

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：其他)

參加吉隆坡 Harvard Club of Malaysia 舉辦之 Managing Financial Crises and Capital Controls 研討課程報告書-美國次級房貸問題之探討

服務機關：中央銀行

出國人職稱：科長

出國人姓名：陳曉玫

出國地點：馬來西亞-吉隆坡

出國期間：97年8月13日~16日

報告日期：97年11月

美國次級房貸問題之探討

壹、前言

本次奉派於 2008 年 8 月 14 日至 15 日間，參加吉隆坡 Harvard Club of Malaysia 舉辦之 Managing Financial Crises and Capital Controls 研討課程。此一為期二天的研討課程，以個案討論方式進行，並由來自美國哈佛大學管理學院教授 Rafael Di Tella 擔任講師，講授重點包括美國次貸問題、開發中國家金融危機、銀行與貨幣危機、先進國家貨幣政策等項目。承蒙 長官選派參與本次研習課程，由於講師學識豐富、授課論點精闢，且參與學員多為馬國財金界菁英，筆者於課程中參與師生腦力激盪、相互切磋，深感獲益良多，並深為感謝。

鑒於美國次貸問題席捲全球金融市場，並造成各國經濟、金融嚴重損失，且自 2008 年 9 月以來，全球金融市場流動性相當緊俏，掀起骨牌連鎖效應，自美洲、歐洲，以及亞洲各國金融市場，均呈現巨幅波動與重大金融恐慌，是當前各界極為關注的話題，因此本報告以此議題為主軸，除就課程重點彙整分析次貸問題的原因與發展外，並增列補充截至 10 月止，美國財金主管與 FED 為因應次貸問題採行的數項措施；其中鑒於 FED 於 2008 年 3 月啟動的緊急融通機制，係

屬長達 70 年以來 FED 從未採行的創舉，也因此開啟後續 FED 對於各機構融通之門，在 FED 貨幣政策史上極為重要，因此另以專篇說明，以期彙整美國央行各項因應作法，俾供業務參考。

本報告除前言外，將依序說明美國次貸問題之原因與發展、美國財金主管的因應對策、FED 因應次貸問題採行之各項措施、FED 對於貝爾史登公司提供緊急融通，以及次貸問題的啟示。

國內經濟、金融環境受到美國次貸問題影響，自 2008 年 9 月起也呈現明顯不安效應，諸如 7 月景氣燈號呈現近年首度藍燈，9~10 月間台股指數暴跌數千點、金融機構受雷曼兄弟公司倒閉而發生嚴重投資虧損，南山人壽受母公司 AIG 財務危機影響，發生保戶保單解約情況。另銀行體系亦步上歐美銀行業後塵，由於存戶發生信心危機，體質較弱之小銀行存款大量流失，而公股銀行存款則急遽增加，以致大小銀行間存款嚴重分配不均，且銀行同業間拆款緊縮，小銀行拆借無門。

政府為因應此波嚴峻情勢，積極提出振興景氣方案，其中與金融相關部分，包括 9 月間本行協助內政部推出 2000 億

元專案優惠房貸，以提高每戶貸款額度及率補貼方式，對房貸戶提供購屋貸款協助；政府並於 10 月間宣布對銀行存款提供全額保障。另針對非自願性失業勞工、中小企業之貸款問題，政府提出房貸展延與債權債務協商等方案。此外，本行亦於 9 月下旬至 10 月底間，三度降息以穩定金融。這些政策措施並成為筆者近期工作重點。

撰寫報告的同時，國內外金融情勢變化快速，令人膽戰心驚，而由於工作緣故，撰寫報告的時間心力相對有限，因此不禁感嘆地球是平的，在全球化的今天，任何人都無法自外於地球村金融海嘯的衝擊，現代避秦桃花源恐難再尋。

次貸問題牽涉範圍層面極廣，受限於時間因素，許多相關題材內容必需予以取捨，雖然竭力將報告完成，惟因個人才學有限，本文疏漏在所難免，文責概由筆者自負，敬請各界先進不吝指正。

貳、美國次貸問題之原因與發展

美國次貸問題源於房貸產品的創新與證券化的發展，在低利率及房價穩定成長的年代，次貸產品協助低所得家庭一圓成家美夢，但隨著利率上漲與房價下跌，欠缺還款能力的貸款戶選擇拋棄房屋所有權，債權機構面臨房貸違約、法拍危

機，而房貸證券化市場則隨之崩跌，牽動相關衍生商品價格，引發投資人信心潰散，並導致各項金融工具市場流動性匱乏，繼而引起全球金融市場動盪不安。

為呈現次貸問題的全貌，本單元爰就美國次貸問題的原因與發展予以說明。

一、美國房貸產品的發展

(一) 90 年代的房貸產品

90 年代前後，美國主流房貸型態係以傳統型的 30 年期固定利率房貸為主。這種房貸工具要求借款人在 30 年貸款期間內，每月攤還一筆固定金額，由於各月還款金額已經事先定好，所以貸款利率也是固定的。

二次世界大戰之後，30 年期房貸普遍由銀行與儲貸機構所創始，這些機構大多持有貸款債權至到期。此類傳統型房貸允許借款人提前還款，且不收懲罰息。當利率下降時，借款人經常利用這種可以提前還款的特性，轉貸至低利率房貸，以減輕房貸負擔。

(二) 房貸資產證券化

美國在 1980 年代發生儲貸危機，為處理 1986 年間 3 萬 2 千餘家倒閉儲貸機構的資產，美國政府因而創立新機構 RTC

予以因應。儲貸危機加上 2 家政府贊助事業（GSE）房地美和房利美（房利美與房地美分別創立於 1938 年、1970 年，係屬國會特許成立的政府機構，但房利美最後成為私人持有的公開上市公司）的助力，促成並加速了美國房貸產品的證券化。

這 2 家 GSE 向房貸創始機構買進整批房貸，創造並出售房貸抵押證券（MBS）。由於房貸借款人應分期償還房貸，使購買 MBS 的投資人可定期取得該投資產品之付款報酬。

只要 GSE 維持正常償付狀況，或者即使是當 GSE 無法正常償付，但只要政府願意出面拯救 GSE，則 MBS 投資者唯一可能面臨的風險，只有提前償還風險；亦即只有當 MBS 基礎標的（房貸）於到期前被提前償還時，投資人才會遭遇無法依約取得報償的風險。

GSE 對於房貸授信的徵審嚴格。關於 GSE 可以買入的每戶房貸限額，2006 年美國國會規定獨棟房屋之貸款上限為 41.7 萬元。GSE 為控制買入房貸的信用風險，其購買原則與傳統房貸創始機構授信標準相當類似：為確保授信擔保品充足，GSE 只接受有優級擔保品之房貸，且通常要求買入房貸之貸款成數（LTV，係以房貸估貸款創始時之資產價值的比率計

算)應低於8成，亦即貸款人提供自備款較高者。另在承銷貸款產品時，GSE也嚴格徵審房貸借款人的所得與就業狀況、其他資產水準，以及違約及破產的歷史資料。

關於房貸業者的授信作業，在1990年代前的房貸業者與GSE作法一致，亦即只對信用良好者授信，而且要求借款人提出自己信用狀況良好的證明文件。借款人如果信用紀錄不佳，則必須經由聯邦房產局(Federal Housing Administration, FHA)提供保證，並向傳統授信機構申請房貸；授信機構辦理此類的房貸時，必須確認該貸款符合FHA規定，這種經由FHA保證的房貸處理流程，遠比非FHA房貸來得冗長。

1993年FHA貸款逾放比約為8%，遠高於當時一般房貸的3%違約率。FHA的房貸被公營機構吉利美公司包裝成MBS，亦即由吉利美專責處理聯邦保證之房貸(按，吉利美曾刊登過一則廣告，聲稱該公司的MBS是唯一充分具有美國政府誠實與信用保障的房貸產品)。

二、房貸市場的創新

(一) 次級房貸的誕生

1990年代，新的房貸業者開始貸款予不符優級(prime)

房貸資格的借款人。許多業者並不直接授信，而是經由對仲介機構提供佣金，並透過房貸仲介機構協助授信。在美國住宅及都市發展部（Department of Housing and Urban Development，HUD）列冊名單中，1993 年專門承作次級房貸的授信業者有 63 家，2005 年大幅增加為 209 家。華爾街知名投資銀行如雷曼兄弟、高盛、貝爾史登公司、美林、摩根史坦利都加入購買此種授信機構的行列。

次級房貸與優級房貸間的主要差異，在於前者收取較高的利率及費用。1993 年次貸佔新辦理房貸之比率僅 1%，2006 年上升為 20%。同時間，FHA 提供保證房貸的市佔率由 11% 降為 1.9%。

依據華爾街日報分析，2006 年有 29% 的房貸屬高利率者，這些貸款有極高比率係由借款人以轉貸方式，將現行原有房貸繼續融資。許多情況下，借款人由轉貸所取得的增貸房貸金額，可使其貸得多餘現金使用在其他用途上。

1980 年代沒沒無名的全國金融公司（Countrywide Financial），到 2005 年成為全美最大房貸授信者。依據 2003 年美國政府報告顯示，該公司在對少數民族屋主的房貸授信上，亦居於領導地位。當這份報導公布後，該公司的 CEO

對外宣稱，他們相當以此成就自傲，因為這顯示出他們長期承諾提供全美民眾達成擁有房屋的理想。

類似全國金融公司這樣的新型房貸機構，並不遵行傳統標準授信實務，他們對於各房貸戶並不提供相同利率。新型房貸機構依據借款人特質，以客製化方式辦理差別授信，並利用預測違約率的自動化統計模型進行授信分析。

第一個被廣泛使用的統計工具，是由房地美及房利美開發的產品。這些工具的引進，可協助房貸創始者更容易判斷其房貸是否屬於可為 GSE 接受並購買的房貸。

上開房貸統計模型中有一項很重要的關鍵變數，即借款人的信用分數；其中最普遍被採用的信用分數，是由 FAIR ISAAC 公司發明的 FICO 分數。FICO 分數介於 300 到 850 間，對於準時償還房貸的借款人給予較高權數。這項信用分數之所以在房貸應用上重要，主要原因在於房地美的報告意見：1995 年之前，信用計分與房貸違約間有高度相關性。

（二）2/28 次級房貸

次貸授信有一項很普遍的房貸產品叫 2/28，這種產品的特性是：前 2 年貸款利率固定，剩餘 28 年利率則浮動計算。這種次級房貸產品與優級客戶適用的指數型房貸（ARMs）相

當不同：(1) 2/28 的初始利率較 30 年期固定利率房貸為高，但是優級客戶適用 ARMs 之初始利率較固定利率為低。(2) 2/28 方案的利率，在過了前 2 年低利期之後，到了利率重訂期會調得很高。例如，2006 年次貸戶平均起始利率為 8.5%，當時傳統 30 年固定利率房貸之貸款利率低於 6.4%；至於 2 年後次貸戶重訂利率則較 6 月期 LIBOR（按，2006 年平均約為 5%）高 6.1%。

在 2/28 房貸產品規劃中，如果貸款戶在前 2 年低利時期提前償還，則需負擔提前償還罰款；但在利率重訂時，提前償還則不需罰款。這項機制主要係著眼於房貸中介商的利益，因為它可使很多借款人於辦理房貸 2 年後轉貸，且中介商可以收取新的創始費用。通常借款人也被告知這項安排對其有利，因為如果他們及時還款，則其 FICO 分數會改善，使其以低利率轉貸。

各界對於次貸戶關切的重點在於：有些借款人在利率重訂期辦理轉貸所獲得的房貸條件，比他們申辦傳統型房貸或 FHA 房貸的條件顯著不佳。另外，無知借款人常被欺騙簽下訂有嚴格提前還款懲罰條款的房貸契約，即使利率已經重訂為高利率時亦然。例如，密西根一件訴訟指出，某位房貸中

介商欺騙一對老夫妻，使他們簽下利率高達 17.5% 的房貸契約。

部分無知借款人根本不可能負擔簽約時同意還款的數額，而與他們簽定貸款契約的中介商則認為，即使簽約房貸戶無力負擔房貸，就法律層面而言，中介商並沒有告知的責任，也沒有義務教他們如何理財謀生。

比較次貸與傳統房貸的差異，有些次貸要求的文件較為少，除了不需貸款人提供所得證明或房價獨立評價外，某些次貸只憑貸款人「陳述所得」或「陳述價值」就提供貸款。以陳述所得借款，對於那些有臨時工作、難以取得所得文件證明的借款人相當便利，但也因此引發了道德風險。

此外，有些次貸並不要求借款人支付頭款，部分中介商提供辦理二胎房貸（piggyback）的服務，以支應貸款人支付一胎貸款的頭款，使貸款人不需另行籌措支付頭款所需之資金。

（三）選擇性指數型房貸（ARMs）

部分在這段期間創始的次級貸款，起初只要求借款人小額還款，甚至有些貸款還提供前 6 個月極具吸引力的零利率，這種貸款稱為選擇性 ARMs，亦即允許貸款人自行選擇起

初要還多少錢。貸款人一旦啟動這種選擇權後，那些在開始期間還款極少者，到後來的還款負擔可能會擴張至一直到 30 年後還必須還房貸的程度。

許多房貸授信機構普遍承作選擇性 ARMs。2005 年初，印地麥克銀行房貸產品有 30% 是這種房貸，全國金融則有 19%。支持此種選擇性 ARMs 房貸產品的業者認為：當年他們主攻信用良好的客戶授信時，客戶要求的授信成數較低。換句話說，他們當年的業務量較小，而且獲利也較低。

三、21 世紀初美國房地產市場泡沫化

(一) 1975 年起，全美平均房價穩定上升

房利美在 2001 年對股東信件聲稱：「房屋是一種安全、槓桿的投資工具，這是多數家庭唯一可行的槓桿投資，而且是有最好報酬的投資活動之一.. 房屋將持續增值，未來 10 年房價上升情形預期將較 1990 年代更甚」。該公司當時對於房市的樂觀，主要歸因於美國人期望擁有房屋的夢想。

自 1975 年起，全美平均房價穩定上升（詳表 1）。此一趨勢在 1996 年加速，並於 2005 年末、2006 年初達年增率 12%。觀察家認為房價上升，部分導因於 FED 自 2001 年衰退後維持低利率政策。

在 1980~2001 年期間，聯邦資金率可反應經濟狀況，但 2001 年之後至 2004 年 7 月間，FED 維持低利率，而與產出及物價成長無關，甚至 2003 年 7 月至 2004 年 7 月的聯邦資金率只有 1% 水準（參見圖 1）。之後，FED 基於對通膨壓力的考量，利率逐步穩定上升，2006 年 9 月聯邦資金目標利率達 5.25% 高峰。

當時有些超級明星城市房價已經令人咋舌，其他地區建物房價也持續高漲，例如鳳凰城、以及許多佛州、洛杉磯的社區等地。由於房價上升，許多屋主一轉手就大幅獲利，導致各地狂熱搶建、搶購，許多建商甚至因此連取得水泥建材都有困難。

（二）次級房貸市場發生改變

1995 年在次級市場出售的次貸只有 28%，到了 2005 年，則有 73% 的高利率次貸在市場出售。2005 年~2006 年間，約有 5000 億新創造的、以次貸為基礎的 MBS 被發行，使原在發行 MBS 市場穩居霸主地位的 GSE，開始面臨私人品牌的高度競爭。

華爾街業者發行的 MBS，以及像全國金融及華盛頓互助基金等機構創始之房貸，佔 2003 年新發行 MBS 的 23%。到 2005

年，這些業者發行了 1.2 兆元的有價證券，遠超過 GSE 發行金額。2006 年第一季，私人業者發行 MBS 佔有率達 57%，同年底，美國總住宅貸款 11 兆，GSE 流通在外 MBS 餘額 2.5 兆，GSE 的重要性相對下降。

GSE 是私人 MBS 的主要買主，而且持有房貸及 MBS 資產組合達 1.5 兆，他們聲稱本身產品的相對信用風險較低。

(三) 房貸違約、查封案件增加

在貸款人發生還款違約情形後，授信機構將啟動查封程序。除非借款人能與授信機構達成協議，或是繳清應還款項（包括延遲還款利息），並重回正常借款戶行列，否則將面臨授信機構將他們逐出房子，以及房子被查封的命運。

依據美國房貸銀行家協會（MBA）統計借戶失去房子的數據，2002 年第二季整體查封比率由 1.23% 降至 2005 年第一季的 1.08%，同期間貸款違約率由 4.77% 降為 4.31%。有人解讀該數據為：房價增值使得許多借款人得以轉貸，並付得起貸款。另一項理由則是：當借款人面臨房價增值時，他們可能出售房子以塗銷房貸，這部分將不會呈現在法拍數據中。

2006~2007 年間，房屋查封及違約件數呈現上升。依據

MBA 統計數據，2006 年第 4 季違約率為 4.95%，2007 年第 4 季上升為 5.62%。整體違約率則由 1.19% 升至 2.04%。同時房屋查封件數亦急劇上升（詳表 2）

MBA 於 2007 年 12 月宣布，雖然優級房貸同年第三季之查封率為 0.79%，但次貸查封率高達 6.89%（詳表 3）。法拍情況普遍發生在房價急速下跌地區。一般而言，當房價下跌得越凶，當地房屋查封、拍賣情況就越嚴重。

授信機構進行查封所需支付的財務與人力成本甚鉅，另借款人亦因查封而負擔遽增，且授信機構還要求他們增加支付大量費用。更慘的是，房子損失打擊了很多人，成為壓垮他們人生的風暴。很多借款人自認是個失敗者，而且一生的努力都白費了。

在查封過程中，被查封房屋經常欠缺維護，導致屋值更低。某些憤怒的屋主在被驅逐之前大肆破壞，使得買主出價偏低，導致貸款銀行必需自行購入房屋，以保留住財產。這些閒置空屋，又成為許多破壞者與犯罪者的溫床。

由於少數民族及移民辦理次貸比例極高，他們的社區受到法拍屋增加的影響特別嚴重。在佛州、加州等新建物興起地區，查封比率偏高。查封影響屋主及租屋客，因為他們常被

一紙通知趕出家門。

2008 年初，美國決策者面臨房市榮景之後所發生的苦果，其中最迫切的問題就是房屋查封的問題。美國參院一份報告預估，2009 年底房屋查封案件將達 200 萬戶。

（四）解決法拍問題困難重重

在房貸雙方負擔法拍成本均偏高的情形下，有人認為借貸雙方應該較偏好以協議替代查封。選項之一是由借款人在查封之前順利賣出房子，且授信機構放棄部分貸款和房價的價差；另一條路就是銀行讓屋主續住並降低還款要求。

房貸授信機構經常宣稱他們願意與借款人協商，惟因查封率的上升使協商更為困難。借款人則常苦於授信者的不負責任，許多借款人經常被聲稱可以代為有效與授信銀行協商的掮客欺騙。

此外，房貸證券化也使借貸雙方難以協議溝通。例如房貸服務者在訂定協議契約中，常要求貸款戶補償其查封房子的成本，但契約中卻欠缺調降借貸款戶還本的空間。而且任何貸款戶與服務者之間的協議，都有可能影響 MBS 不同資產池，並導致爭訟。

（五）房貸資產的信評問題

信評機構過去曾被視為替代政府對金融機構監理的另一項良好方案。國會在 2006 年通過一項法案，防止信評機構因為收受依賴他們提出信評的機構支付高款額，而「出賣」高評等。

關於 MBS 之信評等級，通常評等機構對於在資金分配有較高優先權的 MBS，予以高評等。據了解，雖然慕迪、史坦普、惠譽等信評公司都有能力對 MBS 作信評，但發行 MBS 者基於經濟效益考量，並不會用金錢收買良好信用評等。

評等機構在次級房貸市場的角色，不僅止於對 MBS 本身的評等，而且還包括債務融通市場。2007 年相當大比例的次順位 MBS（評等低於 AAA 級者），係由擔保債務機構（CDO，collateralized debt obligation）持有。法律上，CDO 是由投資銀行創立，且設立於像開曼群島之類的租稅天堂。他們的證券（也叫做 CDO）再次被分類排序。許多高等級 CDO 握有之 MBS 資產，相當有機會可獲取高評等，因為統計模型判定他們是安全的。

CDO 亦持有其他 CDO 的資產，且高度參與衍生商品的市場。CDO 透過短期 CP 市場籌資，為了在有吸引力的利率下籌資，他們需要良好有利的評等表現。評等機構對其提供高評

等，通常是基於贊助機構的信用，良好信評可確保籌資的順利。

由於信評公司對於房貸金融資產的評等普遍偏高，而且一直到 2007 年下半，房貸違約狀況大量發生後才開始調降信評，導致許多投資人遭受損害，因此美國各界對於信評機構的角色頗為質疑，認為該等機構並未善盡監理把關之責。

信評機構相當抗拒外界對他們在次貸擴張時期作為錯誤的看法。在 2007 年 9 月參院聽證會上，慕迪及史坦普二家信評公司為自己的信評方法論及資料庫歷史資料提出辯論。史坦普的主管聲稱：我們的商譽與歷史資料庫紀錄，都是我們業務的核心。

關於信評業者被批評對極高比例的 MBS 提供 AAA 等級評等乙節，他們辯稱高評等 MBS 之歷史違約率，確實比相同評等公司債的違約率低。此外，信評機構嚴正澄清外界針對債券發行機構付款收買高信評的質疑，他們指出：實際決定信評的部門，並不負責與發行機構協商信評費用的高低。他們也強調信評機構提供所有投資人免費獲得評等資訊的貢獻，而且可具有強化各界監控發債機構產品的功能。

在慕迪主管的證詞中，他將 2007 年下半房貸資產信評下

降的主因，歸因於寬鬆承作準則的惡化、房價下跌，以及授信機構為防止借款人轉貸所採措施，以致授信標準趨嚴等。

四、全球金融市場的風暴

綜上說明，美國次貸危機肇始於 2007 年上半年的房價反轉下跌，並逐漸擴大成為嚴重金融問題，進而席捲各國金融市場，茲就次貸危機各階段發展情形摘述於次：

(一) 次貸危機初期 (2007 年 1~7 月中)

房貸創始機構是法拍屋增加的最先受害者，其中很多家創始機構都是利用短期資金融資，且遭遇 2007 年初資金緊俏的排擠壓力。統計顯示 2007 年次級房貸違約率較預期為高。

全美第二大次貸業者-新世紀公司 (New Century)，在債權人的壓力下，2007 年 3 月關閉授信部門。該公司違約貸款戶中，有 2.5% 係屬 2006 年首次房貸付款者；及至 4 月初，這家公司申請破產保護。

6 月中旬，次級房貸之 MBS 被大規模降等，及至 7 月，發生貝爾史登公司旗下二檔避險基金破產倒閉。該二基金過去持續借錢並投資於 MBS，在倒閉清算後，由於各界關切基金持有資產廉價拋售的議題，以致次貸產品信用利差持續擴大，許多觀察家開始呼籲，金融市場恐有信用緊縮與次貸危

機。

(二) 次貸危機外溢至其他金融市場 (2007 年 7 月中~7 月底)

初期除了住宅房貸產品外，其他較高評等金融產品的評價損失尚屬有限，但在信用風暴的第二階段拋售動作快速蔓延。由於資產價格劇烈波動，投資人急於自保，導致 MBS 折價幅度加大、保證金追繳，以及更廣泛的降低槓桿操作。

因此，風暴從 7 月中至 8 月逐漸擴大，影響了槓桿貸款 (Leveraged Loans) 及商用住宅貸款部門。當 MBS 及債權擔保憑證 (CDO) 資產的需求消失後，使得大量遭受波及的融資併購 (LBO) 交易也必須從市場抽身。

由於 CDO 相關證券損失之規模與分配的不確定性，造成各界對於結構性金融商品的評等可信度質疑升高，導致該市場資金持續抽離。投資人開始擔心證券化商品損失的擴大，例如債權擔保憑證 (CDO) 針對其次級房貸債權的中級信用等級再證券化，這些 CDO 的預計損失對於資產池的信用品質及預期損失嚴重性的惡化相當敏感，因為可能使得 CDO 的依信用等級分券 (trenches) 之設計完全失靈。

許多投資人從結構商品市場退出，尤其是以往主要依賴

信用評等進行風險管理與投資決策的投資人，開始質疑信用評等的可信度；而對於結構性金融商品評等信心的喪失使得分券化的信用商品自近年來的高點衰退，發行量也開始惡化。

(三) 流動性緊縮 (2007 年 8 月)

信貸市場風暴擴散至短期信用與銀行間貨幣市場。初期的房貸市場修正還可透過交易商進行融通，但當交易商開始退出對創始機構發行證券之融資過程時，迫使創始機構動用銀行信用額度進行融資；因此，投資人開始將焦點放在缺乏流動性市場的信用品質及評價。

當關注風險的焦點轉至資產評價時，投資人紛紛從市場退出。第例如資產擔保商業本票(ABCP)市場發生信用排擠，發行機構面臨到期續發的困難，信用緊縮隨即跟著發生。因此，資金需求及流動性需求急遽上升，導致大規模且長期性之銀行間貨幣市場瓦解，亦象徵著更廣泛的金融市場危機到來。

8 月間，歐洲金融市場也遭受美國次貸問題波及，歐洲隔夜拆款利率持續飆高，以及 LIBOR 表現異常顯示，特定歐洲的銀行已經暴險於美國次級房貸之下。

首先發生問題的是一家德國銀行 IKB，其主要股東是一家州擁有的銀行 KfW。IKB 成立一家表外企業叫做 Rhineland，該企業投注大筆資金在美國房貸上。當這家公司發現無法在商業本票市場籌資，轉向 IKB 求助，由於後者也缺乏必要資金，使得德國政府於 8 月 3 日啟動救援計畫，並進一步由 KfW 挹注資金。

法國 BNP 銀行的多數資產都在歐元區，但在 8 月也宣布旗下三檔避險基金暫停贖回，理由是其基金暴險於美國次級房貸之下，因此無法對基金評價。

在此之後，評等機構將 MBS 及 CDO 評價大幅降低，許多大銀行如匯豐、花旗等將其 SIV 重新移回資產負債表內，並承認投資損失。

遭受嚴重損失的銀行，需要資本挹注以繼續生存。數家銀行由海外取得資金，特別是由有經常帳剩餘國家掌控之政府或公營企業。因此，阿布達比政府買了花旗銀行，中國政府買了貝爾史登公司與摩根史丹利公司，新加坡政府則投資美林公司與瑞士聯合信貸銀行。

除了銀行同業市場之外，MBS 及 CD 市場也呈現緊俏。其間 MBS 市場發生資金凍結情況，即使是 AAA 等級的 MBS 也難以

交易。

其次，資產擔保商業本票（ABCP）數額下降三成，且貨幣市場殖利率波動加大。三十天期 CP 與 TB 之年化殖利率差距，較年初高達 25-50 基本點，8 月 20 日曾達 365 點高峰。一位 UBS 交易員描述該情況：市場已經走向超出數學的原因，並走入情緒因素。

（四）金融部門遭遇全面性的壓力（2007 年 9 月～11 月）

信用市場在 9 月曾短暫恢復秩序，但隨即在 10 月～11 月遭遇新一波大規模的問題。央行流動性的挹注，部分舒緩貨幣市場緊縮的現象，特別是在 9 月 18 日，美國 FOMC 決定將聯邦資金利率調降 50 個百分點，引發各金融市場價格強勁反彈。然而，從 10 月中起，在另一波 RMBS 及 CDO 評等降等與金融部門負面消息傳出，使得市場信心又再次惡化。

在此階段中，金融部門信用相關產品發生損失、資產評價的不確定性，及經濟衰退擴大的憂慮，皆比預期來得嚴重。尤其是當銀行發佈資產減損修正的消息使得投資人質疑銀行評價及管理其風險的能力，此期間利差上升至歷年高峰，顯見金融部門壓力沈重。

房貸相關損失也開始延燒至銀行部門以外的機構，特別是對高評等債及結構產品提供保證之金融保證機構。由於各級結構工具擴大信用融資，影響其市價評價損失，並牽連到 MBS。

9 月間，英國第五大信貸銀行北岩銀行因流動性問題而發生擠兌，雖賴英國政府全力協助而擠兌平息，但最後仍面臨國有化的命運。

（五）市場功能失靈且恐懼升高（2008 年 1 月~3 月中）

金融市場經過 2007 年 12 月短暫的緩和後，2008 年初令人失望的總體經濟指標發佈導致風險重新評價的擴散。1 月初，美國製造業部門及勞動市場發展衰退的數據公布使信貸市場信心疲弱。1 月 11 日，美國銀行宣布以 40 億美元收購面臨破產危機的世紀金融公司。

儘管 FED 於 1 月 22 日及 30 日採行不尋常的降息措施，風險性資產賣壓仍延續至 2、3 月。在此階段，投資人從不同的金融市場撤出，加深了金融體系功能失常，引起進一步金融緊縮。例如，2008 年初，最高等級資產與其他流動性資產的利差達到相當高水準，顯示此一問題之嚴重。

2 月底至 3 月初，許多銀行因資產負債表壓力續增，所

以試圖縮減不同業務的風險，導致投資人風險偏好下降。這些壓力四處可見，包括具有高評等的美國機構及民間機構發行之 MBS 在內，都面臨驟增的價格不確定性。

直至 3 月 10 日 FED 宣布擴大針對主要交易商的借券機制，稍後又擴大隔夜貸款擔保品的範圍，使情況暫時獲得和緩，但又旋即發生貝爾史登公司流動性短缺的問題，並導致摩根大通銀行在 FED 協助下，對貝爾史登公司進行購併。

（六）信用危機進入高峰(2008 年 3 月中~10 月)

金融風暴邁入此一階段，初期可觀察到系統性風險及利差相當程度的縮小，但銀行間貨幣市場仍未復原。由於資本及資金持續緊縮及對於結構性商品如 SIVs 及 CDOs 的需求消失，使得信用風險的威脅持續重挫市場，且因信用循環持續惡化及高倒帳率的出現，流動性供給及風險的偏好度仍未恢復。

及至 9 月，美國金融市場再次掀起滔天巨浪，並造成全球金融市場海嘯，首先是美國政府於 9 月 7 日宣布監管房地美及房利美二家 GSE；及至 15 日，美國第四大投資銀行雷曼兄弟公司要求政府紓困失敗而宣告倒閉，對於該公司

債權人造成嚴重損失，引發骨牌效應，全球金融市場隨之重挫；其後第三大投資銀行美林公司尋求自救，由美國銀行購併，至於第一、二大投資銀行高盛公司及摩根史坦利公司，則主動要求轉型為銀行控股公司，尋求獲取存款資金，以抒解原先主要仰賴貨幣市場與銀行貸款籌資的流動性壓力。全美五大投資銀行於短短半年間因次貸風暴而消失或轉型。

此外，FED 對全美最大保險集團美國國際集團（AIG）提供 850 億美元高利（按 3 個月期 LIBOR+8.5% 計息）融通，美國政府並進一步宣布 7000 億美元的金融紓困計畫。10 月間，世界主要國家央行並展開聯合降息行動，美國政府並宣布將挹注合格金融機構資本計 2500 億元，以期穩定金融。雖然國際間美元拆款市場利差因此下降，惟因金融市場信心極為脆弱，且各項金融資產所有權人財富大幅縮水，使其消費能力與意願隨之降低，導致經濟景氣呈現衰退。

參、美國財金主管機關的因應對策

在次貸風暴越演越烈之際，許多人要求美國政府執行財政擴張政策，以補強寬鬆貨幣措施的不足。本節茲就美國財金

主管機關如何降低法拍屋對金融市場的衝擊，以及長遠規劃健全金融體系監理機制等措施提出說明。

一、房貸希望工程聯盟以及生命線計畫

依據許多利率前低後高的房貸產品規劃，當房貸利率重訂時，將使貸款戶負擔沈重。以 2/28 次貸產品為例，還款前 2 年的利率為 7%，一旦進入利率重訂期，其貸款利率劇升為 12%，房貸戶每月負擔至少增加 30%。以往當房價上升時，借款人可以經由售屋或轉貸方式支應貸款，但因目前房價下跌，許多付不起房貸的客戶因此發生違約，使法拍屋問題更為嚴重。

為避免次貸問題拖累美國經濟，一項美國政府強力支持，以及由民間部門（包括房貸機構、房貸顧問公司、房貸市場參與機構等）主導對房貸戶提供協助，並使其保住自有住宅的希望聯盟（Hope Now Alliance），於 2007 年 10 月由財政部長鮑森及住宅及都市發展部長共同宣佈成立。該聯盟於同年 12 月提出凍結次貸房貸利率 5 年計畫，並公布債務人可免費撥打的協助專線電話。

布希政府大力向各界鼓吹該方案內容，對於適用 ARMs 之特定自有住宅次級房貸戶（於 2005 年～2007 年 7 月底申辦

貸款，且房貸利率逾 2008 年 1~7 月底間調升者)，由債權機構自願凍結利率（依照期初寬限期之利率條件）5 年，該計畫僅適用於借款人正常還款（違約戶不適用），且房屋價值只減少 3% 者。

上開計畫廣受各界批評。MBS 的投資人反對就付得起重訂利率的貸款戶提供優惠，而且該優惠計畫並未經過對借款人的所得評估分析。其他反對者則對該計畫包含對象太少，以及計畫需授信機構自願配合的本質表示反對。他們認為，該項計畫隱含著利率凍結只適用於那些自己有能力獲得轉貸者。

由於上開措施成效有限，且次級房貸之抵押房屋查封案件屢創新高，希望聯盟與市佔率達 5 成之六大房貸機構（包括 Bank of America Corp., J.P. Morgan Chase & Co., Citigroup Inc., Countrywide Financial Corp., Washington Mutual Inc., Countrywide Financial Corp., Washington Mutual Inc., Wells Fargo & Co）於 2008 年 2 月供同宣布生命線計畫（Project Lifeline），擴大協助對象至全體自有住宅房貸戶（包括優級、次優級、次級房貸）逾期 90 天以上，且抵押品遭查封未達 30 天者；聯盟成員並

主動通知債務人進行債務協商，並依債務人個人財務狀況擬具協商計畫。

另據報導，美國政府預定於2008年11月提出一項高達500億美元的房貸紓困計畫，可能方向為：由政府承受房貸授信機構一半的房貸損失，但授信機構必須同意調降貸款戶房貸金額達5年，亦即鼓勵授信機構更改貸款條件或調降房貸利率，以減輕房貸戶負擔，使其避免走上法拍困境，進而保護社區發展，以免各地社區房屋超額供給，造成壓垮房價的惡性循環。

二、財政部擬議全面改革金融監理系統

由於各界批評現行美國聯邦與州級金融監理架構鬆散，欠缺效率且成本偏高，復以無法因應次級房貸風暴與信用緊縮危機，財政部長鮑森於2008年3月31日提議全面改革美國金融監理架構，期促進金融市場之健全。該項架構就短、中、長期提出建議。

1. 短期建議

- (1) 強化美國總統金融市場工作小組（PWG）政策目標與使命。除原有財政部、FED基本成員外，並將OCC；FDIC、OTC等擴大聯邦監理機關為小組成員。

- (2) 在現行州政府監理房貸核貸制度之外，新增設立聯邦政府層級之房貸監理委員會 (Mortgage Origination Commission, MOC)，由該會建立各州核發房貸人員執照之標準、執行全國房貸監理法規。

2. 中期建議

- (1) 重要支付系統由 FED 監理及特許。
- (2) 整併美國證券交易委員會 (SEC) 及商品期貨交易委員會 (CFTC)。
- (3) 比照現行聯邦、州政府對銀行之二級監理制度，建立聯邦保險監理機關，在財政部之下成立國家保險局，負責監理向聯邦政府申請立案之保險公司。
- (4) 裁撤聯邦儲貸監理局 (OTS)
- (5) 整合參加存保且為州立案宜行之監理，州立案銀行全部由 FED 監理，FDIC 僅負責檢查地區 (社區) 銀行。

3. 長期建議：以目標導向監理架構，取代依業務商品劃分監理機關之監理架構。

- (1) 政府賦予 FED 責任及權力，由該機關擔任負責金融市場穩定之主管機關；FED 應有能力評估金融體系資本適足性、流動性及獲利能力，並監視金融體系跨部門

風險。

- (2) 在財政部之下成立健全金融業務監理機關 (Prudential Financial Regulator Agency, PFRA)，對於參加存保機構予以監理，以確保其遵守安全穩健之營運原則，避免道德風險發生。
- (3) 在財政部之下成立商業行為監理機關 (Conduct of Business Regulator Agency, CBRA)，監理金融機構業務行為，保護消費者及投資人權益。

三、聯邦住宅融資局監管房利美及房地美二家 GSE

房利美及房地美二家 GSE，持有或擔保美國房貸規模為 5.2 兆美元，佔全美房貸 12 兆美元將近 2 分之 1。次貸危機爆發後，該二公司幾乎成為市場上僅剩願意買進房貸的業者，由於其資金奧援，使美國銀行業者仍有意願承做新房貸。但 2008 年以來，受次貸風暴影響，這二家公司虧損持續擴大，且無力籌措資金打消資產損失，引起持有該二公司發行龐大證券化資產國際投資人極度不安；另美國各界也相當關切該二公司若因此倒閉，將引發美國房市陷入房貸萎縮凍結、房貸利率高漲，房價劇跌的惡性循環。

為因應美國房貸市場危機，並使房貸體系更為健全，美國

國會於 2008 年 7 月通過住宅及經濟恢復法案 (Housing and Economic Recovery Act of 2008)。

法案於 7 月 30 日經美國總統布希簽署實施，除授權財政部於 2009 年底前以無限金額金援房利美及房地美二家 GSE 所需資金，或於必要時購買二房股票外，並授權成立獨立機關聯邦住宅融資局 (Federal Housing Financing Agency, FHFA)。

FHFA 兼具聯邦住宅貸款委員會 (Federal Housing Financing Board, FHFB) 與聯邦住宅事業監理局 (Office of the Federal Housing Enterprise Oversight, OFHEO) 二機關之任務 (按，該二機關需於法案生效後一年內裁撤)，以及住宅及都市發展部 (Department of Housing and Urban Development, HUD) 部分任務編制，成為美國住宅 GSE (包括房地美、房利美，以及 12 家聯邦住宅貸款銀行 Federal Home Loan Bank, FHLB) 的單一監理機關。截至 2008 年 9 月底止，前開 14 家住宅 GSE 債務高達 6.8 兆美元，且該等 GSE 於 2008 年第 2 季購買或保證新房貸之比重達 86.9%。FHFA 於同年 9 月 4 日正式運作。

為遏止信貸危機持續惡化，並穩定房貸市場信心，恢復金

融體系秩序，FHFA 於 9 月 7 日宣布監管 (conservatorship) 房利美及房地美二家 GSE 之營運，撤換其執行長，並配合 FED 協助財政部進行對二家 GSE 之三項融資措施，以提供美國政府對於該二機構目前及未來流通在外優先與次順位債之保證，並支持其 MBS 之發行，及確保其財務健全：

(1) GSE 信用融資機制 (Credit Facility)：由財政部對二家 GSE 或 12 家 FHLB 提供短期貸款，並以 GSE 持有之 MBS 作為擔保品。

(2) MBS 買入計畫：由財政部直接買進二機構之 MBS。

(3) 優先股購買協定：由財政部對該二 GSE 各挹注 1 千億美元資本，收購其優先特別股票（該資金係按季投入）。鑒於財政部對二機構之股東權益優於其他普通股及優先股股東，二家 GSE 形同被收歸國有，既有股東將蒙受重大損失，但債權人權益則獲得保障。

四、財政部對貨幣市場基金提供暫時性保證計畫

受雷曼公司破產及 AIG 公司財務危機影響，美國貨幣市場亦發生信心危機，投資人只購買 1 天期的極短期商業票據，貨幣市場利率劇增且商業本票不易售出，該市場近乎停頓；貨幣市場基金在 9 月 17 日贖回金額高達 892 億美元，先前 2

天之贖回金額亦將近 800 億美元。影響所及，百能投資公司因無法支應巨額資金贖回，於 18 日宣布關閉旗下 1 檔 123 億美元之貨幣市場基金。

由於貨幣市場凍結將導致銀行與企業籌資陷入困境，引發信用緊縮之嚴重後果，財政部於 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。

本次財政部動用上開穩定基金 500 億元，係依據 1934 年黃金準備法案(Gold Reserve Act)設立，該法案授權財政

部長於經過總統同意後，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 增進國際金融穩定之責任。

關於美國政府對於貨幣市場之協助措施，除上開財政部的保證機制外，尚有聯邦存保公司（FDIC）於 10 月 14 日宣布的 TLGP 措施，對於金融機構新發行商業票據提供保證，以增強其信用；以及 FED 採行之 CPFF 機制收購初級市場票券，並採行 AMLF 機制向貨幣市場共同基金收購 ABCP 等措施，以協助穩定初級與次級貨幣市場，相關機制將詳細說明於后。

五、美國政府實施 7000 億美元紓困計畫

為因應次貸風暴，美國國會於 2008 年 10 月 3 日通過 7 千億美元穩定經濟緊急法案（Emergency Economic Stabilization Act of 2008，簡稱 EESA），布希總統並於當日簽署該法案。本案係美國自 1929 年經濟大蕭條以來，政府最大的干預行動，主要內容包括：（1）政府向金融機構購買 3 月 14 日以前之問題房貸資產（Troubled Asset Relief Program，簡稱 TARP）、（2）保護住宅所有權人權益、（3）限制問題資產持有公司主管之待遇，以保障納稅人權益、（4）國會強力監督機制，避免資金被濫用，且財政部不得一次動

用 7 千億美元資金，並需向國會報告本案之辦理情形（5）
提高 FDIC 存款保險上限（由每戶 10 萬美元提高為 25 萬美
元，實施期間至 2009 年 12 月底截止）

10 月 14 日財政部宣布，依據上開法案授權新設立政府挹
注金融機構資金計畫（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、
美國銀行控股公司、美國金融控股公司、美國儲貸控股公司）
資本計 2500 億美元，由財政部經由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。該項計畫採
自願參加方式，凡自願參加者（須經財政部審查合格）需於
11 月 14 日前向該部提出申請。

據媒體報導，財政部為穩定市場信心，於 10 月 14 日半強
迫式地要求 9 家大型銀行（包括 J.P.Morgan., Citigroup,
BOA & Merrill Lynch, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan
Stanley, Bank of New York Mellon Corp., State Street
Corp.）率先參加該計畫，並接受該部總計 1,250 億美元的
注資，以做為其他小型金融機構表率；其餘 1,250 億美元資
金則提供予同意入股計畫的小型銀行與金融機構。此項充實
金融機構資本作法，將較收購其問題資產方式，更能強化金

融機構授信能力，且能鼓勵金融機構以強併弱，對於紓解金融體系流動性危機極具效益。

六、聯邦存款保險公司實施暫時性流動性保證機制 (TLGP)

美國聯邦存款保險公司(FDIC)為因應系統性風險，於2008年10月14日宣布實施暫時性流動性保證機制(Temporary Liquidity Guarantee Program，簡稱TLGP)。該機制係依據1991年聯邦存款保險改進法案(FDICIA)141條，以及聯邦存款保險法案第13(c)(4)(G)條之授權，於美國金融發生系統風險之虞時，由財政部長依據FDIC董事會(三分之二董事表決通過)及FED理事會(三分之二理事表決通過)建議，於報請總統同意後，決定啟動排除系統風險之緊急機制，授權FDIC採行不受最小成本限制之因應措施。

在此之前，主管機關針對美聯銀行(Wachovia Corporation)可能倒閉產生之風險，於9月29日同意花旗銀行收購該行時，由財政部長宣布FDIC啟動避免引發系統性風險之機制，對該行存戶之全部存款提供存保公司之全額保障，至於該行之優先債及次順位債則全額由花旗銀行承受。其後由於美聯銀行為富國銀行(Wells Fargo)所收購，該項交易完全不需美國政府提出擔保，因此未動用FDIC及

國庫資金。

TLGP 機制係針對當時美國金融市場嚴重信用緊縮狀況予以因應，包括銀行同業拆款萎縮、銀行等機構發行債務乏人問津，以及許多體質健全、以收受無息交易存款（例如薪資轉帳戶）為主要業務之小銀行，因存款保險上限 25 萬元規定之影響，存款業務遭受大銀行競爭而大幅流失的情況。

TLGP 重點有二，分別是對存款保險機構、金融控股公司、銀行控股公司、儲貸控股公司（按，這些合格機構對象與財政部 TARP 方案對象相同）等機構於 10 月 14 日至次年 6 月底間新發行之無擔保優先債務（包括銀行同業拆款在內）提供限額保證（以 9 月 30 日該等債務餘額 125% 為限），保證期限為 3 年；並對存保機構之無息交易存款帳戶，提供至次年年底之全額存款保障。

此一機制採自願參加方式，在實施本機制的前 30 天期間內（即 10 月 14 日至 11 月 12 日間，惟 FDIC 再於 11 月 3 日延長該期限至 12 月 5 日），全體合格機構均免費納入保障對象範圍，如有機構不欲參加其中一項或二項措施者，在 11 月 12 日（其後修正為 12 月 5 日）前，應填報退出 TLGP 制度之申請書，正式表達退出意願；至於未於期限內申請者，

皆視為自願參加，未來不得要求退出。FDIC 為避免道德風險，將採對參加本機制者加強監理之措施予以因應。

參與本機制者應自 2008 年 11 月 13 日起至次年 6 月底間付費，其中無擔保優先債務保證機制應付費用為 0.75%；至於無息交易存款保障制度，則就超過 FDIC 之 25 萬元限額保障部分，按 0.1%加收保費。

肆、美國 FED 因應次貸危機採行之各項措施

2007 年下半年，由於短期利率升高且波動加大，FED 發現自身面臨矛盾的決策壓力，它一方面擔心市場將發生混亂，另一方面則擔心降息或對於引起次貸危機的不當授信融資者進行紓困，恐將引發受協助機構承擔更大風險的道德危機。

達拉斯聯邦準備銀行前任副總裁 Gerald Odriscoll 將當時市場利率的矛盾情況，歸因於前 FED 主席葛林史班的貨幣政策的不對稱特性，亦即葛氏任內的貨幣政策從來沒有因為要抵銷資產價格（受泡沫因素影響）上升而進行緊縮，但是貨幣政策卻為了資產價格下降而走向寬鬆；據此而論，貨幣政策終將導致物品價格與資產價格的通貨膨脹。

金融市場主張降息者認為，降息不是為了拯救華爾街特定

對象的政策，而是為了防止衰退而不得不然的對策。然而，懷疑者則以油價仍在上漲，且經濟運作得還不錯，質疑此時降息的適當性。各界不斷爭辯：究竟 FED 是否應對通膨數據予以回應，且只有在觀察到這些數據發生變化時才採取行動，或是 FED 應該對產出與通膨採行預防措施，以回應金融市場的變化。

FED 主席柏南克在 2007 年數次演講已談到房地產部門減弱，認為該情況可能影響整體經濟的成長，但他在 7 月 18 日國會證詞中仍強調通膨威脅。柏南克長期以來認為的合理通膨率介於 1%至 2%間，他並支持 FED 應追隨其他央行（包括歐洲央行）採行通膨目標機制的作法；他在同年 8 月 7 日仍強調通膨風險將降至適度溫和水準，且 FED 宣布維持聯邦資金目標率 5.25%不變，這項利率並維持到 9 月 18 日 FOMC 決策會議為止。但在 8 月 17 日，FED 即已宣布調降貼現率（由 6.25%降至 5.75%）。

FED 自 9 月 18 日宣布調降聯邦資金目標率，此後至 2008 年 10 月間，每次 FOMC 例行會議都降息，其中 2008 年 1 月 21 日非例行會議中更大幅降息 75 個基本點。

2008 年間，由於市場狀況相當險峻，FED 選擇繼續降息，

先前對通膨的關切已全然不再列入 FED 的當時政策的考量重點；及至 10 月下旬，FED 經過多次調降聯邦資金目標利率後，使該利率迅速降達 1950 年以來的歷史低點 1%。

除降息措施外，自 2007 年 12 月 17 日起，FED 經由新建置的定期資金融通標售制度（TAF），對存款機構提供 28 天融通資金。

FED 最戲劇化的行動發生在 2008 年 3 月 17 日。當時，FED 宣布同意摩根大通銀行以每股 2 元購併貝爾史登公司，且 FED 對摩根大通借出 290 億元無追索權貸款（以貝爾史登的部分資產做擔保品）。美國 FED 與財部顯然要求摩根大通對貝爾史登公司以低價購併，以免被指控為對投資人紓困（但最後摩根大通出價 10 元）。

本次 FED 的融通作法完全顛覆其過去處理金融問題的作風：(1) 只對受管理的存款機構提供融通，(2) 對於非受 FED 主管的其他金融機構危機狀況，僅予從旁協助並安排其他管道金融救援。

FED 同時宣佈它正創立對主要交易商的定期借券制度（TSLF），以對投資銀行提供 28 天有追索權貸款，並收受欠缺市場流動性、但信評等級為 AAA 級的 MBS 為擔保品。其後，

FED 更不斷推出新機制，包括 AMLF、CPFF、MMIFF 等，以挹注金融市場流動性。

茲就 FED 為舒緩次貸問題產生之銀行體系流動性緊俏，積極採行之各項因應措施，包括降息、創新各項融通工具、對於非屬存款機構之其他機構開啟融通窗口、融資金融業者購買 ABCP 所需資金，或向商業本票初級市場買票券等，分別說明於次：

一、採行降息措施

2007 年下半年，FED 起初對於通膨仍有相當疑慮，因此遲未考慮降息，截至 7 月底止，FED 維持聯邦資金目標利率及重貼現率於 2006 年 6 月宣布之水準，分別為 5.25% 及 6.25%，二者間利差為 1%。隨著次貸風暴越演越烈，FED 於同年 8 月 17 日先行調降重貼現率 0.25%，使重貼現率與聯邦資金目標利率差幅降為 0.75%（按：FED 自 2003 年 1 月實施貼現窗口新制以來，持續維持貼現率與聯邦資金目標率差幅 1% 之水準，但依據 FED 規則 A 規定，在金融市場發生重大金融危機（包括戰爭、恐怖攻擊、自然災害及其他災難事件對貨幣市場造成嚴重影響）時，FED 可將貼現窗口主要融通利率迅速降至聯邦資金目標利率水準，以協助確保聯邦資

金率在金融危機發生時不致飆高超過主要融通利率，使金融市場順利運作)，及至 9 月 18 日，FED 宣布調降聯邦資金目標利率，自此開啟 FED 降息之路，截至 2008 年 10 月底止，FED 已將聯邦資金目標利率降至 1950 年以來歷史低點 1%，與上年相較，降幅達 4.25%；其間重貼現率曾多次調降，且其降幅大於聯邦資金目標利率（詳表 4）。

二、對存款機構放寬貼現窗口融通條件，新增定期競標融通機制

（一）放寬貼現窗口融通條件

FED 貼現窗口在每個營業日均可提供融通資金，以支應營運體質良好存款機構之暫時性隔夜資金需求。FED 貼現窗口利率於 2003 年 1 月起，由拆款市場利率之下限改制為拆款市場利率上限以來，迄 2007 年 8 月間，美國財務健全之合格存款機構可於任一營業日，向 FED 各聯邦準備銀行貼現窗口申請主要融通並借得隔夜資金，以因應當天非預期之資金需求，並避免發生隔夜透支情形；借款利率按較聯邦資金目標利率加 1 個百分點的懲罰性貼現利率計算。

惟為因應次貸問題引起的銀行同業資金市場極度緊俏狀況，FED 自 2007 年 8 月 17 日起，對於貼現窗口制度進行若

干修正，包括將融通期限延長為最長 30 天，並將重貼現率與聯邦資金目標利率差幅降為 0.5 個百分點。及至 2008 年 3 月 16 日，FED 更進一步將融通天期延長為 90 天，且縮小重貼現率與聯邦資金目標利率之差幅為 0.25 個百分點。

（二）新增定期競標融通機制（TAF）

由於金融體系流動性緊俏問題嚴重，FED 體認到以往透過公開市場操作挹注銀行體系資金作法有其不足，因此除修正貼現窗口主要融通條件，擴大貼現窗口融通機制外，並為避免存款機構擔心向貼現窗口申請融通的污名化問題，於 2007 年 12 月 12 日宣布增加採行經由貼現窗口，對於合格存款機構以競標方式提供融通資金之定期競標融通措施（Term Auction Facility）。

TAF 機制係 FED 對於可向貼現窗口申請主要融通(primary credit)之存款機構，定期（每個月競標二次）定額以訂定底標之競標方式提供 28 天期融通資金，並收受與貼現窗口主要融通相同之擔保品；關於該競標時間及金額，FED 均預先公布。

FED 於 TAF 機制標售資金，係以荷蘭標（單一價格標）決定融通利率。初期 FED 暫訂實施此機制半年，其後則因該措

施對於紓解銀行體系資金緊俏有相當助益，隨著市場需求升高，FED 除延長實施期限外，並擴大各次標售資金金額，由起初之每次 200 億元，增加至每次 1500 億元。

起初 TAF 機制係於每月競標 2 次 28 天期資金，2008 年 7 月 30 日 FED 宣布將經由 TAF 增加提供 3 個月期（84 天期）融通資金，亦即每月 2 次競標資金之天期分別為 28 天（750 億元）、84 天（250 億元）；FED 再於 10 月間宣布各次標售資金達 1500 億元，且將於 11 月間競標天期僅 10 餘天的資金（交割日延至 12 月間），以支應銀行體系較長天期及年關之資金需求。預計至 2008 年年底止，TAF 融通餘額將達 9000 億元之多（相關標售作業時間參見表 5）。

（三）TAF 與貼現窗口主要融通之比較

貼現窗口主要融通金額係由申貸機構自主決定且融通利率由 FED 事先決定，反之，任何一次 TAF 競標提供之資金數額係由 FED 事先決定（使得 FED 易於透過後續之公開市場操作，抵銷 TAF 釋出資金之效果）並公告，利率則由競標決定，且對各參與競標機構有投標及得標金額上限限制。至於 TAF 真正借款率（stop-out rate）各次結果均不相同，取決於整體資金需求相對於競標金額之規模。各次競標適用一最低

投標利率，亦即市場預期未來一個月平均聯邦資金利率，並對各投標機構投標金額設限，以確使資金廣泛分配。

另 TAF 資金係於競標日後第二天交割（例如 10 月 7 日競標，10 月 9 日交割），因此無法支應存款機構立即性之資金需求；此外，TAF 利率由荷蘭標方式決定單一得標利率，得標利率即為得標標單之最低利率，該項利率隨競標狀況踴躍與否（亦即資金需求是否迫切）而不同，有別於貼現窗口主要融通利率維持與聯邦資金目標利率一定差幅的僵固特性。

但 TAF 與貼現窗口主要融通亦有共同之處，二者融通對象及擔保品條件皆相同，亦即均適用於良好財務狀況之存款機構，且接受相同種類之擔保品，其擔保品範圍很廣，包括企業貸款及住宅貸款。

三、對於非存款機構提供融通

2008 年 3 月，全美第 5 大投資銀行貝爾史登公司發生財務危機，並擬宣告破產，美國財金主管機關評估貝爾史登公司倒閉之連鎖效應嚴重，因此決定介入干預，其中 FED 扮演相當關鍵角色。

FED 先透過貝爾史登公司清算銀行-摩根大通銀行-對貝爾史登公司提供融通，並由紐約聯邦準備銀行設立一中間公

司，由該公司向紐約聯邦準備銀行取得 290 億美元融通資金，以協助摩根大通銀行併購貝爾史登公司，並取得貝爾史登公司市價 300 億元資產為擔保品。由於 FED 採行此一非常態融通措施，促成該項合併案，順利紓解當時美國銀行體系一觸即發的系統危機。

有別於以往 FED 處理非存款機構金融危機從旁協助的作法，此次 FED 親自跳到第一線的救援作為，啟動了自 1930 年代大蕭條以來 FED 從未採行的緊急融通措施（按：該措施係依據聯邦準備法案第 13（3）條規定辦理：於金融緊急狀況時，FED 得對個人、合夥、公司等非屬存款機構者提供資金融通），在美國央行史上是件極為重要案例，相關事件發展將詳細說明於后。

FED 對貝爾史登公司提供融通援助後，從此開啟對非屬貼現窗口合格申貸機構的融通大門：（1）FED 先於 3 月 16 日宣布採行 PDCF 措施，對主要交易商提供資金融通。（2）7 月 13 日授權紐約聯邦準備銀行必要時對二家美國政府贊助機構-房利美及房地美公司提供融通；（3）及至 9 月，全美最大保險集團 AIG 發生財務危機，FED 更進一步以 AIG 全部資產為擔保品，大手筆提供 850 億元融通資金，取得 AIG 將近

80%股權。(4) FED 於 10 月 8 日授權紐約聯邦準備銀行向 AIG 之保險子公司借入投資等級之有價證券 378 億元，並提供等額資金。

四、對主要交易商擴大融資

紐約聯邦準備銀行公開市場操作小組負責執行例行性公開市場操作，與其交易對手--主要交易商（銀行、證券經紀商、交易商）進行美國政府債券及其他有價證券之操作交易，以達成 FOMC 訂定之貨幣政策目標。

公開市場操作係採競標作業，由公開市場小組與主要交易商買賣有價證券，其操作可採雙向方式：對交易對手出借資金（經由買斷及附買回交易）以挹注銀行體系流動性，或對交易對手賣出有價證券，以吸收銀行體系資金。公開市場操作附買回交易之擔保品包括美國政府公債、機構債券，及機構房貸抵押有價證券等。

通常主要交易商本身與公開市場小組間的附買回交易，僅佔整體市場附買回交易的很小比率。惟因自 2008 年以來附買回交易市場嚴重欠缺流動性，融資金額顯著萎縮且融資成本上升，市場發生嚴重流動性緊縮現象。為抒解該緊俏局面，已協助主要交易商取得所需資金，並使市場順利運作，

FED 採行對主要交易商融通 (PDCF) 及借券 (TSLF) 等二項機制予以因應。

(一) 主要交易商融通機制 (PDCF)

FED 於 2008 年 3 月 16 日宣布，將自 17 日起實施 PDCF (Primary Dealer Credit Facility) 機制至少 6 個月，必要時得延長；同年 7 月 30 日，FED 宣布延長該機制至 2009 年 1 月 30 日。

PDCF 機制係依據聯邦準備髮 13 (3) 調規定，由 FED 授權紐約聯邦準備銀行對主要交易商提供隔夜融通資金，按重貼現率計息，並取得主要交易商提供之合格擔保品 (包括紐約聯邦準備銀行同意之附買回交易合格擔保品、以及投資等級債券，如公司債、地方政府債券、房貸抵押證券、資產擔保抵押證券等)。這項措施係 FED 對於非存款機構提供的新融通管道。

主要交易商向紐約聯邦準備銀行申請 PDCF 融通，有別於以往與該行進行之公開市場操作交易，主要差異在於：(1) 主要交易商經由 PDCF 申請融通資金，其合格擔保品範圍遠較公開市場操作之擔保品範圍廣泛。(2) PDCF 融通借款之利率固定，與公開市場操作附買回交易經由競標機制決定利率

不同。

FED 實施 PDCF 措施，使主要交易商與得以在申請 FED 融通資金時，與存款機構處於相等地位。例如存款機構可自行決定申請貼現窗口的融通金額，PDCF 之融通額度亦係由主要交易商自行決定，另 PDCF 借款利率與存款機構申請之融通利率相同，並得於每一營業日向貼現窗口申請融通。

當主要交易商處於附買回交易市場機制失靈，且該市場無法充分提供有價證券之融通資金時，PDCF 機制可經由對主要交易商以擔保品提供暫時融資，防止特定有價證券持有者在市場拋售求現，俾達成鼓勵主要交易商創造市場，並提供信用給顧客的目的。

（二）定期競標借券機制（TSLF）

FED 於 2008 年 3 月 11 日宣布自 27 日起採行 TSLF (Term Securities Lending Facility) 機制半年，對主要交易商提供以券借券之定期授信機制；其後 FED 並宣布延長機制至 2009 年 1 月 30 日。本機制可增加公債之供給，以改善整體市場流動性，並提高民眾手中持有之高品質房貸有價證券之流動性。

TSLF 由紐約聯邦準備銀行每週競標一次，標售 FED 帳戶

持有之定額公債，以交換合格有價證券擔保品，天期 28 天。擔保品分為二大類，第一類為公開市場操作小組附買回交易之合格擔保品，第二類為投資等級之公司債、地方政府債券、AAA 等級房貸抵押債券、資產擔保債券、AAA 級商用不動產貸款憑證（FED 於 9 月 14 日宣布，擴大第二類擔保品範圍及於所有投資等級之債權憑證），其中第二類擔保品條件較為寬鬆，且較符合市場需求。

原則上，FED 每週執行之 TSLF 係輪流更換擔保品類別，在每月的四週中，其中二週收受第一類擔保品之操作金額均為 250 億元，而收受第二類擔保品之操作金額則分別為 500 億元、750 億元，合計全月操作金額為 1750 億元。但自 9 月 14 日起，FED 宣布未來將每週進行接受第二類擔保品之 TSLF 操作，以取代先前每隔二週進行一次之第二類擔保品操作，使第二類擔保品之全月操作金額由原 1250 億元增為 1500 億元；至於第一類擔保品之操作則維持隔週操作一次，操作金額 250 億元（TSLF 相關作業時程詳表 6）。

由於主要交易商提供之有價證券擔保品流動性等級不如 FED 提供之公債，因此 FED 必需增加收取利息費用以為補償，FED 於該機制預先公布底標利率（亦即合格擔保品與公債

之利差)，並經由荷蘭標之競標方式決定得標利率，該得標利率係以最低得標利率為準。與 TAF 相同，TSLF 的投標額設有限制，期使授信廣泛分配。

TSLF 與 TAF 相同部分，在於二者均採荷蘭標競標機制決定利率。至於二者差異則在於，FED 採行 TAF 係由存款機構提供擔保品以借入資金，而 TSLF 之競標則係將主要交易商持有之相對不具流動性之有價證券為擔保品，以換取借入一段時間 FED 之高流動性公債。由於 TSLF 機制係以券換券，不會影響準備部位，因此 FED 不需執行公開市場操作以抵銷 TSLF 對銀行體系準備部位之效果。

(三) 貼現窗口主要融通與 TAF、PDCF，及 TSLF 之比較

1. 常備性資金融通機制

FED 經由貼現窗口對存款機構提供融通，以及經由 PDCF 對主要交易商提供融通，二者均屬常備融通機制，合格機構得以每天經由該機制向 FED 取得融通資金。此類機制之借款金額由借款機構自身資金需求與提供之擔保品所決定，且 FED 對於融通資金均收取固定利率（按聯邦資金目標利率加碼），以遏止該等機構過度使用 FED 借款。

2. 備用融通通機制

TAF 之於存款機構，以及 TSLF 之於對主要交易商，構成 FED 的第二軌融通管道。FED 預定提供之資金或公債額度，且提供長天期融資，並以預先公布方式辦理競標，以改善整體流動性狀況。該二項措施均非為滿足特定機構在特定日期的資金需求而設計，且其得標利率與金額均以競標決定。

各機制所增加之流動性，FED 可經由公開市場操作予以抵銷。據 FED 表示，這些措施只要有存在必要，FED 就會繼續採行。各機制之特性詳表 7。

五、貨幣市場協助機制

2008 年 9 月起，美國貨幣市場面臨投資人大幅贖回壓力，由於貨幣市場共同基金及投資人不願購買商業本票（CP），導致 CP 發行市場及次級市場流動性極度短缺，較長天期的 CP 更是乏人問津，有極高比重的流通在外 CP 需逐日融資，以致長天期 CP 利率顯著上升，且 CP 餘額顯著下降，這些現象對於以發票籌措短期資金之企業運作極為不利。為予因應，FED 爰採行一系列介入貨幣市場購買商業本票（CP）之重要措施，其中對於初級市場的因應措施為 CPFF、次級市場因應措施則為 AMLF 以及 MMIFF。

（一）商業本票融資機制（CPFF）

為強化 CP 初級市場流動性，FED 於 2008 年 10 月 7 日宣布，自 10 月 27 日至次年 4 月 30 日間實施商業本票融通機制（Commercial Paper Funding facility，CPFF），以協助 CP 發行機構取得融資，使其順利發票。

CPFF 係 FED 依據聯邦準備法第 13（3）條緊急融通規定，指定紐約聯邦準備銀行（紐約聯邦準備銀行）對特殊目的機構 SPV 提供融通，該 SPV 經由紐約聯邦準備銀行之主要交易商，向合格發行機構（係指發行 CP 之美國機構，包括其母公司為外商公司者）買入發行機構新發行、具高評等之 3 個月期美元 CP（包括 ABCP 在內）。欲參與該機制之發行機構需於 10 月 23 日之前向紐約聯邦準備銀行登記。

關於 SPV 的購買標的，係以主要全國性統計評等機構（Nationally Recognized statistical rating organization，NRSRO）信評至少在 A1/P1/F1 者為限；如果經多家 NRSRO 信評者，則應有二家以上信評機構至少給予 A1/P1/F1 以上等級。SPV 買進 CP 利率，按 3 個月期與隔夜指數交換利差（OIS）計算。單一發行機構可出售予 SPV 之 CP 最大數額，以其於 2008 年 1 月 1 日至 8 月 31 日間，單日 CP 發行餘額之最高金額為限，超出限額部分 SPV 不予購入。

紐約聯邦準備銀行依據聯邦資金目標利率對 SPV 提供隔夜資金，且對 SPV 有追索權，並以 SPV 持有之全部資產作為擔保。

除非 FED 同意延長提供此機制，否則 SPV 將於 2009 年 4 月 30 日停止買入 CP。但在上開日期之後，FED 將繼續融資 SPV，一直到 SPV 買入之資產到期。

(二) 資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制 (AMLF)

為協助貨幣市場基金支應投資人大量到期贖回，以增進資產擔保商業本票 (ABCP) 市場及貨幣市場流動性，FED 於 2008 年 9 月 19 日宣布，至次年 1 月 30 日止實施貨幣市場基金 ABCP 融通機制 (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF)，以協助貨幣市場基金出售高評等 ABCP，並順利取得資金。

AMLF 係 FED 依據聯邦準備法第 13 (3) 條緊急融通規定，以及聯邦準備法第 10B 授權聯邦準備銀行對存款機構融通之規定，由波士頓聯邦準備銀行對全體存款機構、銀行控股公司，外商銀行美國分行等，自貨幣市場共同基金買入高品質 ABCP 者 (合格標的包括申請借款機構於 9 月 19 日之後向註冊之貨幣市場共同基金買入之 ABCP，且信評至少經由二家

主要信評機構評定為 A1、F1、P1 以上者) 提供融通，並以該等機構買入之 ABCP 作為擔保品，擔保品需移轉予波士頓 FED 在存款信託公司的限制帳戶內，波士頓聯邦準備銀行取得擔保品後，對於借款機構並無追索權。

波士頓聯邦準備銀行對於各合格機構之融通天期，以合格擔保品之到期日為準，其中借款機構為銀行者，融通天期為 120 天以內；如屬非銀行借款機構，則為 270 天以內。至於融通利率則按融通當時波士頓聯邦準備銀行貼現窗口之主要融通利率而定（當時水準為 2.25%），利率固定至融通到期日。截至 10 月 15 日止，本機制貸出金額達 1,228 億美元。

（三）貨幣市場投資人融資機制（MMIFF）

FED 於 10 月 21 日宣布至次年 4 月 30 日間實施貨幣市場投資人融資機制（Money Market Investor Funding Facility，MMIFF）機制，該機制係依據聯準法案 13（3）授權，由理事會授權紐約聯邦準備銀行對委由摩根大通銀行管理之 5 家私部門特殊目的機構（PSPV）提供融通之機制，透過該 PSPV 對貨幣市場合格投資人（貨幣市場共同基金及其他貨幣市場投資人）買入合格短期（90 天以內到期者）金融工具，買入資產上限為 6000 億元，買入期限至 2009 年 4

月 30 日止。該機制主要目的為提升貨幣市場流動性，協助貨幣市場基金延長投資期限，及維持適當流動性部位，以提升市場信心。

5 家 PSVP 之資金來源有二：(1) 資產買價之 9 成(亦即 5400 億美元)，由 PSVP 以優先擔保基礎向紐約聯邦準備銀行申請融通迄到期日為止，融通利率依據紐約聯邦準備銀行貼現窗口主要融通利率計算，且紐約聯邦準備銀行對 PSVP 有追索權，並以 PSVP 持有之全部資產作為十足擔保。(2) 資產買價之 1 成，來自對合格資產賣方出售由該 PSVP 發行之次順位 ABCP (ABCP 之到期日與買入資產之到期日相同，且有信評)，該等 PSVP 發行、且由投資人持有之 ABCP，其優先順序次於紐約聯邦準備銀行，因此會吸收 PSVP 損失的前 10 %。

每家 PSVP 只各可向 10 家 (不可重複，總計 50 家) 投資機構 (對象名單係按高信評短期負債發行金額、以及 PSVP 地緣分散二因素予以考量) 購買資產。

(四) AMLF 與 MMIFF 之比較

AMLF 係由波士頓 FED 就存款機構及銀行控股公司自貨幣市場共同基金買入高品質 ABCP 者提供融資，融資利率為

主要融通利率。融資由 ABCP 保證，但對借款銀行無追索權。MMIFF 則為紐約聯邦準備銀行對 5 家 PSVP 之融通，融通利率亦為主要融通利率，經由該 PSVP 買入不同貨幣市場工具，並以之作為擔保品，且紐約聯邦準備銀行對借款之 PSVP 有追索權。

二者皆為便利貨幣市場共同基金在次級市場出售資產，以增加其流動性，並鼓勵他們提供更長時間信用，但 MMIFF 購入資產範圍較 AMLF 更為廣泛。

伍、FED 處理貝爾史登公司危機之緊急因應措施

全美排名第 5 的投資銀行貝爾史登公司，於 2008 年 5 月 29 日召開股東會，表決通過公司以每股 10 元售予摩根大通銀行（摩根大通 Morgan Chase），從此併入摩根大通旗下。這家公司在同年 3 月間曾經因為遭受次貸風暴波及，融資發生困難，市場盛傳數家交易對手已停止與該公司往來，該公司並將聲請破產，引起金融市場高度緊張，並幾乎造成系統性風險，最後在 FED 及財政部支持下，由紐約聯邦準備銀行提出融資協助，並支持摩根大通銀行購併該公司，才使市場轉危為安。

FED 於 2008 年 3 月處理貝爾史登公司財務危機的作法，

首度啟動七十年以來未曾動用的聯邦準備法案第 13(3)條緊急融通機制，並開啟了其後一連串 FED 對於非存款金融機構紓困的先河。由於其處理模式特殊，因此特別值得吾人予以關注，以下茲就相關機制予以說明：

一、FED 因應貝爾史登公司危機，採行四階段措施

(一) 經由紐約聯邦準備銀行提供間接融通

2008 年 3 月 13 日（週四）美國券商貝爾史登公司告知金融主管機關，該公司資金流動性情況嚴重惡化，除非取得資金奧援，否則將於次日尋求法院破產保護。由於該公司參與許多重要金融市場交易，交易對手廣泛且數額龐大，主管機關擔心該公司突然倒閉可能引起信心危機，並造成市場紊亂之系統性風險，於是由紐約聯邦準備銀行緊急派遣一組人員至該公司查帳，以進一步評估風險，並提出可能之因應方案。

紐約聯邦準備銀行與 FED 及財政部人員於當天下午 5：00 舉行視訊會議討論對策。為避免該公司倒閉影響整體經濟金融的安定，在財政部長鮑森、FED 主席柏南克同意下，紐約聯邦準備銀行於次日（14 日，週五）對該公司的附買回交易清算銀行-摩根大通銀行開啟貼現窗口，提供 130 億

美元隔夜無追索權（non-recourse, back-to-back）之融通資金，由摩根大通轉貸予貝爾史登公司，使後者可於週末儘速尋求解決方案。

主管機關經由該措施爭取緩衝時間，並採雙軌作業：

（1）使該公司繼續尋求其他金融機構協助，以避免走上破產一途。（2）當私人部門救援方案皆不可行時，主管機關希望在週末時間繼續努力尋求措施，避免金融市場危機發生。

（二）紐約聯邦準備銀行同意摩根大通銀行購併貝爾史登之協議，並提供融通

在3月15日至16日的週末期間，FED促請摩根大通低價接手貝爾史登公司（註：FED不希望本案的收購價格太高，以免被外界認為政府以納稅人的錢，拯救一家過度承擔風險、不負責任的投資銀行）。

摩根大通與貝爾史登公司於16日協調決定，由前者以每股2美元收購後者。儘管收購價格極低，且貝爾史登公司資產係屬具有投資等級者，但因當時金融市場波動劇烈，該公司顧客與交易對手均加速變現資產以換取現金，以致該等資產在當時毫無流動性，使得摩根大通相當擔心接手後無力支

應龐大資產兌現壓力，因此 FED 同意對摩根大通併購案提供融通協助，亦即 FED 將對貝爾史登公司部分資產給予摩根大通完全市價之融資，以促使購併成功。

經過 FED 主席、財長、及紐約聯邦準備銀行人員討論，在獲得各方充分支持後，紐約聯邦準備銀行與摩根大通達成協議，FED 依據聯邦準備法案第 13 (3) 條規定（在非常時期，當情況顯示某公司「無法由其他金融機構獲取充足信用時」，聯邦準備理事會被賦予授權指定一家聯準行——例如紐約聯邦準備銀行，對一家公司——例如貝爾史登公司——提供融通；但理事會必須在非常環境下，才能做此法令裁決），由紐約聯邦準備銀行貸款 300 億元給摩根大通，並以貝爾史登公司在當月 14 日市價 300 億美元低流動性資產為擔保品，亦即經由 FED 對該公司擔保品授信，大幅降低該筆資產必須立刻變現的風險，以免市場脆弱問題擴大。此舉使摩根大通同意併購且立即保證貝爾史登公司所有的短期負債，該行於 16 日發表聲明保證所有短期債務，以及其全體交易對手與客戶之權益，因而使金融市場信心及其後開盤的亞洲金融市場獲得穩定。

上開貝爾史登公司有價證券擔保品均在美國發行及償

付，且面額以美元計價，主要組成項目為房貸資產，包括多數由 GSE(如房地美)發行之 CMO(房貸有價證券)，以及 ABS、以浮動利率房貸、商業房貸為擔保品之房貸憑證(係指具投資等級，亦即由 3 家主要信評機構評等等級為 BBB-或更高等級者、並以「優良」住宅或商業貸款為擔保發行之有價證券)、非 GSE 之 CMO，擔保債券等。

(三) FED 宣布採行主要交易商融通機制

FED 繼 3 月 12 日公布 TSLF 機制(准許主要交易商提供各項擔保品，以借入 FED 持有之公債)後，並進一步思考控制貝爾史登公司倒閉可能發生的損害，以及建立 FED 對金融機構提供強力流動性的新機制，因此 FED 於 16 日晚間宣布自 17 日起實施 PDCF 機制，對主要交易商開啟貼現窗口，主要交易商可依據貼現窗口規定之合格擔保品，向紐約聯邦準備銀行申貸融通資金。

FED 支持摩根大通併購貝爾史登公司的融通協助，以及執行 PDCF 的措施，都趕在 3/16 晚間--也就是亞洲市場開盤之前--拍板定案，這二項重大決議使金融市場免於發生危機。

此外，前開紐約聯邦準備銀行於 14 日經由大通對貝爾史登公司提供之 130 億融通資金，業於 17 日本息全數收回。

(四) 摩根大通銀行修訂購併貝爾史登協議，紐約聯邦準備銀行配合修正融通條件

由於摩根大通開出的併購價格太低，引發貝爾史登公司股東嚴重不滿，因此摩根大通於 3 月 24 日宣布提高收購價格為每股 10 元，紐約聯邦準備銀行亦修改資金融通之援助內容，並獲得較大之下檔風險保護：

- 1. 紐約聯邦準備銀行提供 290 億元融通資金，並由摩根大通提供 10 億元次順位貸款，優先承擔處分該等市價 300 億元資產可能發生之 10 億元損失，紐約聯邦準備銀行則承擔剩餘 290 億元風險（為保護 FED，FED 收回債權將優先於摩根大通之債權）。另外，若處分資產並支付相關費用後仍有剩餘資金，該等資金全歸 FED 所有。**
- 2. 新融通措施期限最長為 10 年，使紐約聯邦準備銀行可以在長期基礎下管理貝爾史登公司提供作為擔保品的資產，並使損失風險最小，以及對市場產生影響最小。**
- 3. 紐約聯邦準備銀行融通以重貼現率機動計息（當時為 2.5%），摩根大通融資以重貼現率加 4.5% 機動計息（當時為 7%）。**

二、紐約聯邦準備銀行相關配套機制

(一) 創立一家有限責任公司擔任融資提供者

紐約聯邦準備銀行創立一家於德拉瓦州 (Delaware) 註冊之有限責任公司 (Limited Liability CO, LLC)，由該公司擔任取得紐約聯邦準備銀行及摩根大通總計 300 億元融資之借款者，並將取得融通資金交付購併貝爾史登公司的摩根大通；該公司並擔任買方，與貝爾史登公司 (賣方) 訂約，由賣方交付該筆融通擔保品資產。

(二) 委託資產管理公司管理擔保品資產

前開擔保品資產由紐約聯邦準備銀行委請貝萊德資產管理公司 (BlackRock) 代為管理經營，貝萊德將依據紐約聯邦準備銀行訂定之「不影響市場穩定，以及資產回收值最大」之指導原則，管理該筆資產，當資產變現後貸款即逐漸償還。

(三) 訂定處分資產之資金償還順序

本項融通自生效日起次年開始償還，還款來源係來自 LLC 之資產清算，償還順序如次：

1. 支付 LLC 為管理及清算資產必要之營運費用。
2. 支付應付紐約聯邦準備銀行之 290 億元本金。
3. 支付對紐約聯邦準備銀行應付利息。
4. 支付應付摩根大通之 10 億元融資。

5. 支付應付摩根大通之融資利息。
6. 支付 LLC 其他非營運支出。
7. 清算資產後之之剩餘資金均歸紐約聯邦準備銀行所有

(四) 管理相關擔保品資產之內控措施

紐約聯邦準備銀行將依據 GAAP 會計制度準則，每年對資產進行一次評價，以及每季提出一次評價及變現情形報告，並接受外部稽核人員每年之財務檢視。另 FED 將與國會相關委員會幕僚進行會議，允許秘密檢視該筆資產，以提供國會適當監控 FED 行為，並保護 FED 使其對市場損失及危險的風險最小，及保留相關案件機密。

三、FED 處理貝爾史登公司危機之機制分析

(一) FED 融通措施承擔之風險與避險機制

FED 於獲得財政部支持後，為避免系統風險而同意擔任最後融通者角色，責成紐約聯邦準備銀行提供長期融資以協助摩根大通併購貝爾史登公司之行動，俾支應市場流動性及維持市場秩序。該項融資機制的設計，尚受到三項減緩風險之保護，使其免於損失：(1) 300 億元擔保品係以市價評價，且受到專業管理。(2) 訂定由摩根大通吸收該項融資之前 10 億元損失之協定。(3) 紐約聯邦準備銀行可以長期安全地持

有擔保品，即使未來出售資產也必須是有秩序地售出，而不受非自然的強大市場壓力（例如最近的流動性危機）影響。

當然 FED 持有該筆資產仍有發生損失風險的可能，但相對於因貝爾史登公司倒閉而發生對經濟、社會的嚴重損害衝擊，FED 承擔風險顯得微小，因此 FED 自認該項措施是當時特殊環境下的最好選擇。

（二）FED 融通措施引發的爭議

FED 這項前所未有的協助措施也遭受到外界批評。有媒體認為，雖然 FED 堅稱技術上並未買入貝爾史登公司資產，但本質上卻是 FED 對貝爾史登公司持有之資產投資 290 億，此舉像是央行對華爾街投資銀行進行財務投資。另外，有人質疑何以該筆融資與一般標準授信有顯著差異，例如 FED 挹注 290 億元予摩根大通，但摩根大通卻未對等提供資產或償債保證，亦即即使 FED 融通資金流向摩根大通，但摩根大通卻不是向 FED 申請融通的借款者，因此如果貝爾史登公司提供的擔保品資產貶值，FED 也不能要求摩根大通償付，FED 與摩根大通的權利義務不對等。

此外，依據融通機制之設計，如果處分資產後還有剩餘資金，均全歸於紐約聯邦準備銀行所有，因此紐約聯邦準備銀

行在其中擔任的像是資產買主角色，而不是把資產當成擔保品的貸款資金提供者；易言之，紐約聯邦準備銀行出資換取的權益較像是股權，而不像取得債權。

另據聯邦準備法的規定分析，該法並未授權 FED 進行股權投資，而且 FED 似乎也未被授權買進擔保債權憑證等有價證券（依據 1913 聯邦準備法案規定，FED 可以買進財政部及機構債券，外國政府公債，銀行承兌匯票、交易本票、小額債券、外匯、黃金。但不含擔保債權、私人 MBS，以及其他債信有問題的衍生商品），因此 FED 融通貝爾史登的行為遭受外界適法性的質疑。

FED 針對外界質疑的答辯是：此次紐約聯邦準備銀行提供 290 億元融通是對 300 億元擔保品以「票據貼現」方式進行（依據聯邦準備法案規定，FED 得對無法由他處取得資金之個人或企業提供貼現融通），因此並無所謂違法情形。

金融界人士認為，FED 上開作法係以議價方式取得貝爾史登公司資產，日後俟合適時機再將資產變現，這項作為與 RTC 在 1990 年代關閉儲貸機構，並標售其資產類似，二者差異僅在於當初 RTC 法制係由美國國會立法訂定，但此次 FED 作為卻未經國會授權，因此 FED 作法仍有其爭議。

(三) 紐約聯邦準備銀行創立責任有限公司所扮演的角色

為使摩根大通購併貝爾史登公司的交易儘速成功，紐約聯邦準備銀行在德拉瓦州設立一 LLC，接管貝爾史登公司提供 FED 部分流動性較差之資產為擔保品，因此該 LLC 在 FED 此次首開先例的拯救行動中扮演重要支援角色。

紐約聯邦準備銀行聲稱，採用 LLC 方式，可放寬對資產之管理，並排除對經理人管理保留在貝爾史登公司帳上資產所遭受的限制。該行拒絕說明為何選在德拉瓦設立公司，惟據專家表示，該州中選的主要原因如下：

1. 德拉瓦州在 1992 年通過有限責任公司 (LLC) 法，使此類公司財務運作較一般公司更具自由度與自主權 (經查，該州對於在當地設立的公司，並無最低資本額要求)。由於 LLC 易於成立、分割、表決，且具有經濟自主與控制權，是財務運作上相當便利的工具。許多大企業因為德拉瓦州法令相當具有彈性，而偏好於當地設立公司。
2. 紐約聯邦準備銀行選擇在德拉瓦設立 LLC，使其擔任資產清算人以收回貸款，並預定於未來資產售出後予以解散，應係考量當地提供公司設立及經營的極大彈性。該

行成立 LLC 的優點，在於將資產切割給一家獨立公司(依據 Bloomberg 報導，該 LLC 本身沒有資本，其財務報表上只有資產與負債)，紐約聯邦準備銀行不需自己管理及出售資產。

3. 這家 LLC 持有之資產，係由紐約聯邦準備銀行聘用貝萊德公司管理及出售，由於融通時間長達 10 年，紐約聯邦準備銀行可以等到市場較有利時再行出售，以避免虧損。

陸、結語～次貸問題的啟示

次貸風暴由美國本土席捲全球金融市場，造成全球金融海嘯，其破壞力之強、速度之快與規模之大，完全超乎各界想像。吾人處於這個強大的金融歷史浪頭，雖然眼前似乎還看不見風暴盡頭的曙光，但是從事件的發展與美國政府因應過程中，仍可從中獲得一些啟示，諸如，(1) 次貸損失問題尚屬可控制範圍，但加上高槓桿金融商品違約問題，以及金融市場全球化的影響，益以主管機關在問題形成之初未能防患未然，導致一場完全失控的金融風暴。(2) 投資人過度依賴信評機構，導致嚴重投資損失。(3) 金融監理應隨著金融商品發展與時俱進，且主管機關應強化對於非存款機構之監

理。(4) 當金融市場運作失靈、資金難以流通時，政府應介入積極解決，且貨幣與財政政策應雙管齊下。(5) 政府採取必要措施，使存款人恢復對銀行體系的信心。(6) 政府應設法挹注銀行資金，使金融市場願意重新相互借貸。(7) 政府應使銀行及貨幣市場具有足夠資金，持續對企業提供貸款，以促進經濟。(8) 政府成為銀行股東或債權人，以長期時間進行資產處分，較能維護納稅人利益 (9) 央行在金融風暴中扮演更積極的穩定金融角色 (10) FED 透過中間機構提供融通，並要求借款機構吸收部分資產損失作法值得參考等。以下試歸納如下，俾供參考借鏡。

一、房貸相關問題

(一) 金融監管應與金融商品創新同步發展

美國金融界估計 2007 年次貸違約損失極限為 5000 億，佔當時次貸金額 1.2 兆美元規模約 5 成，相對全球金融市場規模而言，應屬可控制及可處理的範圍。但是次貸問題在 2008 年卻掀起全球金融的滔天巨浪。探究次貸違約相對小規模的損失，之所以引起這麼大金融風暴的主因，在於房貸產品包裝過度的金融衍生商品盛行，且隨著金融市場國際化而推廣至世界各地。這種高度財務槓桿、隱含高風險的金融商品市

場，在遭受信用違約衝擊後，引發投資人信心崩潰與大量贖回，於是這些商品市場像骨牌般地一一倒塌，連動引起全球信用危機。

此外，美國次貸承做機構非屬存款機構，其資金來自貨幣市場或銀行融資，長久以來並不在主管機關嚴密監控及檢查之列，成為監理死角。此次次貸危機正凸顯對該等機構監理課題的重要性。

回顧美國 FED 對於金融商品的監理態度，從葛林史班至柏南克以降，均秉持著金融機構有能力評估風險且能自我節制的態度，因此採行寬鬆監理措施；柏南克並於 2007 年演講表示，次貸風險僅局限於金融市場的某一部分，不至於蔓延至整個金融系統或其他經濟部門。事後證明，寬鬆的監理態度與對次貸問題的樂觀態度，都是嚴重的誤判，以致未能防範問題的擴大，並使其加速蔓延。

因此，金融監管應與金融創新同步發展，且主管機關對於未吸收社會大眾存款的各金融機構，諸如投資銀行、融資公司等之監理應更為積極，且應洞燭機先，避免該等機構發生財務業務危機，衝擊金融穩定。

(二) 金融機構寬鬆核貸作法應予導正

次貸產品固然幫助了許多美國人一圓擁有房屋的夢想，但在面臨房價反轉之際，卻也因此把許多美國人推向痛苦深淵。為求獲利，許多房貸機構僅憑房貸中介商提供的借款人口述所得即予核貸，其中有許多借款人並無力償付正常應付之房貸本息，這種現象與我國在 94~95 年間信用卡授信寬鬆，並引爆卡債風暴的狀況如出一轍；而房貸中介商又一再誘使貸款戶轉貸以賺取佣金，欠缺金融知識的貸款人眼見房價持續上升，並且轉貸後又可適用 2 年的低利貸款，因此趨之若鶩。

只要房價持續攀高而且利率維持於低檔，上述房貸戶經由轉貸以適用低利率，或是售出以貸款購得之房屋並賺取價差的運作模式，都能讓房貸市場參與者（包括授信機構、中介商、房貸商品出售機構、投資人等）獲利，就像參加一場永不止息的歡樂盛宴。惟一旦房價反轉而利率上升，這些欠缺還款能力的貸款人面臨無力還款或難以轉貸困境時，房貸授信機構即遭遇當初寬鬆核貸的苦果-房貸違約及查封，並造成房貸有價證券投資人的損失。因此，金融機構應摒棄追求高利潤而忽視授信風險的作法，並回歸安全、穩健的審慎核貸態度，以免遭受嚴重貸款違約風險。

（三）導正信評機制缺失

大量投資美國次貸商品金融資產的美國國內及國際間金融機構，以往均以信評機構的評等作為投資決策依據。在美國房價上升的年代，高信評加上高報酬的房貸商品，是投資機構保證獲利的來源。但由於信評機制的失靈，以及房價反轉下降帶來的貸款違約風險，導致一向信任信評結果的投資人發生鉅額損失。

由於資訊不對稱，以及現行信評機制無法確切反應投資商品的風險，國外投資機構在進行投資決策時，已不再一味依賴信評結果；而金融主管機關亦對信評機構之規範與評鑑亦將趨嚴，以杜絕傳聞中債券發行機構「價購信評」的行為，並要求資訊充分揭露，以恢復各界對於投資產品的信心。此項有關美國主管機關針對信評機構之監理態度，值得吾人密切注意相關發展。

（四）央行貨幣政策應就資產價格之穩定列入考量

衡諸過去美國房價之所以持續攀高，其中主要因素可歸因於 FED 自 2001 年 911 恐怖攻擊事件後持續採行的寬鬆貨幣政策，並使利率處於 1% 低檔達一年之久。低利率對於處於漲勢的美國房貸市場無異火上加油，並促使更多貸款戶投入

購屋行列。當貨幣政策反轉而房市泡沫破滅時，所有在房貸市場追逐利潤的參與者無一能夠倖免。

從以上論述，吾人可以得到另一項啟示：央行貨幣政策對於通貨膨脹的關注，應將房地產市場等資產價格納入監控，而不應僅單純考量一般物價，才能防患房貸風暴於未然。

二、政府的財金因應對策

（一）金融風暴需賴貨幣及財政政策共同解決

次貸問題對金融市場乃至於經濟的衝擊既快又猛，必須政府迅速而積極地介入，此由 2008 年間美國政府多次於週末提出對策，以穩定金融市場開盤信心可見一斑。此外，美國政府開發多邊創造性政策工具予以因應，且政府各部門進行全面性的合作，以因應金融危機的處理方式，值得吾人予以參考。

由於次貸問題已對國內產生金融與經濟等多層面的影響，非央行貨幣政策所能獨力處理。例如市場風險提高，銀行授信保守，以致即使央行採行降息等寬鬆貨幣政策，銀行仍然握有大筆浮濫資金而不敢貸放，有資金需求的企業依然求貸無門。此時有賴其他行政部門之配套政策協助，包括財政政策在公共收支面，以及金融監理政策兼顧銀行風險與企

業需求之授信原則等，始能發揮政策效果。

查金管會訂定「本國銀行加強辦理中小企業放款方案」，督促銀行在 97 年 7 月至 98 年底間增加放款 3000 億元；另財政部主辦「政府協助企業經營資金專案小組」，由經濟部、金管會、本行共同參與研訂協助企業貸款相關機制，就中大企業之貸款需求提供協助，並輔以強化信保機制措施，期以分擔銀行授信風險方式，提供企業所需營運融資，舒緩銀行信用緊縮狀況。前開措施即屬政府各部門間合作整合的具體作法，應有助於避免信用緊縮對經濟之不利影響。

（二）以調整貸款條件等貸款協商方式，減輕房貸戶違約與查封問題

由於房貸市場查封頻仍，導致全美各地社區房價持續崩跌，造成房貸授信機構遭受虧損的金融問題，以及許多屋主無家可歸的社會問題。為減緩房屋查封造成的不利效應，美國政府鼓勵金融機構積極與房貸戶協商，並提供利息減免或本金緩繳等房貸協商措施。

上開美國政府措施，與我國政府因應 2006 年卡債問題，提供貸款戶協議還款機制的作法類似，期以減輕貸款戶負擔方式，避免銀行遭受更大損失。另 2008 年 10 月我國銀行公

會實施非自願性失業勞工自用住宅購屋貸款本金緩繳及展延還款期限措施，亦與上述美國作法雷同。

在經濟不景氣階段，授信機構採行調整貸款條件，以減緩貸款戶還款負擔的作法，應較能避免違約倒帳風險，並創造借貸雙方雙贏局面，對於穩定金融市場應有助益。

（三）以注資、購買不良資產等方式，協助處理金融機構問題

美國金融機構因次貸風暴發生資產損失及資本嚴重虧損，各機構因而積極進行財務去槓桿化與資產瘦身，並另行籌資彌補虧損，惟因拆借系統發生不對稱情形，金融機構彼此不信任，市場信心極為脆弱，機構流動性取得不易，且機構本身籌資能力並不足以支應龐大損失金額，若大型金融機構因此倒閉，將對金融穩定造成強大衝擊。

美國政府為強化各界信心，除採降息及廣泛挹注銀行體系流動性措施外，並透過注資方式補強金融機構資本、收購其不良資產，以及提高存款保障與概括保證銀行債務等紓困方案，促使銀行持續進行貸款活動，並收強化金融體質之效。

我國銀行體系受次貸問題影響，發生部分銀行存款流失以及拆款緊縮等現象，業經政府採行全額存保制度而獲得抒

解。至於銀行因次貸風暴而遭受的投資損失，因銀行資本適足率及逾放比尚佳，似尚無須政府注資或成立 RTC 以收購其資產。至於銀行授信緊縮問題，政府積極以紓困窗口及信保機制等措施予以協助，應有助於該等情形之舒緩。惟針對國內 DRAM、面板等產業，因遭受國際景氣趨緩嚴重衝擊，已面臨存續關鍵，政府似宜參採美國政府注資、收購資產之方式，協助解決其財務困境，以維持我國重要產業的發展命脈。

（四）應關注貨幣市場流動性問題

美國政府針對次貸問題引發之金融市場流動性緊俏，非僅關注銀行體系及房貸金融資產市場的流動性問題，相關措施亦及於貨幣市場。例如美國財政部為避免貨幣市場基金因投資人信心危機而遭受大量贖回，影響發票者資金之籌措，爰對貨幣市場基金資產淨值保證，以強化基金投資人信心。又如聯邦存款保險公司對金融機構無擔保債務提供保證，以強化其債信，使該等機構順利籌資；另 FED 並透過中介機構買進貨幣市場之初級市場票據等，顯見美國政府各部門聯手穩定貨幣市場的決心。

國內貨幣市場自 2008 年第 4 季以來，由於投資人信心不足而交易萎縮，復以票券業者之拆款負債非屬存保公司金融

安全網之保障範圍，拆款市場同業對於票券公司拆款有所疑慮並緊縮拆款額度，以致票券業者資金來源吃緊，除對業者營運造成不利影響外，並造成企業籌措資金困難。

雖然正常營運的票券公司，於資金緊俏時可與央行進行附買回交易，以抒解流動性問題，但如遇金融市場全面性信用緊縮，以及票券公司並無足夠與央行進行附買回交易之合格擔保品時，票券公司資金缺口有賴其他財源予以挹注。

國內多數票券公司均有銀行大股東可提供資金奧援，但少數票券公司則屬財力後援較為薄弱者，為避免票券業者營運危及金融市場安全，以及貨幣市場信用緊縮對經濟造成之不利影響，財金主管機關應正視此一現況，並及早綢繆因應。

（五）存保公司因應緊急系統風險之機制

美國存款保險法案賦予財政部長在面臨金融系統風險之虞時，經過存保公司董事會及 FED 理事會同意，報請總統核定啟動緊急因應機制，使得存保公司不須固守最小成本原則，並可採行避免系統風險的因應對策。

觀諸本次美國存保公司採行 TLGP 機制，顯見其因應對策極具彈性，可針對金融市場問題直接回應，包括提供協助保障的項目、對象、範圍，均可突破原有存保框架，使該項機

制充分發揮效果。對照現行我國存保條例亦有避免系統風險之機制，其中第 28、29 條但書全額賠付機制，即係針對系統風險而設計。該等條文規定要保機構經主管機關勒令停業或依法派員接管或代行職權者，如有嚴重危及信用秩序及金融安定之虞者，經存保公司報請主管機關洽商財政部及中央銀行同意，並報行政院核定者，不受最小賠付原則限制；易言之，在上開前提下，存保公司得全額理賠。

惟鑒於我國該項存保緊急機制之適用前提相當明確，必須金融機構發生被勒令停業或被接管時始得啟動，並無其他因應金融系統風險之彈性空間，因此難以發揮預防金融危機效能，且前開條文規定之存保因應作為有其框架限制，不若美國存保公司被賦予靈活研提因應對策的權力，因此我國存保條例之條文規定較難因應緊急金融情勢需要。如就長遠考量，我國似宜參酌美國存保機制之相關規定，酌就存保條例因應系統風險機制條文予以修訂，使其充分發揮穩定金融之效能。

三、FED 貨幣政策

(一) FED 採行各項新種工具因應次貸危機

為因應次貸危機，FED 除採傳統貨幣政策工具多次降息以

抒解銀行流動性問題外，並以前所未有的創新思維，在短短一年之內推出各項新種政策工具。包括以 TAF 標售貼現窗口融通資金，以 TSLF 對主要交易商提供公債等優質資產交換其其他資產，以 PDCF 對主要交易商提供融通資金，並採 CPFF、MMIFF 等措施挹注貨幣市場流動性等。

分析 FED 積極採新種措施工具之目的，主要在使其提供之流動性具有以下效果：(1) 延長資金融通期限。(2) 放寬合格擔保品範圍。(3) 對某些交易，擴大合格交易對手範圍。

由 FED 積極推出金融工具以因應當前情勢而論，顯見其在面臨前主席葛林史班所稱「百年僅見」的金融海嘯問題時，已拋開以往偏重於金融市場自由化的思維，並採積極介入、迅速導正的方式，以期遏止市場流動性危機。

觀察此次 FED 經由各項工具挹注流動性的作為，可以預見未來 FED 於必要時將有可能更加大開大闔，包括放寬協助對象、收受擔保品條件、挹注金額等，惟也導致 FED 資產負債表資產品質弱化的潛在嚴重問題，並開啟 FED 介入非存款金融機構監理之路。

FED 這種積極創新工具以穩定金融的作為，提供了央行未來金融措施的思考方向，惟在金融創新的同時，吾人亦應關

注央行融通風險與安全穩健之兼顧，以免助長道德風險，並造成國庫與納稅人的沉重負擔。

（二）FED 貼現窗口制度具有彈性

FED 貼現窗口制度具有可快速調降重貼現率，使其與聯邦資金目標利率接近，以減輕存款機構申請融通資金成本的機制；另在系統風險發生時，FED 可以經由理事會決議，啟動對於非存款機構之緊急融通。

在此次 FED 因應次貸危機時，均已採行上開二機制，使 FED 貼現窗口融通措施更具彈性，惟 FED 對非存款機構之融通，因事涉擔保品之資產品質，亦使其承擔更多授信風險。

本行依據央行法規範貼現窗口融通制度，融通對象僅限銀行，且貼現利率並無彈性調整條款，未來似可參考 FED 相關機制酌予調整，以因應金融環境需求；惟若央行擴大融通對象及於非合格融通機構，則亦應同步擴大央行對該等機構之金融監理權，以免造成權責不對等及央行債權難以確保情形。

（三）FED 建立中間機構協助融通機制之運作

FED 在這一波採行機制中，包括對貝爾史登之融通，以及採行 AMLF 與 MMIFF 等，均以創立新機構方式作為收購、取

得金融市場資產作為擔保品的中介機構，並由 FED 對該等機構提供較長天期融通資金；另在貝爾史登與 MMIFF 融通機制中，均設有由借款機構負擔擔保品資產金額前 10 億元或前 10% 信用風險之機制，亦即一旦資產發生損失，借款機構必須先吸收該部分損失，超過部分才由 FED 承擔。

上開由中間機構代理 FED 提供融通資金，以及由借款機構分攤融通風險之機制規劃，可使 FED 本身不需擔任第一線的融通角色，而且其融通風險具有下檔保護，並能爭取順利處分資產的時間，以避免發生損失。這種對於借款機賦予承擔一定損失之責任，具有減輕國庫負擔的優點；至於由央行創立類似 RTC 機構，賦予該機構長期持有資產，以時間換取空間，俟金融市場穩定後再予以處分的權利，對於穩定金融亦具有一定效果。

查我國政府過去亦有為處理金融機構問題資產而設立 RTC 及 AMC 的前例，此與 FED 成立中間機構作為非常類似；惟受限於我國法令規定，由央行自行設立獨立公司，並由該公司代理央行行使對非合格融通機構融通及收受擔保品之職權，似不可行。

若為穩定金融之必要，由其他財金主管機關建置規範並成

立類似 RTC 機構，以協助政府購入、融通或保證特定金融機構之資產，並由主管機關編列預算提供該等機構所需資金，或由央行依據特別法規定，提供該等機構所需融通資金（例如央行依據存保條例規定，對存保公司提供特別融資），並訂定有別於央行貼現窗口融資利率之特別融資利率（類似美國 FED 對於 AIG 提供特別融資及訂定特別融資利率之作法），以及要求接受協助機構承擔部分資產損失等條件，或亦不失為一可行之方向。

（四）FED 穩定金融與金融監理角色之擴大

本次美國 FED 為因應次貸風暴而啟動緊急融通機制，大舉對非存款機構提供融通，因而跨足對證券市場、投資銀行，乃至於政府贊助機構之金融監理。由於 FED 被賦予金融穩定責任的擴大，財政部更提議改革金融監理體系之組織架構，以強化 FED 穩定金融的責任與權力，期使權責相符。

我國自 93 年 7 月金管會成立，由該會主管金融、證券、期貨及保險業務之監理權責，並主導金融決策，改變以往財政部主導金融決策，以及由財政部、央行、存保公司三方共同執行金融監理的局面。

目前我國在金融安全網的建構上，財政部僅餘督導公股銀

行的職責，央行擔任銀行體系最後資金融通者，但已不具主要金融監理權，至於金管會則兼具金融決策、穩定金融及金融監理的主導職權。近期各界期許政府擔負起更積極穩定金融任務的同時，似宜一併審視金管會、央行、以及財政部在金融安全網及金融監理上的相關權責。

參考資料

1. Alan Reynolds, Dissecting the Bailout Plan, Wall Street Journal, 10 Dec 2007.
2. America catches up, The Economist, 14 Oct 2008. The Subprime Lending Crisis, Report by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, Oct 2007.
3. BIS 78th Annual Report, the Bank for International Settlements, 30 June 2008.
4. David Wessel, Will Fed Try Something new to Aid Market? New York Times, 11 March, 2008.
5. Edmund L. Andrews, Fed' s \$85 Billion Loan Rescues Insurer, New York Times, 17 Sep 2008. John Gentner, Chasing Ground, New York Times, 16 Oct 2005.
6. Gretchen Morgenson, Inside the Countrywide Lending

- Spree, The New York Times, 26 Aug 2007.
7. Jim Wilson, Shielding Money Clashes With Elders' Free Will, The New York Times, 24 Dec 2007.
 8. John Gentner, Chasing Ground, New York Times, 16 Oct 2005.
 9. John Berlau, The Subprime FHA, Wall Street Journal, 15 Oct 2007.
 10. Julio Rotemberg, Subprime Meltdown: American housing and Global Financial Turmoil, Harvard Business School, 6 May 2008.
 11. Michael Hudson, Debt Bomb, Wall Street Journal, 27 June 2007.
 12. The Subprime Lending Crisis, Report by the Majority Staff of the Joint Economic Committee, Oct 2007.
 13. Robert J. Shiller, a Time For Bold Thinking On Housing, New York Times, 25 Nov 2007.
 14. Robin Sidel, Dennis K. Berman, and Kate Kelly, Symptom of a down market: Bear Stearns Deal Reflects Broader Financial Worries, The Wall Street Journal,

- 18 March, 2008.
15. Senate testimony of Mr. Henry J. Sommer, President of the National Association of Consumer Bankruptcy Attorneys, US Fed News, 5 Dec 2007.
16. Someone to watch over me, The Economist, 9 Oct 2008.
17. Stephen Labaton, Some Seek Agency to Buy Bad Debt as Long-Term Answer, New York Times, 17 Sep 2008.
18. 王鶴松、賴美如，「美國次級房貸風暴之成因及影響」，台灣經濟金融月刊，第 43 卷第 12 期，96 年 12 月，台灣銀行。
19. 蕭明峰「美國次級房貸風暴成因、影響、對策及對我國金融業之啟示」，存款保險資訊季刊，第 21 卷第 3 期，97 年 9 月，中央存款保險公司。
20. 劉憶如，八千億美元通過後的挑戰，中國時報 A6，97 年 10 月 6 日
21. 劉憶如，流動性危機壓垮市場信心，中國時報 A2，97 年 10 月 9 日
22. 杜英宗，全球金融業的下一波風暴，經濟日報 A4，97 年 10 月 21 日

表 2 美國房屋查封件數

期間	件數
2005/Q1	188, 122
Q2	201, 358
Q3	223, 224
Q4	234, 278
2006/Q1	323, 101
Q2	272, 108
Q3	318, 355
Q4	345, 554
2007/Q1	437, 498
Q2	488, 488
Q3	635, 159
Q4	642, 150
2008/Q1	649, 917
Q2	739, 714
Q3	765, 568

資料來源：美國法拍屋資訊公司 RealtyTrac 網頁資料彙整，
<http://www.realtytrac.com>

表 3 2007/Q3 房貸查封案件

房貸類型	各類房貸占總房貸餘額 之比重 %	各類房貸查封餘額占總房貸 查封餘額之比重 %
優級固定利率	63.10	17.60
優級指數型房貸	14.50	18.70
次貸固定率	6.30	12.00
次貸指數型房貸	6.80	43.00
其他	9.30	8.70
合計	100.00	100.00

資料來源：美國 Mortgage Bankers Association

表 4 美國聯邦資金目標利率與融通利率之調整 (2007-2008/10)

單位：%

日期	聯邦資金目標利率	聯邦資金目標利率調幅	主要融通利率	主要融通利率調幅	主要融通利率與聯邦資金目標利率差幅
2006/6/29	5.25	0.25	6.25	0.25	1.00
2007/8/17	5.25	0.00	5.75	-0.50	0.50
2007/9/18	4.75	-0.50	5.25	-0.50	0.50
2007/10/31	4.50	-0.25	5.00	-0.25	0.50
2007/12/11	4.25	-0.25	4.75	-0.25	0.50
2008/1/22	3.50	-0.75	4.00	-0.75	0.50
2008/1/30	3.00	-0.50	3.50	-0.50	0.50
2008/3/16	3.00	0.00	3.25	-0.25	0.25
2008/3/18	2.25	-0.75	2.50	-0.75	0.25
2008/4/30	2.00	-0.25	2.25	-0.25	0.25
2008/10/8	1.50	-0.50	1.75	-0.50	0.25
2008/10/29	1.00	-0.50	1.25	-0.50	0.25

資料來源：FED 網頁資料彙整，Historical Changes of the Federal Funds and Discount Rates
<http://www.ny.frb.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>

表 5 FED 執行 TAF 之作業時程

競標日期	融通天期	競標金額 (億元)	底標利率 %	得標利率 %	競標日期	融通天期	競標金額 (億元)	底標利率 %	得標利率 %
2007/12/17	28	200	4.17	4.650	2008/9/22	28	750	1.94	3.750
12/20	35	200	4.15	4.670	10/6	85	1500	1.39	1.390
2008/1/14	28	300	3.88	3.950	2008/10/20	28	1500	1.11	1.110
1/28	28	300	3.10	3.123	11/3	84	1500	0.60	0.60
2/11	28	300	2.86	3.010	11/17	28	1500		
2/25	28	300	2.81	3.080	12/1	84	1500		
3/10	28	500	2.39	2.800	12/15	28	1500		
3/24	28	500	2.19	2.615	12/29	83	1500		
4/7	28	500	2.11	2.820					
4/21	28	500	2.05	2.870	2008/11/10	17	1500		
5/5	28	750	2.00	2.220	11/24	13	1500		
5/19	28	750	1.99	2.100					
6/2	28	750	2.00	2.260					
6/16	28	750	2.05	2.360					
6/30	28	750	2.01	2.340					
7/14	28	750	2.01	2.300					
7/28	28	750	2.01	2.350					
8/11	84	250	2.04	2.754					
8/12	28	500	2.01	2.450					
8/25	28	750	2.01	2.380					
9/8	84	250	2.02	2.670					
9/9	28	250	2.01	2.530					

資料來源：FED 網頁資料彙整，Term Auction Facility
<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>

表 6 FED 實施 TSLF 之作業時程

競標日期	競標金額 億元	得標金額 億元	擔保品 類別	天期	底標利率 %	得標利率 %
2008/3/27	750	750.00	2	28	0.25	0.33
4/3	250	250.00	1	28	0.10	0.16
4/10	500	339.50	2	28	0.25	0.25
4/17	250	249.99	1	28	0.10	0.10
4/24	750	594.60	2	28	0.25	0.25
5/1	250	241.20	1	28	0.10	0.10
5/8	500	287.70	2	28	0.25	0.25
5/15	250	72.40	1	28	0.10	0.10
5/22	750	461.30	2	28	0.25	0.25
5/29	250	164.30	1	28	0.10	0.10
6/5	500	269.00	2	31	0.25	0.25
6/12	250	249.97	1	28	0.10	0.10
6/19	750	368.00	2	28	0.25	0.25
6/26	250	154.00	1	28	0.10	0.11
7/3	500	261.00	2	25	0.25	0.25
7/10	250	249.98	1	28	0.10	0.12
7/17	750	507.50	2	28	0.25	0.25
7/24	250	249.98	1	28	0.10	0.12
7/31	500	281.00	2	28	0.25	0.25
8/7	250	249.98	1	28	0.10	0.13
8/14	750	392.50	2	28	0.25	0.25
8/21	250	250.00	1	28	0.10	0.14
8/28	500	266.50	2	28	0.25	0.25
9/4	250	249.99	1	28	0.10	0.15
9/11	750	408.50	2	28	0.25	0.25
9/17	350	350.00	2	14	0.25	2.50
9/17	350	349.98	2	28	0.25	3.00
9/18	250	249.99	1	28	0.10	1.51
9/25	375	375.00	2	27	0.25	1.02
10/1	350	349.99	2	28	0.25	1.51
10/2	250	250.00	1	28	0.10	0.42
10/9	375	375.00	2	27	0.25	3.05
10/16	250	250.00	1	28	0.10	0.46
10/22	375	375.00	2	28	0.25	0.50
10/29	375	375.00	2	29	0.25	0.38
10/30	250	249.99	1	28	0.10	0.12

資料來源：FED 網頁資料彙整，FRBNY Announces Terms for TSLF Program

<http://www.newyorkfed.org/markets/tslf/termseclending.cfm>

表 7 貼現窗口主要融通與 TAF、PDCF，及 TSLF 之比較

		財務狀況良好之 存款機構	主要交易商
常備融通機制	機制名稱	貼現窗口之主要 融通	PDCF
	金額規模	受合格擔保品及總信用需求之限制，融通總金額公布時間落後	
	價格	主要融通利率	主要融通利率
	頻次	各營業日均可提供	
	期間	隔夜~90 天	隔夜
	擔保品	貼現窗口擔保品	公開市場操作之 標準擔保品+投 資等級債務憑證

		財務狀況良好之 存款機構	主要交易商
備用融通機制 (競標機制)	機制名稱	TAF	TSLF
	金額規模	固定且提前公布，但也受到擔保品的限制	
	價格(競標決定)	單一 (底標預先公布)	單一 (底標預先公布)
	操作頻次	雙週一次	單週一次
	期間	28 天	28 天
	擔保品	貼現窗口擔保品	公開市場操作之 標準擔保品+AAA 私人 RMBS、CMBS+ 機構 CMO

目次

壹、前言	1
貳、美國次貸問題之原因與發展	3
一、美國房貸產品的發展	4
(一) 90 年代的房貸產品	4
(二) 房貸資產證券化	4
二、房貸市場的創新	6
(一) 次級房貸的誕生	6
(二) 2/28 次級房貸	8
(三) 選擇性指數型房貸 (ARMs)	10
三、21 世紀初美國房地產市場泡沫化	11
(一) 1975 年起，全美平均房價穩定上升	11
(二) 次級房貸市場發生改變	12
(三) 房貸違約、查封案件增加	13
(四) 解決法拍問題困難重重	15
(五) 房貸資產的信評問題	15
四、全球金融市場風暴	18
(一) 次貸危機初期 (2007 年 1~7 月中)	18
(二) 次貸危機外溢至其他金融市場 (2007 年 7 月中~7 月底)	19
(三) 流動性緊縮 (2007 年 8 月)	20
(四) 金融部門遭遇全面性的壓力 (2007 年 9 月~11 月)	22
(五) 市場功能失靈且恐懼升高 (2008 年 1 月~3 月中)	23
(六) 信用危機進入高峰 (2008 年 3 月~10 月)	24
參、美國財金主管機關的因應對策	25
一、房貸希望工程聯盟及生命線計畫	26
二、財政部擬議全面改革金融監理系統	28
三、聯邦住宅融資局監管房利美及房地美	30
四、財政部對貨幣市場基金提供暫時性保證計畫	32
五、美國政府實施 7 千億美元紓困計畫	34

六、聯邦存款保險公司實施暫時流動性保證計畫 (TLGP)	36
肆、美國 FED 因應次貸危機採行之各項措施	38
一、採行降息措施	41
二、對存款機構放寬貼現窗口融通條件，新增定期競 標融通機制 (TAF)	42
(一) 放寬貼現窗口融通條件	42
(二) 新增定期競標融通機制	43
(三) TAF 與貼現窗口主要融通之比較	44
三、對於非存款機構提供融通	45
四、對主要交易商擴大融通	47
(一) 主要交易商融通機制 (PDCF)	48
(二) 定期競標借券機制 (TSLF)	49
(三) 貼現窗口主要融通與 TAF、PDCF，及 TSLF 之比較	51
五、貨幣市場協助機制	52
(一) 商業本票融資機制 (CPFF)	52
(二) 資產擔保商業本票貨幣市場基金流動性機制 (AMLF)	54
(三) 貨幣市場投資人融資機制 (MMIFF)	55
(四) AMLF 與 MMIFF 之比較	56
伍、FED 處理貝爾史登公司危機之緊急因應措施	57
一、FED 因應貝爾史登危機採行四階段措施	58
(一) 經由紐約聯邦準備銀行提供間接融通	58
(二) 紐約聯邦準備銀行同意摩根大通銀行購併貝爾史登 之協議，並提供融通	59
(三) FED 宣布採行主要交易商融通機制	61
(四) 摩根大通銀行修訂購併貝爾史登協議，紐約聯邦準 備銀行配合修正融通條件	62
二、紐約聯邦準備銀行相關配套機制	62
(一) 創立一家有限責任公司擔任融資提供者	63
(二) 委託資產管理公司管理擔保品資產	63

(三) 訂定處分資產之資金償還順序	63
(四) 管理相關擔保品資產之內控措施	64
三、FED 處理貝爾史登危機之機制分析	64
(一) FED 融通措施承擔之風險與避險機制	64
(二) FED 融通措施引發的爭議	65
(三) 紐約聯邦準備銀行創立之責任有限公司所扮演的角色	67
陸、結語～次貸問題的啟示	68
一、房貸相關問題	69
(一) 金融監管應與金融商品創新同步發展	69
(二) 金融機構寬鬆核貸作法應予導正	70
(三) 導正信評機制缺失	72
(四) 央行貨幣政策應就資產價格之穩定列入考量	72
二、政府財金因應對策	73
(一) 金融風暴需賴貨幣及財政政策共同解決	73
(二) 以調整還款條件等貸款協商方式，降低房貸戶違約 與查封的困境	74
(三) 政府以注資、購買不良資產方式，協助處理金融機 構問題	75
(四) 應關注貨幣市場流動性問題	76
(五) 存保公司因應緊急系統風險之機制	77
三、FED 貨幣政策	78
(一) FED 採行各項新種工具因應次貸危機	78
(二) FED 貼現窗口制度具有彈性	80
(三) FED 建立中間機構協助融通機制之運作	80
(四) FED 穩定金融與金融監理角色之擴大	82
參考資料	83
附表及附圖	86