDIC存保機制之存款機構、美國之銀行控股公司、金融控股公司及儲貸控股公司。</p> <p>2. 保證債務範圍</p> <p>(1) FDIC保證上述機構在2009.6.30以前所新發行之優先未擔保債務(包括：本票、商業本票、銀行間拆借、擔保債券未被擔保部分)等。</p> <p>(2) 無息交易存款帳戶(支票存款帳戶)。</p> <p>3. 保證上限</p> <p>(1) 新發行之優先未擔保債務：在2008.9.30流通在外且於2009.6.30以前到期債務金額之125%為保證上限。</p> <p>(2) 無息交易存款帳戶：無保證上限。</p> <p>4. 保證期限</p> <p>(1) 新發行之優先未擔保債務：2012.6.30終止。2009.6.30以前發行之債務，僅提供該發行日起為期3年之保障。</p> <p>(2) 無息交易存款帳戶：2009.12.31止。</p> <p>5. 保證費用：前30天無需繳交任何保證費用，之後，金融機構需支付保證費用：</p> <p>(1) 新發行之優先未擔保債務：於本計畫保證期間債務發行金額乘以75 bps(年率)計算。</p> <p>(2) 無息交易存款帳戶：帳戶超過現行25萬美元存款保障之金額，收取10 bps額外費用，此收費將計入該參加存保之機構現行的存款保費內。</p> <p>6. FDIC於2009.3.17宣布延長TLGP的截止日，由原2009.6.30延長4個月至2009.10.31；並對2009.4.1以後發行1年期或以上之擔保債券收取額外費用。</p>

資料來源：作者整理。

附錄4-3 美國財政部穩定金融之措施(續)

二、2009年2月第二波金融紓困措施：建立FSP及HASP

措施名稱	「金融穩定計畫」 (Financial Stability Plan, FSP)
實施日期	2009.2.10
目的	本計畫為TARP之新構想，亦為美國歐巴馬政府的穩定金融計畫。
主要內容	<ol style="list-style-type: none"> 1. 金融穩定信託 <ol style="list-style-type: none"> (1) 對銀行進行全面性的壓力測試：以評估其是否有足夠資本進行放款，以及是否能在更嚴重的經濟情況下吸收損失；資產額度1,000億美元或以上的銀行，皆須參與金融監理機構的查核檢討與全面性的壓力測試。 (2) 資本援助計畫(Capital Assistance Program, CAP)：接受壓力測試的金融機構將可獲得政府的資本援助。政府將採取優先股投資，若情勢惡化將轉換為普通股，以確保放款水準。 (3) 金融穩定信託：財政部在資本援助計畫下所進行的資本投資，將委由獨立的金融穩定信託管理。 2. 政府民間合作投資基金 <ol style="list-style-type: none"> (1) 政府與民間聯合收購不良資產：以公共資本誘導更大額度的民間投資，聯合收購不良資產。基金規模為5,000億至1兆美元。 (2) 民間部門資產訂價：由民間部門決定不良資產與不具流動性資產的價格。 (3) 購買標的：不良貸款與不良資產擔保證券。 3. 消費者與企業放款機制 擴大Fed的TALF合格擔保品適用對象，並將TALF額度自2,000億美元提高至1兆美元，以強化刺激消費者與企業貸款之效果。 4. 透明化、可靠性、監督與條件化 <ol style="list-style-type: none"> (1) 接受金融穩定計畫之金融機構應提出增加放款的計畫，並每月提報新承做放款與購買各種擔保證券額度。 (2) 參與的金融機構應參加降低房屋查封法拍計畫。 (3) 對參與的金融機構，限制其股利發放(每季最高0.01美元)、庫藏股買回與購併活動。 (4) 參與的金融機構高層薪酬不能超過年薪50萬美元、限制發放股票薪酬與限制股東決定經營高層薪資的權力等。 (5) 禁止投資決策之政治干預。 5. 支持房屋市場與預防房屋被查封法拍 <ol style="list-style-type: none"> (1) 協助降低整體房貸市場利率：由Fed購買6,000億美元政府機構發行或擔保之MBS與債務工具。 (2) 自TARP提撥500億美元，協助降低房貸戶每月還款金額及更改貸款條件，以預防房屋被查封法拍。 (3) 建立更改放款條件的標準與指導原則以化解法拍危機。 (4) 要求所有參與金融穩定計畫的金融機構參與降低房屋被查封法拍之計畫。 (5) 協助有困難的借款者更改放款條件。 6. 小型企業與社區放款機制 <ol style="list-style-type: none"> (1) 利用消費者與企業放款機制，對AAA評等之小型企業管理局(SBA)貸款提供融通。 (2) 暫時提高對SBA貸款之保證成數(由75%增至90%)、免除信保費用及降低貸款相關費用。 (3) 降低與承借小型企業管理局貸款有關的費用。

資料來源：作者整理。

附錄4-3 美國財政部穩定金融之措施(續)

措施名稱	「房貸持有者可負擔及穩定計畫」 (Homeowner Affordability and Stability Plan, HASP)
實施日期	2009.2.18
目的	本計畫為「金融穩定計畫」中「支持房屋市場與防止房屋查封法拍」之具體措施，其目的在協助7至9百萬戶家庭重整房貸債務或以較低利率申請再融資，以減少住宅被查封拍賣之案件。
主要內容	<p>一、家庭可負擔再融資計畫(the Home Affordable Refinance)</p> <p>由Fannie Mae及Freddie Mac二家GSEs，針對其承作或擔保之貸款辦理再融資，使正常繳息房貸戶得以適用較低之利率。</p> <p>二、家庭可負擔換約計畫(the Home Affordable Modification)</p> <p>(一) 資格及審核條件</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 以2009.1.1前撥款之房貸為限，且必須為第一順位抵押權擔保之自用住宅房貸，其未償還本金限額最高為729,750美元。 2. 借款人須提供相關所得與繳稅之書面資料，另須簽署財務困難聲明書。 3. 適用於繳息紀錄正常但目前面臨房貸違約立即風險之借款人；或先前曾有繳息延誤但目前還款正常者，仍符合本計畫修改貸款契約資格。 4. 房貸契約條件變更時間為自即日起至2012.12.31為止；且每筆貸款僅能辦理一次換約。 <p>(二) 房貸契約變更條件與程序</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 相關房貸服務機構須於2009.12.31之前加入該計畫運作，若無法律禁止，參與本計畫之機構必須無條件接受所有合格房貸戶申請。 2. 參與單位共同努力減輕民眾每月還款金額： 將利率逐步調降接近市場水準，使得每月房貸支出不得超過收入31%，且降息優惠期間至少持續5年以上，以減輕民眾負擔。 3. 淨現值測試 對瀕臨違約及逾期之貸款，按有無換約可能兩種情況，辦理淨現值測試。正數表示換約後預期現金流入之淨現值較多，必須同意其換約。 4. 修改契約順序 首先調降利率(下限2%)，其次申請延長貸款期限為40年或減免本金。 <p>(三) 建立房貸服務機構與債務人換約誘因與補助之機制</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 對於辦理換約之業者提供獎勵：對協助房貸戶完成換約手續之業者，由財政部提供每件契約1,000美元之獎勵金；房貸戶換約後仍可正常履約者，3年內每件每年最高再予補助1,000美元。 2. 對於還款繳息履約正常房貸戶之獎勵：本計畫提供5年每年1,000美元之補助，以直接償還貸款本金方式減輕民眾貸款負擔。 3. 對於可能有違約風險借款人積極辦理換約之獎勵：本計畫將補助每位民眾1,500美元、金融機構500美元，以避免房貸違約增加。 4. 對借款人提供房價下跌保險措施：財政部提撥約100億美元成立保險基金，建立房屋價格指數連動賠付機制，對債權人提供換約後房價下跌時之有效保護措施，避免金融機構因債權確保考量而拍賣擔保品。 <p>三、強化市場對Fannie Mae及Freddie Mac之信心</p> <p>(一) 由財政部增加注資Fannie Mae與Freddie Mac，使其淨值維持正數，以提振市場信心。本項注資之資金來源，主要係依據2008.7.3住宅暨經濟復甦法(Housing and Economic Recovery Act, HERA)。</p> <p>(二) 財政部將持續購買Fannie Mae及Freddie Mac擔保之有價證券；另為確保其能夠持續援助房貸市場，財政部擬提高其法定許可負債金額，使其持有房貸資產組合規模可增加500億美元至9,000億美元。</p>

資料來源：作者整理。

附註

- (註1) 本章及第五章均以穩定金融措施為重點，至於美國及其他主要國家因應全球金融危機採取之振興經濟措施，另彙整如附錄4-1供參。
- (註2) Fed於2008年3月16日再度調整貼現窗口融通機制，延長融通期限至最長90天。
- (註3) 市場上一般以隔夜指數利率交換(overnight index swap, OIS)利率作為對未來平均聯邦資金利率的預期。
- (註4) 為改善擔保品於市場壓力升高時期(如季底)的流動性並提高TSLF運作效率，Fed於2008年7月30日增設TSLF選擇權(TSLF Options Program)。
- (註5) 2009.11.4 Fed宣布購買額度由2,000億美元縮減至1,750億美元。
- (註6) 陳曉玫(2008)。
- (註7) 參見李美琴(2009)。
- (註8) Fed藉由擴大央行資產規模，以降低信用利差，並改善信用市場運作效率之信用寬鬆政策，與BOJ於2001-2006年藉由擴大央行負債規模，以促進銀行放款之量化寬鬆政策不同。
- (註9) 參見李美琴(2009)。
- (註10) Bloomberg根據美國債券、股票及貨幣等3大市場10項指標綜合計算。
- (註11) Fed每季公布「Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices」資料，係針對銀行放款部門資深主管就未來借貸條件之看法進行問卷調查。緊縮程度之衡量，即以調查結果中，認為趨於緊縮之比率扣除認為趨於寬鬆之比率後的淨百分比。
- (註12) Fed於2008年10月6日宣布將開始對超額準備餘額支付利息。截至2009年11月底，該利率為0.25%。

參考資料

李美琴(2009)，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，行政院研考會政府出版資料回應網(系統識別號C09801395)，8月。

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，行政院研考會政府出版資料回應網(系統識別號C09701278)，10月。

陳曉玫(2008)，「美國次級房貸問題之探討」，行政院研考會政府出版資料回應網(系統識別號C09702412)，11月。

(本文完稿於民國98年11月，作者陶慧恆為中央銀行業務局副研究員。)