

台北外匯市場發展基金會委託計畫

2020年美國聯準會推出 救市方案之介紹

研究人員*：邱唯婷

日期： 中華民國一一〇年一月

*中央銀行外匯局專員。研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘 要

在大流行病危機中，Fed 提供國際美元充足的流動性，並利用接近零的利率與前瞻指引壓低實體經濟的借款成本，並透過資產購買、回購操作、向主要交易商或貨幣市場共同基金提供融通等方式，支持金融市場的正常運作。

Fed 亦鼓勵各銀行多放貸予實體經濟，包括降低銀行折現窗口利率、以及暫時放鬆對大銀行資本的監管要求，以便其在經濟蕭條時期能增加貸款。此外，透過各項信用融通機制支持公司和企業、家戶及消費者、甚至於直接對美國各州和市政府的援助及支持。

Fed 與美國財政部合作成立特殊目的機構，直接對商業本票、市政債、資產擔保證券及公司債等信用市場提供流動性。Fed 運用 SPV 方式運作其信用融通機制，可協助其符合聯邦準備法限制、並達到專業委外管理及會計與法律上之隔離，區隔信用風險，避免損及自身的資產負債表。

Fed 通過量化寬鬆政策製造出巨額流動性，成功地解除了 2020 年初金融市場危機，也使得美國 QE 的規模遠大於世界其他國家。展望 2021 年，Fed 仍具備充分工具以安撫市場信心：例如搭配明確的前瞻指引、非傳統型殖利率曲線控制、重啟定期競標融通機制或擴大現有機制的適用範圍等方式，進一步支持市場。

目 錄

摘 要.....	I
壹、前言.....	1
一、 2020 年初受疫情影響 Fed 緊急降息，並推出非傳統貨幣工具.....	1
二、 Fed 推出更大規模的資產購買計畫與多項救市方案.....	2
三、 Fed 購債計畫分析與市場反應.....	3
貳、Fed 融通機制簡介.....	4
一、 主要交易商信用機制.....	5
二、 商業本票融資機制.....	6
三、 貨幣市場共同基金流動性機制.....	7
四、 定期資產擔保證券貸款機制.....	8
五、 市政債流動性機制.....	10
六、 初級市場企業信用融通機制.....	11
七、 次級市場企業信用融通機制.....	13
八、 中小企業貸款方案.....	14
九、 薪資保護方案融通機制.....	17
參、Fed 運用 SPV 方式之分析	18
肆、小結與展望.....	20
參考文獻.....	22

圖 表 目 錄

圖表 1	2020 年初企業融資不易.....	1
圖表 2	金融市場出現流動性危機.....	2
圖表 3	Fed 宣布計畫後，MBS 利差收縮	3
圖表 4	MBS 及 UMBS 利差收窄.....	4
圖表 5	PDCF 運作架構圖.....	5
圖表 6	CPFF 運作架構圖	6
圖表 7	MMLF 運作架構圖.....	7
圖表 8	TALF 運作架構圖	8
圖表 9	TALF 貸款收費表及貸款價值減計(Haircut)表	9
圖表 10	MLF 運作架構圖	10
圖表 11	CPFF 運作架構圖	12
圖表 12	SMCCF 運作架構圖	13
圖表 13	MSLF 運作架構圖	15
圖表 14	Fed 擴大 MSLP 之申請範圍及可申請承作對象	16
圖表 15	PPPLF 運作架構圖	17

壹、前言

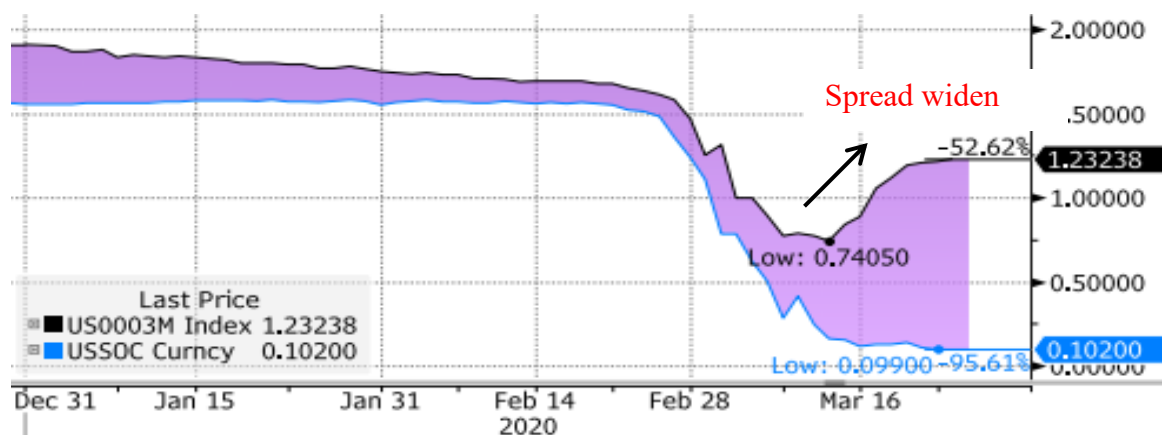
一、 2020 年初受疫情影響 Fed 緊急降息，並推出非傳統貨幣工具

2020 年受 COVID-19 疫情影響，石油價格崩跌、居家限令使美國失業率暴增，中小企業面臨債務違約風險，高收益債券亦面臨流動性危機，而銀行兩天收傘的行為亦使實體經濟內美元流動性枯竭，美國及全球經濟的負面影響持續蔓延。

為維護金融市場穩定及鞏固市場流動性，Fed 迫以推出各式非傳統貨幣工具注入流動性，緩解疫情對經濟之衝擊。Fed 先於 2020 年 3 月 3 日降息 2 碼，後於 3 月 15 日再度緊急調降聯邦資金利率至 0 - 0.25%，並同步啟動 7,000 億美元的資產購買計畫及其他支持流動性措施。

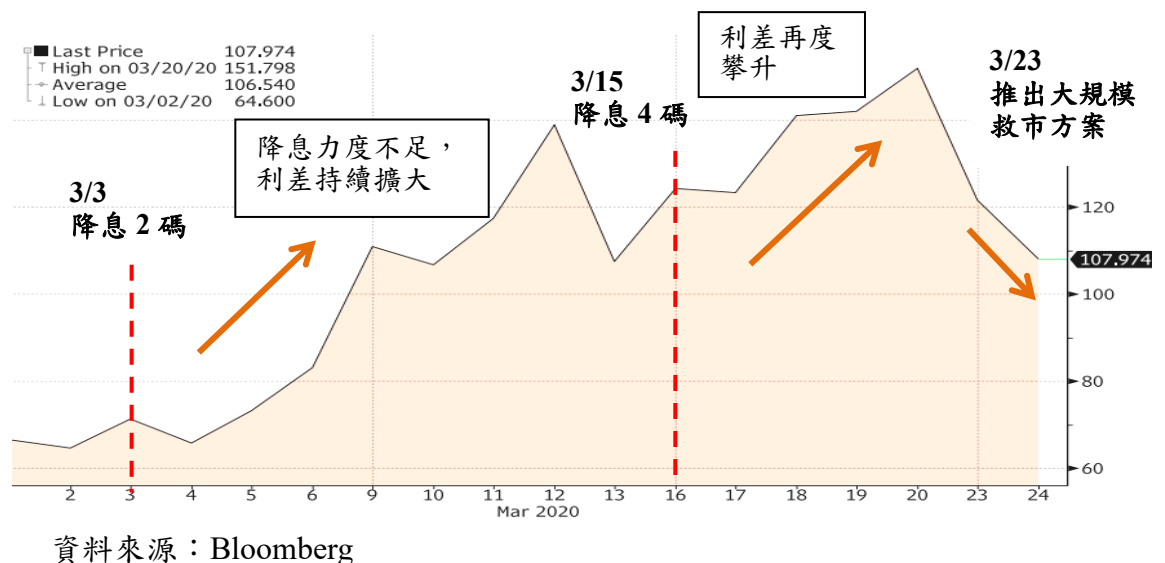
惟緊急降息後，市場流動性仍未獲得緩解，代表短期融資鬆緊指標的 3 個月期 LIBOR-OIS 利差擴大，反映個人與企業融資仍有困難；此外，Fed 雖兩度降息，市場仍持續拋售金融資產，導致股、債價格雙雙下跌，使 Fed 不得不再於 3 月 23 日推出更為積極的支持措施穩定金融市場價格。

圖表 1 2020 年初 3 個月期 LIBOR-OIS 利差擴大，LIBOR 攀升，企業融資不易



資料來源：Bloomberg

圖表 2 投資等級公司債信用利差大幅變動，金融市場出現流動性危機



二、 Fed 推出更大規模的資產購買計畫與多項救市方案

Fed 於其 3 月份會議聲明稿指出，將致力於使用所有工具(full range)來支持家庭、企業和美國經濟，並推出數項救市方案以緩解美元流動性問題與穩定金融市場：

1. 無上限的資產購買計畫(unlimited QE)：

宣布啟動規模無上限的 QE，購買美國公債、機構房貸抵押擔保證券 (agency MBS)及本次新增的購買標的機構商業不動產抵押貸款擔保證券 (agency CMBS)。

2. 商業本票融資機制(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)：

擴大收購商業票據之發行人範圍，並提供較優惠的購買條件。

3. 定期資產擔保證券貸款機制(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)：

向資產擔保證券¹(ABS)的發行者提供融資，以緩解消費者信貸市場的融資需求。

4. 初級市場企業信貸融資工具(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)及次級市場企業信貸融資工具(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)：

與美國財政部合作成立特殊目的工具(SPV)，突破原先法規限制將投資等級之公司債及其 ETF 納入購買計畫範圍。

5. 中小企業貸款計畫：

透過與美國財政部合作成立的 SPV，提供受疫情衝擊之企業充足的過渡期資金(bridge loan)。

三、 Fed 購債計畫分析與市場反應

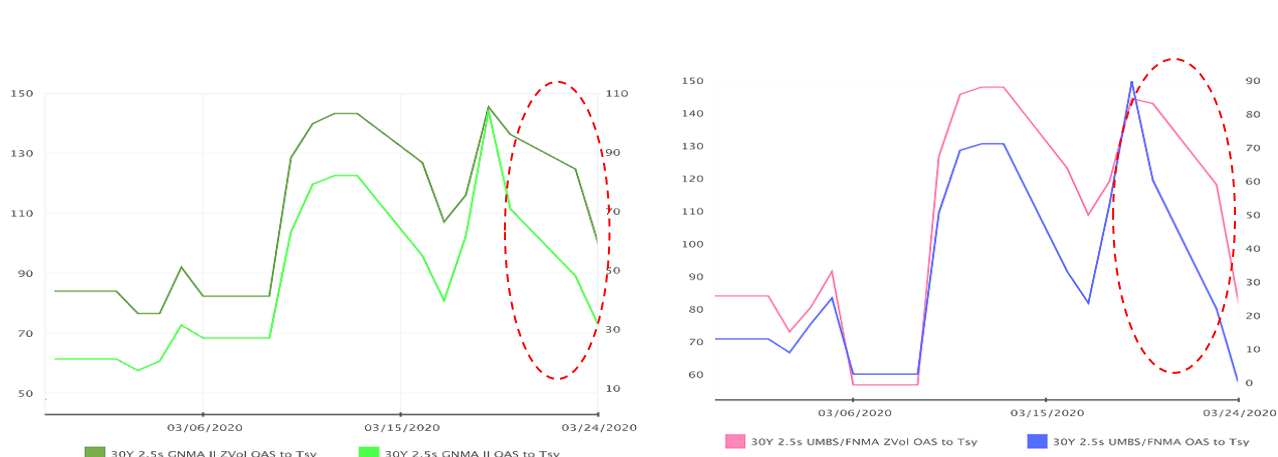
Fed 宣布購債計畫後，直接提升投資人對美國公債、MBS 及公司債市場信心，促使 MBS 與投資等級公司債券對美國公債殖利率利差緊縮。以本行投資標的 G2SF 2.5 TBA 及 FNCL 2.5 TBA 為例，資產購買計畫公布後利差由高點滑落。

圖表 3 Fed 宣布計畫後，MBS 利差收縮

日期	G2SF ZV-spread(bps)	FNCL ZV-spread(bps)
2020/03/20	136	143
2020/03/24	100	82

¹ 資產擔保證券範圍包含信用卡貸款、學貸、車貸及企業信貸有關等消費者債務證券。

圖表 4 GinnieMae MBS(右)及 UMBS(左)之利差收窄



資料來源：Citi Velocity Research

貳、Fed 融通機制簡介

為因應疫情衝擊，Fed 推出 9 項融通機制，其資產種類包含短期融通、商業本票(Commercial Paper)、貨幣市場基金(Money Market Mutual Fund)、資產擔保證券(Asset-Backed Securities)、市政債(Municipal)、公司債及貸款(corporate bonds and syndicated loans)、公司債 ETF 及中小企業貸款(lending to small and medium-sized organizations)等，涵蓋範圍較全球金融危機時期更廣，直接對實體經濟提供支持。

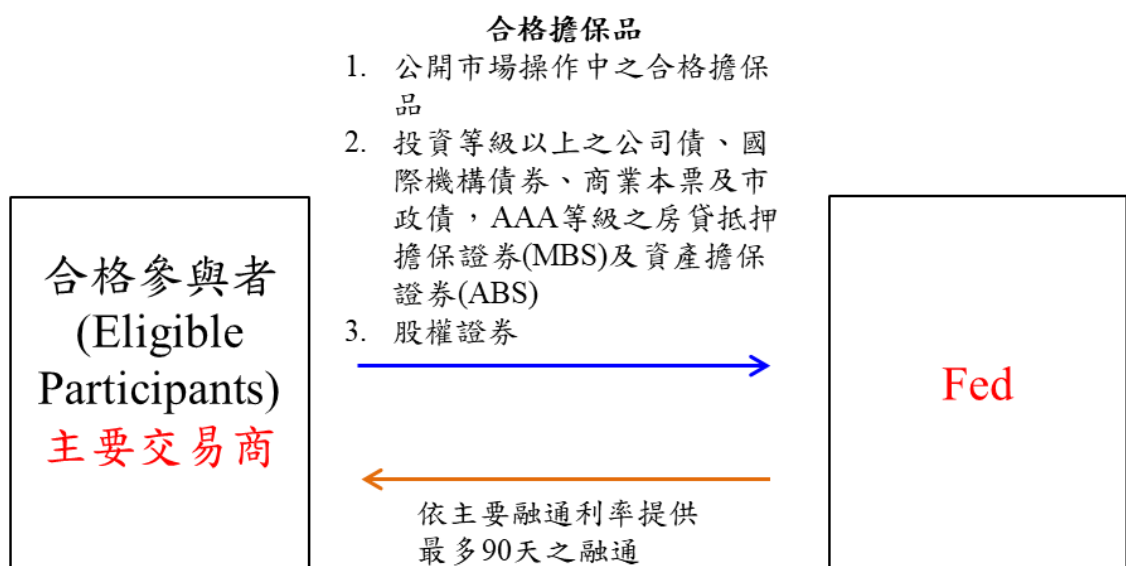
除資產種類涵蓋範圍更廣外，提供融通的標的存續期限也更具多樣性，短至 90 天的主要交易商短期融通、3 個月期的商業本票融資機制，長至 5 年期的次級市場公司債融通，不難看出 Fed 極盡全力支持金融市場穩定及美國資本市場的正常運作。以下就融通標的存續期限由短而長，簡介本次 Fed 推出之 9 項融通機制：

一、 主要交易商信用機制(Primary Dealer Credit Facility, PDCF)

主要交易商信用機制係 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。

合格擔保品包含公開市場操作(OMO)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²等，貸款金額上限則依該主要交易商提供合格擔保品經調整後 (margin-adjusted) 之估值為限，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%。

圖表 5 PDCF 運作架構圖



註：藍色箭頭(←)代表擔保品
橘色箭頭(←)代表資金流向

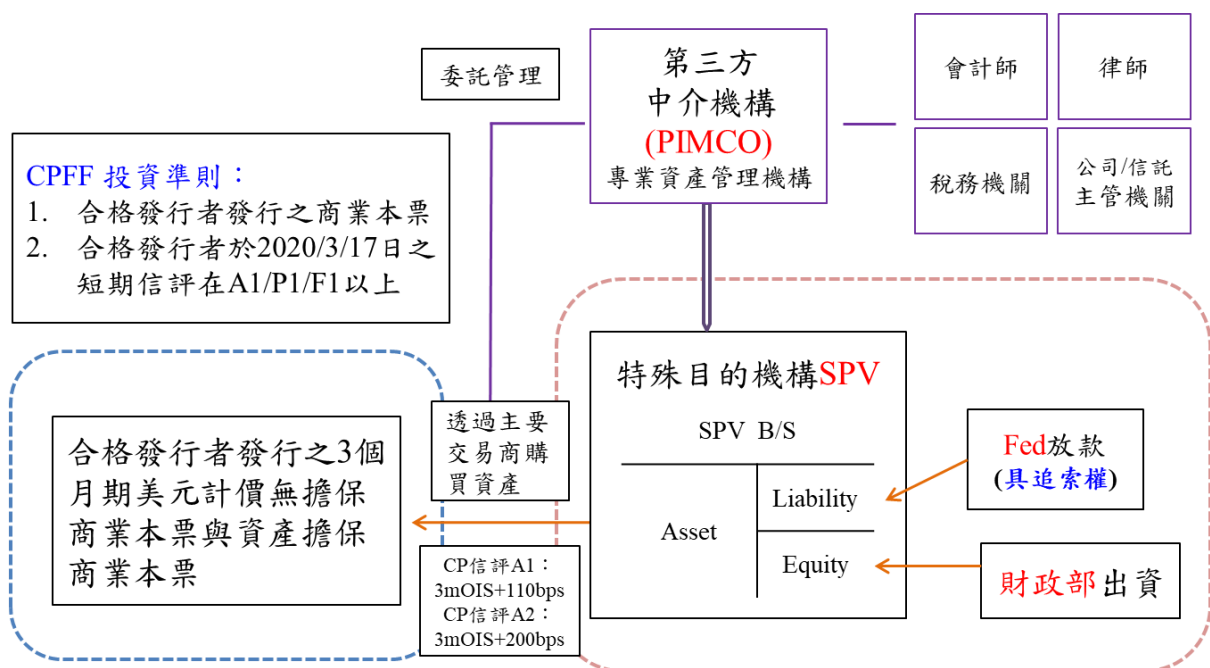
² 股權證券中不包含 ETFs、單位投資信託(unit investment trusts)、共同基金(mutual funds)及認股權 (rights and warrants)等。

二、商業本票融資機制(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)

1. CPFF 機制說明

商業本票融資機制係由 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(primary dealer)向合格發行者購買 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。

圖表 6 CPFF 運作架構圖



註：橘色箭頭(←)代表資金流向

2. SPV 資產負債結構

- 資產(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)，包含：(1)美國商業本票發行者，包含市政

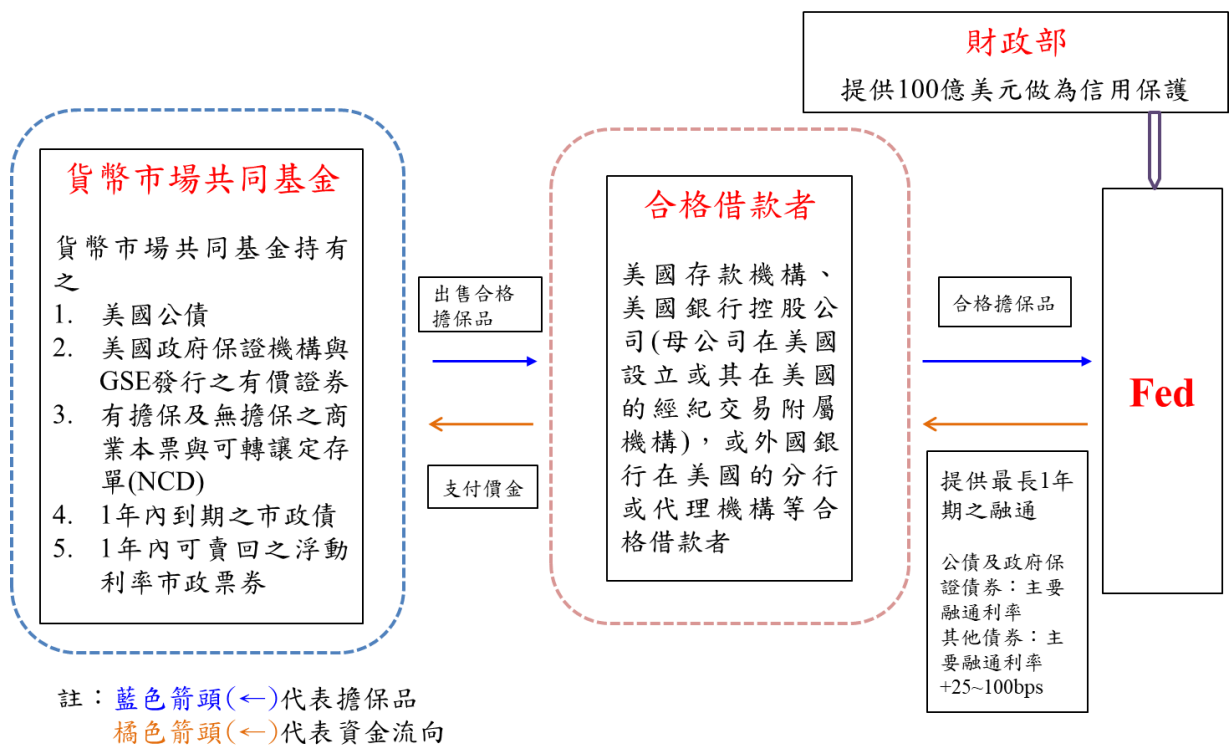
債發行者(municipal issuers)與外國母公司的美國發行者，及(2)商業本票在 2020/3/17 之短期信用評等至少為 A1/P1/F1。若發行者之後被降等，但信評在 A2/P2/F2 以上，仍可獲一次機會。

- 負債：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 100 億美元

三、 貨幣市場共同基金流動性機制(Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF)

貨幣市場共同基金流動性機制係為提供貨幣市場共同基金(MMMF)流動性，允許合格借款者以向 MMMF 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，惟美國財政部將自匯率穩定基金(Exchange Stabilization Fund, ESF)提撥 100 億美元做為 Fed 融通之信用保護。

圖表 7 MMLF 運作架構圖



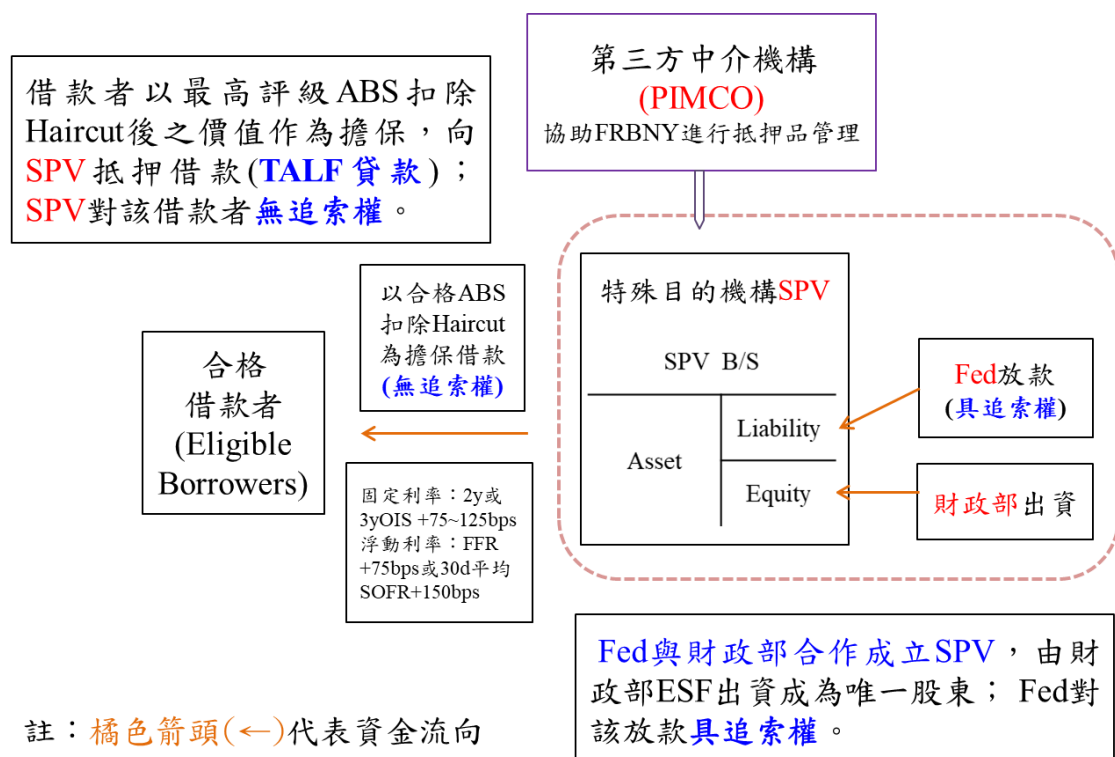
四、定期資產擔保證券貸款機制(Term Asset-Backed Securities Loan

Facility, TALF)

1. TALF 機制說明

定期資產擔保證券貸款機制係由 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，並由 Fed 放款予 SPV 成為其唯一債權人，Fed 對該放款具追索權。而後，合格借款者以合格之資產證券化商品作為擔保³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。

圖表 8 TALF 運作架構圖



³ Fed 依不同資產種類設立 haircut 比例，以 AAA 信評債券扣除 Haircut 後價值作為擔保，可達到第一層超額擔保(over collateralization)的信用保護。

2. SPV 資產負債結構

- 資產(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，簡稱為 TALF 貸款)：(1)合格 ABS 長期信評須為最高評級、(2)短期信評須取得至少兩家主要信評機構之最高評級及(3)以 ABS 扣除 Haircut 後之價值作為擔保。
- 負債：SPV 向 Fed 借款，Fed 擁有追索權。
- 權益：美國財政部出資 100 億美元。

3. TALF 貸款收費參考

圖表 9 TALF 貸款收費表及貸款價值減計(Haircut)表

				ABS Avg. Life (in years)						
Sector	Fixed 3-year loan Avg. Life(in years)		Floating							
	1-<2	>=2								
Auto	2-year OIS rate +125bps	3-year OIS rate +125bps	N/A							
Commercial Mortgage	2-year OIS rate +125bps	3-year OIS rate +125bps	N/A							
Credit Card	2-year OIS rate +125bps	3-year OIS rate +125bps	N/A							
Equipment	2-year OIS rate +125bps	3-year OIS rate +125bps	N/A							
Floorplan	2-year OIS rate +125bps	3-year OIS rate +125bps	N/A							
Leveraged Loan	N/A	N/A	30-day average SOFR + 150 bps							
Premium Finance	2-year OIS rate +125bps	3-year OIS rate +125bps	N/A							
Small Business-SBA loans 7(a)	N/A	N/A	Top of Fed Funds Range + 75 bps							
Small Business-SBA loans 504	3-year OIS rate +75bps		N/A							
Student Loan - Private	2-year OIS rate +125bps	3-year OIS rate +125bps	N/A							

Subsector	0-<1	1-<2	2-<3	3-<4	4-<5	5-<6	6-<7
Auto							
Prime retail lease	10%	11%	12%	13%	14%		
Prime retail loan	6%	7%	8%	9%	10%		
Subprime retail loan	9%	10%	11%	12%	13%		
Motorcycle/other recreational vehicles	7%	8%	9%	10%	11%		
Commercial and government fleets	9%	10%	11%	12%	13%		
Rental fleets	12%	13%	14%	15%	16%		
Credit Card							
Prime	5%	5%	6%	7%	8%		
Subprime	6%	7%	8%	9%	10%		
Equipment							
Loans and Leases	5%	6%	7%	8%	9%		
Floorplan							
Auto	12%	13%	14%	15%	16%		
Non-Auto	11%	12%	13%	14%	15%		
Premium Finance							
Property and casualty	5%	6%	7%	8%	9%		
Small Business							
SBA Loans	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
Student Loan							
Private	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
Leveraged Loans							
Static	20%	20%	20%	20%	20%	21%	22%
Commercial Mortgages							
Legacy, Conduit	15%	15%	15%	15%	15%	16%	17%

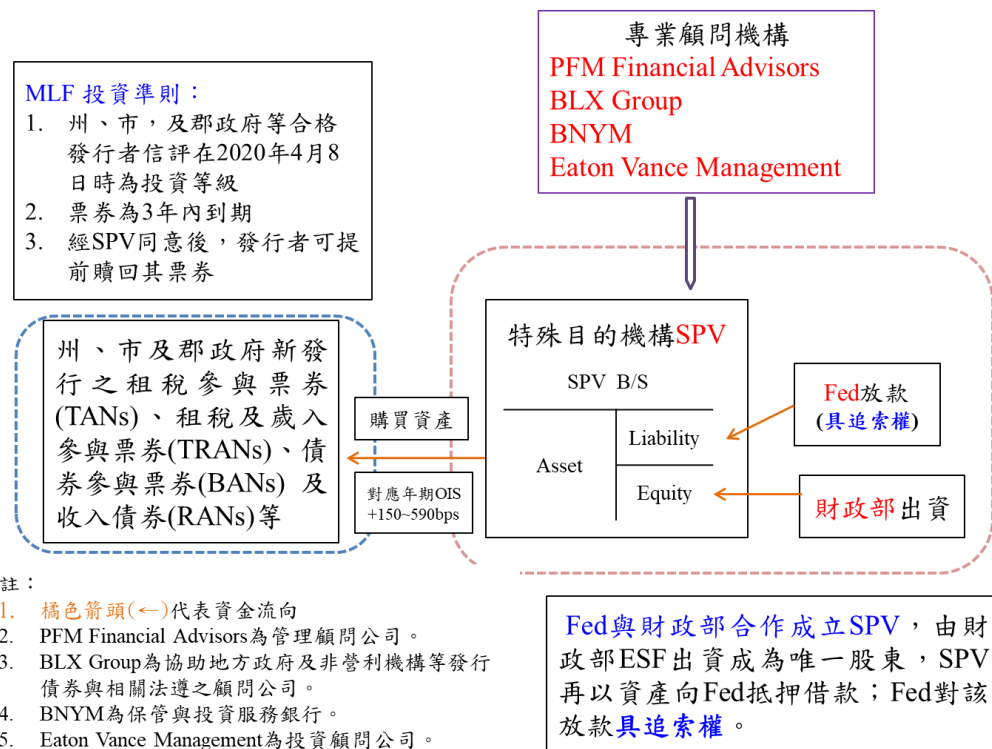
參考資料：Fed

五、 市政債流動性機制(Municipal Liquidity Facility, MLF)

1. MLF 機制說明

市政債流動性機制係由 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 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。

圖表 10 MLF 運作架構圖



2. SPV 資產負債結構

- 資產(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)，包含：(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)於 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 年 4 月 8 日至少為 BBB-/Baa3 以上，且在 SPV 購買該票券時，其信評仍在 BB-/Ba3 以上。

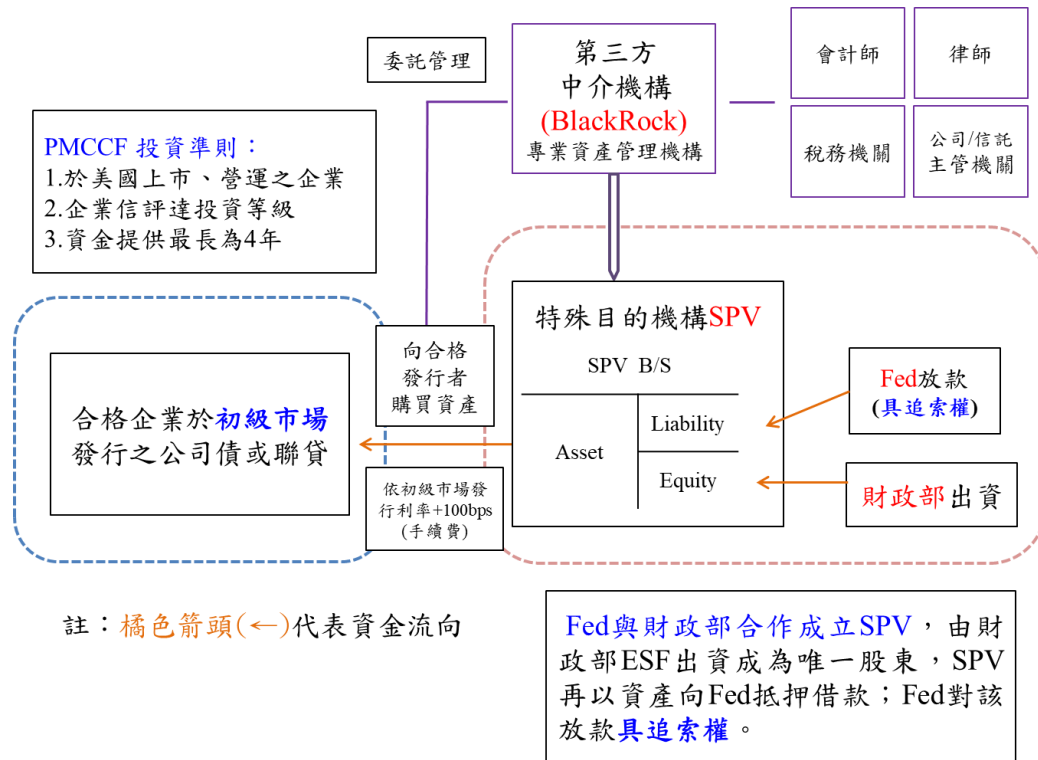
- 負債：SPV 以其資產向 Fed 抵押借款，Fed 擁有追索權。
- 權益：美國財政部出資 350 億美元。

六、 初級市場企業信用融通機制(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)

1. PMCCF 機制說明

初級市場企業信用融通機制係由 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 500 億美元成為 SPV 唯一股東，該 SPV 購買合格企業(eligible issuer)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。

圖表 11 CPFF 運作架構圖



2. SPV 資產負債結構

- 資產(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)，其中：(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)及(4)未受到 CARES Act 或其他聯邦法案補助之企業。
- 負債(SPV 以其資產向 Fed 抵押借款)，其中：(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。

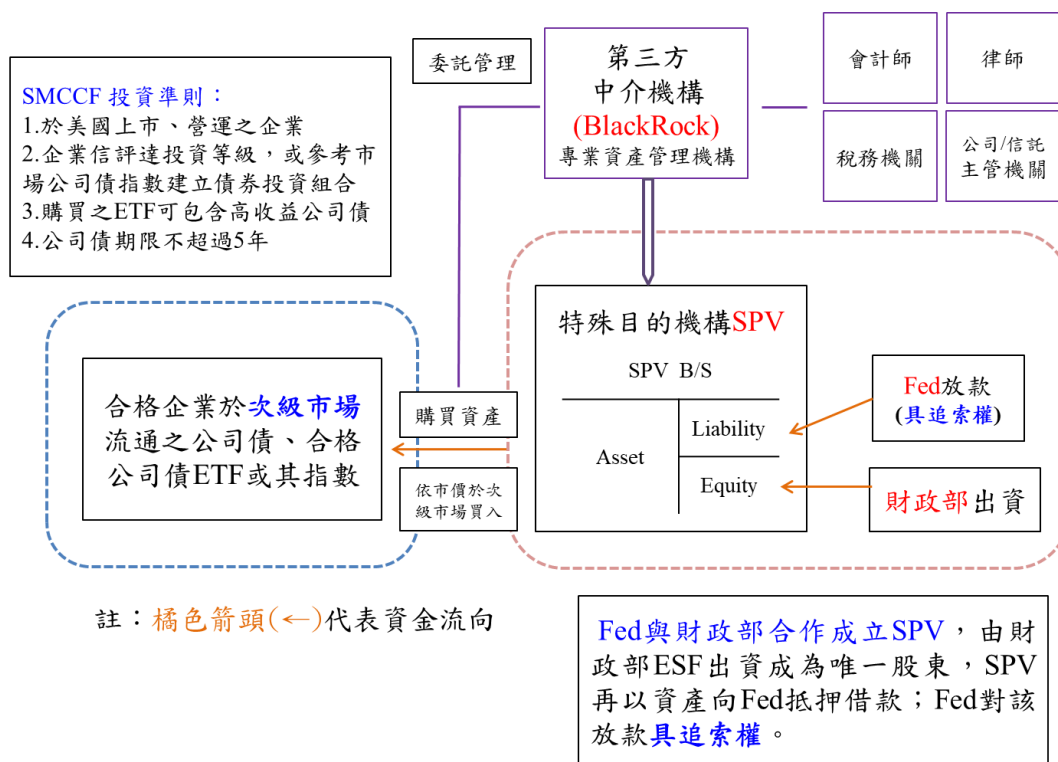
- 權益：美國財政部出資 500 億美元(槓桿比例最高 10 倍之情況下)

七、次級市場企業信用融通機制(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)

1. SMCCF 機制說明

次級市場企業信用融通機制係由 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或合格公司債 ETF 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。

圖表 12 SMCCF 運作架構圖



2. SPV 資產負債結構

- 資產(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)，其中：(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。
- 負債(SPV 以其資產向 Fed 抵押借款)，其中：(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 250 億美元(槓桿比例最高 10 倍之情況下)

八、 中小企業貸款方案(Main Street Business Lending Program, MSLP)

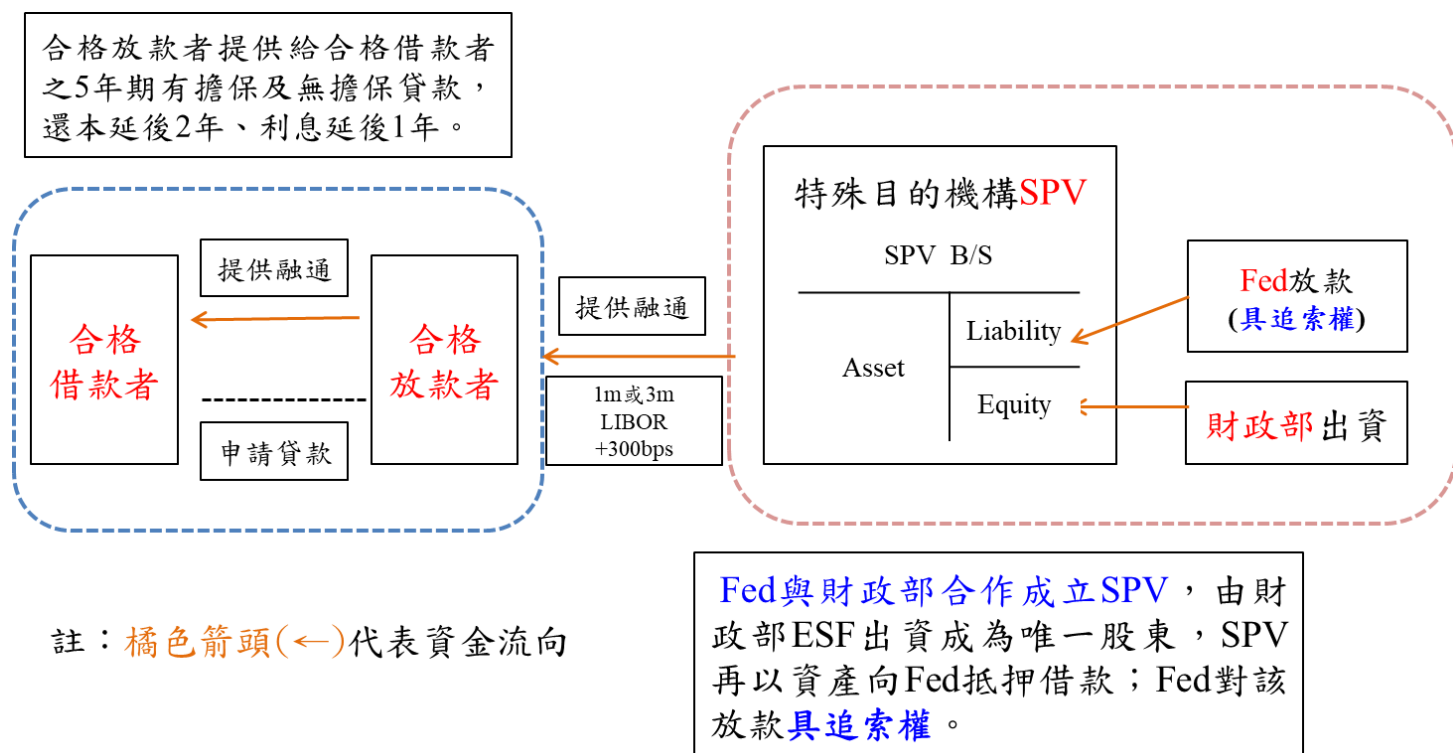
1. MSLP 機制說明

中小企業貸款方案係由 Fed 與美國財政部合作成立 SPV，並由財政部轄下的匯率穩定基金(Exchange Stabilization Fund, 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(eligible lenders)購買前述中小企業(eligible borrowers)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。

另中小企業貸款方案依貸款金額等承作條件的差異，可再分為中小企業

新貸款方案(Main Street New Loan Facility，簡稱 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)等。

圖表 13 MSLF 運作架構圖



2. SPV 資產負債結構

- 資產(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 與 MSELF)或 85%(MSPLF)，並由合格放款者保留剩餘之合格貸款)，其中：(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；(2)合格借款者:員工最多 1 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 MSPLF，則不

能再參與 PMCCF。

- 負債：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 750 億美元

3. MSNLF、MSPLF 及 MSELF 方案比較

圖表 14 Fed 擴大 MSLP 之申請範圍及可申請承作對象(2020.6.8 生效)

融通機制	中小企業新貸款方案 (MSNLF)	中小企業優先貸款方案 (MSPLF)	中小企業擴大貸款方案 (MSELF)
融通期限	5 年		
貸款類型	擔保或有擔保 (2020.4.24 後承作貸款)		擔保或有擔保 (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		1,000 萬美元
最大貸款金額	取(1)3,500 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(1)5,000 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(1)3 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 購買比例	95%		
lender 風險保留	5%		
還款模式	— 第 1 年不用還本金及利息 — 第 2 年不用還本金 — 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 300 個基點		
合格借款資格	雇員 1.5 萬人以下或 2019 年營收 50 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

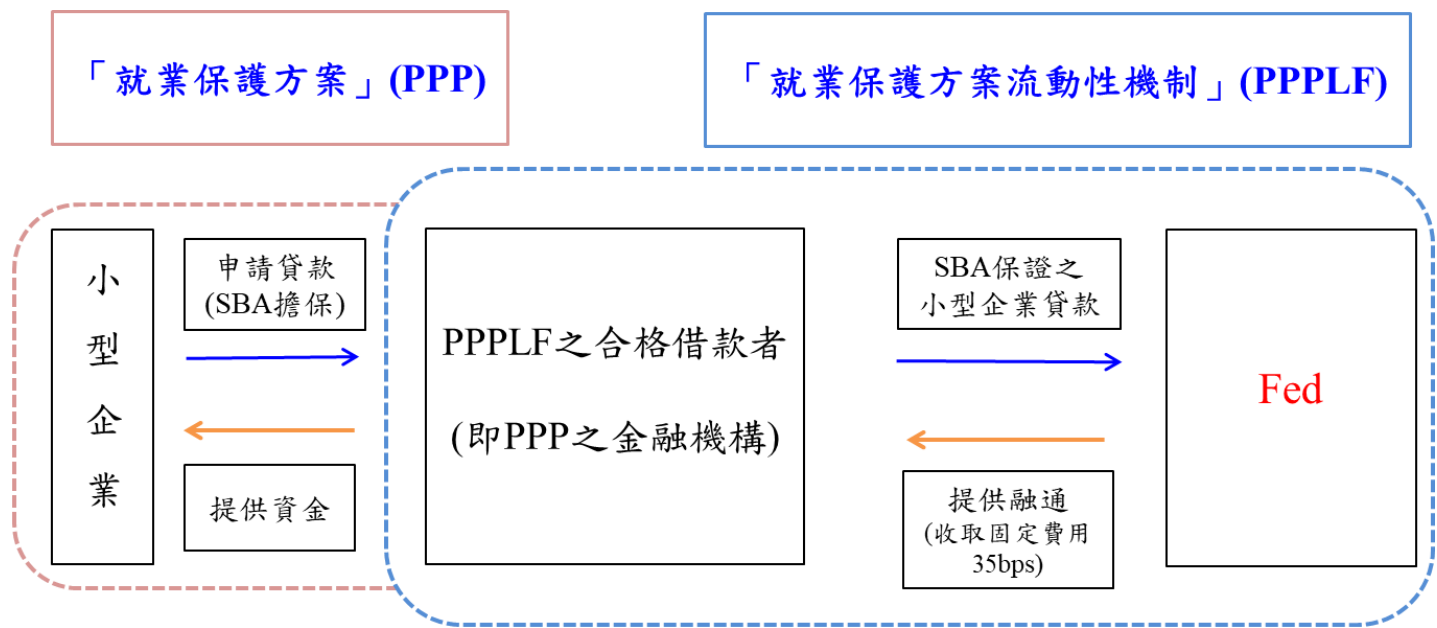
資料來源：Fed

九、 薪資保護方案融通機制(Paycheck Protection Program Lending Facility, PPPLF)

小型企業管理局(Small Business Administration, SBA)依據新型冠狀病毒援助救濟與經濟安全法案(CARES 法案)，設立「薪資保護方案」(Paycheck Protection Program, PPP)，透過金融機構提供小型企業貸款並由 SBA 擔保。

Fed 又依據聯邦準備法第 13 條之 3，設立薪資保護方案融通機制，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 對該放款不具追索權。

圖表 15 PPPLF 運作架構圖



參、Fed 運用 SPV 方式之分析

Fed 此次推出之非傳統貨幣工具⁴，係與美國財政部合作成立特殊目的機構 (Special Purpose Vehicle, SPV)⁵，直接對商業本票、市政債、資產擔保證券及公司債等信用市場提供流動性。Fed 運用 SPV 方式運作其信用融通機制，可達到的優點如下：

一、 可符合聯邦準備法限制

1. 公開市場操作限制：

依聯邦準備法第 14 條第 2 款之 b 之規定，Fed 得於公開市場操作購買美國政府及地方政府(州、郡)發行之債務，惟商業本票、公司債等與民生消費及實體經濟相關之債務不包含於此正面表述之限制內；故 Fed 透過 SPV 方式，直接對此等市場提供必要之流動性，符合其公開市場操作限制。

2. 保護納稅人義務：

依聯邦準備法第 13 條第 3 款之規定，Fed 於緊急情況時，可對無法取得足額融資的銀行予以融通，惟在執行緊急融通時，須保護納稅人之權益不受虧損；故 Fed 選擇採用 SPV 方式，達成降低信用風險及破產隔離(bankruptcy remote)之保護效果，善盡其保護納稅人之義務。

⁴ 包含商業本票融資機制(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)、市政債流動性機制(Municipal Liquidity Facility, MLF)、定期資產擔保證券貸款機制(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)、中小企業貸款機制(Main Street Loan Facility, MSLF)、初級市場企業信用融通機制(Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF)及次級市場企業信用融通機制(Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)。

⁵ 特殊目的機構種類，包含特殊目的公司(Special Purpose Company, SPC)與特殊目的信託(Special Purpose Trust, SPT)。參考台北外匯市場發展基金會委託計畫(1996)—資產證券化風險管理之研究。

二、 專業委外管理

在緊急融通下收購資產後，即要面臨管理問題。本次 Fed 推出非傳統之貨幣工具涉及多種資產種類，其管理亦各屬專業；在經濟效益極大化的考量下，Fed 依照各類資產特性，與專業資產管理機構合作，委託其管理 SPV 資產。

三、 達到會計與法律上之隔離

Fed 透過對 SPV 融資的方式成為其債權人，SPV 收購的資產則擺放於其獨立之資產負債表，達到與 Fed 資產負債表會計上的隔離效果。且 SPV 為獨立法人之公司，可解決因執行融通而衍生的相關法律問題，達到與 Fed 法律上的隔離效果。

若 SPV 購入之公司債發生違約，導致虧損情況發生，將先由財政部出資的權益吸收，Fed 因此可區隔信用風險，避免其對 SPV 之放款發生虧損情況。

肆、小結與展望

自 2020 年初 COVID-19 大流行病疫情爆發，全球經濟受到嚴重打擊，主要國家的中央銀行紛紛迅速因應，在數週內部署了強而有力的救市工具，致力緩解金融市場壓力和確保信貸平穩流向私營部門。不僅僅是中央銀行，各國財政當局也隨後推出了各項財政援助政策共同支持市場信心，利用前所未有的財政支持和貸款擔保支持了央行的行動。

以美國為例，在大流行病危機中，Fed 提供國際美元充足的流動性⁶，並利用接近零的利率與前瞻指引壓低實體經濟的借款成本，並透過資產購買、回購操作、向主要交易商或貨幣市場共同基金提供融通等方式，支持金融市場的正常運作；Fed 亦鼓勵各銀行多放貸予實體經濟，包括降低銀行折現窗口利率、以及暫時放鬆對大銀行資本的監管要求，以便其在經濟蕭條時期能增加貸款。此外，透過各項信用融通機制支持公司和企業⁷、家戶及消費者⁸、甚至於直接對美國各州和市政府的援助及支持⁹。

Fed 通過量化寬鬆政策製造出巨額流動性，成功地解除了 2020 年初金融市場危機，也使得美國 QE 的規模遠大於世界其他國家。然而，貨幣政策對實體經濟影響效果並不如財政政策，美國金融市場跟實體經濟表現背離的狀況依舊相當明顯。

⁶ 透過海外美元流動性的流動性換匯措施(Liquidity swap lines)和美債臨時回購措施(foreign and international monetary authorities, FIMA)，確保全球美元供應和美債市場的平穩運行。

⁷ 透過 PMCCF 及 SMCCF 使企業及公司重獲信貸能力，以便在大流行病關鍵時期能更好地維持其業務運營能力。並通過 CPFF，使 Fed 得以向公司直接提供最多三個月的貸款，鼓勵投資者再次參與商業本票市場。

⁸ 透過 TALF 對資產擔保證券的持有人提供貸款，從而支持向家庭、消費者和小型企業貸款。

⁹ Fed 透過 MLF 機制，支持市政債的流動性及對州、地方政府貸款。

在不考慮採用負利率方式的前提下，Fed 貨幣政策的著力點將受限；2020 年 11 月，Fed 同意財政部的要求歸還尚未動用之 CARES 法案紓困經費，財政部亦延長部分信用融通措施之期限至 2021 年 3 月。

展望 2021 年，Fed 仍具備充分工具以安撫市場信心：例如搭配明確的前瞻指引鎖定市場短端利率預期，及「非傳統型殖利率曲線控制」以扭轉長端殖利率曲線形狀。此外，Fed 亦可透過信用融通措施截止日期前擴大融通的規模；或重啟前次金融危機時採用過的融通措施如定期競標融通機制(Term Auction Facility, TAF)；或擴大 PDCF 機制的合格參與者，使低廉的信用融通的取得不限於少數的主要交易商等方式，進一步支持市場。

參考文獻

1. 謝俊（民 95）。台北外匯市場發展基金會委託計畫—資產證券化風險管理之研究
2. BofA Global Research(2020), “2020 TALF: a step in the right direction, but more needed; 2008 TALF review”, Apr. 9
3. Adam Ashcraft, Allan Malz, and Zoltan Pozsar (2012), “The Federal Reserve’s Term Asset-Backed Securities Loan Facility”, Nov.
4. J.P. Morgan Securitized Products Research(2020), “TALF 2.0: to support the flow of credit to consumers and businesses”, Apr. 15
5. Federal Reserve Board(2020), “Federal Reserve takes additional actions to provide up to \$2.3 trillion in loans to support the economy”, Apr. 9
6. Federal Reserve Board(2020), “ 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
7. Federal Reserve Board(2020), “ Federal Reserve Board announces expansion of counterparties in the Term Asset-Backed Securities Loan Facility, Secondary Market Corporate Credit Facility, and Commercial Paper Funding Facility”, Jul. 23
8. Federal Reserve Board(2020), “ Federal Reserve Board adjusts terms of Main Street Lending Program to better target support to smaller businesses that employ millions of workers and are facing continued revenue shortfalls due to the pandemic”, Oct. 23
9. Federal Reserve Board(2020), “ Federal Reserve announces the extension of its temporary U.S. dollar liquidity swap lines and the temporary repurchase agreement facility for foreign and international monetary authorities (FIMA repo facility) through September 30, 2021”, Dec. 16

10. Brookings Institution (2020), “What’s the Fed doing in response to the COVID-19 crisis? What more could it do?”, Dec. 11
11. Financial Times(2020), “The Federal Reserve must reduce long-term damage from coronavirus”, Mar. 18
12. Bank for International Settlements (2020), “Central banks' response to Covid-19 in advanced economies”, Jun. 6