

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

服務機關：中央銀行

姓名職稱：李美琴/二等專員

派赴國家：美國

出國期間：98年5月2日至11日

報告日期：98年8月

目次

	頁次
第壹章、前言	1
第貳章、Fed 因應措施－傳統貨幣政策	2
一、大幅調降利率	3
二、擴大公開市場操作的規模與頻率	4
三、調整貼現窗口融通機制	4
(一)調降主要融通利率及延長融通期限	4
(二)建立定期標售機制(TAF).....	6
第參章、Fed 因應措施－非傳統貨幣政策	8
一、對主要交易商提供流動性	9
二、對貨幣市場的借款者及投資者提供流動性	12
三、對消費者及小型企業提供流動性	15
第肆章、其他措施	17
一、與 14 國央行簽訂換匯機制	17
二、準備金付息政策	17
三、直接購入資產	18
(一)直接購買中長期證券.....	18
(二)直接購買中長期公債.....	21
第伍章、政策影響	22
一、傳統貨幣政策之影響	22
二、非傳統貨幣政策之影響	22
(一)準備貨幣迅速倍增.....	22
(二)Libor/OIS 利差顯著縮減	25
(三)信用違約交換(CDS)利差大幅回穩.....	26
三、整體成效分析	28
第陸章、結語與心得	30
參考資料	
附表：Fed 因應金融風暴政策操作日誌	

第壹章、前言

2007 年 9 月次貸事件使美國面臨嚴重的信用緊絀，2008 年雷曼兄弟申請破產保護後，金融動盪加劇，期間聯邦準備理事會(Board of Governors of the Federal Reserve System，以下簡稱Fed)數次大幅調降聯邦資金利率，試圖利用傳統利率政策以減緩經濟衰退，然其效果有限；2008 年 9 月中旬起，Fed陸續推出多項非傳統性的量化寬鬆 (quantitative easing)措施，透過擴大Fed本身的資產規模，直接挹注大量流動性至主要借貸市場，以期有效降低金融失序對整體經濟的傷害¹。

本次參加美國紐約聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York，以下簡稱FRBNY)定期舉辦之「美國貨幣政策執行(U.S. Monetary Policy Implementation)」研習課程，為期 4 天半，計有 22 個國家派員參與。課程重點即聚焦在 Fed 各項因應金融危機之政策措施，並完整剖析其對於市場流動性風險與貨幣政策執行效率之影響。

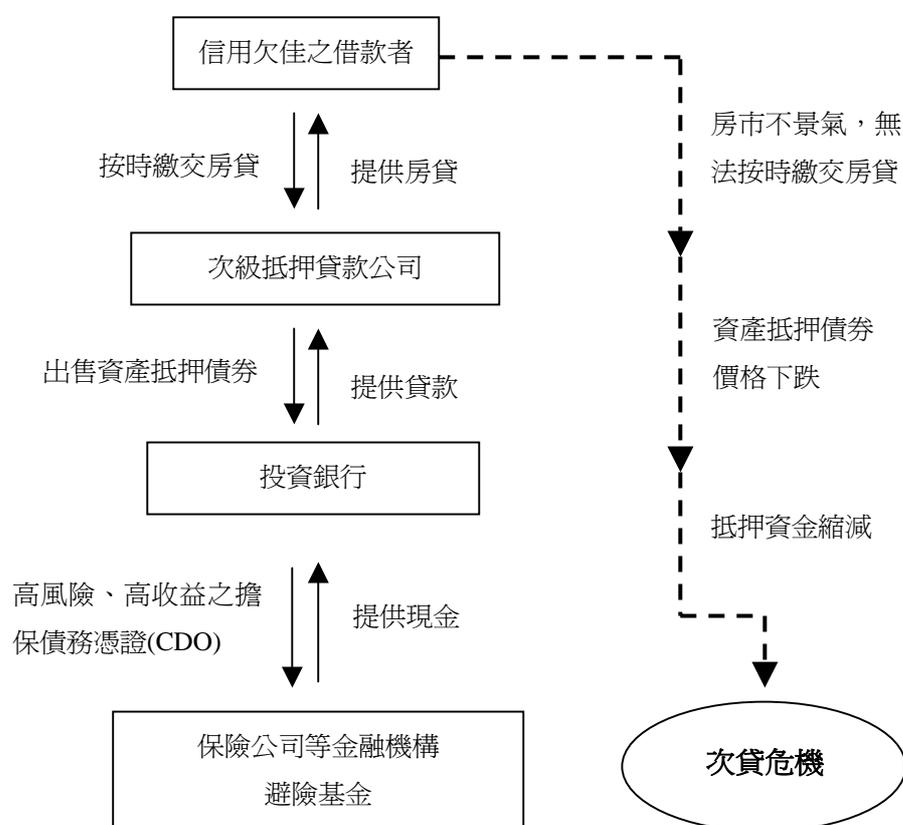
本報告爰依授課內容分為六大章節，除前言外，第貳至肆章分別闡述金融危機期間，Fed 各項因應措施，包括傳統貨幣政策工具、非傳統貨幣政策工具及其他相關措施；第五章分析政策影響；最後為結語與建議。

¹ 見Ben S. Bernanke, (2009), "The Crisis and the Policy Response," *Speech at the Stamp Lecture*, London School of Economics, England, January 13.

第貳章、Fed 因應措施－傳統貨幣政策措施

2007 年美國次級房貸危機爆發初期，由於次貸占整體房貸比重不高，且銀行業資本、獲利尚屬穩健，Fed 認為信貸問題應僅及於次貸的借款者與投資者；及至 8 月，次貸危機影響層面擴及至保險公司及避險基金等高槓桿操作之金融機構，整體經濟面臨嚴重的系統風險威脅(圖 1)。惟當時美國經濟狀況尚佳，加上主要國家央行亦多視市場動盪為風險定價之必經過程，因而，Fed 基於極小化道德風險之考量，僅以調降利率、調整貼現窗口融通機制與公開市場操作條件等傳統貨幣政策，直接對經濟提供激勵，惟因政策採取未能適時、果斷，效果受限。

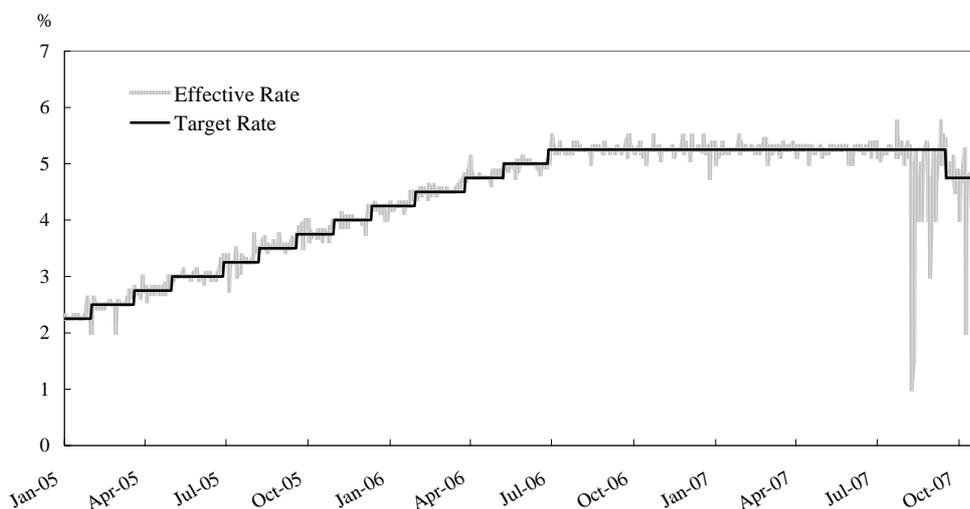
圖 1：次貸危機



一、大幅調降利率

次貸風暴前，Fed 經由傳統貨幣政策操作，尚能有效將聯邦資金利率控制在目標區附近(圖 2)。2007 年 8 月美國次貸風暴開始，金融市場負面消息嚴重衝擊美國實體經濟，Fed 自 2007 年 9 月 18 日至 2008 年 12 月 16 日經由 10 度降息(表 1)，將聯邦資金目標利率由點目標 5.25% 大幅調降至區間目標 0~0.25%，期能藉此抵銷金融動盪對整體經濟活動造成的負面影響。

圖 2：次貸風暴前聯邦資金利率與目標利率走勢



資料來源：Fed 網站。

表 1：Fed 利率之調整

調整日期	聯邦資金目標利率 (%)
2007/9/18	4.75
2007/10/31	4.50
2007/12/11	4.25
2008/1/22	3.50
2008/1/30	3.00
2008/3/18	2.25
2008/4/30	2.00
2008/10/8	1.50
2008/10/29	1.00
2008/12/16	0.00~0.25

資料來源：Fed 網站。

然而，經濟前景持續惡化，聯邦資金利率波動幅度明顯偏離目標利率，凸顯傳統利率政策操作有其極限，金融市場信用利差更是大幅擴增²。

二、擴大公開市場操作的規模與頻率

2007年8月後，Fed亦擴大公開市場操作規模，並增加定期操作頻率，以維持短期貨幣市場利率貼近貨幣政策目標利率水準，惟成效有限。

三、調整貼現窗口融通機制

貼現率政策因受污名化拖累，存款機構使用意願不高，為因應次貸事件所引發的信用危機與市場波動，Fed除調整原有貼現窗口機制外，並推出定期資金標售機制(TAF)，使得貼現窗口再次受到重視。

(一)調降主要融通利率及延長融通期限

為協助市場早日回復流動性，Fed藉由調整重貼現率、聯邦資金目標利率間之利差，與延長融通期限等方式，降低存款機構的融資成本。其中，重貼現率、聯邦資金目標利率間之利差由100bps縮減至25bps；提供資金之期限亦視借款機構需要，最長可延長至90天(表2)。

表2：主要融通利率及期限調整

日期	主要融通利率		融通期限	
	調整前	調整後	調整前	調整後
2007.8.16	聯邦資金目標利率 +100bps	聯邦資金目標利率 +50bps	主要為隔夜	延長至30天
2008.3.16	聯邦資金目標利率 +50bps	聯邦資金目標利率 +25bps	30天	延長至90天

資料來源：Fed網站。

² 見Frederic S. Mishkin, (2008), "The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions" *Speech* at the Tuck Global Capital Markets Conference, Tuck School of Business, Dartmouth College, Hanover, New Hampshire, February 15.

經由上述調整，主要融通利率與次要融通利率分別由 2007 年 8 月之 5.75%、6.25% 降至目前 0.50%、1% (表 3、圖 3)；惟因存款機構尚可自其他管道拆借更為低廉之資金，且對貼現窗口的污名化恐懼依然存在，使得主要融通金額僅由 2007 年 7 月 31 日小於 10 億美元增加至 2008 年 4 月 30 日之 120 億美元，仍屬偏低。

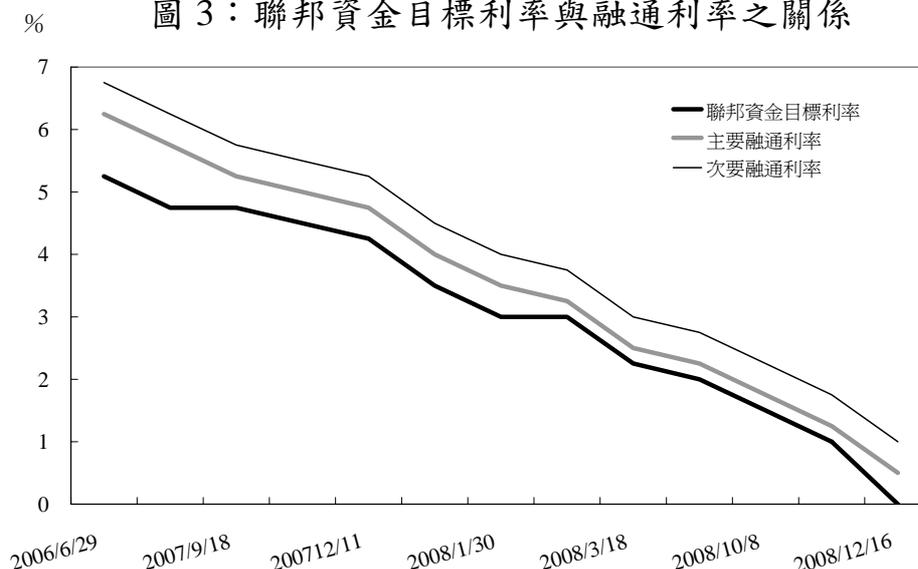
表 3：聯邦資金目標利率與融通利率之關係

單位：%

日期	聯邦資金目標利率	主要融通利率		次要融通利率	
		聯邦資金目標利率 +100bps	6.25	聯邦資金目標利率 +150bps	6.75
2006/6/29	5.25	聯邦資金目標利率 +100bps	6.25	聯邦資金目標利率 +150bps	6.75
2007/8/17	4.75		5.75		6.25
2007/9/18	4.75	聯邦資金目標利率 +50bps	5.25	聯邦資金目標利率 +100bps	5.75
2007/10/31	4.5		5		5.5
2007/12/11	4.25		4.75		5.25
2008/1/22	3.5		4		4.5
2008/1/30	3		3.5		4
2008/3/16	3	聯邦資金目標利率 +25bps	3.25	聯邦資金目標利率 +75bps	3.75
2008/3/18	2.25		2.5		3
2008/4/30	2		2.25		2.75
2008/10/8	1.5		1.75		2.25
2008/10/29	1		1.25		1.75
2008/12/16	0.00-0.25		0.5		1

資料來源：Fed 網站。

圖 3：聯邦資金目標利率與融通利率之關係



二、建立定期資金標售機制(Term Auction Facility, TAF)

由於公開市場操作合格擔保品有限，操作對象僅限少數主要交易商；傳統貼現窗口融通，其合格擔保品範圍雖較寬，惟融通對象亦僅限存款機構，加上具有污名化缺點，使用並不普遍。

2007年9月次貸風暴後，短期資金市場持續緊絀，許多存款機構為因應流動性風險與交易對手風險之攀升，紛紛提高資金借貸成本，抑或縮減資金借貸規模。對此，Fed乃於2007年12月12日建立TAF(表4)，每隔二週定期對存款機構提供信用。亦即符合主要融通條件之存款機構得經由競標方式，定期獲得Fed較長期的資金融通。由於其標售方式透明，加以大量操作，確能有效克服存款機構對於原有貼現窗口的污名化恐懼³。

表4：TAF主要內容

對象	財務健全之存款機構
融通期限	28天或84天
最低投標利率	2009.1前依據同天期OIS，之後改為超額準備付息利率。由於其非懲罰性利率，較能鼓勵銀行參與；且因採匿名方式，亦可減少污名化之牽連。
採單一價格標	所有得標銀行皆採相同價格，即所有得標機構在借款期間之借款利率均為最低得標標單利率。
最高投標限額	每個存款機構可投2個標單，投標總額不得超過該次競標總額度的10%。
擔保品	與貼現窗口融通使用相同資產池之擔保品；且投標機構持有之TAF借款，不得超過其擔保品價值的75%。

資料來源：Fed網站。

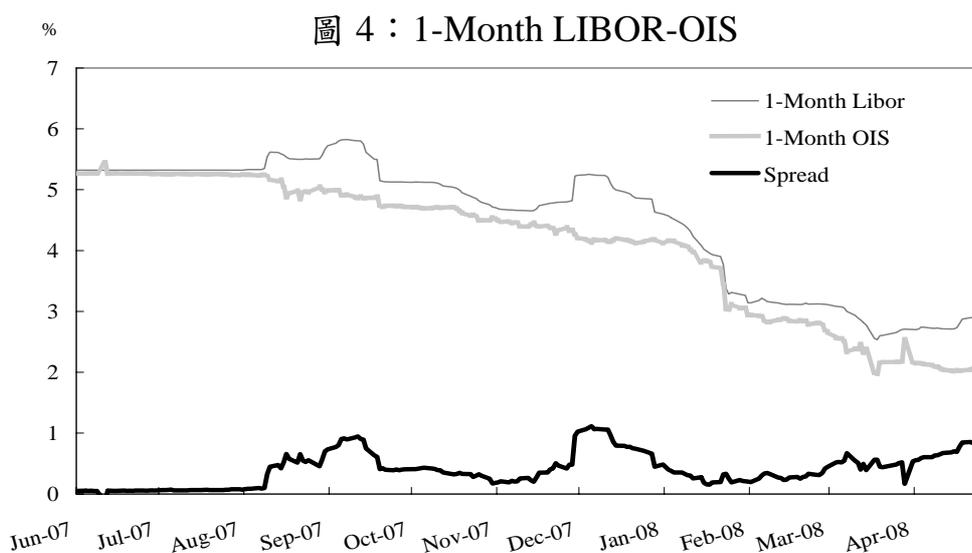
次貸風暴前，美元Libor⁴與OIS⁵利差未及10個基本點

³ 見Ben S. Bernanke, (2008), "Liquidity Provision by the Federal Reserve," *Speech at the Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference, May 13.*

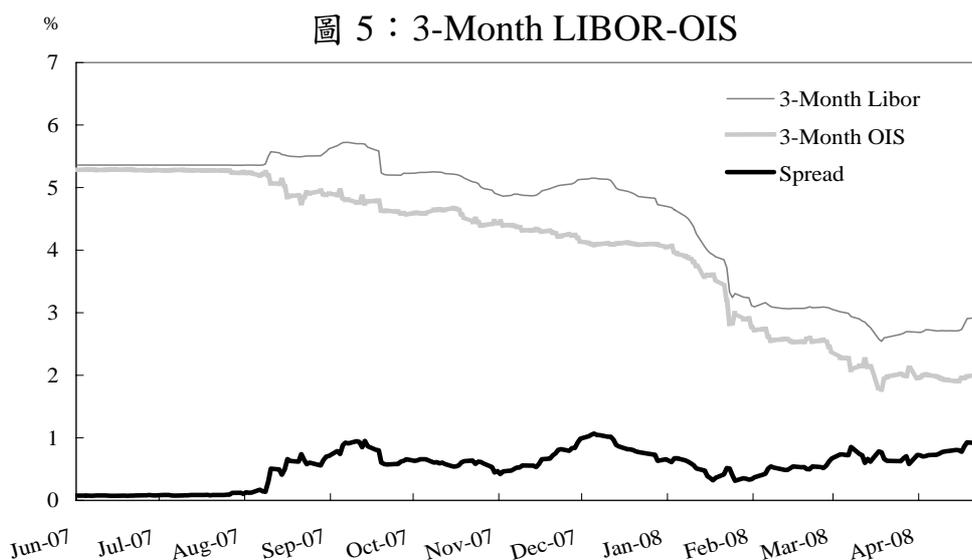
⁴ 美元 Libor是銀行間資金拆借利率，係充當各種金融工具以及衍生性金融商品定價和清算的基礎，是全球最重要且被廣泛使用的利率基準。其反映信用風險、流動性風險以及對市場的預期。

⁵ 隔夜指數交換(Overnight Index Swap；OIS)，是一種固定/浮動的利率交換，透過支付某

(bps)，自 2007 年 8 月 9 日迅速跳升至 32bps 後，持續向上攀升，期間最大利差高達 116 bps。由於 TAF 挹注之流動性全數經由公開市場操作出售公債回收，並未影響整體市場流動性，且觀察 Libor/OIS 利差(圖 4、圖 5)，僅於 Fed 建立 TAF 機制及增加 TAF 規模之時點前後明顯收斂，是以，實施 TAF 顯然無法有效降低銀行間的借貸成本。



資料來源：Bloomberg。



資料來源：Bloomberg。

個固定利率，交換契約期間內浮動利率的平均水準。其反映未來隔夜利率預期之平均值，市場上用來作為衡量對未來平均聯邦資金利率預期的重要指標。

第參章、Fed 因應措施－非傳統貨幣政策措施

金融危機初期，Fed以調降利率、調整貼現窗口融通機制以及放寬公開市場操作條件等傳統貨幣政策措施作為因應，惟貨幣市場利差依然居高不下。由於信貸市場緊縮狀況未見緩和、房價持續下跌以及經濟成長出現衰退疑慮，更加凸顯傳統貨幣政策操作有其極限。因此，Fed轉而避開銀行體系，直接注資非存款機構、商業本票市場、貨幣市場共同基金、房貸市場等主要問題來源，藉以強化流動性效果⁶；甚至對消費者與小型企業，亦提供短、中長期之流動性(表 5)。

表 5：Fed 非傳統貨幣政策

目的	實施日期	機制項目	
對主要交易商提供流動性	2008.3.11	TSLF	定期借券機制 (Term Securities Lending Facility)
	2008.3.16	PDCF	主要交易商融通機制 (Primary Dealer Credit Facility)
對貨幣市場的借款者及投資者提供流動性	2008.9.19	AMLF	資產擔保商業本票貨幣市場共同金融通機制 (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility)
	2008.10.7	CPFF	商業本票融通機制 (Commercial Paper Funding Facility)
	2008.10.21	MMIFF	貨幣市場投資者融資機制 (Money Market Investor Funding Facility)
對消費者及小型企業提供流動性	2008.11.25	TALF	定期資產擔保證券融通機制 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)
引導長期利率下降	2008.11.25	直接購買中長期證券	
	2009.3.18	直接購買中長期公債	

資料來源：Fed網站

⁶ 見Board of Governor of the Federal Reserve System, (2009), "Forms of Federal Reserve Lending to Financial Institutions", January及Board of Governor of the Federal Reserve System, (2009), "The Federal Reserve's response to the crisis", February.

一、對主要交易商提供流動性

(一)定期借券機制(TSLF)：

次貸風暴下，Fed 為避免房貸連結債券之市值持續下跌，同時強化債券市場流動性，遂於 2008 年 3 月 11 日在原有借券機制(SLP)架構下建立 TSLF，對投資銀行承作 28 天期之借券交易。此機制允許投資銀行得以大量不具流動性之房貸證券作為抵押擔保，交換 Fed 2,000 億美元額度內的政府債券，以利其在 RP 市場進行拆借籌資。

(二)主要交易商融通機制(PDCF)：

2008 年 3 月，主要交易商 Bear Stearns 面臨經營困境，由於其為投資機構，無法利用貼現窗口進行融通。Fed 為避免金融市場失序，同時減少日後類似 Bear Stearns 事件引發系統性風險之可能，Fed 除融通資金予 J.P.Morgan Chase，委其提供 Bear Stearns 等額信用外，並於 2008 年 3 月 16 日針對主要交易商建立隔夜資金融通機制(PDCF) (表 6)，允許主要交易商於籌資能力受損時，得比照存款機構使用貼現窗口融通之條件，直接向 Fed 申請融通。

表 6：PDCF 主要內容

對象	主要交易商
融通期限	隔夜
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)，該費用將與主要交易商討論後決定。一般而言，此利率包含懲罰息在內。
貸款額度	抵押擔保品限額內。
合格擔保品	公開市場操作的合格擔保品 投資等級的公司債 市政債券 不動產抵押證券 資產抵押證券
資金及擔保品移轉	因主要交易商不具備在聯邦準備銀行開戶資格，資金及擔保品移轉須透過清算銀行。

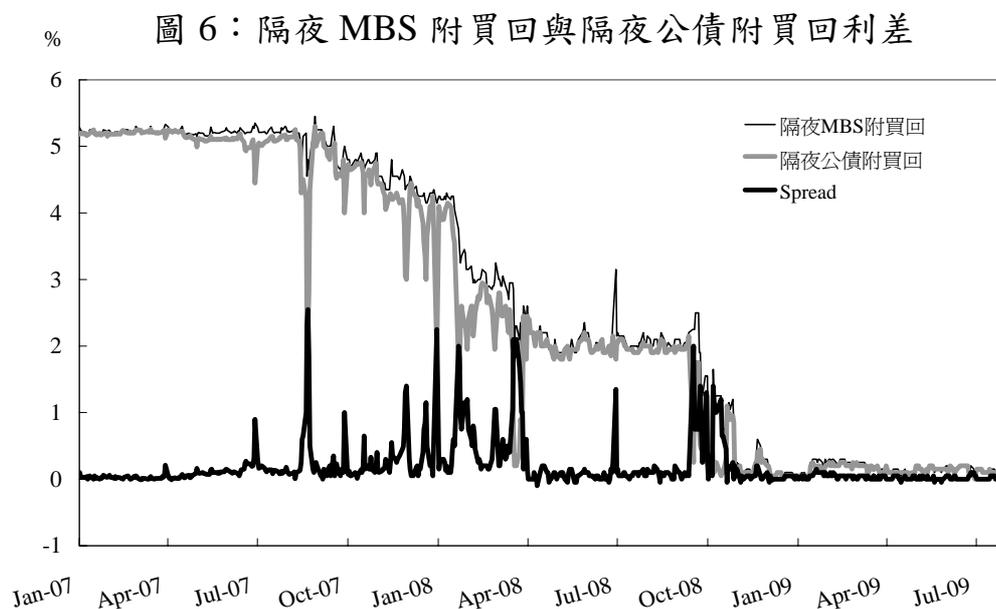
資料來源：Fed網站。

由於此波金融危機逐漸由流動性危機演變成償付能力危機，TSLF 與 PDCF 的實施，對於降低交易商因償債能力所引發之流動性短缺或有助益，但由於交易對手風險日益攀升，主要交易商流動性壓力亦持續上揚，Fed 因而將 TSLF 與 PDCF 機制之到期日陸續展延至 2009 年 10 月 30 日以茲因應。

(三)TSLF 與 PDCF 的市場反應

1. 隔夜 MBS 附買回與公債附買回利差

Bear Stearns 危機及 Lehman 破產後，由於 MBS 附買回利率持續偏高，致其與公債附買回利差波動幅度加劇，直至 2008 年 10 月後，始自高點 200bps 陸續縮減，維持在 20bps 上下波動(圖 6)。



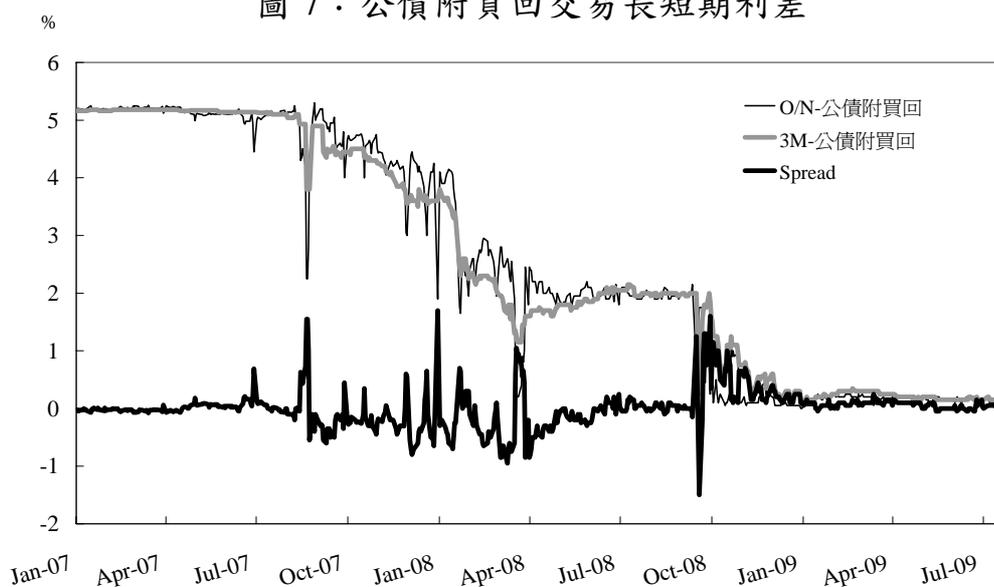
資料來源：Bloomberg。

2. 附買回交易期間結構利差

自 2007 年 9 月金融風暴發生以來，公債、機構債及機構 MBS 之 3 個月期與隔夜附買回交易利差隨即大幅擴增，且於

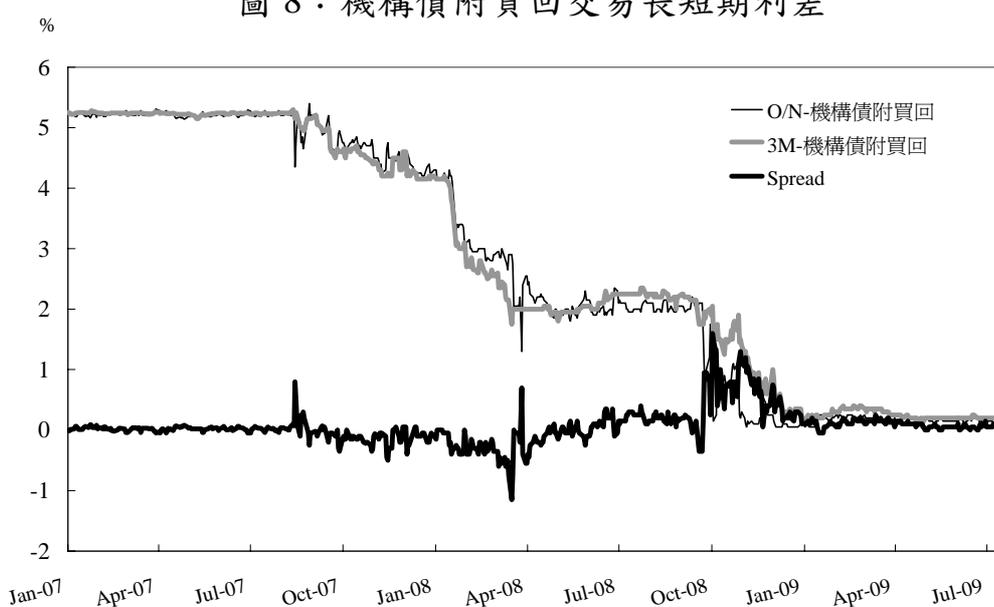
2008 年 Bear Stearns 危機及 Lehman 破產前後波動幅度加劇，其中以機構 MBS 利差幅度高達 200bps 最甚。及至 2008 年 10 月長短期利差始逐步回落，2009 年至今均維持於 5-10bps 區間平穩走勢(圖 7、8、9)。

圖 7：公債附買回交易長短期利差



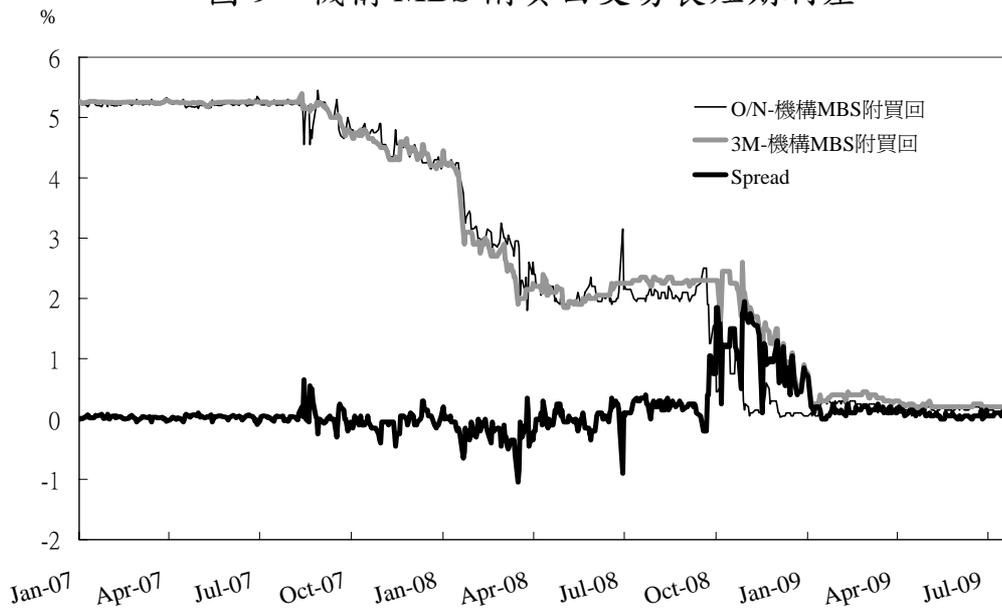
資料來源：Bloomberg。

圖 8：機構債附買回交易長短期利差



資料來源：Bloomberg。

圖 9：機構 MBS 附買回交易長短期利差



資料來源：Bloomberg。

二、對貨幣市場的借款者及投資者提供流動性

2008年9月Lehman破產後，金融危機惡化，致商業本票需求銳減，市場規模自2007年8月高點2.18兆美元萎縮至2008年9月之1.64兆美元。其中，以資產擔保商業本票(ABCP)市場受創最為嚴重，部分貨幣型基金因投資ABCP損失跌破面額而大舉撤出市場，導致籌資更加困難⁷；此外，ABCP與OIS利差幅度亦迅即大幅擴增逾350 bps。Fed為挹注貨幣市場流動性以維持其正常運作，陸續建立資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制(AMLF)、商業本票融通機制(CPFF)及貨幣市場投資者融資機制(MMIFF)等，茲分述如下：

(一)資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制(AMLF)

金融危機使得貨幣市場共同基金的淨資產價值(NAV)跌破面額，投資者大量要求贖回，導致基金業者與商業本票市場備

⁷ 見Ben S. Bernanke, (2009), "Financial Reform to Address Systemic Risk," *Speech at the Council on Foreign Relations, Washington, D.C., March 10.*

受威脅，企業除發行短天期、高利率之商業本票外，亦難自商業本票市場取得資金。Fed 為穩定基金價格，同時協助改善商業本票市場之運作功能，遂於 2008 年 9 月 19 日建立 AMLF，以主要融通利率對存款機構及銀行控股公司提供融資，供其向貨幣市場共同基金購買高品質資產擔保商業本票(ABCP)，實施日期並由 2009 年 1 月 30 日展延至 10 月 30 日。

(二)商業本票融通機制(CPFF)

Fed 於 2008 年 10 月 7 日建立 CPFF，授權 FRBNY 以聯邦資金目標利率對一特殊目的公司(SPV)提供融資，透過其向合格發行人購買 3 個月期、高信評之美元計價商業本票(包括 ABCP)，藉此挹注商業本票發行市場備援流動性，並同時解決資金需求者之融資來源問題。

(三)貨幣市場投資者融資機制(MMIF)

貨幣市場共同基金主要投資標的為商業本票與定期存單等短期融通工具，一向收益穩定、投資風險極低，惟近來因投資者態度保守，缺乏購買意願而遭凍結。為避免加劇全球金融市場動盪且造成流動性更形緊絀，Fed 乃於 2008 年 10 月 21 日建立 MMIF。

MMIF 係由理事會授權 FRBNY 以主要融通利率對 5 家私部門特殊目的公司(SPVs)提供 5,400 億美元額度內的擔保融通資金，以利其直接向貨幣市場共同基金購買高信評金融機構所發行 90 天內到期、以美元計價的短期借貸工具，包括商業本票與定期存單等。

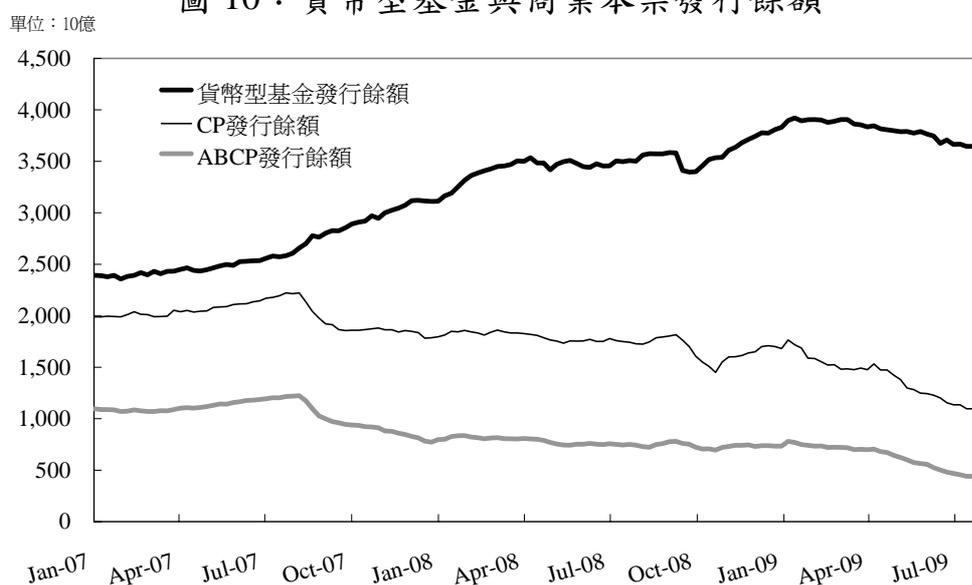
MMIF 藉由提升貨幣市場投資者之償付能力與再投資意願，強化市場資金的流動性。惟因程序繁複，且 SPVs 僅能取得 9 成融資，實質利率偏高；加上 Fed 對其具有追索權，使得

本項機制難以有效發揮作用。

(四) AMLF、CPFF 及 MMIFF 的市場反應

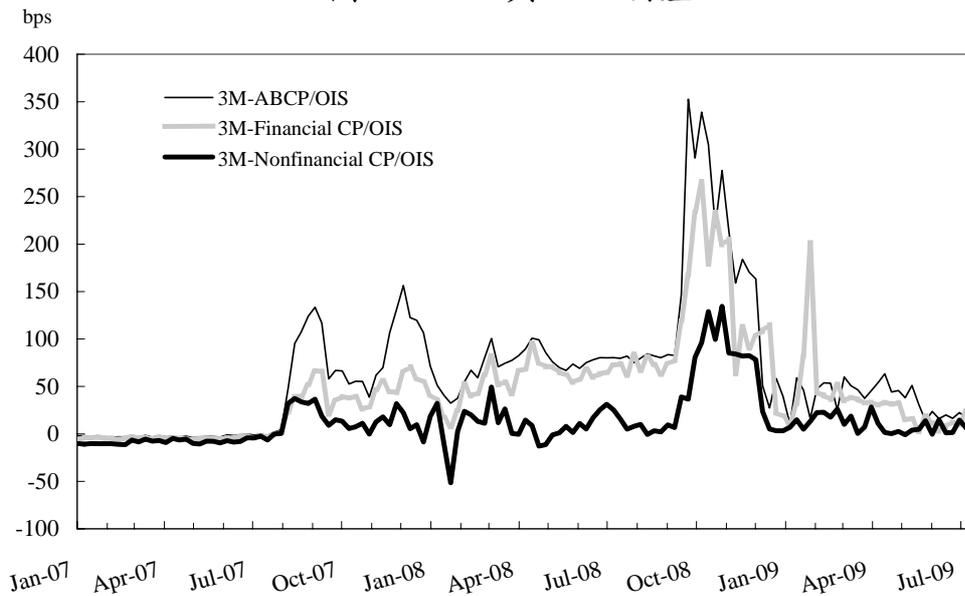
AMLF、CPFF 及 MMIFF 等融通機制之採行，使得貨幣型基金規模自 Lehman 破產後的高低點 2.81 兆美元，急速成長至目前(2009 年 7 月 15 日)之 3.65 兆美元；CP 與 ABCP 市場則因全球景氣前景未明、企業籌資需求減緩致成效受限，並無緩和跡象，流通餘額分別自 Lehman 破產前的高點 2.23 兆美元、1.22 兆美元持續下滑至目前之 1.10 兆美元及 0.44 兆美元(圖 10)。至於 90 天期 CP、ABCP 與同天期 OIS 間利差，雖仍高於先前水準，惟已分別自 Lehman 破產後的高點 266bps、353bps 大幅收斂至目前 16bps、19 bps(圖 11)。

圖 10：貨幣型基金與商業本票發行餘額



資料來源：Bloomberg。

圖 11：CP 與 OIS 利差



資料來源：Bloomberg。

三、對消費者及小型企業提供流動性

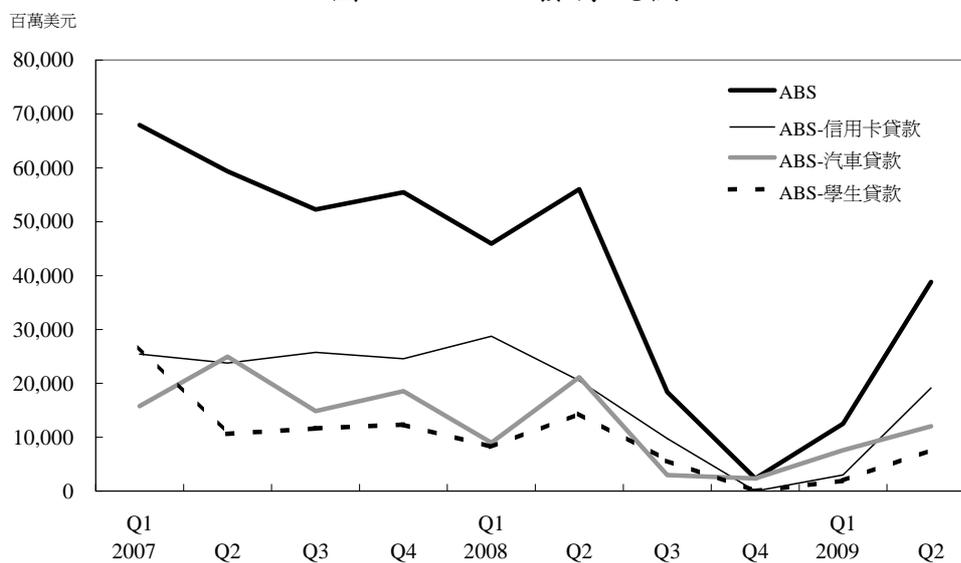
由於次貸風暴重創資產證券化市場，金融機構鑑於市場萎縮無法證券化其授信資產而減少放款⁸，Fed為挽救日益緊縮之消費者與小型企業信用，乃於2008年11月25日建立定期資產擔保證券融通機制(TALF)，合格借款人(包括：美國公民、美國法令規範之企業主體、外銀在美分行或代表處)可透過主要交易商參與TALF取得融資。融資標的包括以信用卡貸款、汽車貸款、學生貸款，以及小型企業管理局(SBA)保證貸款為擔保，所發行AAA等級之資產抵押證券(ABS)；實施期限為2009年12月31日。

為持續活絡消費者與小型企業信用市場，復甦資金借貸活動，Fed復於2009年2月10日將融資上限由原先2,000億美元調高至1兆美元，並將範圍擴至其他新近發行AAA等級之商業MBS及私人住宅MBS。

⁸ 見US Treasury Department, (2009), "Financial Stability Plan Fact Sheet", February.

TALF 的實施，有助活絡 ABS 之發行(圖 12)，使得消費者與小型企業取得信用融通的難度大幅降低。

圖 12：ABS 發行規模



資料來源：SIFMA 網站。

第肆章、其他措施

一、擴大與他國央行建立換匯機制(Swap Lines)

鑑於國際金融情勢持續緊張，為寬鬆全球美元融通市場之條件，聯邦公開市場委員會(Federal Open Market Committee, FOMC)乃於 2007 年 12 月授權 Fed 陸續與 14 個主要國家央行簽訂暫時性互惠換匯協定(表 7)，以滿足渠等國內金融機構對國際美元資金之大量需求，到期日均為 2009 年 4 月 30 日。

表 7：Fed 與 14 國央行換匯協定

單位：億美元

主要國家央行	換匯協定額度					到期日
	至2008/9/29止	2008/10/13	2008/10/14	2008/10/28	2008/10/29	
歐洲央行	2,400	無限制				2009/4/30
英國央行	800	無限制				
瑞士央行	600	無限制				
日本央行	1,200		無限制			
加拿大央行	300					
丹麥央行	150					
瑞典央行	300					
挪威央行	150					
澳洲央行	300					
紐西蘭央行				150		
巴西央行					300	
墨西哥央行					300	
南韓央行					300	
新加坡央行					300	

資料來源：Fed網站。

二、準備金付息政策

鑑於信用危機肆虐、經濟衰退加劇，Fed 為建立充作聯邦資金利率目標水準之底限，同時作為傳統公開市場操作之備援，乃於 2008 年 10 月宣布修改 Regulation D，提前對存款機構的準備金帳戶支付利息(表 8)。此舉除可降低存款機構持有準備金的機會成本外；必要時，Fed 亦得以藉由變動整體準備金的數量，挹注市場所需之流動性。

由於銀行體系資金浮濫且市場資金配置失衡，準備金付息

政策對於抑制實際聯邦資金交易利率低於目標水準的效果，並不顯著；加上Fanni Mae與Freddie Mac角色至為關鍵⁹，使得Fed藉此掌控聯邦資金目標利率更加困難。

表 8：準備金帳戶計息情況

日期	法定準備	超額準備
2008/10/9	各個提存期平均聯邦資金目標利率減 10b.p.	各個提存期最低聯邦資金目標利率減 75b.p.
2008/10/23	同上	各個提存期最低聯邦資金目標利率減 35b.p.
2008/11/6	各個提存期平均聯邦資金目標利率	各個提存期最低聯邦資金目標利率
2008/12/18	0.25%	0.25%

資料來源：Fed網站。

三、直接購入資產

(一)直接購買中長期證券

鑑於 GSEs 所發行債券或擔保之抵押貸款債券(MBS)價差不斷擴大，為引導房貸利率下滑，重建房貸市場之運行並加速改善金融市場情況，Fed 於 2008 年 11 月 25 日設立收購 GSEs 發行或擔保之 MBS 計畫，直接購買中長期證券，包括：

1.機構債

Fed 透過主要交易商以競標方式購買 Fannie Mae、Freddie Mac 以及 Federal Home Loan Bank 等所發行之債券，總金額上限為 1,000 億美元。

2.機構 MBS

Fed 在 2008 年底前透過資產管理者以競價方式購買 Fannie Mae、Freddie Mac 以及 Ginnie Mae 所擔保之 MBS，總金額上

⁹ (一) Fanni Mae與Freddie Mac為政府贊助機構(GSEs)，依法不能直接自Fed收受準備金利息；(二) Fanni Mae與Freddie Mac持續以低於聯邦資金利率目標水準大量貸放資金，且其占聯邦資金市場成交量達 1/3。

限為 5,000 億美元。

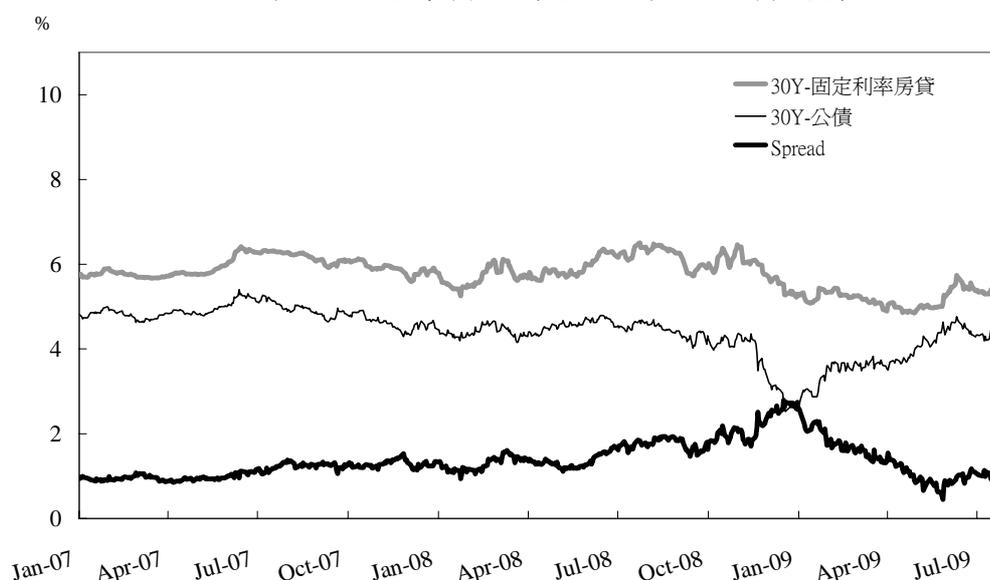
為抑制房貸利率上揚，Fed 復於 2009 年 3 月 18 日擴大買進房貸機構發行或擔保之 MBS。其中，買進機構債額度由 1,000 億美元增為 2,000 億美元；買進機構擔保 MBS 額度由 5,000 億美元增加至 1.25 兆美元。

3. 直接購買中長期證券的市場反應

Fed 藉由直接購買 Fannie Mae 等 3 家機構發行或擔保之債券，已有效引導固定房貸、機構債、機構 MBS 等利率下滑，其與同年期公債利差亦均逐漸縮小。

(1) 2008 年 11 月 3 日 30 年期固定房貸利率自高點 6.41% 開始下跌，期間雖與同年期公債利差一度擴增超過 270bps，惟政策採行後，受 Fed 收購 MBS 影響，房貸信用風險有降低跡象，兩者利差逐漸回復金融風暴前之水準，目前為 92 bps(圖 13)。

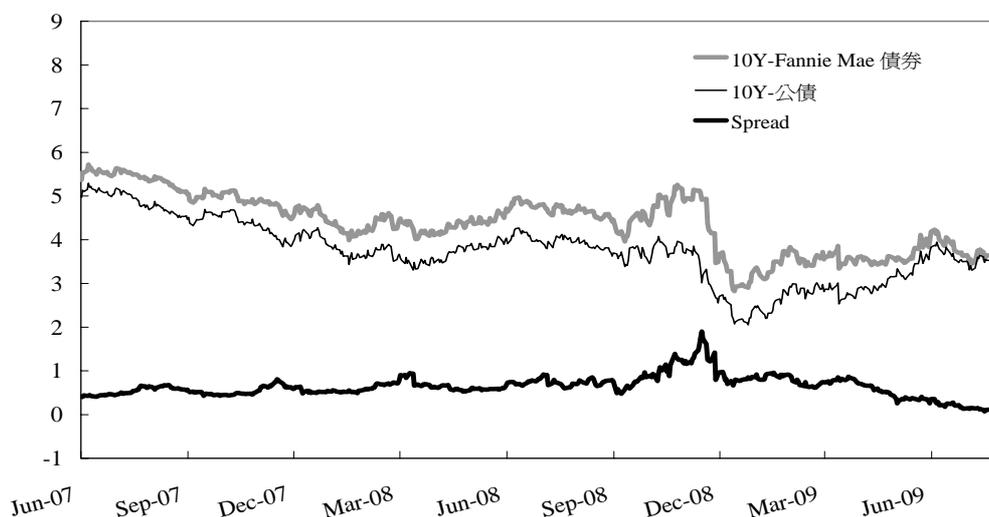
圖 13：30 年期固定房貸利率與同年期公債走勢及利差



資料來源：Bloomberg。

(2)10年期機構債利率與同年期公債利差於2008年11月大幅擴增至190bps，政策採行後兩者利差明顯縮小，目前為11bps(圖14)。

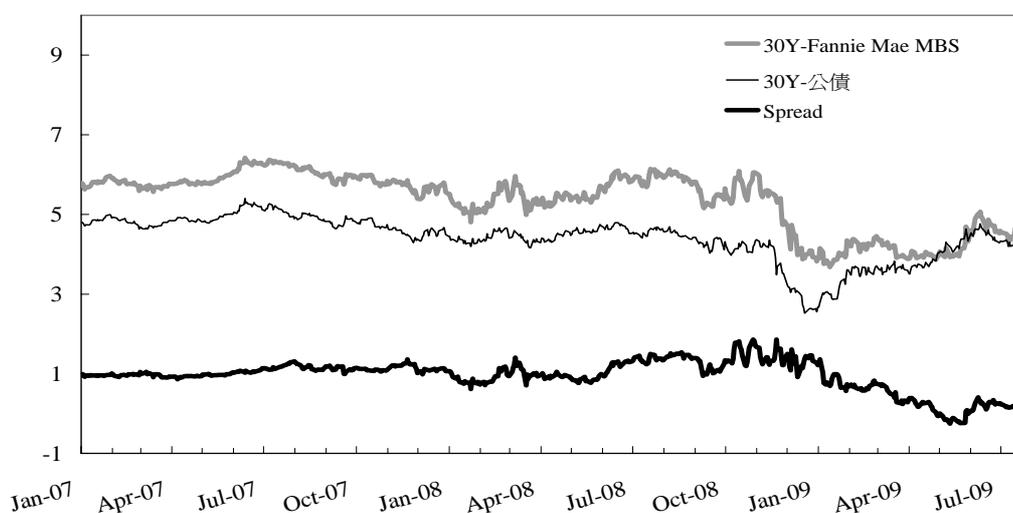
圖 14：10年期 Fannie Mae 債券與同年期公債走勢及利差



資料來源：Bloomberg。

(3)30年期機構 MBS 利率與同年期公債利差於2008年11月擴增至高點185bps，政策採行後兩者利差顯著下滑，目前僅4bps(圖15)。

圖 15：30年期 Fannie Mae MBS 與同年期公債走勢及利差



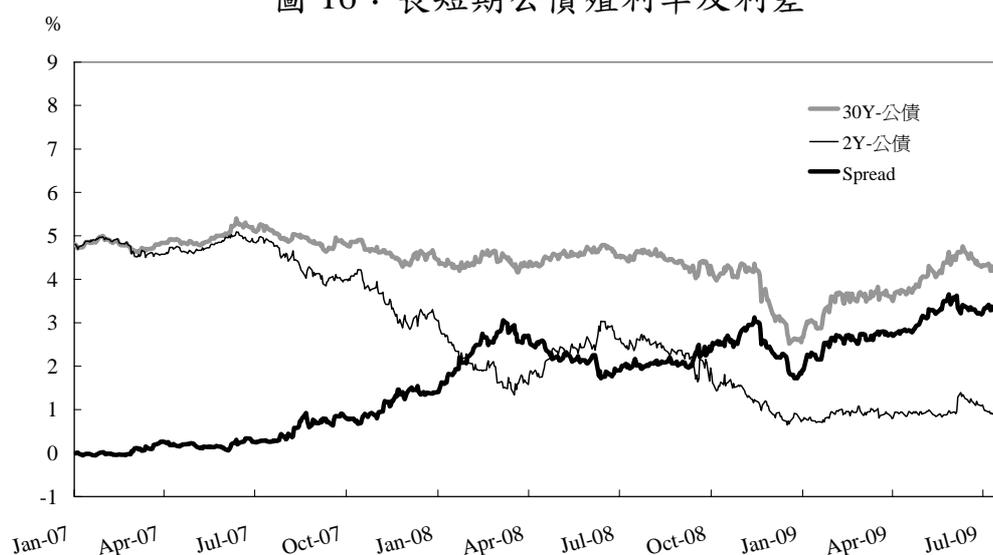
資料來源：Bloomberg。

(二)直接購買中長期公債

2008 年 11 月公債期間結構利差擴增至 302bps，於 2008 年 12 月短暫回落至 180 bps 後迅速彈升，加以短期利率已無調降空間，Fed 基於抑低無風險利率，藉以帶動公司債及房貸利率等長天期利率下滑之考量，2009 年 3 月 18 日計劃於 6 個月內購買 3,000 億美元長期公債。

自公債長短期利差走勢觀察(圖 16)，2008 年 10 月至今殖利率曲線愈形陡峭，顯示長期資金成本尚未出現下降跡象，政策成效並不理想。

圖 16：長短期公債殖利率及利差



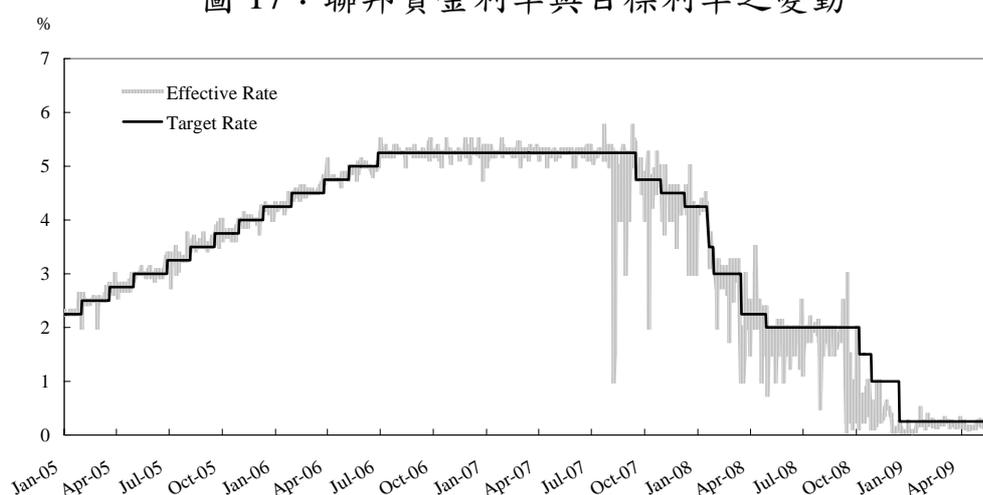
資料來源：Bloomberg。

第五章、政策影響

一、傳統貨幣政策之影響

次貸風暴發生之前，Fed藉由傳統貨幣政策工具之執行，尚能有效將聯邦資金利率控制在目標區附近。惟自2007年8月美國次貸風暴開始，由於Fed低估金融危機的嚴重性，加上疏於釐清金融機構損失及認清危機本質，是以，Fed藉由迅速、大幅調降利率的傳統貨幣政策操作，依舊無法有效消弭信用市場之緊絀壓力¹⁰(圖17)。

圖17：聯邦資金利率與目標利率之變動



資料來源：Bloomberg。

二、非傳統貨幣政策之影響

(一)準備貨幣迅速倍增¹¹

隨著金融市場動盪加劇，Fed藉由提供多項非傳統融通機制、擴大直接投資金融資產規模等擴充資產方式，直接注資深

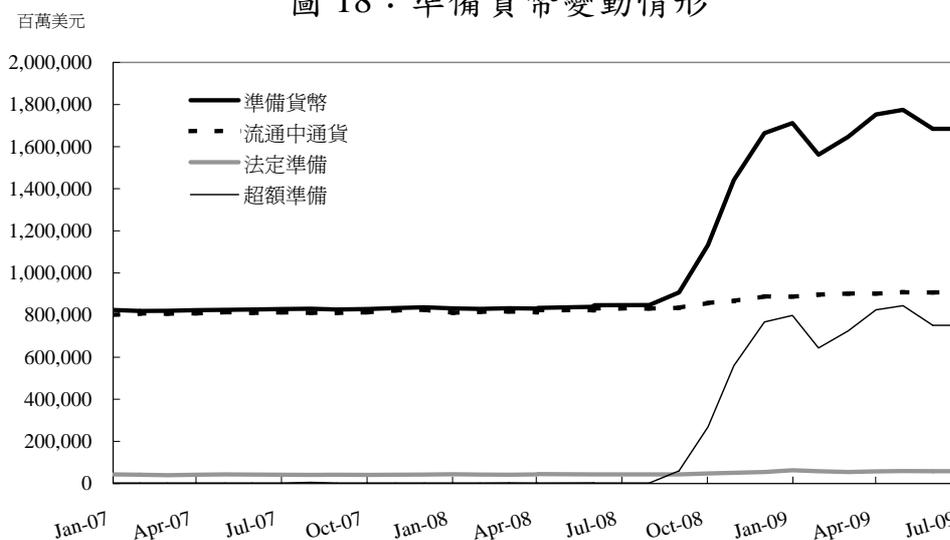
¹⁰ 見Blanchard, Olivier, (2009), "The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies," *IMF Working Paper*, April.

¹¹ 見Gavin, William T. (2009), "More Money: Understanding Recent Changes in the Monetary Base," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.91, No.2, March/April.

陷危機的信貸市場，以期有效降低金融危機對信用條件與實體經濟造成的衝擊與傷害，目前，Fed 資產已大幅擴張逾 2 兆美元。

2008 年 9 月以前，準備貨幣並未受到Fed採行信用寬鬆¹² 政策影響，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(圖 18)。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。

圖 18：準備貨幣變動情形



資料來源：Fed 網站。

¹² 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。

另就金融危機發生前後Fed資產負債表變動情況(2007年8月~2009年4月)觀察，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9)，過去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1.31兆美元；在負債方面(表10)，隨著資產規模膨脹，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6,880億美元¹³。

表9：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
傳統項目	810	592	573	572	617
政府債券	791	479	477	479	549
機構債	0	0	10	13	68
RP	19	113	86	80	0
非傳統信用措施	0	244	585	1,487	1,310
機構MBS	0	0	0	0	366
TAF	0	150	150	415	404
PDCF	0	2	106	57	1
AMLF	0	0	73	77	4
TALF	0	0	0	0	6
融通AIG	0	0	45	84	45
CPFF	0	0	0	257	163
MMIFF	0	0	0	0	0
購入Bear Stearns資產	0	30	29	27	27
購入AIG資產	0	0	0	0	45
外國央行換匯協定	0	62	182	570	249
其他	59	70	56	156	121
資產合計	869	906	1,214	2,215	2,048

資料來源：Fed網站。

¹³見Ben S. Bernanke, (2009), "Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet," *Speech* at the National Press Club, Washington, February.

表 10：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
Reverse RPs	0	0	25	25	0
財政部存款	5	4	165	612	336
一般性帳戶	5	4	5	53	136
特別融資帳戶	0	0	160	559	200
其他	39	50	88	114	83
通貨發行額及銀行庫存現金	777	795	799	828	863
銀行準備金	14	16	95	594	719
法定準備	12	15	15	15	29
超額準備	2	1	80	579	690
資本	34	41	42	42	47
負債、資本合計	869	906	1,214	2,215	2,048

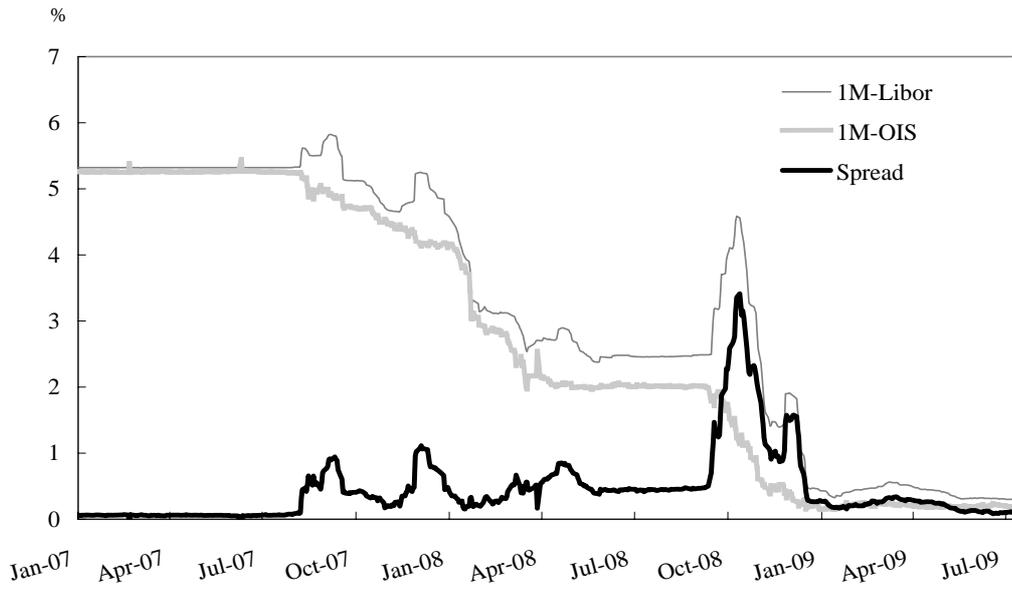
資料來源：Fed網站。

(二) 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。次貸風暴前，Libor/OIS利差低於1%，波動相當平穩；惟自2007年8月以來，隨著次貸風暴蔓延，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利差呈現巨幅跳升¹⁴。1個月期及3個月期Libor/OIS利差分別由危機前的7bps及10bps最高揚升至341bps及366bps(圖19、20)，利差擴大幾近大蕭條時之水準。惟觀察目前Libor/OIS利差，市場流動性已有顯著改善之跡象。

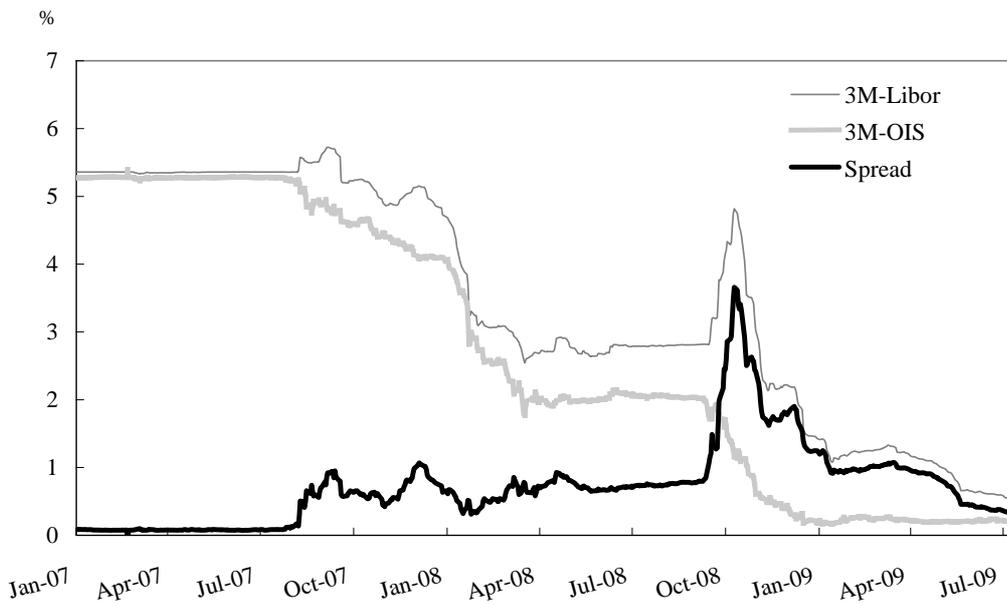
¹⁴ 見Krishna Guha, (2008), "Libor boost as Fed casts doubts on New York," *Financial Times*, May 4.及Michael Mackenzie, (2008), "Speculation grow over Libor changes," *Financial Times*, May 14.

圖 19：1-Month LIBOR-OIS



資料來源：Bloomberg。

圖 20：3-Month LIBOR-OIS



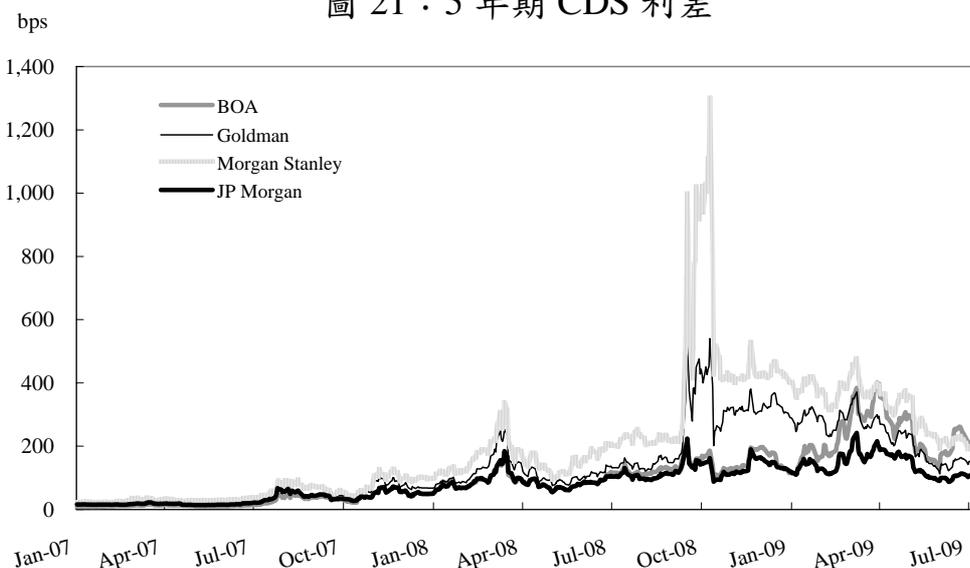
資料來源：Bloomberg。

(三)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；至於未及證券化及

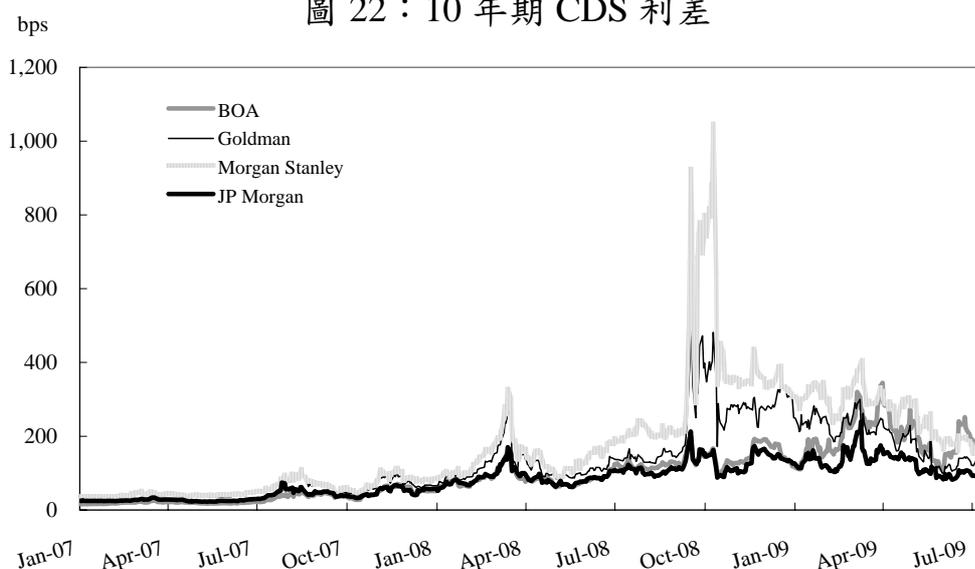
出脫之債信等級較低之貸款，違約率亦大幅攀升，導致 CDS 利差居高不下。Fed 藉由非傳統貨幣政策持續挹注市場流動性後，美國主要大型金融機構 5 年期及 10 年期 CDS(圖 21、22)，相對於金融風暴前，其信用貼水雖仍偏高，惟已明顯回穩，顯示非傳統貨幣政策之採行，除降低流動性短缺外，亦已有效增進市場對於金融機構之信心。

圖 21：5 年期 CDS 利差



資料來源：Bloomberg。

圖 22：10 年期 CDS 利差

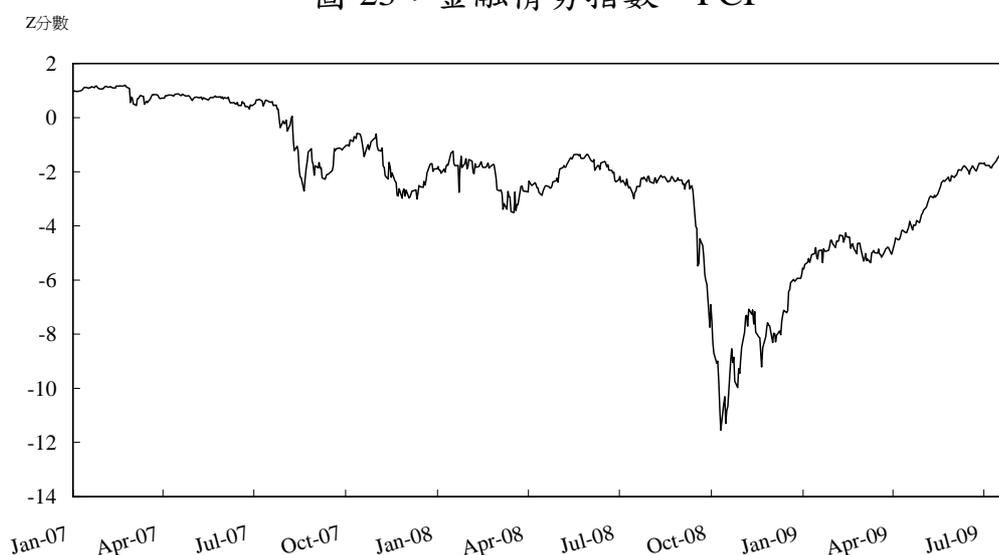


資料來源：Bloomberg。

三、整體成效分析

觀察Bloomberg的美國金融情勢指數¹⁵(FCI)變化，自 2007 年 7 月次貸風暴爆發，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呈現回升走勢(圖 23)，顯示在Fed積極採取政策措後，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。

圖 23：金融情勢指數—FCI

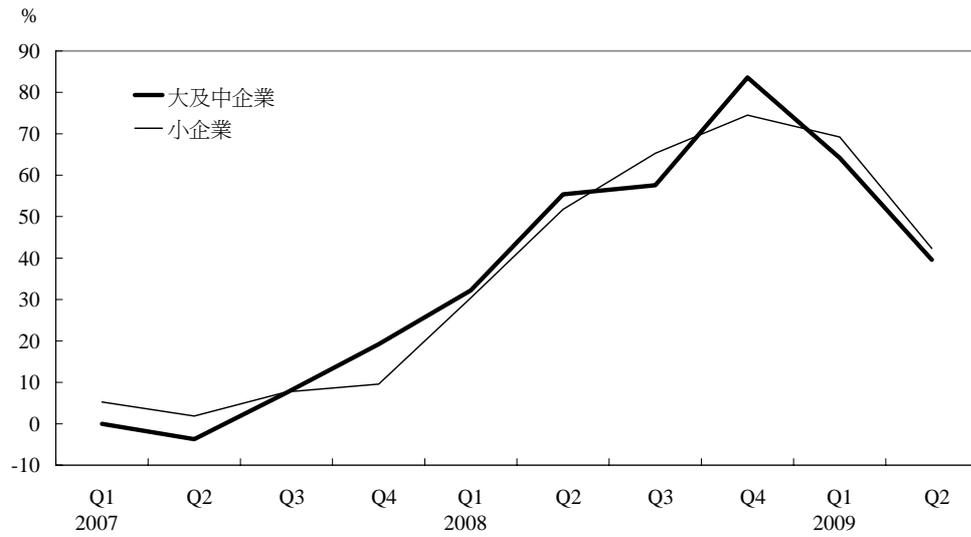


資料來源：Bloomberg。

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 24)。

¹⁵ 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。

圖 24：銀行對企業放款緊縮¹⁶趨勢



資料來源：Fed 網站。

¹⁶ 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。

第陸章、結語與心得

一、結語

近年來，由於美國金融體系逐漸由傳統「銀行型體制 (bank-based system)」轉為以直接金融為主的「市場型體制 (market-based system)」；加上金融創新、證券化與財務工程的盛行，不僅打破既有的風險報酬關係，更提供金融機構強烈誘因進行高槓桿操作。由於依賴市場日深，使得美國在此次金融風暴中，受創最為嚴重。

風暴初期，Fed 的寬鬆貨幣政策，雖在某種程度上有效抵消了金融失序對借貸市場的負面影響，但對於降低交易對手風險之成效並不顯著。鑑於市場動盪加劇，傳統貨幣政策工具功效有限，Fed 爰於 2008 年 9 月中旬起，新創多項融通機制，以擴充本身資產負債表規模之方式，直接注資問題市場。其關鍵目標包括：

- (一)提供市場充足的流動性，降低金融中介機構的融資風險。
- (二)促進貨幣市場效率。
- (三)健全金融市場正常運作，強化貨幣政策的有效性。

Fed 的非傳統「信用寬鬆(credit easing)」政策，雖未能完全消弭來自金融風暴之威脅，但在支撐信貸市場的運作功能以及重建金融市場秩序方面已具成效。惟因渠等政策著重於資產面的組合替代，其對期限溢酬或風險溢酬的影響值得關注；此外，隨著信用緊絀減輕、房價觸底以及低利率政策發酵，大量資金競逐有限資源，其可能引發通膨的潛在風險；以及當金融條件趨穩之時，政策相關的退場機制等，均為後續觀察的重要議題。

二、心得

證券化與全球化的盛行，不僅加深國內及國際間金融機構的相互關連性，更成為此次金融危機重創全球經濟之主因。根據國際貨幣基金(IMF)估計，以美國及歐洲國家吸納全球將近9成5以上的損失最為嚴重，亞洲地區則受創程度相對輕微，損失金額未及5%¹⁷。

美國做為世界金融之首，Fed 的政策操作與動向，不僅攸關全球金融市場之發展，甚或影響各國貨幣政策之走向。面對受創嚴重的金融體系，除政府提供擔保外，Fed 的因應措施包括提供金融體系充裕流動性、透過公部門注資的銀行再資本化(recapitalization)，甚至進入市場直接購買長期債券。

我國因超額儲蓄居高不下，外資復持續大量流入，市場資金過剩，異於美國資金的結構性不足；加以間接金融為主的「銀行型體制(bank-based system)」，亦與美國金融體系多所差異；此外，更因我國銀行業涉入資產負債表外活動未深，曝險於無流動性之證券化資產不高，因此，整體受創程度相對美國輕微。

是以，Fed 試圖穩定市場，大量挹注市場流動性的相關機制未必全然適用於國內。然近年我國金融市場發展日趨複雜化，面對金融市場劇烈動盪，Fed 權衡控制指標利率，兼採緊急融通機制之輕重緩急思維，或仍值得本行關注與參考。

¹⁷ 見IMF, (2009), *Global Financial Stability Report Market update*, January 28.

參考資料

1. Ben S. Bernanke, (2008), "Liquidity Provision by the Federal Reserve," *Speech* at the Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference, May 13.
2. Ben S. Bernanke, (2009), "The Crisis and the Policy Response," *Speech* at the Stamp Lecture, London School of Economics, England, January 13.
3. Ben S. Bernanke, (2009), "Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet," *Speech* at the National Press Club, Washington, February.
4. Ben S. Bernanke, (2009), "Financial Reform to Address Systemic Risk," *Speech* at the Council on Foreign Relations, Washington, D.C., March 10.
5. Blanchard, Olivier, (2009), "The Crisis : Basic Mechanisms, and Appropriate Policies," *IMF Working Paper, April*.
6. Board of Governor of the Federal Reserve System, (2009), "Forms of Federal Reserve Lending to Financial Institutions" , January.
7. Board of Governor of the Federal Reserve System, (2009), "The Federal Reserve's response to the crisis" , February.
8. Frederic S. Mishkin, (2008), "The Federal Reserve's Tools for Responding to Financial Disruptions " *Speech* at the Tuck Global Capital Markets Conference, Tuck School of Business, Dartmouth College, Hanover, New Hampshire, February 15.
9. Gavin, William T. (2009), "More Money : Understanding Recent Changes in the Monetary Base," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.91, No.2, March/April.
10. IMF, (2008), "Chapter 2 : Stress in Bank Funding Markets and Implications for Monetary Policy," *IMF Global Financial Stability Report*, October.
11. IMF, (2009), *Global Financial Stability Report Market update*, January 28.
12. Krishna Guha, (2008), "Libor boost as Fed casts doubts on New York," *Financial Times*, May 4.
13. Michael Mackenzie, "Speculation grow over Libor changes," *Financial Times*, May 14.

14. US Treasury Department, (2009), "Financial Stability Plan Fact Sheet" ,
February
15. Fed 網站 <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>
16. FRBNY 網站 <http://www.ny.frb.org/markets/index.html>
17. SIFMA 網站
<http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics>
18. 紐約聯邦準備銀行98年5月4日~5月8日「U.S. Monetary Policy
Implementation」訓練課程講義
19. 彭博資訊

附表：Fed因應金融風暴政策操作日誌	
2007.8.9	由於美國次級房貸問題擴大，美股下挫並波及全球金融市場。為紓解市場流動性不足之壓力，Fed及ECB等主要國家央行緊急挹注市場資金。
2007.8.17	鑑於美國次級房貸問題惡化，引發市場流動性趨緊，Fed為維護金融市場秩序，宣佈調降貼現利率二碼至5.75%，係2001年以來首度調降貼現利率。
2007.9.18	鑑於美國次級房貸問題惡化，引發市場流動性趨緊，Fed為避免金融市場動盪對經濟產生負面效果，宣佈調降聯邦資金利率二碼至4.75%，係2003年6月以來首度調降聯邦資金利率。貼現利率亦同步調降至5.25%。
2007.10.31	Fed宣布調降聯邦資金利率1碼至4.50%，係2007年9月以來第二度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至5.00%。
2007.12.11	Fed宣布調降聯邦資金利率1碼至4.25%，係2007年9月以來第三度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至4.75%。
2007.12.12	Fed、加拿大央行(Bank of Canada)、ECB、BOE及瑞士央行(Swiss National Bank)宣佈實施臨時性短期資金標售機制(Term Action Facility)，標售資金予合格的存款機構，以補強目前的釋金效率。此外，Fed並將與ECB及瑞士央行建立換匯機制。
2008.1.22	Fed召開臨時會議，宣布調降聯邦資金利率3碼至3.50%，係2007年9月以來第四度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至4.00%。
2008.1.30	Fed宣布調降聯邦資金利率2碼至3.00%，係2007年9月以來第五度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至3.50%。
2008.3.16	Fed召開臨時會議，宣布調降貼現利率1碼至3.25%，使得貼現利率與聯邦資金利率目標之間的差距由0.5個百分點縮小至0.25個百分點。
2008.3.18	Fed宣布調降聯邦資金利率3碼至2.25%，係2007年9月以來第六度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至2.50%。
2008.4.30	Fed宣布調降聯邦資金利率目標1碼至2.00%，係2007年9月以來第七度調降資金利率目標。貼現利率亦同步調降至2.25%。
2008.7.13	美國財政部及Fed提出拯救房利美及房地美兩家房貸機構的方案，將要求國會授權無限制購買兩家機構的股票，並將兩家機構的信用額度提高。Fed也授權該兩家機構可以直接向紐約聯邦準備銀行借貸貼現窗口資金。
2008.7.14	Fed通過房貸放款新規範，主要措施包括強制要求銀行業者須確實完成貸款戶的財力徵信作業、規範業者不得設立提前清償罰則與要求不動產鑑價師必須按實鑑價。新措施規範對象為承做房貸業務的所有放款機構，不單僅針對受聯準會監管的銀行。
2008.9.14	Fed宣佈3項措施以提供金融市場協助，包括：(1)擴大主要交易商融通機制(PDCF)與短期融券機制(TSLF)之擔保品範圍；(2)TSLF的標售期間縮短為每星期進行1次且標售總金額增至2,000億美元；(3)暫時放寬聯準會法第23A章之規定限制，使存款保險受保機構能對其附屬機構提供更多的流動性支援至2009年1月30日止。
2008.9.15	美國第四大投資銀行雷曼控股公司(Lehman Brothers Holdings Inc.)申請破產保護，引發金融市場劇烈動盪。為此，ECB、BOE與Fed聯手採取穩定金融市場之措施，挹注市場資金，以紓緩流動性緊絀之情況。

附表：Fed因應金融風暴政策操作日誌 (續1)

2008.9.16	Fed根據聯邦準備法第13-3章，授權FRBNY提供850億美元貸款予美國國際集團(AIG)。貸款利率為LIBOR再加上8.5個百分點，並以認購權證取得AIG 79.9%的股權。該項貸款以AIG及其分支機構所有資產為擔保，並將以出售該公司部分營運單位為其還款來源。
2008.9.18	Fed共提供1,800億美元的換匯操作予加拿大央行(100億)、BOE(400億)、ECB(550億)、日本央行(600億)及瑞士央行(150億)，採取聯合行動，以舒緩因次貸危機對美元短期資金市場所帶來的龐大壓力。Fed與ECB及瑞士央行的換匯操作總額分別達1,100億與270億美元。
2008.9.19	Fed核准兩項臨時性最終施行細則(interim final rules)，截止日期為2009年1月30日，主要為提供存款保險機構與銀行控股公司等無附加追索權貸款資金，以利其從貨幣市場基金購入資產擔保商業本票。此外，Fed另將購入房利美、房地美與聯邦住宅銀行所發行的短期債務。
2008.9.24	Fed與澳洲、瑞典、挪威與丹麥中央銀行簽訂換匯協議，金額分別為100億、100億、50億與50億美元。
2008.9.29	Fed宣布與加拿大央行、BOE、ECB、日本央行、丹麥央行、挪威央行、澳洲央行、瑞典央行與瑞士央行的換匯總金額增至6,200億美元，以穩定全球的金融市場。Fed並擴大既有的或建立新的融通機制，包括84天期短期標售機制每次標售金額由750億美元增至250億美元，並成立總金額達1,500億美元的遠期標售機制。
2008.10.6	Fed宣布將對存款機構的應提與超額準備付息。
2008.10.7	Fed宣布建立商業本票融資機制(Commercial Paper Funding Facility, CPFF)，以確保短期資金市場有足夠的流動性。
2008.10.8	Fed與歐洲央行(ECB)、英格蘭銀行(BOE)、加拿大央行、瑞士央行與瑞典央行發表聯合聲明，共同降低各自的官方利率2碼，以因應全球金融市場的緊張情勢。其中，美國聯邦資金利率目標由2.00%降至1.50%。
2008.10.21	Fed宣布成立貨幣市場投資者融資機制(Money Market Investor Funding Facility, MMIFF)，在該機制下，FRBNY將對特殊目的機構(SPV)提供融資資金，以利其向合格的投資者購買合格資產。
2008.10.29	Fed調降聯邦資金利率目標2碼至1.00%。
2008.10.29	Fed宣布與巴西、墨西哥、南韓與新加坡等國建立暫時性換匯機制，以提供各國最高額度達300億美元的美元流動性，該機制有效期間至2009年4月底止。
2008.11.23	美國財政部、Fed與聯邦存款保險公司發表聯合聲明，以200億美元支援花旗銀行。財政部與聯邦存款保險公司將對花旗銀行的貸款或證券之損失，提供3,060億美元之保障。
2008.11.25	Fed宣布建立短期資產擔保證券貸款機制(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)，以支持根據學生貸款、汽車貸款、信用卡貸款以及中小企業處保證貸款所發行的資產擔保證券。

附表：Fed因應金融風暴政策操作日誌 (續2)

2008.11.25	Fed宣布將動用最多6,000億美元收購房利美、房地美等政府贊助機構發行或擔保的房貸抵押證券。Fed另外透過FRBNY提供2,000億美元的融資額度，用來收購卡債等金融資產證券化商品。
2008.11.25	美國財政部將從7,000億美元的紓困方案中提列200億美元，作為Fed 2,000億美元融資計畫的「信用保護」。
2008.12.16	Fed宣布調降聯邦資金利率目標3~4碼至0~0.25%。
2009.2.3	Fed宣布將其與13國或地區(澳洲、巴西、加拿大、丹麥、英國、歐元區、南韓、墨西哥、紐西蘭、新加坡、挪威、瑞典、瑞士)央行之間的暫時性換匯機制期限，延長至2009年10月30日。
2009.3.3	Fed宣布啟動定期資產抵押證券貸款機制(TALF)，計劃提供1兆美元的融資規模，協助投資者購買以學生貸款、汽車貸款、信用卡貸款以及中小企業司保證貸款所發行的資產擔保證券。
2009.3.18	Fed宣布擴大購買各種債券措施：(1)增購政府支持企業(GSEs)所發行的房屋抵押擔保證券(MBS)7,500億美元，使購買總額達1.25兆美元之規模；(2)增購GSEs所發行的債務工具1,000億美元，使購買總額達到2,000億美元；(3)於未來6個月之內購買長期政府證券3,000億美元，以挹注民間信用市場資金。
2009.3.19	Fed宣布擴大定期資產抵押證券貸款機制(TALF)之合格擔保品範圍至以房貸服務預付款為擔保、以企業設備貸款租賃為擔保、以車隊租賃為擔保與以平面佈置貸款為擔保等4種資產抵押擔保證券(ABS)。
2009.4.29	美國聯邦公開市場委員會(FOMC)宣布維持聯邦資金利率於0~0.25%的目標區間不變，並表示將在較長時間內維持上述利率於超低水準。
2009.5.7	Fed、通貨監理局與聯邦存款保險公司聯合發布美國19家銀行控股公司壓力測試結果顯示，若經濟大幅轉壞，2009與2010年該19家銀行的損失將達6,000億美元，其中4,550億美元為放款損失，餘為投資損失。另19家銀行中有9家已有足夠的資本準備因應，另外10家則需增加1,850億美元的資本。