

由全球金融風暴綜觀貨幣政策角色的轉變

黃 富 櫻

摘 要

(一) 研究動機：

本次金融危機央行貨幣政策角色有那些轉變、轉變的原因及副作用與挑戰，係本文的研究動機，希望透過本文以美國Fed為主、英國及歐洲央行為輔的分析架構，探索本次金融危機貨幣政策角色的轉變。

(二) 貨幣政策角色轉變的主要原因

1、金融結構性與傳統經濟理論迷思的遠因：金融體系結構變遷，金融中介由往昔的「銀行基礎」轉為「市場基礎」，影響所及，貨幣政策架構及金融監理規定跟不上金融變遷速度，一方面產生金融監理套利問題，另一方面貨幣政策無法透過傳遞機制影響金融市場及經濟活動，無法發揮政策功

能，達成政策目標。再者，金融危機亦凸顯金融市場主流「效率市場假說」的迷思，以該假說作為金融治理支柱，的確造成嚴重的問題，並使危機加劇。

2、市場性近因：金融危機所衍生市場恐慌的快速質變、無法掌控性、以及本次金融危機對經濟金融的影響超乎預期，真的很嚴重，促使央行必須在非常時期採非常措施，包括在政策利率趨近於零後之非傳統貨幣政策措施，央行的角色轉變也是維持金融安定不得不為的選擇。

(三) 貨幣政策角色的主要轉變--傳統與金融危機期間的比較

		轉變前的傳統角色	轉變後的角色
央行目標與工具		一目標一工具：物價安定/政策利率	多目標多工具：物價安定+金融安定/政策利率+其他工具
央行貼現窗口融通	操作方式	自主申請	標售方式
	融通對象	只限在央行開設準備金帳戶的銀行	除銀行外，尚包括非銀行的其他金融機構。
	擔保品	合格擔保品規定較嚴，通常只接受政府債券為合格擔保品	放寬合格擔保品規定，包括流動性欠佳的證券。
	融通利率	具懲罰性質，大都以央行政策利率加特定碼。	央行調降融通加碼幅度，其利率較傳統貼現窗口融通利率低。

	融通期限	多為隔夜	延長融通期限，包括 7 天、28 天、30 天、60 天及 90 天等期限。
貨幣政策工具	最後融通者		最後造市者/最後資本供應者
	公開市場操作等傳統政策工具		尚包括政策利率趨近於零時之非傳統貨幣政策工具，如央行的公開承諾、量化寬鬆措施及信用寬鬆措施。
央行干預		獨自干預、獨自降息	聯合干預、聯合降息

(四) 貨幣政策角色轉變的副作用與挑戰

副作用	挑戰
央行資產負債表規模急遽擴充，潛藏通膨壓力。	(1) 退場策略的時間拿捏極為重要，若為防禦通膨，太早出手，可能會付出很大的代價。 (2) 央行資負債表可能面臨利率與信用風險，有損央行財務健全性與聲譽。
道德風險上升，金融機構愈併愈大且愈錯綜複雜。	維持金融安定： (1) 預防金融危機勝於處理或解決金融危機 (2) 央行應重視基金一窩蜂贖回之擠兌風潮較諸存款擠兌嚴重，及傳統金融監理架構跟不上金融體系結構變遷等問題，對金融穩定構成的威脅。 (3) 央行應與金融主管當局合作建立金融機構退場機制，以解決長期困擾的「太大不能倒」監理迷思。 (4) 央行金融監理議題再度成為國際關注的焦點，在論戰未明朗化以前，央行如何與金融監理單位合作協調及分享資訊，勢必為央行後危機時代的重要工作。
可能危及央行獨立性與央行政策自主性。	央行與國內相關單位，或國外央行合作，須不能損及央行獨立性與政策自主性。

(五) 後續研究方向：

台灣金融市場仍維持「銀行基礎」的金融中介，維持金融安定亦為本行的法定目標之一，本行在執行貨幣政策維持金融安定方面，目前尚無窒礙難行之處。但考量基金等非銀行金融機構日益茁壯，台灣未來亦可能面臨基金一窩蜂贖回擠兌風潮對金融安定的不利衝擊。因此，目前本行以銀行為重心之貨幣政策架構是否足以因應未來的金融危

機、本行是否應另具備金融穩定政策工具用來預防金融危機及建構金融穩定政策決策單位、以及國際間各國央行在金融穩定角色的發展等議題，似可作為後續研究方向。此外，各國央行在後危機時代執行退場策略之後，各國的貨幣政策是否回復至危機以前的常態模式，或記取教訓進行必要的改革，其後續發展值得加以密切追蹤觀察。

壹、前言

源自 2007 年 8 月美國次貸風暴在 2008 年底達到最高峰之金融危機，由美國境內蔓延至境外，由工業先進國家波及新興市場經濟體及開發中國家，由房屋市場波及金融機構及金融市場，由金融面殃及實質經濟，甚至出現經濟衰退反饋影響金融，金融再影響經濟之惡性循環夢魘。有人形容英國倫敦的金融中心被岩石（北岩銀行）擊中，美國華爾街被雷（雷曼兄弟）擊中，雙雙動搖英國倫敦及美國華爾街重要金融中心的國際地位與聲望。

傳統教科書指出，央行的角色包括執行貨幣政策維持物價安定、扮演最後貸款者、執行與監控支付制度，有些央行則仍包括金融監理角色。但許多央行在應用傳統貨幣政策措施因應此次金融危機時，大都面臨傳統措施不足以紓緩危機的侷限與困窘。本次金融危機各國採行前所未有的紓困措施，包括寬鬆貨幣政策及擴張性財政政策，其速度之快、幅度之深、頻率之高、規模之大，以及非常時期的非常措施等均極為罕見，包括央

行將政策利率調至歷史低點，及採行非傳統貨幣政策措施。

本質上，非傳統措施的定義並不明確，多數央行亦不熟悉如何操作。G7 的研究人員稱此次金融危機各國所採非傳統或非標準化措施，有如在飛機飛行途中重新設計飛機，正足以刻劃非傳統貨幣政策措施的高風險與不確定性。非傳統貨幣政策工具的確是一種高風險的選擇措施，亦凸顯央行貨幣政策角色轉變的心路歷程。因此，本次金融危機央行角色有那些轉變、轉變的原因及副作用與挑戰，係本文的研究動機，希望透過本文以美國 Fed 為主、英國及歐洲央行為輔的分析架構，探索本次金融危機貨幣政策角色轉變後央行業務領域的新境界。

本文共計五章，除本前言外，第貳章彙整說明各國因應金融危機的措施，及央行貨幣政策角色的主要轉變；第參章解析貨幣政策角色轉變的主要原因；第肆章說明央行角色轉變的副作用與挑戰；最後為結論，並提出後續研究方向。

貳、各國金融危機因應措施與貨幣政策角色的主要轉變

本章彙整說明各國因應金融危機的措施，由各國貨幣政策措施中分析貨幣政策角色有那些主要轉變，至於角色轉變的原因，

將於第參章加以解析。

一、各國因應措施

本次金融危機各國政府的措施傾巢而

出，其規模、頻率與多樣化，均前所未有，寫下全新紀錄。此外，本次金融危機期間若干央行的聯合干預及聯合降息措施，亦凸顯貨幣政策全球化的最新發展趨勢。茲分別由貨幣政策措施、央行聯合操作及財政政策措施扼要說明因應措施如下：

(一) 貨幣政策措施

表1以美國Fed、歐洲央行及英格蘭銀行為例，說明主要國家央行因應金融危機的貨幣政策措施。各國央行的措施大體近似，如大幅調降利率至趨近於零的歷史新低紀錄後，改採量化寬鬆或信用寬鬆政策，前者如Fed及英格蘭銀行，主要透過大量公開市場操作及買入政府債券的方式，增加銀行準備金，希望銀行能維持供應經濟活動所需資

金；後者如Fed、歐洲央行及英格蘭銀行，主要透過買入特定市場的債券，如Fed買入政府贊助機構發行的債券及MBS（Mortgage-Backed Securities），英格蘭銀行買入公司債及商業本票，歐洲央行買入擔保債券。信用寬鬆政策的主要目的是影響信用市場及整體金融情況，換言之，央行希望能降低信用利差，其性質與量化寬鬆政策略有差異。

本次金融危機前述央行亦延長融通期限、及大幅放寬擔保品與交易對象的規定，另亦放寬融券規定，金融機構可以流動性次佳的證券交換政府債券，以利向央行的融通作業，藉以紓緩拆款市場資金緊俏的壓力。此外，渠等央行亦縮小利率區間操作的差距，大幅降低常設性窗口融通利率，直接以

表1 主要國家央行因應金融危機的貨幣政策措施

目標	措施	美國 Fed	歐洲央行	英國央行
官方貨幣政策動向	調降政策利率	✓	✓	✓
	額外微調操作	✓	✓	✓
	調整準備制度			✓
	縮小央行隔夜存放款利率區間	✓	✓	✓
	對準備金付息	✓		
	提高國庫存款	✓		
	短期存款或央行票券		✓	✓
影響拆款市場	調整貼現窗口工具	✓		✓
	額外長期操作	✓	✓	✓
	擴大合格擔保品範疇	✓	✓	✓
	擴大交易對象	✓		✓
	央行間換匯協議	✓	✓	✓
	採用或放寬融券規定	✓		✓
影響信用市場及整體金融情況	CP 融資/買入/合格擔保品	✓		✓
	ABS 融資/買入/合格擔保品	✓	✓	✓
	公司債融資/買入/合格擔保品			✓
	買入政府部門債券	✓		✓

資料來源：BIS 79th Annual report. June 29, 2009.

較低資金成本鼓勵金融機構使用貼現窗口融通或相關融通工具，Fed並自2008年10月起新增對存款機構準備金付息的工具，有效調節聯邦資金利率的變動。

(二) 央行聯合操作

除表1所顯示主要國家因應金融危機的個別措施外，先進國家的央行在此次金融危機期間亦進行聯合操作，以共同化解散播各處的金融混亂。2007年12月美國、加拿大、

歐元地區、瑞士、及英國等央行共同宣佈聯合干預措施，執行短期資金標售（TAF（註1））操作，採標售方式挹注市場短期資金，美國亦同時宣佈與瑞士及歐洲央行進行換匯操作，供應美元資金。隨著危機擴大，與美國換匯的國家亦不斷擴大（見表2）；金融危機於2008年9月中旬雷曼兄弟事件後進入新混亂階段之際，加拿大、歐元地區、瑞士、瑞典、英國、美國等國央行同步發表聯合降

表2 危機期間各國央行的聯合操作

	2007/12	2008/3	2008/9	2008/10	2008/11	2009/1	2009/2
提供外幣流動性	換匯操作						
Fed (美元)	瑞士、歐元地區		日本、英國、澳洲、加拿大、丹麥、挪威、瑞典	巴西、韓國、墨西哥、紐西蘭、瑞典			
瑞士央行 (瑞士法郎)				歐元地區	波蘭	匈牙利	
歐洲央行 (歐元)				丹麥、匈牙利	波蘭		
北歐央行 (丹麥、挪威及瑞典) (歐元)		愛爾蘭					
瑞典央行 (瑞典克朗)							伊斯坦尼亞
調降政策利率	聯合降息						
				加拿大、歐元地區、瑞士、瑞典、英國、美國			

資料來源：BIS 79th Annual report. June 29, 2009.

息措施，除寬鬆資金外，亦共同宣示央行同力合作，化解危機的決心。

(三) 財政政策措施

經濟學派的主張並非恆古不變，此次金融危機即由新古典學派回到凱恩斯學派，力倡政府擴張性財政政策的凱恩斯學派成為主流，其實各國政府係以寬鬆貨幣政策搭配擴張性財政政策，共同用來紓緩金融危機，但因財政措施之規模動則數千億美元，實施以來亦使各國的財政負擔急遽累積，不僅財政赤字快速擴大，亦影響各國的國家風險評等。表 3 顯示美國、英國及德國的財政政策措施，包括擴大存款保險範圍、限制股票賣空、公共資金注入銀行資本、及各種資產保險及負債保證等。此外，亦有將問題金融機構國有化的措施，如英國將北岩銀行國有化。

二、貨幣政策角色的主要轉變

本單元由各國紓困措施中，觀察金融危機期間貨幣政策有那些角色轉變，茲說明主要角色轉變如下：

(一) 貨幣政策法定目標：由物價安定之單目標轉變為物價安定與金融安定之雙目標

維持物價安定向為多數央行執行貨幣政策之唯一目標，所謂一目標（通貨膨脹目標）一工具（央行政策利率）即在形容 1989 年紐西蘭銀行率先實施通貨膨脹目標化機制以來多數國家之央行的普遍現象，實施近 20 年來無窒礙難行之處，其中亦經歷金融危機的試驗，也多能充分應用貨幣政策工具，有效化解危機。

此次延宕多時之金融危機凸顯央行在維持金融安定的重要地位，除顯示央行傳統貨幣政策工具不足以紓緩金融危機的困窘外，亦顯示多數國家央行欠缺維持金融安定的法源依據，以致在時間拿捏與速度上多有束縛。央行不再擁有金融監理權限，以及欠缺維持金融安定之法源、工具等，已成為央行紓困金融危機的最大挑戰。英格蘭銀行移出金融監理權限後，未能充分掌控北岩銀行的第一手資料，徒增紓困作業困擾，就是最顯

表 3 主要國家因應金融危機的財政政策措施

	美國	英國	德國
存款保險	✓	✓	✓
股票賣空限制	✓	✓	✓
注入資本	✓	✓	✓
負債保證	✓	✓	✓
資產保險	✓	✓	
資產買入	✓	✓	✓
銀行國有化	✓	✓	✓

資料來源：BIS 79th Annual report, June 29, 2009.

著的例證。

附表 2 主要國家之央行法比較表顯示，多數央行均明訂維持物價安定為央行的唯一法定目標，並在物價安定無虞的情況下協助經濟成長。美國 Fed 則有物價安定與充分就業之雙元目標。除我國與日本在央行法中明訂促進金融安定係央行的目標之一外，其餘絕大多數國家的央行法中並未明訂維持金融安定為央行的法定任務，此實係本次金融危機，英格蘭銀行於法無據，窒礙難行引發責難之處，惟英國已提出金融改革計劃，並於 2009 年 2 月 12 日公布修定後之銀行法（Banking Act 2009），其中增訂維持金融安定為央行的法定目標。美國亦然，儘管 Fed 擁有較他國央行有利之「預防危機（註 2）」與「管理危機（註 3）」優勢，亦推出許多創新措施，力挽狂瀾，試圖維持金融體系的整體安定，但 Fed 亦欠缺維持金融安定之明確的法定任務。因此，國際間多起攸關金融風暴的研討會或高峰論壇中，均強烈主張應另賦予央行維持金融安定的法定任務，並賦予央行維持金融安定的政策工具。

（二）貼現窗口融通：由 Walter Bagehot 趨嚴的傳統方式轉變為危機期間趨鬆的操作方式

Walter Bagehot 在 1873 年所發表「Lombard Street」一書闡述各國央行貼現窗口融通工具的基本原則，其基本原則與構想包括：

1、及早與無金額限制：央行若能及早與無金額限制供應貼現窗口資金，可及時避免銀行拋售資產，而拋售資產會使資產價格遽跌，財富縮水，最後衝擊總體經濟，而經濟與金融的惡性循環，又會使經濟金融產生螺旋下滑的更嚴重衰退。

2、好的擔保品、較高的懲罰利率及有償債能力的機構（firms）：總體資源是有限的，為促進資源有效配置，鼓勵銀行先由市場籌資，而不是直接向央行融通，各國央行規定只有提供好的擔保品之有償債能力的機構才能向央行融通，且應適用較高的懲罰性利率。

Walter Bagehot 不希望銀行非必要使用央行有限的流動性，其理論基礎仍為各國央行的有用架構，沿用迄此次金融危機以前並無窒礙難行之處。嚴格而言，此次金融危機各國所採工具亦多符合 Walter Bagehot 的原則，只是為因應當前嚴峻的危機險境，已進行若干調整。因此本文以金融危機為界，區分危機前後為傳統與危機期間貼現窗口。茲由操作方式、融通對象、擔保品、融通利率與期限比較傳統與危機期間貼現窗口融通如下，至於危機結束後，各國央行是否回復至傳統方式，TAF 是否成為永續的常設工具，值得進一步觀察其後續發展：

1、操作方式

(1) 傳統方式：銀行自主申請模式。

(2) 危機期間：新創標售方式，主要係因

銀行使用貼現窗口的污名化恐懼，銀行使用貼現窗口的意願很低，使傳統貼現窗口無法在金融危機時發揮應有的功能。基此，Fed在2007年12月推出TAF短期資金標售工具，提供存款機構透過標售方式使用貼現窗口工具，採匿名及非當天交割方式，有效遏止存款機構污名化戒慎，並紓緩資金緊俏壓力。值得加以說明的是，Walter Bagehot提出貼現窗口融通架構之時，並無銀行污名化恐懼的問題，因此，新創的標售方式，實屬因時制宜的彈性措施。

2、融通對象

(1) 傳統方式：融通對象只限於在央行開立準備金帳戶之銀行或存款機構，渠等亦為央行金融監理的對象（如Fed），並不包括不受央行監理的非銀行金融機構（如投資銀行）。

(2) 危機期間：此次金融危機，資金極端緊俏，所有金融機構在交易對手信用風險的疑慮下，均進行若干程度的資金惜售、囤積等保衛戰，Fed不得不祭出經濟大蕭條時期所增訂從未使用之聯邦準備法第13-3條（註4），在異常緊急時期，擴大融通對象包括非銀行金融機構，如開放主要交易商使用貼現窗口融通之PDCF（註5）工具，及針對問題金融機構，如投資銀行、AIG（註6）及房利美與房地美進行緊急融通。

3、擔保品

(1) 傳統方式：各國央行依據Walter Bag-

ehot原則，設定品質好的合格擔保品條件，通常包括零風險的政府債券。

(2) 危機期間：此次金融危機期間金融機構普遍面臨品質好的擔保品用罄，缺少合格擔保品向央行融通的窘狀。基此，許多央行頻頻多次放寬擔保品規定，甚至提供融券機制（如Fed及英格蘭銀行），以利金融機構以流動性次佳的證券與央行交換流動性佳的證券（如政府債券），進行各項融通機制，紓解資金早象。

4、融通利率：傳統與危機期間的融通利率基準相同，均以央行利率區間的政策利率目標加特定碼，但加碼的幅度則明顯不同。

(1) 傳統方式：採較高的加碼幅度，具懲罰性質。

(2) 危機期間：採較低的加碼幅度，鼓勵金融機構使用貼現窗口。換言之，貼現窗口融通在危機期間適用較低的利率，如，Fed在2007年8月17日調降主要融通利率2碼，2008年3月16日調降1碼，合計調降3碼，導致主要融通利率與聯邦資金利率目標間之差距由原先之100個基本點降為25個基本點。歐洲中央銀行（註7）及瑞典央行（註8）亦有類似調降融通利率加碼幅度的現象。

5、融通期限

(1) 傳統方式：融通期限多為隔夜。

(2) 危機期間：各銀行只願借出極短期的隔夜資金，不願拆出短天期資金，導致短期資金異常緊俏。為紓解短期資金的緊俏態

表 4 傳統與危機期間貼現窗口融通的比較

	傳統貼現窗口融通	危機期間貼現窗口融通
操作方式	銀行自主申請，無金額限制	除維持傳統自主申請模式外，另新增標售方式，如 Fed 的 TAF 短期資金標售工具。
融通對象	有償債能力的銀行或存款機構	融通對象擴大至銀行以外的非銀行金融機構，如投資銀行、AIG 及房利美、房地美。必要時，亦可對非金融機構之企業與個人進行必要的融通
擔保品	央行合格擔保品(優質擔保品通常為政府債券及央行存單)	擴大合格擔保品的範疇，包括次佳的擔保品，及實施融券機制，以解決銀行擔保品不足的困境
融通利率	較高懲罰利率，通常為央行政策利率目標加特定碼（如 25、50、100bp）	表面上維持融通利率之規定，但實質上已大幅降低加碼的幅度，亦即融通利率較傳統為低
融通期限	融通期限較短，通常為隔夜	延長融通期限，如 28 天、30 天、60 天等

資料來源：作者整理。

勢，許多央行紛紛延長融通期限，包括 7 天、28 天、30 天、60 天、90 天等。危機期間貼現窗口融通之期限明顯較傳統的隔夜為長。（見表 4）。

（三）操作模式：非傳統貨幣政策輔助傳統貨幣政策

傳統與非常傳統貨幣政策的定義並不明確，有人指稱 Fed 在危機期間的若干新種工具為非傳統貨幣政策，但事實不然，若干新種工具其實由舊的工具延伸修訂而得，如擴大融通對象與擔保品範圍及延長融通期限等，基本上仍具傳統貨幣政策工具的面向，因此不宜將其歸類為非傳統貨幣政策。本文採國外若干文獻的定義，如 Meier Andre (2009)、Banque de France(2009)、John Murray(2009)、Bini-Smaghi Lorenzo (2009)、Ma-

saaki Shirakawa(2009)，將各國央行一目標（通貨膨脹目標）一工具（央行政策利率）的模式定義為傳統貨幣政策，危機期間，各國央行在政策利率趨近零之際，所採寬鬆措施定義為非傳統貨幣政策。

1、單一目標單一工具的傳統貨幣政策

一目標一工具的傳統貨幣政策，意指央行設定央行政策利率目標（通常為央行附買回操作利率或隔夜拆款利率），經由公開市場操作（大多為附買回操作）調節市場資金供應，俾市場極短期利率（通常為隔夜拆款利率）緊密依循央行政策利率目標變動，透過利率管道與信用管道（註 9）的貨幣政策傳遞機制，最後達成通貨膨脹目標。因此，在正常情況下，央行不需要，亦不會對民間企業或政府融通，亦不會買斷政府債券、公司

債、商業本票及擔保債券等債券。央行只要有效管理貨幣市場的流動性，即能達成中期通膨目標，此係繼紐西蘭央行率先實施通膨目標化機制之後，若干央行趨之若鶩的操作模式，實施多年來各國央行亦都滿意此種一目標一工具的傳統貨幣政策的操作模式。

一目標一工具的傳統貨幣政策模式雖普獲各國央行的信賴，但回顧經濟快速成長，物價相對低水準的大穩定時期，即已逐漸暴露「一目標一工具」政策的缺失，由於實際通膨水準一直低於通膨目標，各國央行特別是Fed，爰能維持相當長的低利率政策。但許多評論家直接指出 Fed 的低利率政策其實是此次金融危機的根源，辜不論其爭議性，但可以肯定的事實是，「一目標一工具」政策不足以應付此次的全球金融危機。

2、非傳統貨幣政策

隨著央行頻頻大幅調降利率，各國的隔夜拆款利率普遍維持低檔，甚至低於央行政策利率，如美國的聯邦資金利率低於聯邦資金利率目標。事實上，調降利率的工具有其侷限，央行不可能將利率調低至零以下。在央行將政策利率調低趨近於零（通常有效的低利率水準為 0.25%-0.5%），利率與信用管道之傳遞機制無法繼續發揮功能之際，央行必須推出其他政策工具，如日本在 2001-2006 年所採之量化寬鬆貨幣政策，俾能舒緩金融危機，甚至降低通貨緊縮風險。因此，央行政策利率趨近零之後的貨幣政策通稱為非傳

統貨幣政策。

就各國央行在金融危機期間，政策利率趨近於零時所採措施加以觀察，非傳統貨幣政策包括下列三大項目：

(1) 央行對未來政策利率有條件的承諾（conditional commitments）：央行的政策利率已趨近零且不可能繼續調降利率，但景氣仍在谷底盤旋時，央行必須透過溝通政策對外說明其未來的政策利率走勢，明確有條件承諾央行將維持一段時間低利率水準，因此，溝通政策其實是貨幣政策的重要工具（註 10）。如，日本央行推出量化寬鬆貨幣政策時，同時對外明確承諾央行將維持寬鬆政策至物價年增率轉為正數為止；加拿大央行亦於 2009 年 4 月 21 日的政策聲明稿中對外宣稱其未來 14 個月的利率走勢。加拿大央行基於通膨展望，承諾將在 2010 年第 2 季底以前不調升利率，維持政策利率於 0.25%；美國 Fed 亦於 2009 年 3 月 18 日的政策聲明稿中，宣稱當前的經濟情況仍需繼續維持低聯邦資金利率目標水準（0-0.25%）一段期間（an extended period）。

(2) 量化寬鬆措施（quantitative easing）：量化寬鬆措施旨在透過大規模的公開市場操作或買入政府債券，挹注銀行資金，希望銀行繼續對企業維持正常授信，其中間目標係希望擴充貨幣總計數，滿足經濟活動所需的資金。如日本 2001-2006 年之操作模式由隔夜拆款利率目標改為設定準備金活存帳戶目

標，就是一種量化寬鬆措施；又如 Fed 及英格蘭銀行的買入政府債券操作，亦屬量化寬鬆貨幣政策。

(3) 信用寬鬆措施 (credit easing)：信用寬鬆措施旨在調節特定市場的資金供應，有效降低信用利差，其與量化寬鬆措施近似，都是央行的非傳統寬鬆措施，但量化寬鬆適用在銀行基礎金融中介的金融體系，而信用寬鬆則適用於市場基礎的金融中介環境。此次金融危機，美國若干資產市場的信用利差不斷擴大，Fed 亟思因應對策，因此，Fed 理事主席 Ben S. Bernake 稱，Fed 所採買入 MBS、政府贊助機構所發行債券及機構債券等措施，與日本的寬鬆貨幣政策不同，美國的信用寬鬆措施，希望能大幅降低信用利差，以維持特定市場的正常運作。歐洲央行

及英格蘭銀行在此次金融危機期間，亦採買入特定資產的信用寬鬆措施，歐洲央行買入擔保債券，英格蘭銀行則買入公司債及商業本票。

表 5 顯示 2008 年 9 月至 2009 年 6 月主要央行買入債票券的統計資料。Fed 及英格蘭銀行買入債票券淨額占 2008 年 GDP 比率分別為 6.0% 及 7.1%，占 2007 年 7 月準備貨幣之比率分別為 104.7% 及 146.6%，雙雙顯示該二央行在量化寬鬆及信用寬鬆操作的規模。歐洲央行及日本央行買入之規模則相對較少。Fed 購入之債票券中，以購入機構債券（房利美、房地美、吉利美）及機構保證債券為大宗（65.1%），次為購入政府債券（21.0%），買入商業本票占 13.9%。英格蘭銀行則以購入政府債券為大宗，占 97.3%。

表 5 主要國家央行之買入債票券

	Fed	英格蘭銀行	歐洲央行	日本央行
特定債票券名稱	政府債券、MBS、機構債券、商業本票	政府債券、公司債、商業本票	擔保債券	政府債券、公司債、商業本票、股票
淨買入上限				
單位：10 億美元	2,100	206	84	273
占 2008 GDP 比率	14.7	8.6	0.6	5.2
占 2007/7 準備貨幣比率	255.8	179.3	7.2	29.6
2008/9-2009/6 淨買入金額				
單位：10 億美元	859	168	0	33
占 2008 GDP 比率	6.0	7.1	0	0.6
占 2007/7 準備貨幣比率	104.7	146.6	0	3.6
政府債券佔買入債總額之比重	21.0*	97.3	0	92.1

資料來源：Andre Meier(2009)

*Fed 買入機構債券（房利美、房地美、吉利美）及機構保證債券所占比重為 65.1%。

(四) 最後供應者：由最後融通者轉變為最後造市者或最後資本供應者

本次金融危機的經驗顯示，央行貨幣政策角色已由最後融通者（lender of last resort）擴大為最後造市者（market maker of last resort），甚至可能成為最後資本供應者（capital of last resort）或最後風險承擔者（risk taker of last resort）。

貼現窗口融通係各國央行的貨幣政策工具，除用來調節金融，滿足銀行營業日結束時未經預期的資金變動，或協助銀行符合提存期之應提準備規定外，亦用來發揮最後融通功能，協助問題銀行度過難關。本次金融危機期間，央行最初仍依貨幣政策架構，扮演最後貸款者功能，如英格蘭銀行融通北岩銀行（註 11），Fed 透過 JPMorgan 間接融通 Bear Stearns。

此次金融危機的深度、廣度及感染度過深，在銀行普遍自保的情況下，央行已無法透過傳統貨幣政策架構之銀行管道調節市場混亂，因此，Fed、英格蘭銀行、歐洲央行、及日本央行等採信用寬鬆措施，紛紛跳過銀行，直接影響信用市場，俾大幅降低信用利差，輿論形容央行除扮演最後融通者外，已轉換角色扮演最後造市者，如上述央行買入公司債、商業本票及MBS等證券；甚至若金融機構的償債能力持續嚴重惡化時，央行有可能成為最後資本供應者，如日本央行在前

次金融危機買入銀行股票。本次金融危機學者專家咸認為，當市場真正的問題是償債能力而非流動性時，注資才是舒緩市場癱瘓的最適作法；最後，當央行在危機期間放寬擔保品與融通對象規定，其所買入之證券或提供融通之擔保品多屬品質較差者時，央行亦有可能成為整個經濟體之最後風險承擔者。

(五) 央行干預：由獨自干預、降息轉變為聯合干預、降息

綜觀此次金融危機以前的貨幣政策操作，各國央行基於國情需要，及貨幣政策自主性的主權，絕大多數均獨自執行政策操作或調降利率，除少數幾次外匯聯合干預外，鮮少進行聯合干預。反觀此次金融危機由美國國內快速發散至其他國家，全球市場美元資金亦吃緊，因此，美國主導若干次聯合行動，如 2007 年 12 月美國 Fed 與歐洲央行、英格蘭銀行、加拿大央行及瑞士央行共同發布聯合干預措施，Fed 並與歐洲央行及瑞士央行簽訂換匯協定，供應短期美元資金；2008 年 10 月上述央行外加瑞典央行聯合採行共同降息措施。因此，在全球金融市場的緊密關聯環境下，金融危機不再是一國危機，而是全球危機，貨幣政策若要有效發揮疏困危機的效果，則有賴各國央行間的通力合作，採行聯合措施，貨幣政策全球化的發展趨勢，亦屬央行貨幣政策角色的轉變之一。

參、貨幣政策角色轉變的主要原因

本次美國次貸危機引發全球金融危機迫使各國央行，特別是美國Fed，明顯調整貨幣政策的角色。回顧往昔危機發生時，央行採用傳統貨幣政策工具，亦多能有效舒緩金融危機，何以本次金融危機央行必須調整角色，實施非傳統措施，其原因固與近兩年發生的危機有關，但長期以來金融機構與金融市場結構性的轉變，實已埋下央行需調整其角色的根本原因。本章由總體面金融結構性與傳統經濟理論迷思的遠因及市場性近因說明貨幣政策角色的轉變，至於 Fed 轉變角色採取新種紓困措施因應金融危機之個別動態性理由，請參見附錄 1。

一、金融結構性與傳統經濟理論迷思的遠因

(一) 金融結構性遠因—金融體系結構變遷

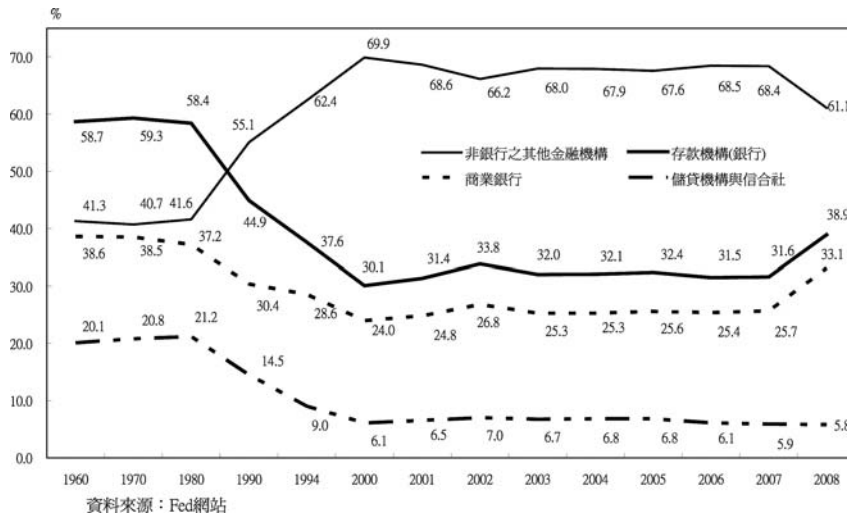
近數十年來全球金融環境隨著金融國際化與自由化而長足發展，金融交易之商品與技術亦隨著科技與通訊技術快速發展而頻頻創新，在新種商品及新市場參與者不斷增加的情況下，金融體系的結構產生重大的質變，金融中介活動由商業銀行轉移至非銀行之其他金融機構，換言之，金融體系結構已由往昔之「銀行基礎」轉移至「市場基礎」，許多企業體多由證券市場籌資替代銀行借款，商業銀行為求利潤最大化，亦成為證券市場的主要參與者，手續費收入不僅成為銀行獲利的主要來源，銀行的籌資模式甚

至產生重大變革，由傳統的「創始放款與持有 (originates and holds)」吸收零售存款資金的籌資方式，轉移為現代的「創始放款與配銷 (originates and distributes)」證券化批發性籌資模式。

證券化籌資固具有分散與移轉風險的正面意義，但在美國次貸徵信作業鬆散及低利率時代投資者追逐高收益與投資銀行客製化導致簽證承銷標準薄弱等交互影響下，反而衍生證券化籌資的負面效應，創造出更多風險，最後發生市場信心潰散的重大金融危機。總之，傳統以銀行為基礎的貨幣政策架構設計已跟不上金融結構變遷的速度，非銀行金融機構出現類似銀行的系統風險，但渠等又不在貨幣政策架構中，致貨幣政策傳遞機制無法發揮應有的效果 (註 12)。主要國家央行的一目標 (通膨目標) 一利率 (央行政策利率) 之市場導向操作模式，似乎無法有效充當紓困金融危機的政策工具，央行貨幣政策實已面臨無比嚴峻的挑戰。

茲以美國為例說明金融體系結構的變遷，圖 1 顯示 1960 年以來美國的銀行與非銀行在金融中介的比重互為消長。非銀行之其他金融機構的比重由 1960 年之 41.3% 提高至 2008 年之 61.1%，同期間銀行之金融中介比重則由 58.7% 降至 38.9%。其中商業銀行由 38.6% 降至 33.1%，儲貸機構與信合社亦

圖 1 美國的銀行與非銀行在金融中介的比重



由 20.1 % 降至 5.8 %。值得加以說明的是，2007 年發生金融危機以來，非銀行之其他金融機構及存款機構之比重出現些許逆轉現象，前者微降，後者微升，其幅度達 7.3 個百分點，商業銀行所占比重亦微升 7.4 個百分點。

至於金融體系結構變遷之背後原因，包括基金業務大幅成長、資訊處理與通訊技術創新、及金融理論長足發展。所衍生之特殊現象包括金融市場愈來愈重要、市場參與者愈來愈多，重要性愈來愈高、主要交易商及投資銀行與商業銀行愈來愈類似、各類市場間愈來愈緊密關聯、及銀行愈來愈國際化。金融體系的新風險因子則包括金融商品不透明、對流動性市場的依賴增加、市場變動快速，不易預測、危機風險跨國擴散、及市場擴大後提高了作業風險(註 13)。

(二) 傳統經濟理論迷思的遠因--「效率市

場假說」迷思

傳統總體經濟理論根植於 1776 年 Adam Smith 的「國富論」，其基本教義仍為後世學者津津樂道，往後各種學說亦欣欣向榮，但若干學說已隨著全球經濟發展而有更迭。就歷史紀錄加以觀察，新古典經濟學 (neoclassical) 對市場制度有信心的基本假設，最後淹沒在 1930 年代的經濟大恐慌。就近代紀錄加以觀察，本次金融危機則凸顯「效率市場假說」迷思。1970 年代 Eugene Fama 的「效率市場假說」成為金融市場主流，其基本理論認為在給定所有公開可取得的資訊下，金融市場會依據資產的內在價值決定價格，如公司的股價會精確反映該公司的真實價值；並假設投資者皆理性，能兼顧風險與報酬的平衡(註 14)。

美國 Fed 前理事主席 Alan Greenspan 可歸類為前述「效率市場假說」的奉行著，在

其擔任 Fed 理事主席長達 18 年的期間，其言行一言九鼎，對全球金融市場有深厚的影響，市場所謂的「葛林斯潘主義（Greenspanism）」或「葛林斯潘經濟學（Greenomics）」，主張 Fed 應該鬆綁對資產市場的管制，並以控制通貨膨脹為優先任務，此種央行治理信念在金融危機前之物價大穩定時期暢行無阻，並未暴露其中的治理迷思與隱憂，但本次美國次貸吹起的全球金融危機，其證券化過程衍生的種種金融市場的問題，特別是衍生性金融市場的監理問題，最後讓 Alan Greenspan 於 2008 年 10 月在美國眾議院的聽證會上坦承，他所深信銀行基於自我利益的業務經營，會保護其股東與法人投資者的自由市場意識形態有缺陷，對次貸及衍生性金融商品不加管制的確會造成嚴重問題，而使經濟衰退加劇。

儘管 Alan Greenspan 承認其對自由市場假說迷思的錯誤及主張政府應加強金融監理，但最後他仍辯稱，除了 CDS（Credit Default Swaps）的衍生性金融商品有問題外，絕大多數的衍生性金融商品並未造成主要問題，並稱現代經營模式中市場競爭與自由市場的重要支柱確已破解，但他仍無法完全理解為什麼會變成這樣。總之，金融危機前盛行的「效率市場假說」正如同「新古典經濟學」一樣，同樣淹沒在危機洪流中，各國央行轉變貨幣政策角色採取各種紓困措施，及於後危機時代積極進行金融改革，強化金融

監理，當屬導正對「效率市場假說」迷思的最具體行動。

二、市場性近因

（一）市場恐慌快速質變，難以掌控，貨市利差與信用利差攀升

就傳統貨幣政策架構加以觀察，央行執行貨幣政策以商業銀行或存款機構為操作重心，透過貨幣政策傳遞機制，調節資金供應，確保短期利率及貨幣與信用總量足以達成充分就業、物價安定等總體經濟目標。因此，央行通常不會對非銀行金融機構進行融資，在此次金融危機以前以銀行為操作對象，即能達成貨幣政策目標。

回顧本次危機初始，非銀行金融機構潛在損失所衍生的系統混亂，引發次貸風暴的第二階段金融危機，在投資者大規模贖回 BNP Paribas 的三大基金下，立即導致市場資金抽緊，BNP Paribas 在 2007 年 8 月 9 日關閉前述基金，則快速使當日之貨市資金緊俏，如英國當時的隔夜拆款利率飆升，較央行政策利率高 72-74bp。而貨幣市場基金、conduits、SIV（註 15）、投資銀行等非銀行金融機構經歷類似銀行擠兌的困境，貨市資金壓力立即導致銀行資金市場緊俏，在交易對手信用風險之戒慎下，利差上升、流動性縮水，特別是短期借款。總之，此次金融危機引發市場信心與市場變動的速度與幅度，遠超過央行對市場的掌控，從事後 Fed 所採若干新種措施加以觀察，亦多屬能快速遏阻市

場恐慌之不得不為之最佳選項。

國際間大都以 Ted-Spread 及三個月期美元 Libor 利率與 OIS(Overnight Index Swaps) 的利差作為貨幣市場資金鬆緊的指標，亦用來衡量金融市場的不確定性，特別是用來說明本次金融危機資金緊俏的嚴重性。其中 Ted-Spread 係指三個月期美元 Libor 利率與國庫券利率間的差距。茲分別說明金融危機以來貨市利差及信用利差之變動如下：

1、Ted-Spread

2007 年夏季金融危機發生以前 Ted-Spread 大都維持在 50 個基本點上下，次貸風暴發生起，其差距開始顯著上升，並於 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟公司申請破產導致金融危機進入新混亂局面起，陡峭上揚，於 10 月份達到 339 個基本點的歷史新高紀錄，隨後

在各國強有力的紓困措施下，Ted-Spread 轉呈陡直下降，2009 年初起其利差已低於 100 個基本點，截至 10 月則明顯降至 21.3 個基本點，已回到危機以前的常態水準（見圖 2）。

2、三個月期美元、歐元 Libor 利率與 OIS 的利差

三個月期美元 Libor 利率與 OIS 的利差在 2007 年 8 月金融危機發生後即不斷擴大，並於 2008 年 10 月 11 日達到 366 個基本點高峰，2009 年 3 月底起兩者間之差距則已明顯縮小低於 100 個基本點，截至 11 月 23 日止其利差明顯下降至 13.22 個基本點，已接近金融危機以前平均約 8 個基本點的常態水準。三個月期歐元 Libor 利率與 OIS 的利差走勢近似前述美元利差走勢（見圖 3）。

Ted-Spread 及三個月期美元、歐元 Libor

圖 2 Ted 的變動趨勢

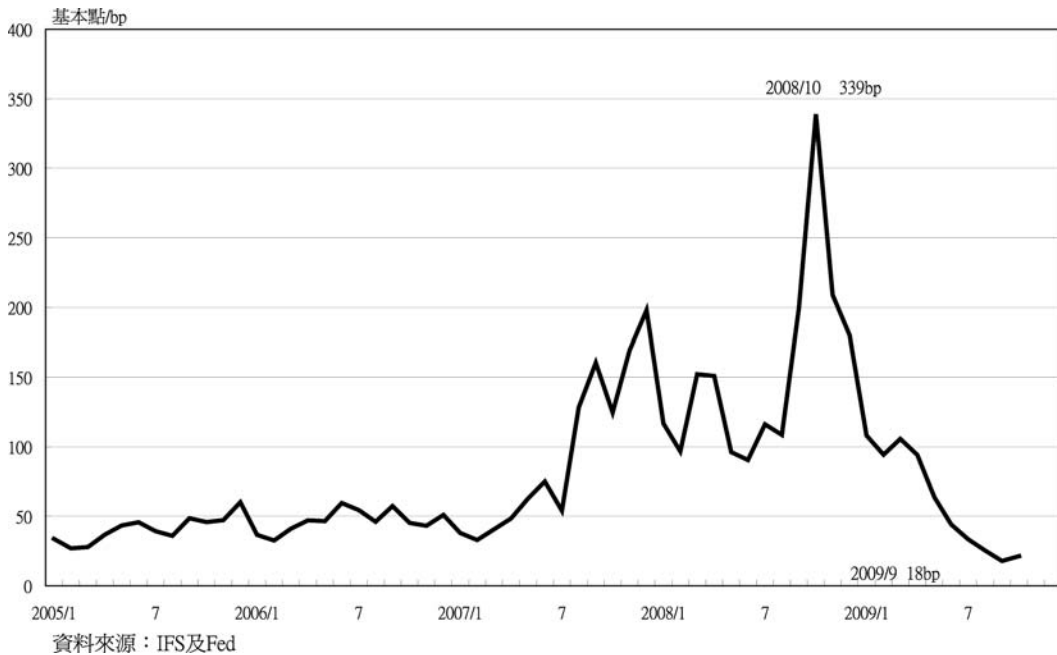
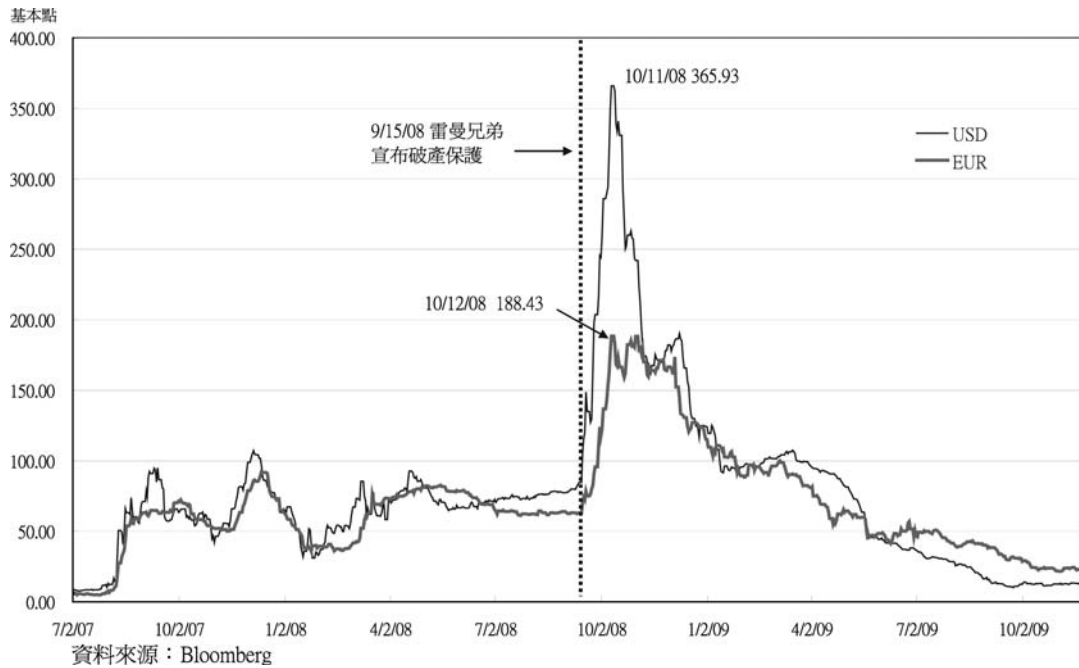


圖 3 三個月期美元及歐元 Libor 與 OIS 利率之差距



利率與 OIS 的利差均在金融危機以後不斷竄高，並於 2008 年 10 月間達到超過 300 個基本點的高峰。統計資料雙雙顯示，即使各國為消弭金融危機，陸續採取各種強力紓困措施，但資金仍屬緊俏，特別是對美元資金需求殷切，導致美元及歐元 Libor 利率在 2009 年初仍處高檔，本年 10-11 月則大都已回至金融危機以前的常態水平。

3、信用市場信用利差（credit spread）

表 6 取材 IMF 本年 10 月全球金融穩定報告的資料，以住宅抵押資產擔保債券（以下簡稱 ABS（註 16））及商業不動產 ABS 為例，顯示金融危機前後信用市場的信用利差狀況。就住宅抵押 ABS 而言，以美國的信用利差變動最為顯著，金融危機以前（2007 年 6 月 30 日）只有 26 個基本點，2008 年 9 月 12

表 6 信用市場利差

單位：基本點/bp

	金融危機以前 2007/6/30	雷曼兄弟倒閉 以前 2008/9/12	2009/4/30	2009/8/31
住宅抵押 ABS				
英國	10	215	315	190
美國	26	875	1,195	1,328
商業不動產 ABS				
歐洲	20	330	850	975
美國	30	290	1,100	650

資料來源：IMF/Global Financial Stability Report, October 2009.

日雷曼兄弟破產以前上漲至 875 個基本點，2009 年 4 月 30 日更揚升至 1,195 個基本點，截至 8 月 31 日繼續上揚至 1,328 個基本點。換言之，美國住宅抵押 ABS 的信用利差在本年 8 月底以前，仍維持高檔，較危機以前上漲 1,302 個基本點；另就商業不動產 ABS 加以觀察，其危機前後之變動幅度則不若住宅抵押 ABS 嚴重，同期間只上揚 620 個基本點，充分說明金融危機主要源自美國的住宅抵押市場及其衍生的金融周邊商品。

(二) 金融危機對經濟金融的影響超乎預期，真的很嚴重--IMF 數度下修 2009 年經濟與物價展望及上修金融機構的損失估計數

本次金融危機對全球經濟金融的影響，遠超過各國及國際金融組織的預期，IMF (註

17) 在 2008 年下半年以來不斷下修經濟與物價展望，及上修金融機構的損失估計數，其不定期頻頻修正估計數之現象，不僅乖離其定期公佈全球經濟展望的常態作業，亦說明此次金融危機令經濟學泰斗及經濟計量模型專家跌破眼鏡及難以捉磨的高度不確定性與罕見的嚴重程度。惟 IMF 2009 年 10 月最新公佈的預測資料顯示，上述現象均已有改善。茲分別說明如下：

1、下修 2009 年經濟成長率估計數

本單元以 2009 年經濟成長率的估計數為分析重點，主要係因 IMF 對危機以後全球的經濟展望中，以 2009 年的不確定性最高，對 2010 年則持較樂觀的估測。

圖 4 顯示 2008 年 7 月以來，IMF 五度下修 2009 年全球、先進國家及新興經濟體與開

圖 4 IMF 修正 2009 年經濟成長率估計數之記錄

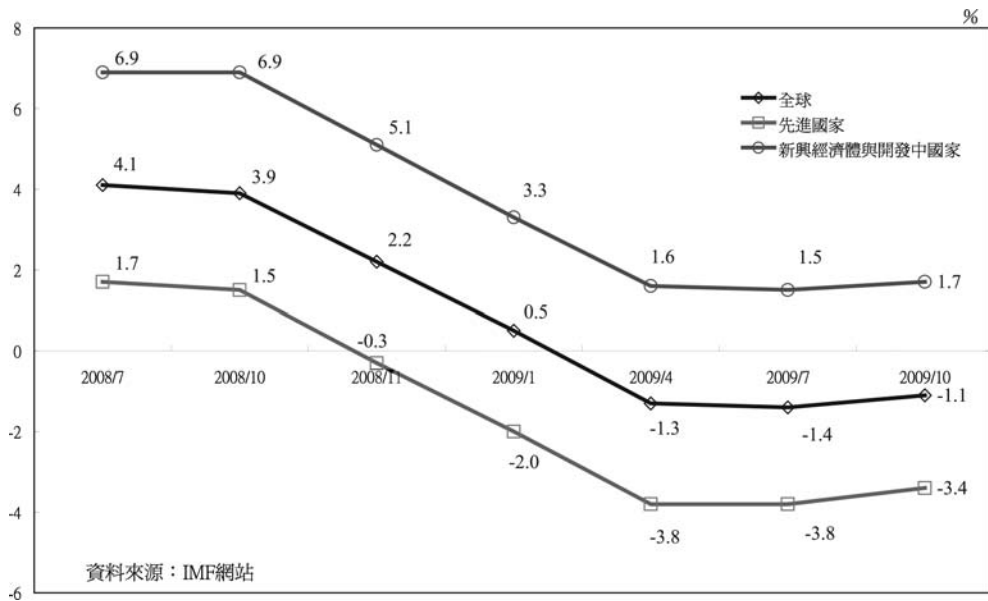


圖 5 IMF 修正各國 2009 年經濟成長率估計數之記錄

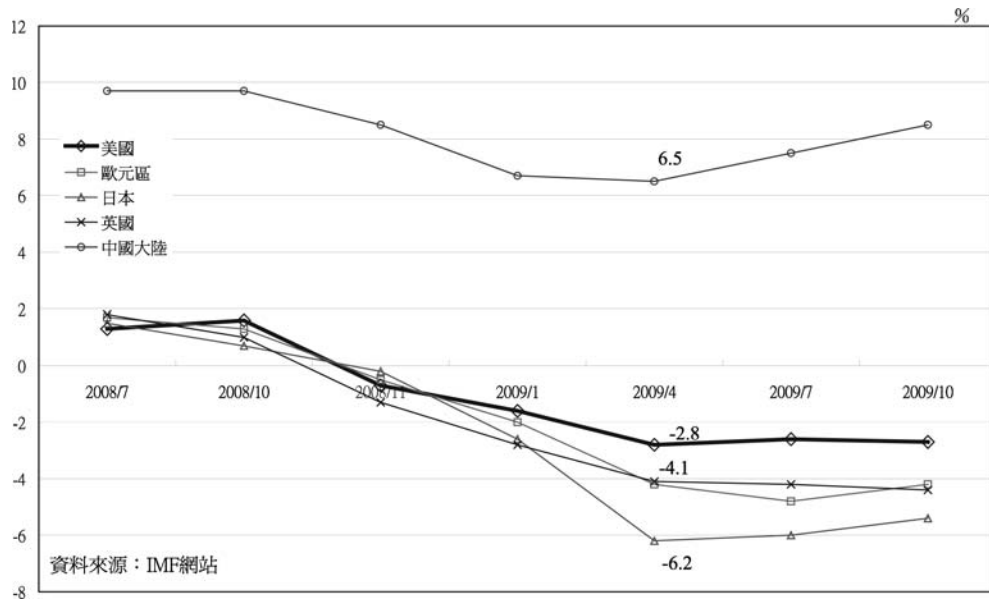
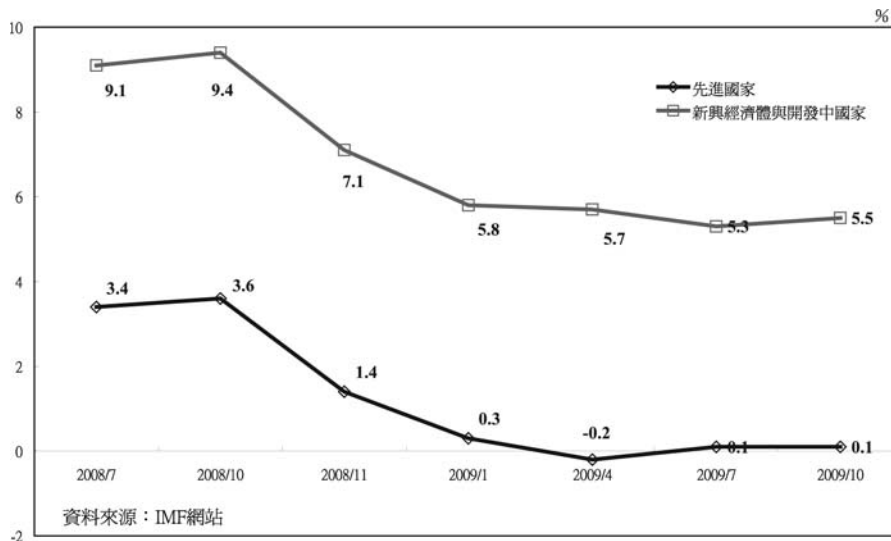


圖 6 IMF 修正 2009 年消費者物價年增率估計數之記錄



發中國家的經濟成長估計數，其中全球經濟成長率由 2008 年 7 月公佈之 4.1% 下修至 2009 年 7 月公佈之 -1.4%，前後相差 5.5 個百分點；先進國家的經濟成長率由 1.7% 下修至 -3.8%，前後亦相差 5.5 個百分點；新興經

濟體與開發中國家亦由 6.9% 下修至 1.5%，前後相差 5.4 個百分點。前述三項估計數之前後差異均在 5 個百分點以上，甚為可觀。惟 2009 年 10 月 IMF 已微幅上修最新預測資料，顯示全球的經濟衰退似有觸底反彈的跡象。

另就 IMF 對各國的經濟展望加以觀察，美國、歐元區、日本、英國及中國大陸等主要國家 2009 年的經濟成長率估計數亦皆維持下修走勢。2009 年 10 月 IMF 微幅上修歐元區、日本及中國大陸 2009 年的經濟成長率，但美國及英國則仍維持微幅下修走勢（見圖 5）。

2、下修 2009 年消費者物價指數年增率估計數

圖 6 顯示 IMF 下修 2009 年先進國家及新興經濟體與開發中國家之消費者物價指數年增率，前者由 2008 年 7 月公佈之 3.4% 下修至 2009 年 4 月公佈之 -0.2%，下修幅度達 3.6 個百分點；同期間後者由 9.1% 下修至 5.7%，下修幅度亦達 3.4 個百分點。兩者之下修幅度均超過 3 個百分點，在消費者裹足不前、惜買摺節支出之低靡氣氛下，各國的通貨緊縮風險有升高趨勢。惟 2009 年 10 月 IMF 已微幅上修 2009 年的消費者物價年增率。換言

之，已暫時解除通貨緊縮壓力，但是否會有通貨膨脹壓力，則端視未來景氣回升及各國紓困措施退場策略的速度與規模。

3、上修全球金融機構的損失估計數

圖 7 顯示 IMF 不斷向上修正全球金融機構（註 18）的損失估計數，由 2008 年 4 月估測之 0.95 兆美元提高至 2009 年 4 月之 2.71 兆美元。其中放款損失由 0.23 兆美元提高至 1.07 兆美元，證券損失則由 0.72 兆美元上升至 1.64 兆美元。兩種資產損失中，以證券損失所佔比重（61%）較大。考量 2009 年 10 月 IMF 並未援例公布全球金融機構的損失估計數，只公佈全球銀行（註 19）的損失估計數，因此，本文另取 2009 年 10 月與 2009 年 4 月所公佈之全球銀行損失估計數加以比較，其中美國的銀行損失已略有改善，歐洲及全球銀行的損失則持續上升（見圖 8）。

4、失業率持續攀升

圖 7 IMF 修正全球金融機構損失估計數之紀錄

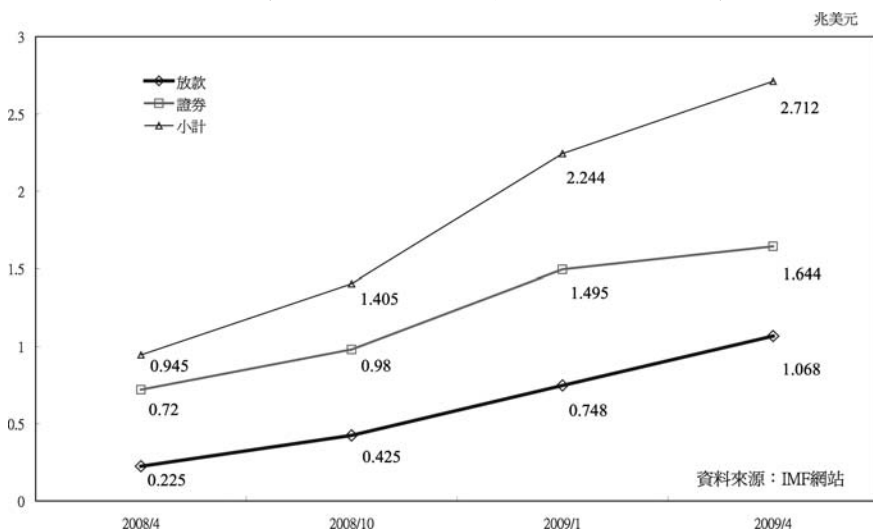
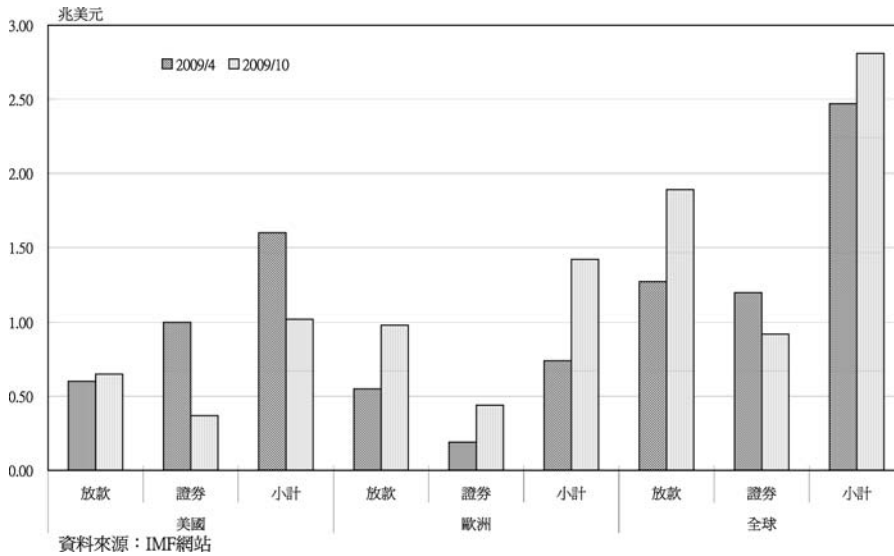


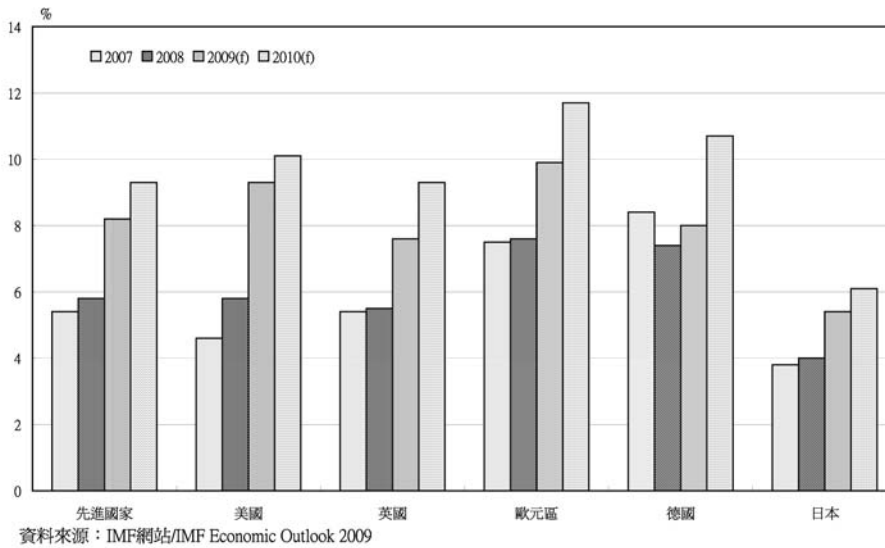
圖 8 IMF 修正全球銀行損失估計數之紀錄



金融危機造成景氣衰退，金融機構及企業在嚴重虧損威脅下，連番大幅裁員或實施無薪休假制度，導致各國失業率明顯攀升。IMF 指出，各國經濟成長率可望於 2010 年漸入佳境，但失業率則將於 2010 年達到高

峰。圖 9 顯示，美、英、日、歐元地區等先進國家 2007-2010 年的失業率大多呈攀升走勢，其中美國及歐元地區 2010 年的失業率估計數將高達二位數的高峰，德國 2010 年的失業率估計數亦達 10.7%。

圖 9 IMF 公佈之主要先進國家的失業率



肆、貨幣政策角色轉變的副作用與挑戰

IMF 的研究報告指出，伴隨金融危機產生的經濟衰退，其所需的紓困措施會很多，所需復甦的期間也會很長，本次金融危機延宕兩年有餘，似應驗了前述看法。儘管各國央行轉變貨幣政策角色，採取一系列非常時期的非常措施，跳脫傳統最後貸款者角色，直接扮演造市者的救市英雄，對紓解危機有正面的意義，但似乎無法充分發揮各國的預期效果（註 20），也產生央行資產負債規模急遽擴充、未來通膨壓力、道德風險上升、金融機構合併導致規模更大、關係更錯綜複雜等副作用。本章將分別說明貨幣政策角色轉變衍生的副作用及未來面臨的挑戰如下：

一、央行資產負債表規模

先進國家央行為因應金融危機，轉變貨幣政策角色，進行大規模操作後，產生資產負債表規模急遽擴充及潛在通膨壓力的副作用，同時面臨防禦通膨的退場策略與財務健全性潛在風險等挑戰，茲分別說明如後：

（一）副作用：央行資負規模急劇擴充， 潛藏通膨壓力

主要先進國家央行為因應本次金融危機，採取一系列前所未有的措施後，均造成央行資產負債表急遽擴充，其擴充之速度與規模皆創下歷史紀錄，其中亦潛藏通膨壓力。因此，央行資負規模急遽擴充係本次金融危機貨幣政策角色轉變的主要副作用，資

負規模大幅擴充同時也會有扭曲民間部門誘因及資源分配的副作用。其中值得注意的是，本次金融危機銀行基於自保，在對交易對手信用風險的戒慎操作下，大多以超額準備保有央行釋出的資金，無法顯著發揮央行釋金的預期效果。茲以美國 Fed 為例，說明央行採行一系列金融危機因應措施後，央行資產負債表的變動，包括資負規模擴充、超額準備急遽累積及貨幣總計數平穩成長與貨幣乘數下降。

1、Fed 資產負債表規模快速擴充

表 7 顯示 Fed 金融危機以前及以後的資產負債表（註 21），分別取樣 2007 年 6 月 27 日、2008 年 12 月 31 日及 2009 年 9 月 30 日的資料。金融危機以前（2007 年 6 月 27 日）的資負規模為 8,689 億美元，2008 年 12 月 31 日金融危機高峰時已擴張至 22,659 億美元，較金融危機以前增加 13,970 億美元或 160.78%，本年 9 月 30 日之資料雖已稍稍回降，但規模仍達 21,442 億美元。圖 10 亦顯示 Fed 的資產規模於 2008 年 12 月底達到最高峰，較上年同期增加 153.51%。

2008 年底資負規模較危機以前增加 13,970 億美元，就資產面觀察，主要係對金融機構短期融通增加 11,587 億美元，及特定對象融通之商業本票融通工具（CPFF（註 22））增加 3,341 億美元，前者短期融通主要

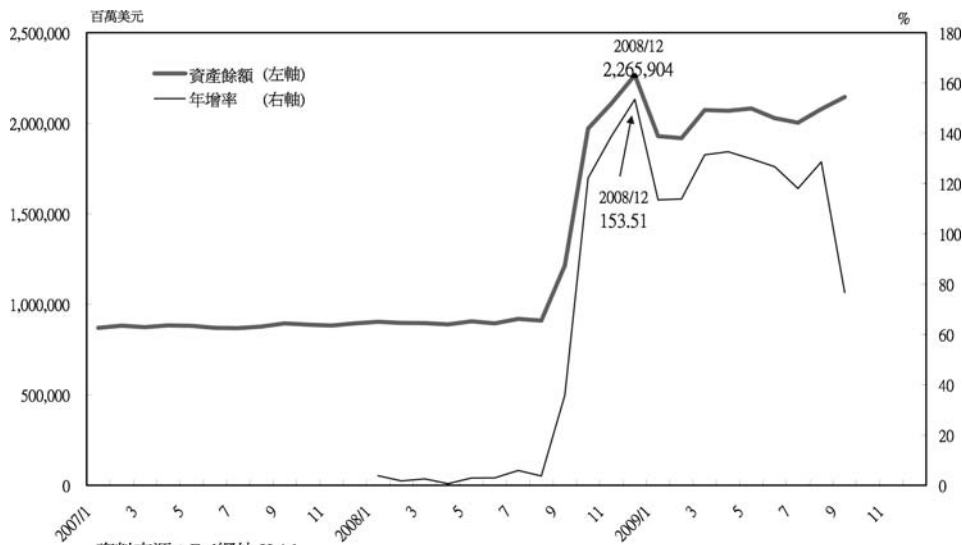
表 7 Fed 資產負債表的變動

單位：億美元；%

	2009/9/30(1)		2008/12/31(2)		2007/6/27(3)		(1)-(3)		(2)-(3)	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
黃金及現金等	182	0.85	149	0.66	142	0.63	40	0.31	7	0.05
附買回交易	0	0.00	800	3.53	200	0.88	-200	-1.57	600	4.29
買入有價證券	15,927	74.28	4,956	21.87	7,905	34.89	8,022	62.90	-2,949	-21.11
對金融機構短期融通	2,641	12.32	11,589	51.15	2	0.01	2,639	20.69	11,587	82.94
特定融通對象的融通	837	3.90	3,341	14.74	0	0.00	837	6.56	3,341	23.92
緊急融通	1,003	4.68	1,128	4.98	0	0.00	1,003	7.86	1,128	8.07
其他資產	852	3.97	696	3.07	440	1.94	412	3.23	256	1.83
資產合計=負債與淨值合計	21,442	100.00	22,659	100.00	8,689	38.35	12,753	100.00	13,970	100.00
通貨發行額	8,735	40.74	8,532	37.65	7,751	34.21	984	7.72	781	5.59
附賣回	689	3.21	884	3.90	301	1.33	388	3.04	583	4.17
存款	11,392	53.13	12,480	55.08	206	0.91	11,186	87.71	12,274	87.86
其他負債	115	0.54	342	1.51	100	0.44	15	0.12	242	1.73
淨值	511	2.38	421	1.86	331	1.46	180	1.41	90	0.64

資料來源：Fed網站

圖 10 Fed 的總資產餘額及年增率



資料來源：Fed網站-H.4.1

註：Fed已停止出版統計月報，2008年10月以後之月底資料以該月最後一週週三之資料代替。

係 TAF 增加 4,502 億美元及與外國央行換匯 2,593 億美元。

操作增加 5,537 億美元使然。負債面，主要係存款增加 12,274 億美元，其中超額準備增加 8,348 億美元，財政部特別融資帳戶增加

另就 2008 年 12 月 31 日的資產負債結構加以觀察，資產面以短期融通為大宗，占 51.15%，其次為買入有價證券，占 21.87%，

再次為特定融通對象的融通，占 14.74%，三者合計占 87.76%。負債面以存款為大宗，占 55.08%，其中超額準備占 36.98%。

2、超額準備急遽累積

圖 11 及圖 12 顯示 2008 年 9 月以前存款

機構之實際準備足敷其法定準備規定，兩者規模相當；在 9 月雷曼兄弟事件加重危機嚴重性以後，隨著央行推出各種融通工具，存款機構在 Fed 的準備存款、實際準備及超額準備均水漲船高，並於 2009 年 5 月達到高

圖 11 存款機構之實際準備與應提準備

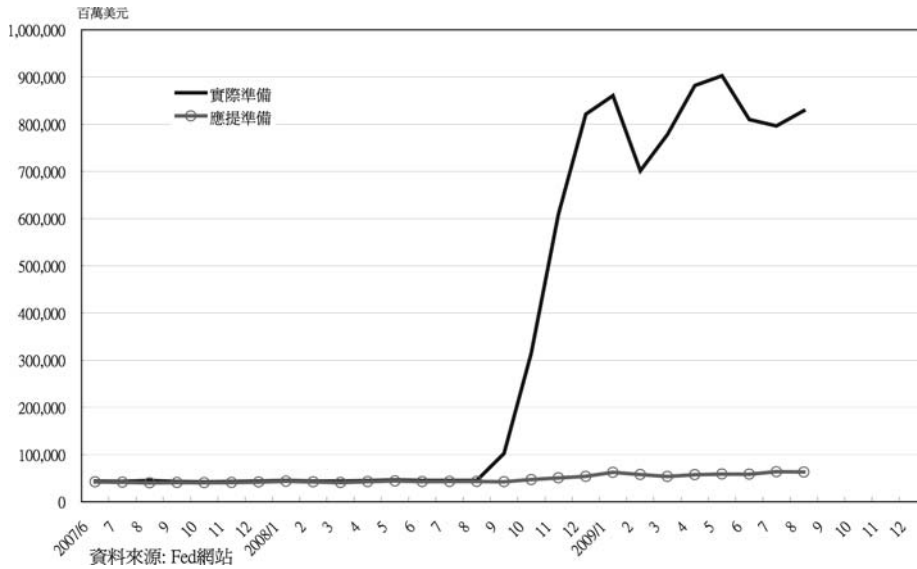
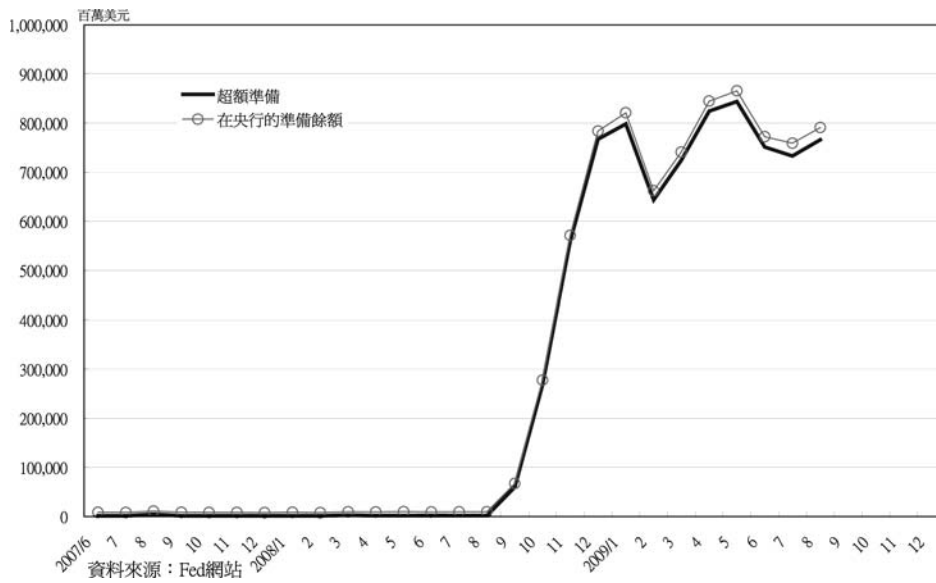


圖 12 存款機構在央行準備存款與超額準備餘額



峰，惟法定準備仍維持相對低檔。其中存款機構的超額準備由金融危機以前之 18 億美元擴增至 2009 年 5 月的 8,441 億美元，大幅增加 8,423 億美元。

3、貨幣總計數平穩成長，貨幣乘數下降

圖 13 顯示美國貨幣總計數 M2 與貨幣乘數的變動趨勢。貨幣總計數 M2 並未隨著央行操作而大幅成長，金融危機以來大致維持相對平穩成長走勢，顯示 Fed 的寬鬆措施並未促使貨幣總計數快速擴充。另一方面，貨幣乘數（M2/準備貨幣）則自 2008 年 9 月起明顯下降，同年 12 月以來則大都維持 5 的水準，危機以前則平均維持在 9 的水準，主要係準備貨幣急遽擴充，M2 相對平穩使然，而超額準備增加則係準備貨幣擴增的最主要因

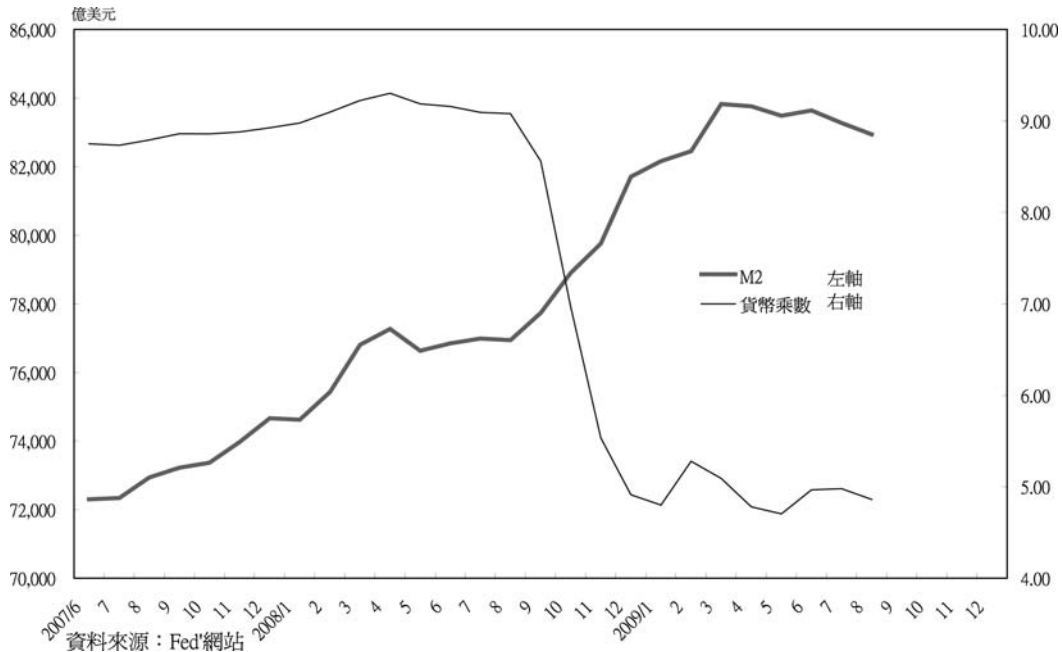
素。超額準備快速增加及貨幣乘數下降，均充分顯示 Fed 挹注市場的大量資金中，存款機構大都以超額準備方式暫泊在 Fed 的準備金帳戶中，更凸顯金融危機期間存款機構基於交易對手信用風險的戒慎，囤積資金未積極授信的普遍現象。

(二) 挑戰：退場策略拿捏及財務健全性的潛在風險

1、為防禦通膨，退場策略的時間拿捏極為重要。

金融危機近尾聲之際，各國央行聲稱有足夠的工具進行退場操作，但退場策略永遠是最棘手的問題。一旦經濟好轉，緊縮政策必須不會傷害已經脆弱的信心與金融市場，但又須足以防禦通膨預期。美國與日本過去

圖 13 美國貨幣總計數 M2 與貨幣乘數



的經驗顯示，退場問題是央行非常難以對付的藝術與技術。美國在 1930 年待大蕭條時期，過早實施退場緊縮策略，以防禦通膨，卻導致復甦力道被削弱，延緩經濟復原的時機；日本在 1990 年代歷經經濟金融遲滯復元的慘痛教訓，其中日本央行於 2000 年 8 月經濟稍有起色之際，急躁調升利率之舉（註 23），亦使經濟復原力道消失殆盡，日本央行後來雖改善其操作模式，但卻須付出更大代價，其效果卻相當有限，而有失落 10 年之歷史紀錄。

最新的資料顯示，澳洲央行係全球率先提高利率的央行，挪威央行後來亦跟進，澳洲與挪威央行調高利率之舉，似已悄悄點燃各國央行競相提高利率防禦通膨的戰火。但因經濟前景仍不十分明確，有些專家亦預言全球經濟呈 W 型成長，2010 或 2011 年可能出現第二次衰退，益因各國失業率仍居高檔，Fed、歐洲央行、英格蘭銀行等先進央行是否會在短期間內推出退場策略，對渠等而言，退場策略的時間拿捏不啻是一項嚴峻挑戰。

2、央行面臨利率與信用風險

此次金融危機，各國央行賣力演出，傳統貨幣政策工具彈盡援絕下，另推出多項非傳統措施，導致央行資產負債規模急遽擴張，亦對央行財務健全性與聲譽構成威脅。與常態操作模式比較，央行放寬融通擔保品品質，放寬原只限健全經營具償債能力機構之合格交易對象規定，及延長融通期限後，

央行亦可能面臨交易對手的信用風險；加上央行在利率低檔時期買進大量債票券，未來資金情勢逆轉，利率上升時，央行可能立即面臨利率風險。因此，輿論聲稱當央行無限量支應市場資金，其實已將市場風險轉嫁至央行資負債中，央行成為整體經濟最大與最後的風險承擔者。儘管上述言論有其客觀推理，但美國 Fed 及歐洲央行均已對外聲稱，渠等的危機操作已為央行賺進可觀的獲利。

二、道德風險

央行轉變貨幣政策角色，金援大型問題金融機構，會產生道德風險上升及金融機構更大型化的副作用，如何維持金融安定則成為央行最嚴峻的挑戰，茲分別說明如後：

（一）副作用：道德風險上升，金融機構愈併愈大且愈錯綜複雜

隨著先進央行對問題金融機構的強力紓困（如英格蘭銀行紓困北岩銀行，美國 Fed 紓困 Bear Stearns、Fannie Mae 與 Freddie Mac、AIG 等），已導致「太大不能倒倒」監理迷思所衍生的道德風險上升，若金融機構深信政府一定會救問題金融機構，則渠等的風險控管會趨弱，可能承擔更多的高風險業務；另一方面，消費者或投資者則可能因此忽視其投資前應有的風險意識與傾向，拼命追逐高收益高風險的投資。再者，央行透過融資併購的方式解決金融機構危機，亦導致金融機構愈併愈大，且關係愈錯綜複雜，進一步推升「太大不能倒倒」問題的嚴重

性。總之，貨幣政策隨著金融危機角色轉變，亦產生道德風險上升，金融機構愈併愈大且愈錯綜複雜等副作用，對央行維持金融安定的使命，構成無比艱難的挑戰。

(二) 挑戰：維持金融穩定

本次金融危機不僅凸顯央行在金融穩定角色的重要性，亦揭櫫央行未來在維持金融穩定的嚴峻挑戰，茲說明金融穩定方面的主要挑戰如后：

1、預防危機

歷史紀錄顯示金融危機總不斷發生，每次的內涵不盡相同，而這次化解危機的經驗亦大都不適用下次的金融危機。因此，各種研討會或高峰論壇均一致主張各國在管理危機之際，尤應力謀預防金融危機發生。針對危機缺失，進行必要的金融改革，加強金融監理等，固可預防金融危機發生，但由本次危機資產價格下墜對金融機構的嚴重衝擊角度而言，資產價格變動應否納入央行貨幣政策的決策模式中，再度成為輿論的焦點。換言之，央行應否重視資產價格變動，央行應否在泡沫破滅以前採取防禦性的緊縮政策（lean against the wind），或在泡沫破滅後採取清理泡沫（clean-up）的寬鬆政策，無論是事前的防禦性操作以預防金融危機或事後的清理操作，對央行而言，都是一種挑戰。在此次全球金融危機的蹂躪及市場效率化假說逐漸退色之際，各國央行似有愈來愈重視資產價格變動的發展趨勢，Fed 理事主席 Ben

Bennanke 亦稱「金融泡沫」可能是未來十年貨幣政策最嚴峻的挑戰。

2、基金一窩蜂贖回之擠兌行為較諸存款擠兌尤為嚴重，傳統的金融監理架構跟不上金融體系結構變遷的速度，亟待改革

傳統的金融監理架構跟不上金融市場的發展速度固屬不爭的事實，特別是金融法規與監理規範大都以銀行為重心，藉以防範傳統形式的銀行擠兌之金融危機發生。但隨著金融體系結構改變，金融中介由間接金融主體之「銀行基礎」轉變為直接金融盛行之「市場基礎」，金融危機已發生在銀行體系以外之投資銀行、基金管理非銀行金融機構，渠等面臨客戶一窩蜂贖回、到期無法續發短期票券等財務困窘，亦類似傳統的銀行存款擠兌危機，但防範類似銀行擠兌危機之相關監理規範卻付之闕如，渠等亦不屬央行緊急融通之金融安全網的範疇。因此，為維持金融安定，卻有必要重新檢討既有的金融監理架構，無論總體或個體的審慎監理政策，均應研議擴大納入銀行體系以外的非銀行金融機構。

3、應建立金融機構退場機制，解決長期困擾的「太大不能倒」迷思

「系統重要」、「太大不能倒」或「太錯綜複雜不能倒」的監理迷思，原係針對美國金融監理處理大型金融機構經營失敗的監理態度，常因顧及社會成本而勉予紓困，反而讓市場解讀只要金融機構夠大政府一定不

會袖手旁觀，一定會以公共資金進行救援。

本次發生金融危機的機構除雷曼兄弟外皆獲得政府紓困，以確保金融安定，但也使得大型機構之規模變得更大，且易衍生道德風險問題，大型複雜的銀行會篤定政府一定出面收拾爛攤子，而承作高風險業務，以追求暴利，導致金融危機可能再現。近期資料顯示，雷曼兄弟破產周年之際，其公司股票飆漲，其他若干殭屍股或水餃股亦上漲，除顯示危機觸底、市場信心逐漸恢復的跡象外，亦顯示政府對「太大不能倒」的大型機構慷慨解囊的救援行動，使大型機構變得愈救愈大，人類在健忘的習性下，也會很快忘記危機血淋淋的教訓。政府雖解除危機困境但卻也賠上承重的財政負擔及納稅人的錢。因此，各國在後金融危機時代檢討及進行金融改革時，尤應建立金融機構不影響金融秩序的退場機制，解決長期困擾的「太大不能倒」監理迷思，否則下次危機發生時，歷史夢魘仍會重演。

4、央行金融監理議題再度浮上檯面

隨著金融監理一元化發展趨勢，多數央行均已不再擁有金融監理權限，但此次金融危機正足以檢驗央行應否擁有金融監理的正當性與合理性。若干鷹派即一貫主張央行應有金融監理權限，才能真正釐清問題金融機構的問題有多大、多深，此次金融危機若干央行不斷重複金援紓困，亦凸顯央行不具金融監理權限須付出更大代價的實情。

有些研討會主張各國應建立全新的金融穩定架構，包括貨幣政策與金融穩定政策，前者仍屬央行職掌，後者的責任歸屬仍有爭論。有些主張金融監理回歸央行（註 24），有些則仍主張由單一的金融監理局負責，另有折衷主張由央行負責總體審慎監理政策，單一金融監理局負責個別金融機構業務經營的個體審慎監理政策（Erlend Walter Nier，2009）。各國國情不同，未來的金融穩定架構亦可能不盡相同，但無論是那一種架構，解決先天即存在的順循環問題，以抑制景氣上升的過熱現象，當屬各國的主要課題與挑戰。

若金融穩定政策歸屬央行，則目前不具金融監理權限的央行，可能立即面臨法源基礎、政策工具及決策單位組織設計等問題，未來亦面臨央行聲譽及財務健全性的問題，如若發生損失，由誰及如何補償，若損及資本，最後由誰注資央行。若金融穩定政策不歸央行，則貨幣政策與金融監理分立可能影響央行最後貸款者的執行力，中央銀行重新恢復金融監理權限涉及一國的法制架構設計，也不是短時間內的燃眉之急，中央銀行與金融監理機關間的資訊交流、密切合作，恐是短期內央行最後貸款者成功化解金融危機的關鍵因素（註 25）。

美國歐巴馬政府於 2009 年中提出，目前國會尚未通過之金融改革計畫，擬擴大 Fed 金融監理權限（註 26），雖可能使 Fed 成為超級金融警察，但新增負責系統重要機構之監

理事宜，即係基於央行金融監理的正當性與維持整體系統安定的優先考量。

三、央行獨立性

綜觀本次金融危機，各國政府推出極度寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，其中屢屢出現央行與財政部協商合作、國會對政策措施加諸政治壓力、及央行推出準財政措施等現象，實已潛藏威脅央行獨立性的副作用，茲分別說明如後：

(一) 副作用：危及央行獨立性

回顧此次金融危機，各國政府為化解危機，財政部、金融監理局及央行無不通力合作、全力配合。輿論甚至形容央行是危機掛帥，獨立性擺一邊，其實央行肩負物價安定與金融安定的雙職責，亦有不得不為的苦衷。特別是美國 Fed 及英格蘭銀行等買進特定市場債券的措施，接近財政政策分配資源的措施，此種央行的準財政政策有危及央行獨立性的疑慮。再者，直接金援「系統重要大型」非銀行金融機構，亦可能面臨政治壓力，不利央行維持獨立性。另一方面，若社會大眾深信央行一定會救援大而不能倒的機構，則金融業者賄絡政治人物進行必要關說，阻擋金融立法之政治壓力，將潛在衝擊央行的獨立性。此外，美國國會議員擬聯合立法要求 Fed 公佈接受央行融通之金融機構名單，以及歐巴馬政府的金融改革計畫中擬要求 Fed 依聯邦準備法第 13-3 條進行之緊急融通，須取得財政部長的書面同意之新規定

等情節，亦皆暴露 Fed 所面臨央行獨立性的風險。

(二) 挑戰：維持央行獨立性

輿論批評央行的準財政政策可能危及央行的獨立性，但金融紓困又是央行維持金融安定最優先的政策使命，兩者間確有對立的衝突。因此，如何在圓滿達成紓困金融危機任務，及維持央行獨立性間謀取平衡，對央行而言，係一種技術與藝術的最嚴峻挑戰。

四、央行貨幣政策自主性

先進國家央行為共同承諾紓解金融危機的決心，不僅進行聯合釋金操作，亦進行聯合降息。就歷史紀錄觀察，此等央行聯合干預之舉，除曾用在匯率干預外，鮮少出見，恐產生央行政策自主性的副作用，對央行而言，如何維持政策自主性，也是未來不可避免的挑战。

(一) 副作用：央行聯合操作影響央行政策自主性

全球化之下金融商品與資金快速移動，跨國間之相互依存及相互影響程度至深，任何風吹草動易使市場信心潰散，由國內快速蔓延至國外。各國央行或金融主管當局在此次金融危機已進行國際間的跨國合作與協調，進行聯合降息、聯合干預等措施，本次 Fed 亦與多家央行簽定換匯協定，供應美元資金。表面上，由美國 Fed 主導各國央行共同發表聯合記者會，旨在宣示對抗金融危機的

決心與努力，但其實已隱約暴露各國央行貨幣政策自主性的問題，及貨幣政策策略全球化的發展趨勢。

(二) 挑戰：兼顧貨幣政策自主性，而又能保有與他國央行密切協調的合作空間

貨幣政策策略國際化，政策工具全球化已是不可遏止的發展趨勢，各國未來除應加強合作緊密協商，及早偵測及緊密監控潛在的跨國風險，並研擬跨國危機處理合作機制外，亦應加強國內各主管當局間的橫向聯繫與合作，避免本位主義各司其職，徒留金融

機構監理套利的空間。英國經濟學家 Sir John Hicks 在 40 年前曾預言，在全球金融市場下各國央行已不再是單純屬於該國的央行，會演變成全球系統下之單一央行。Masaaki Shirakawa(2009)亦指出各國央行在堅守傳統角色之餘，尤應與他國央行密切合作，政策協調與資訊分享將成為各國央行間的重要工作。總之，在金融市場全球化之發展趨勢下，各國央行如何兼顧其貨幣政策自主性，而又能保有與他國央行密切協調的合作空間，其間的折衝妥協程度多寡，將是現代央行的最大挑戰。

伍、結 論

在動態的金融體系與經濟社會中，有些市場故障是無法避免的。純由公共政策的觀點論金融安定，並非意指政府當局應預防所有的金融混亂，而是減緩足以對經濟社會有重大威脅的市場與金融機構失靈。因此，政府只會對嚴重威脅經濟體系之金融損失或個別金融機構倒閉進行干預。維持金融安定與解決對經濟系統威脅的重要性，足以說明金融安全網與審慎監理的正當性。

本次金融危機對全球經濟金融的蹂躪與浩劫，充分顯示央行傳統一目標一工具的貨幣政策不足以因應金融危機，亦凸顯央行在預防、管理及解決金融危機等維持金融安定目標的重要性。危機發生以來已兩年有餘，目前各國已解決絕大多數的棘手問題，所採

非常貨幣政策措施的工具種類、頻率及規模亦史無前例，導致央行資產負債表規模與結構顯著變動，亦出現央行財務健全性與聲譽之潛在風險。危機似已觸底，經濟亦有反彈跡象，但歷史紀錄顯示危機仍會發生，每次的紓困經驗不一定能套用下次的危機，但眼前的問題是央行未來在預防及解決金融危機應扮演甚麼角色。

本文由各國因應本次金融危機的經驗，探討央行貨幣政策角色的轉變與原因，並試析角色轉變後的副作用與央行可能面臨的嚴峻挑戰，其重點結論如下：

(一) 貨幣政策角色轉變的原因

1、金融結構性與傳統經濟理論迷思的遠因：金融體系結構變遷，金融中介由往昔的

「銀行基礎」轉為「市場基礎」，影響所及，貨幣政策架構及金融監理規定跟不上金融變遷速度，一方面產生金融監理套利問題，另一方面貨幣政策無法透過傳遞機制影響金融市場及經濟活動，無法發揮政策功能達成政策目標。再者，金融危機亦凸顯金融市場主流「效率市場假說」的迷思，以該假說作為金融治理支柱，的確造成嚴重的問

題，並使危機加劇。

2、市場性近因：金融危機所衍生市場恐慌的快速質變，及無法掌控性，促使央行必須在非常時期採行非常措施，包括在政策利率趨近於零後之非傳統貨幣政策措施，央行的角色轉變也是維持金融安定的不得不為的選擇。

(二) 貨幣政策主要的角色轉變--傳統與金融危機期間的比較

		轉變前的傳統角色	轉變後的角色
央行目標與工具		一目標一工具：物價安定/政策利率	多目標多工具：物價安定+金融安定/政策利率+其他工具
央行貼現窗口融通	操作方式	自主申請	標售方式
	融通對象	只限在央行開設準備金帳戶的銀行	除銀行外，尚包括非銀行的其他金融機構。
	擔保品	合格擔保品規定較嚴，通常只接受政府債券為合格擔保品	放寬合格擔保品規定，包括流動性欠佳的證券。
	融通利率	具懲罰性質，大都以央行政策利率加特定碼。	央行調降融通加碼幅度，其利率較傳統貼現窗口融通利率低。
	融通期限	多為隔夜	延長融通期限，包括7天、28天、30天、60天及90天等期限。
貨幣政策工具		最後融通者 公開市場操作等傳統政策工具	最後造市者/最後資本供應者 尚包括政策利率趨近於零時之非傳統貨幣政策工具，如央行的公開承諾、量化寬鬆措施及信用寬鬆措施。
央行干預		獨自干預、獨自降息	聯合干預、聯合降息

(三) 貨幣政策角色轉變的副作用與挑戰

副作用	挑戰
央行資產負債表規模急遽擴充，潛藏通膨壓力。	(1) 退場策略的時間拿捏極為重要，若為防禦通膨，太早出手，可能會付出很大的代價。 (2) 央行資負債表可能面臨利率與信用風險，有損央行財務健全性與聲譽。
道德風險上升，金融機構愈併愈大且愈錯綜複雜。	維持金融安定： (1) 預防金融危機勝於處理或解決金融危機 (2) 央行應重視基金一窩蜂贖回之擠兌風潮較諸存款擠兌嚴重，及傳統金融監理架構跟不上金融體系結構變遷等問題，對金融穩定構成的威脅。 (3) 央行應與金融主管當局合作建立金融機構退場機制，以解決長期困擾的「太大不能倒」監理迷思。

	(4) 央行金融監理議題再度成為國際關注的焦點，在論戰未明朗化以前，央行如何與金融監理單位合作協調及分享資訊，勢必為央行後危機時代的重要工作。
可能危及央行獨立性與央行政策自主性。	央行與國內相關單位，或國外央行合作，須不能損及央行獨立性與政策自主性。

台灣屬小型開放的經濟體制，具備開放體制易受國際間危機或政策措施衝擊的特性。台灣的經濟金融亦受本次金融危機的影響，特別是受到雷曼兄弟破產保護的衝擊。幸運的是，台灣金融市場開放與規模不若先進國家，衍生性金融商品對台灣的影響相對有限，且仍維持「銀行基礎」的金融中介。再者，維持金融安定為本行的法定目標之一，本行在執行貨幣政策維持金融安定方面，具備法源基礎，目前尚無窒礙難行之處。但考量基金等非銀行金融機構逐漸茁壯，台灣未來亦可能面臨基金提前贖回擠兌

風潮對金融安定的不利衝擊。因此，目前本行以銀行為重心之貨幣政策架構用來因應未來金融危機的有效性、本行是否應另具備金融穩定政策工具用來預防金融危機及建構金融穩定政策決策單位、以及國際間各國央行在金融穩定角色的發展等議題，似可建議作為未來的研究方向。此外，各國央行在後危機時代執行退場策略之後，各國的貨幣政策是否回復至危機以前的常態模式，或記取教訓進行必要的改革，其後續發展值得加以密切追蹤觀察。

附表 1 美國 Fed 於危機期間新創融通工具

全名	簡稱	成立日期	內容
短期資金標售工具	TAF Term Auction Facility	2007/12/12	提供金融機構貸款，惟利率競標決定，為介於公開市場操作與貼現窗口融通的新種融通機制。
短期借券工具	TSLF Term Securities Lending Facility	2008/3/11	以競標方式借予主要交易商流動性較佳之公債，以交換流動性低之房屋擔保證券，便利主要交易商拆借所需資金。
主要交易商融通工具	PDCF Primary Dealer Credit Facility	2008/3/16	主要交易商可比照存款機構使用貼現窗口融通條件，向聯準會直接申請融通。
資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通工具	AMLF Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	2008/9/18	存款貨幣機構與銀行控股公司等可透過此一機制借款，以購買資產擔保商業本票，活絡市場。
商業本票融通工具	CPFF Commercial Paper Funding Facility	2008/10/7	透過一特別目的機構(SPV)購買3個月期商業本票，而聯準會則以聯邦資金利率日標為貸款利率，對該機構提供資金，最終目的為透過此一機制對商業本票發行者提供備援流動性。
貨幣市場投資者融通工具	MMIFF Money Market Investor Funding Facility	2008/10/21	對SPV提供融資資金，以利其向合格的投資者購買合格資產，包括高評等金融機構所發行90天內到期的美元定存單與商業本票，合格的投資者為美國貨幣市場共同基金之參與者。
短期資產擔保證券貸款工具	TALF Term Asset-Backed Securities Loan Facility	2008/11/25	購買以學生貸款、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。

資料來源：黃富櫻、彭德明、蔡曜如（2009）

附表 2 主要國家央行法中「金融安定法定目標」相關規定

	法訂目標		央行與金融監理機構間之關係	要求銀行提供金融資訊的相關規定
	內容	是否含金融安定目標		
美國 Fcd	有效達成充分就業、物價安定與長期利率穩定。	否	美國 Fcd 擁有金融監理權限。	
歐洲央行	維持物價安定。在不影響物價安定目標下，應支持歐洲共同體之經濟政策。	否	歐洲中央銀行體系對審慎監督信用機構及維持金融體系穩定之該管機關所追求之政策，應協助其順利運作。	為執行歐洲中央銀行體系之任務，歐洲中央銀行經由各會員國中央銀行之協助，應向各該管機關或直接向各經濟單位，蒐集必要的統計資訊。 (德國聯邦銀行為執行法定職責，得令所有信用機構向央行提供銀行與貨幣體系的統計資料)。
英格蘭銀行	維持物價安定。 於上述目標範圍內支持政府的經濟政策，包括經濟成長與充分就業之目標。 2009 年 2 月增訂： 維持金融安定為央行的法定目標。	否 (2009 年 2 月以前)	2009 年 2 月 12 日增訂： 央行應與相關單位合作(包括財政部與金融監理局)，以追求金融安定目標。	英格蘭銀行得以書面通知要求央行法規定之各機構，應向央行提供央行行使職權有必要或有利之各項有關之財務資料。
瑞典央行	維持物價安定，亦應促進支付制度健全、效率運作。	否	瑞典央行基於維持流動性之目的，於特殊情況得以特定條件對銀行及其他受金融監理局監理之本國公司融通或提供保證。	基於監督外匯及信用市場發展，以及監督支付系統之穩定等目的，信用機構或其他金融監理局監理之公司應依瑞典央行之要求，提供瑞典央行認為必要的資訊。
日本銀行	維持物價安定，促進經濟健全發展。 應確保支付制度順利運作，維持金融安定。	是	無	無
韓國央行	維持物價穩定，促進經濟健全發展。	否	檢查與共同檢查等要求： 韓國央行於貨幣政策委員會認為為執行貨幣及信用政策之必要，得要求依據金融監理組織設置法所設置之金融監督局於決議之特定範圍內檢查金融機構；必要時，並得要求由韓國央行人員會同金融監督局共同檢查金融機構。金融監督局應依照韓國央行之要求辦理。 韓國央行的要求金融監督局提交其依前項規定辦理檢查之結果，並依據該結果對相關金融機構採取必要之糾正措施。金融監督局應即依照韓國央行之要求辦理。 要求覆議金融監督委員會之決議： 對於金融監督委員會所為與貨幣及信用政策有直接關聯之決議，貨幣政策委員會有不同意見時，得要求其覆議。 金融監督委員會得依前項規定被要求覆議之事項，經全體委員至少 2/3 之同意而做出與先前相同之決議時，前項所指決議即生效力。	統計資料之蒐集與編製：韓國央行因制定貨幣與信用政策之需要，得蒐集並編製貨幣、銀行、公共財政、物價、薪資、生產、國際收支平衡等統計資料及其他基本經濟統計系列資料。 要求資料之權限：韓國央行於貨幣政策委員會認為為執行貨幣及信用政策之必要時，得要求金融機構(包括金融機構以外其他從事融資業務並與韓國央行簽訂活期存款帳戶合約者)提供任何資料。為兼顧金融機構營運上的負擔，應依最低限度要求提供資料。
本行	本行經營之目標： 促進金融穩定； 健全銀行業務； 維護對內及對外幣值之穩定；	是	央行法(91/6/5 修正) 38 條：本行依法賦予之職責，辦理全國金融機構業務之檢查。 中央銀行檢查金融機構業務要點(93/7/1 修正)：本行依央行法賦予之職責，於必要時得辦理金融機構業務之查核及各該機構	本行為配合金融政策之訂定及其業務之執行，應經常蒐集資料，編製金融統計。

於上列目標範圍內協助經濟之發展	與央行法第三章有關業務之專案檢查。 前項所稱必要時，指下列情況： 為瞭解金融機構對本行貨幣、信用、外匯政策及相關業務法規遵循情形； 金融機構發生重大事件，可能影響金融體系穩定或支付清算系統安全與效率； 本行主管之金融市場出現異常交易； 金融機構向本行申請資金融通； 依本行報表稽核分析結果或對金融機構缺失導正過程有必要進一步瞭解與覆查； 行政院金融監督管理委員會就特定事項洽請本行辦理； 其他經本行認定有必要時。
-----------------	--

資料來源：各國央行網站之央行法。

附表 3 Fed 資產負債表的變動

單位：億美元；%

	2009/9/30(1)		2008/12/31(2)		2007/6/27(3)		(1)-(3)		(2)-(3)	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
黃金、特別提款權、現金	182	0.85	149	0.66	142	0.63	40	0.31	7	0.05
附買回交易	0	0.00	800	3.53	200	0.88	-200	-1.57	600	4.29
買入有價證券	15,927	74.28	4,956	21.87	7,905	34.89	8,022	62.90	-2,940	-21.11
美國政府證券	7,692	35.87	4,759	21.00	7,905	34.89	-213	-1.67	-3,146	-22.52
聯邦機構證券	1,312	6.12	197	0.87		0.00	1,312	10.29	197	1.41
MBS(Mortgage-Backed Securities)	6,923	32.29		0.00		0.00	6,923	54.29	0	0.00
對金融機構短期融通	2,641	12.32	11,589	51.15	2	0.01	2,639	20.69	11,587	82.94
對存款機構信用融通(含PCF/SCF)	288	1.34	938	4.14	2	0.01	286	2.24	936	6.70
短期資金標售(TAF)	1,784	8.32	4,502	19.87		0.00	1,784	13.99	4,502	32.23
央行流動性換匯操作	568	2.65	5,537	24.44		0.00	568	4.45	5,537	39.63
主要交易商融通機制(PDCF)	0	0.00	374	1.65		0.00	0	0.00	374	2.68
貨幣市場共同基金融通(AMLF)	1	0.00	238	1.05		0.00	1	0.01	238	1.70
預定融通對象的融通	837	3.90	3,341	14.74	0	0.00	837	6.56	3,341	23.92
商業本票融通機制(CPFF)	410	1.91	3,341	14.74		0.00	410	3.21	3,341	23.92
短期資產擔保證券貸款機制(TALF)	427	1.99		0.00		0.00	427	3.35	0	0.00
貨幣市場投資者融通機制(MMIF)	0	0.00	0	0.00		0.00	0	0.00	0	0.00
緊急融通	1,003	4.68	1,128	4.98	0	0.00	1,003	7.86	1,128	8.07
Maiden Lane LLC(Bear Stearns)	263	1.23	270	1.19		0.00	263	2.06	270	1.93
Maiden Lane II LLC(AIG RMBS holdings)	148	0.69	201	0.89		0.00	148	1.16	201	1.44
Maiden Lane III LLC(AIG-backed CDOs)	205	0.96	268	1.18		0.00	205	1.61	268	1.92
對AIG融通	387	1.80	389	1.72		0.00	387	3.03	389	2.78
其他資產	852	3.97	696	3.07	440	1.94	412	3.23	256	1.83
資產合計=負債與淨值合計	21,442	100.00	22,659	100.00	8,689	38.35	12,753	100.00	13,970	100.00
通貨發行額	8,735	40.74	8,532	37.65	7,751	34.21	984	7.72	781	5.59
附賣回	689	3.21	884	3.90	301	1.33	388	3.04	583	4.17
存款	11,392	53.13	12,480	55.08	206	0.91	11,186	87.71	12,274	87.86
存款貨幣機構存款	8,481	39.55	8,600	37.95	162	0.71	8,319	65.23	8,438	60.40
法定準備	260	1.21	220	0.97	130	0.57	130	1.02	90	0.64
超額準備	8,221	38.34	8,380	36.98	32	0.14	8,189	64.21	8,348	59.76

財政部存款	1,083	5.05	1,061	4.68	40	0.18	1,043	8.18	1,021	7.31	
財政部特別融資帳戶	1,650	7.70	2,593	11.44		0.00	1,650	12.94	2,593	18.56	
其他存款	178	0.83	226	1.00	4	0.02	174	1.36	222	1.59	
其他負債		115	0.54	342	1.51	100	0.44	15	0.12	242	1.73
淨值		511	2.38	421	1.86	331	1.46	180	1.41	90	0.64
資本		249	1.16	211	0.93	161	0.71	88	0.69	50	0.36
盈餘		214	1.00	210	0.93	154	0.68	60	0.47	56	0.40
其他		48	0.22	0	0.00	16	0.07	32	0.25	-16	-0.11

資料來源：Fed網站

附錄 1 Fed 轉變角色採行若干新種紓困措施的背後原因

1、危機初始的傳統操作模式為何未能發揮預期效果及為何採行 TAF 工具？

在 2008 年 8 月 9 日貨市資金轉緊之際，美國 Fed 及歐洲中央銀行皆透過公開市場操作挹注市場大量資金（註 27），以舒緩短期利率上升的壓力。這些傳統措施確曾發揮短暫效果，惟隨著危機加重，銀行在交易對手信用風險的恐懼下，囤積或惜售資金，造成市場有流動性，但卻告貸無門，或只能拆進極短期資金，或須付出不合理的高資金成本才能拆進短期資金，凡此種種銀行的異常現象，導致央行傳統操作方式，無法立即舒緩資金緊俏早象。

更嚴重的是，銀行體系長期以來使用貼現窗口的污名化（stigma）芥蒂，更加深資金緊俏的程度。銀行為避免使用窗口資金而有損銀行信譽，大多不願向央行申請貼現融通，即使在金融危機發生，資金極端緊俏之際，亦大多採保衛戰策略，儘可能以保衛自己做最優先的選擇。基此，央行不易透過傳統貼現窗口融通方式，改善市場資金狀況。

Walter Bagehot 的貼現窗口主張，確實未預見銀行使用窗口的污名化恐懼，但污名化恐懼則是實務操作上央行無法克服的困窘，也是傳統貼現窗口融通在金融危機時，無法發揮政策工具效果的重要原因。此亦能用來說明 Fed 於 2007 年 12 月 12 日聯合其他央行採行 TAF（註 28）的主要原因。Fed 希望透過匿名標售及不同天交割的方式，鼓勵存款機構積極參與 TAF 標售作業（註 29），實施以後對紓解短期資金壓力確有短暫助益，但因市場動盪不安，Fed 再度面臨更嚴峻的危機挑戰，而繼續推出其他措施。

2、為何不透過存款機構間接貸放非銀行金融機構、為何推出 PDCF 及何以直接融通 Fannie Mae、Freddie Mac、主要交易商、及 AIG？

央行的傳統操作模式以銀行為重心，必要時央行會先貸放存款機構（銀行），再透過存款機構貸放非銀行金融機構，此種作業模式普遍散見於各國央行，亦具政策效果，如 Fed 透過 JPMorgan 融通 Bear Stearns 就是

上述間接融通方式。此次無法普遍透過間接方式融通非銀行金融機構，係因存款機構本身亦面臨資產價格遽跌的巨額損失，在真正虧損金額無法一時釐清及交易對手信用風險等高度不確定，以及存款機構對其贊助機構（如 SIV）負有流動性承諾的保證下，導致銀行本身岌岌不保，市場運作機制幾乎瓦解。因此，若央行未出手相救，市場瓦解將使無數投資銀行等非銀行金融機構倒閉失靈，而投資銀行規模龐大，與其他金融機構具有錯綜複雜的關係，其類似存款機構存款擠兌的危機，若坐視不管，令其倒閉，將可能引發骨牌效應，嚴重衝擊經濟金融。因此，Fed 啟用聯邦準備法 13-3 條，直接對主要交易商提供 PDCF（註 30）融通工具，及直接對 Fannie Mae、Freddie Mac、主要交易商、及 AIG 融通，以有效紓解燃眉之急。

換言之，危機規模太大，已快速擴散至整個金融體系，Fed 跳過存款機構，直接對非銀行金融機構融通屬因時制宜的最佳決策，但非銀行金融機構與存款機構的監理制度明顯不同，直接對非銀行金融機構融通的確容易衍生道德風險問題。此外值得說明的是，美國的金融中介已由銀行基礎轉變為市場基礎（註 31），往昔銀行基礎下，存款機構尚能充當央行的貨幣政策傳遞通路，將足夠的央行資金傳輸至整個銀行體系。但在市場基礎下，上述傳遞管道失靈，Fed 期望直接融通方式，能足以規避金融瓦解。

另外值得一提的是，美國紐約聯邦準備銀行為了拯救 Bear Stearns、AIG、及一些 AIG Financial Product Corp.（簡稱 AIGFP）的交易對手，曾依據聯邦準備法第 13-3 條，採取設立 Maiden Lane LLC 有限責任公司方式提供資金，以使 Bear Stearns 迅速被 JPMorgan Chase & Co 合併，平息危機。其後，紐約聯邦準備銀行為協助 AIG 進行重整，再度設立 Maiden Lane II LLC 收購 AIG 之一些保險子公司的 RMBS，以及設立 Maiden Lane III LLC 收購一些 AIGFP 交易對手的 CDO，這些技巧性的緊急措施對防止大型金融機構破產衝擊擴大，避免引起系統危機方面，具有關鍵性的作用，也是此次 Fed 能夠順利處理上述個案之重要原因。

3、為何未融通雷曼兄弟公司？

雷曼兄弟公司（Lehman Brothers，以下簡稱雷曼兄弟）倒閉是美國歷史上最大宗的破產案，不僅震驚美國，亦席捲全球，造成美國及全球主要國家之股價連續下挫，貨幣市場資金更加抽緊，導致金融危機邁入全新更嚴重的階段。雷曼兄弟亦屬系統重要、關係錯綜複雜的大型機構，具備「大而不能倒」的監理迷思特質，但何以美國政府救援 Bear Stearns、Fannie Mae、Freddie Mac、與 AIG，卻未對雷曼兄弟伸出援手？其中奧妙，值得加以探討。

雷曼兄弟破產以前，Fed 與財政部確曾援貝爾斯登模式，私下介入協調美國商業銀行

與雷曼兄弟商談購併事宜，雙方談判失敗後美國商業銀行轉向購併 Merrill Lynch。當時市場普遍不認為 Fed 會再度採貝爾斯登模式救援雷曼兄弟，而承擔資產損失；輿論亦希望 Fed 尊重市場機制，讓收購雙方自主談判，反而讓 Fed 與財政部在處理雷曼兄弟危機個案時面臨投鼠忌器、進退兩難局面，最後基於（1）雷曼兄弟已可由 Fed 之 PDCF 取得貼現窗口資金；（2）政府紓困貝爾斯登及二房，已遭致兩黨議員批評，美國財長 Henry M. Paulson 稱他已被封為「紓困先生（Mr. Bailout）」，他不能再做一次（註 32），決定不再浪費納稅人的錢（註 33）（no-taxpayer-money-for -Lehman）；（3）若繼續紓困，不知後續還有多少急須紓困案件等主要理由，決定不再對雷曼兄弟提供金援，而錯失機會，不僅全球市場錯愕，亦使金融危機邁入新的混亂階段，信用緊縮加劇，CDS 市場更為混亂，掀起投資銀行業重整（註 34）與商業銀行新的倒閉潮，最後導致全球經濟衰退。

事實上，Fed 及財政部事後皆對拒絕紓困雷曼兄弟的決策提出反辯。理事主席 Ben S. Bernanke 事後在 2008 年 10 月接受訪問時稱，若國會能迅速賦予財政部及 Fed 權力，如能更早擬定 TARP（Troubled Assets Relief Program）計畫，則他們不會讓雷曼兄弟倒閉；另一方面，2009 年 1 月當時財長 Henry M. Paulson 接受訪問時亦稱，在 2008 年 9 月他們

不想說國王沒有衣服，不能說出主管當局的權力不足以營救雷曼兄弟的實情（David Wessel, 2009）。私募基金投資人 George Soros 甚至稱，美國政府主管當局為化解紓困大型金融公司構成的道德風險，而令雷曼兄弟倒閉的決策是一種悲劇性的錯誤，之後危機加重也驗證是如此。特別是，讓雷曼兄弟倒閉，證明大家根本無法判斷危機有多大，其實倒閉數週前雷曼兄弟才募資 65 億美元，卻在數週後宣告倒閉，顯示大家對真實情況完全估算錯誤（註 35）。

4、為何直接融通貨幣市場共同基金及商業本票發行者？

Fed 自 2008 年 3 月起開始直接透過 PDCF 對主要交易商提供融通，對穩定該年春季及夏季的金融市頗有助益，但秋季隨著雷曼兄弟宣告破產保護，金融危機再度擴大，市場資金異常緊俏，特別是貨幣市場共同基金，該產業的資產超過 3.5 兆美元，約為商業銀行的 1/3，是大型商業本票及附條件市場的主要投資者。

貨幣市場共同基金既非 Fed 的合格借款者，亦非存款保險安全網的適用者，復具以短支長（註 36）的特性，因此當持有許多雷曼兄弟的商業本票而面臨巨額損失的 Reserve Primary Fund 在不堪投資者贖回擠兌下宣佈破產，引爆貨幣市場共同基金投資者的信心恐慌，因為投資者向來深信投資貨幣市場共同基金是絕對安全的投資行為，隨著基金價格

跌破 1 美元，基金的贖回擠兌風潮遂一發不可收拾。另一方面，基金市場的混亂，亦直接進一步對商業本票市場造成恐慌，對依賴貨市籌資的機構（包括銀行、SIV、conduits 及企業等）造成威脅，更嚴重的是，商業銀行基於自保，減縮放款，因此，渠等的替代性來源亦消失，堪稱屋漏偏逢連夜雨。

基於上述理由，Fed 推出 AMLF (註 37)，加上財政部注資及對基金業者的債務保證，成功遏止貨幣市場共同基金的擠兌風潮。值得加以說明的是，Fed 理事會原已同意依據聯邦準備法 13-3 條規定，直接對貨幣市場共同基金提供融通 (註 38)，但因基金產業公會基於可能引發更大的贖回擠兌風潮，而不願向 Fed 直接融通，Fed 最後不得不以商業銀行為融通對象，透過融通高信用等級 ABCP 的方式間接融通貨幣市場共同基金。

另一方面，Fed 為避免基金業者過度依賴 AMLF，加諸若干使用 AMLF 的限制條件，以確保使用 AMLF 工具純屬流動性原因。基於對 AMLF 的設限，Fed 認為該工具不足以支應貨幣市場及經濟活動所需資金，加上銀

行自保的普遍現象，企業及 SIV、conduits 等不可能有替代資金來源，貨幣市場資金緊俏極度嚴重的情形，迫在眉睫，Fed 有必要針對商業本票市場推出新種融通工具。因此，Fed 於 2008 年 10 月 7 日推出 CPMF (註 39) 工具，同月 21 日再推出 MMIF (註 40)，加上聯邦存款保險公司對銀行發行商業本票的保證等措施，以安定商業本票市場。

5、為何融通資產擔保債券 ABS 的投資者？

雷曼兄弟事件不僅波及貨幣市場共同基金及商業本票市場，亦傷及其他金融市場，特別是 ABS (Asset-Backed Securities) 市場，因為超過 1/3 的消費性貸款，其資金來自 ABS 市場，缺少 ABS 市場作為證券化籌資中貸款創始機構的銷售對象，信用卡、汽車及其他形式的消費性貸款亦受到衝擊，進一步減緩經濟活動。因此，Fed 對長期信用市場進行干預，針對 ABS 的投資者提供 TALF (註 41) 融通工具。2009 年的資料顯示，ABS 已恢復正常，証實 TALF 對支撐企業及家計部門的資金供應方面是成功的。

附錄 2 金融危機延宕兩年餘的原因解析

就往昔的金融紓困紀錄觀察，金融危機大都發生在單一國家或地區，貨幣政策亦都能發揮預期效果，似無窒礙難行之處。反觀本次由金融全球化所帶動的金融危機全球

化，並牽動全球經濟衰退。各國為挽救金融與經濟，五花八門的紓困措施盡出，但其效果未如預期，使金融危機延宕二年餘，卻是不爭的事實。其原因值得加以探索。平實而

論，各國政府當局勇於任事，積極因應金融危機的態度，應寄予高度肯定，各項紓困措施或有些許技術性的爭議，但似與未能發揮預期效果無太大關連，主要仍屬經濟金融環境的結構變遷與各國紓困治理的問題。本單元將由金融結構變遷、瑞典 1990 年代的金融紓困成功經驗、歐美不同調、經濟與金融部門間的惡性循環及日本失落 10 年的失敗經驗等，試析本次金融危機，主要國家金融紓困措施未能發揮應有的預期效果之主要原因。

一、全球金融危機起因簡析

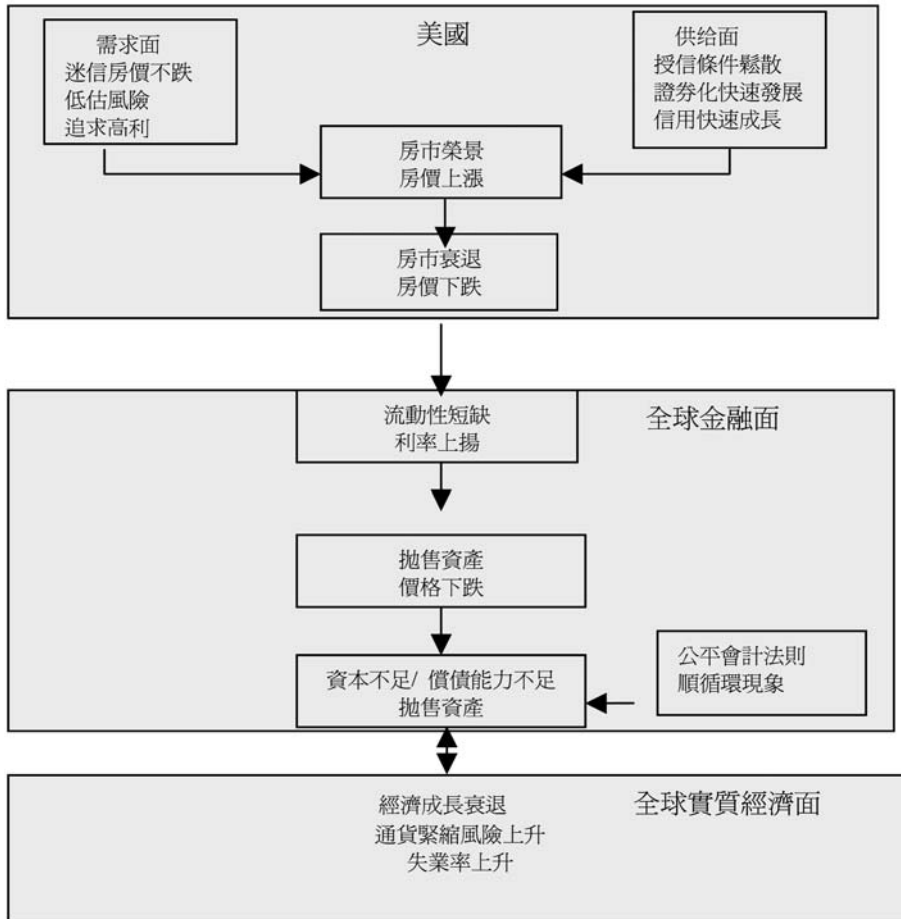
國內外文獻攸關全球金融危機的起因不勝枚舉，本文僅由附圖爆發全球金融危機的簡單流程簡要說明金融危機的起因，不再贅述各環節的詳細過程。附圖顯示，本次金融危機由美國擴散至全球各國，由房屋市場擴散至金融市場，由流動性危機演變成償債能力危機，由金融面波及實質經濟面，再由實質經濟面回饋影響金融面，此種螺旋式的惡性循環，促使全球經濟金融陷入 1930 年代全球大蕭條以來的最大災難。

美國次貸風暴係本次全球金融危機的根源，而授信條件鬆散、證券化及信用市場快速發展等供給面因素，及迷信房價不墜、低估風險及追求高收益等需求面因素，雙雙促使美國房市一片榮景，逐漸形成房市泡沫，一旦房價下跌，吹破迷思，泡沫自然破滅，颳起金融危機大旋風。隨著 2007 年 8 月 9 日

貨市資金緊俏，短期利率飆高，有資金者囤積、惜售，無資金者告貸無門，快速形成普遍性的流動性危機。為解決燃眉之急，拋售資產係最快速的途徑，但因資產的品質與流動性高低有差，拋售又是一窩蜂的行為，最終導致資產價格快速下墜，其下跌速度之快，出現市場價格極度混亂的局面。在公平市價之會計法則規範下，金融機構資產負債表出現資產減計，資產損失直接使淨值減少的現象，其嚴重程度導致銀行資本嚴重不足，無法支應償債能力，更遑論符合巴塞爾最低資本 8% 的規定。上述情節是一種普遍現象，金融危機事實上已由流動性危機轉為償債能力危機，最終波及全球實質經濟面，經濟嚴重衰退、通貨緊縮風險上升及失業率攀高成為全球共通的現象。

歷史紀錄顯示危機總是不斷發生，每次的起因與紓困措施亦不盡相同。本次金融危機與往昔金融危機亦有異同處，美國次貸市場過度擴充、金融機構漸增採用「創始放款與配銷」證券化籌資模式、銀行依賴表外 SIV 及 conduits 等規避巴塞爾最低資本比規範及提高收益、新種結構商品快速發展、依賴信用評等機構行銷結構商品及高槓桿操作等係本次金融危機與往昔相異之處，而在人類逐利與健忘本性下，信用快速擴充、資產價格飆漲、擔保品價值上升、借款者可貸金額增加等順循環現象，則屬歷次金融危機的共通起因。

附圖 爆發全球金融危機的簡單流程圖



資料來源：作者繪製。

二、紓困措施無法發揮預期效果之主要原因

(一) 傳統貨幣政策架構跟不上金融結構變遷速度，傳遞機制無法發揮效果

本文第三章第一小節已說明金融結構變遷是貨幣政策角色轉變的結構性遠因，本單元不再贅述金融結構變遷的背後原因，但特別指出傳統上以商業銀行為設計重心之貨幣政策架構已跟不上金融結構變遷的速度，亦使貨幣政策的傳遞效果不彰，貨幣政策與實

質經濟間的穩定關係變弱。當銀行貸款經過證券化過程成為市場上可交易的工具時，央行的流動性供應已不足以遏止資產價格下跌及銀行資本腐蝕，而使問題更形嚴重。因此，傳統貨幣政策架構，不足以因應金融危機，係本次各國推出金融紓困措施速度之快，名目之多及前所未見的非常措施的主要原因，亦屬各種紓困措施未能發揮預期效果的結構性根本原因。

(二) 主要國家嚴重低估危機的嚴重性，
金融紓困措施復零碎雜亂，欠缺瑞典
1990年代周延縝密的紓困治理模
式

1、瑞典在 1990 年代初期發生金融危機，其初始成因與本次美國次貸危機有多項近似之處 (註 42)。當時的金融危機屬地域性的單獨個案，與本次全球金融危機的屬性不同，其深度與廣度雖無法相提並論，後來金融危機消逝亦可能與經濟復甦有關，但瑞典當局針對金融危機所做的危機管理策略卻是一套系統性、縝密的周全計畫，其成功的經驗正足以對照說明當今各國金融紓困的問題。瑞典央行由金融危機經驗開始正視及發展金融安定的分析能力，該國 1998 年起開始定期公佈金融穩定報告，亦成為全球央行公佈金融穩定報告的開山始祖與學習的典範。

2、瑞典金融紓困經驗顯示，普遍的政治共識、立即宣佈全面保障存款戶及債權人的權益以快速安定及恢復信心、資訊揭露公開透明、嚴格的資產評價規則、全面測試銀行的財務狀況、自問題銀行切割壞帳資產、由 AMC 處理問題資產、由新設單位專責紓困事宜等係瑞典金融紓困成功的關鍵因素，但同時也是英美此次紓困措施未發揮期望效果，必須一再紓困的原因所在 (見下表)。茲歸納說明本次主要國家紓困措施未能發揮預期效果之主要原因如下：

(1) 缺乏政治共識，朝野不同心：特別是

美國國會對紓困案的雜音，屢見新聞媒體大肆報導，引發人心惶惶，加速信心潰散，亦抵銷紓困措施應有的預期效果。

(2) 普遍低估此次金融危機的嚴重性：危機初始，各國視為單純的流動性危機，殊不知金融機構償債能力才是根本問題 (註 43)；亦未立即全面鑑定銀行的問題，未清倉銀行的損失，甚至發生類似日本「失落的 10 年」初期銀行隱瞞實際損失的現象。另一方面，銀行資產難以估價，無法順利估計銀行有毒資產及真正需要紓困的金額，導致紓困金額愈滾愈大，但全面釐清銀行所需紓困金額又是政府紓困的前提，因此媒體戲言英美紓困方式有如大量輸血給一個不斷內出血的病患。2009 年 2 月底美國責成 Fed 等金檢單位先對 19 家大型銀行進行壓力測試，以掌握銀行在不同情境下之財務狀況，即係借鏡瑞典的經驗，雖為時已晚，但總是釐清及有效掌控銀行虧損的開始，如此一來，財政部或 Fed 才能確實掌握銀行所須紓困的金額，而不會一再重演對同一家銀行多次紓困而銀行無法止血的歹戲。

(3) 紓困措施零碎雜亂，呈現高度不確定性：主要國家處理問題債務及銀行償債能力的的不確定性，是危機延宕的關鍵因素。欠缺一套完整、有系統的縝密計畫，更欠缺一個紓困治理的專責機構，全盤規劃、研擬及執行相關紓困措施；亦欠缺處理銀行問題資產的專責機制。例如，各國政府對銀行債務的

保證範圍不一，對如何收拾銀行的有毒資產亦缺乏共識，有些贊成完全切割，有些則仍保留在銀行資負表中。舉凡上述不一的處理方式，不僅使未接受政府紓困之體質健全的金融機構處在競爭弱勢的矛盾（註 44），亦延宕全球金融危機的復元速度。

(4) 各國政府協調工程耗大：消弭全球性危機須要各國協調合作，但在全球化的大環境中，跨國界的銀行業務愈來愈多，協調工程牽涉到許多國家的銀行，亦涉及不計其數的法律與會計規定。

(三) 歐美拯救危機不同調，延誤復甦速度

1、此次金融危機遍及全球，擴散的速度與影響的深度與廣度，係二次世界大戰以來的首見，必須由全球共同協調解決。各國為消弭金融危機，措施頻頻，可謂招數盡出。在美、英、日之央行最後採行直接購買公債或公司債救市之非常措施之後，全球媒體甚至戲言，各國政府在比賽灑錢，看誰灑得快。

2、儘管各國均端出大動作的紓困措施，但歐洲的動作相較不多，在各國大幅調降利率時，歐洲央行還曾一度基於捍衛通膨的考量，於 2008 年 7 月調高利率，歐元地區的財政激勵措施亦不多。輿論稱歐洲的反應太慢，係歐元地區經濟不佳的部分原因。歐洲官員自滿錯估危機嚴重性，誤認為美國應承擔主要救援任務，決策者難辭其咎。

3、IMF 統計各國 2008-2010 年的刺激經濟規模佔 GDP 比率，美國 5.6%，德國 2.7%，英國 1.5%，法國 1.2%，歐元地區的力道表現顯然不足。究其原因，與歐元地區欠缺類似歐洲央行的單一財政部的政府組織有關，而各國的財經措施復有國家自我利益的優先考量，不願承擔鉅額政府債務，而將財政激勵方案的福利拱手送給他國選民。此次金融危機實已暴露歐元地區的結構缺失。

(四) 實質經濟與金融面間的螺旋狀惡性循環，拖長復甦時間

1、此次全球金融危機引發全球同步經濟衰退，失業率攀升，通貨緊縮風險上升。實質經濟惡化反過來又促使金融問題惡化，銀行為避免逾放比率上升影響收益，甚至影響股價，因此，授信更從嚴，在交易對手信用風險揮之不去的陰影下，囤積、惜售資金，導致利差擴大的問題在各國強力紓困措施下，未獲明顯改善，在 2009 年上半年以前仍維持在較高水準。

2、金融影響實質經濟，經濟再影響金融面，兩者交互回饋，互相影響，產生螺旋狀的惡性循環，不僅抵銷紓困措施應有的預期效果，亦拖延紓困期間。國際貨幣基金指出，經濟衰退的原因很多，但源自全球金融危機的全球經濟衰退，各國需要耗費更多時間，需要採取更多措施，才能消弭金融危機及復甦經濟。因此，美國 Fed 理事主席特別指出，經濟能否復甦端賴金融能否站穩腳

步，美國要有政治決心先完成穩定金融體系的救援任務，經濟衰退才可能在 2009 年結束。

(五) 利率政策有其侷限，日本過去的經驗亦顯示無論「信用寬鬆」或「量化寬鬆」政策，其效果有限

1、各國央行以利率政策降溫或升溫經濟，藉以維持物價安定有其可見證的歷史績效，但以低利率政策消弭金融危機，其效果有限，日本失落的 10 年就是零利率政策最好的見證。本次金融危機主要國家之低利率政策無法發揮預期效果，主要係非銀行金融機構在金融中介扮演重要角色，而渠等又不在央行貨幣政策的架構中，低利率政策無法透過傳遞機制發揮效果。換言之，央行對非銀行金融機構無直接影響力。

2、2001-2006 年日本在零利率政策之後，改採量化寬鬆貨幣政策，不斷透過各種操作工具，寬鬆銀行資金，但因整體需求力道不足，最終徒增銀行超額準備急遽累積。日本最後亦拜他國的景氣復甦而使經濟逐漸回溫。因此，許多專家一致認為日本的零利率政策及後來的量化寬鬆貨幣政策，對解決金融危機及經濟衰退的成效有限，美國聯邦準備銀行的季刊亦對日本當時的政策多持負面評論。

3、不幸的是，此次金融危機不斷擴散，危機四伏之際，各國央行明知日本當年的經驗不足取，在採行低利率政策之餘，亦不得

不祭出量化寬鬆或信用寬鬆之非常時期的非常措施。最有趣的是，日本央行亦無法以往昔的失敗經驗為由，堅持立場。

(六) 低通膨高經濟成長的全球大穩定時代，已悄然累積超額危機能量

1、2007 年 8 月金融危機發生以前的全球大穩定時代，各國大都能維持高水準的經濟成長，但卻能享有偏低的通貨膨脹率，有些國家（如瑞典）的實際通貨膨脹率甚至低於通膨目標。

2、先進科技與全球化有效降低生產成本等新經濟思潮應運而生，益因 Fed 在無通膨壓力下，為平息 2000 年網路泡沫危機及 2001 年 911 恐怖攻擊事件，延續甚久採用寬鬆貨幣政策，助漲不動產市場泡沫及抵押房貸證券化相關產品之快速發展與機構投資機構的高槓桿操作。

3、當上述偏離常理與市場紀律之異常行為不斷於全球繁衍之際，主要國家仍沉醉於新經濟賦予的大穩定，殊不知金融危機正悄然孳生，並在金融危機大爆發以前蓄積為全球超額能量，此亦屬此次金融危機各國雖已採多項大動作，但紓困措施不易發揮預期效果的原因之一。原已累積之超額能量加上危機不斷惡化所釋出的能量，以及金融面與實質經濟間螺旋狀的惡性循環，三者混合之後使金融危機有如滾雪球般，其難以捉磨的高度不確定性，正考驗著各國政府的紓困治理能力。

瑞典與本次英美金融紓困經驗的比較表

	瑞典金融紓困經驗		英美金融紓困問題
	措施	成效	
政治共識與支持	金融紓困措施獲得政治團體支持與共識。	政治共識與支持是攸關紓困計畫成敗的最重要因素。可爭取時效，快速通過金融紓困計畫，並付諸實施。不僅不會延誤計畫，也不會引起國外的注意，利於恢復信心。	美國國會對紓困案的雜音屢見於新聞媒體的大肆報導，不僅延誤計畫，亦使國內外市場人心惶惶，更不易恢復信心。Fed 理事主席 Bernanke 亦於本年 4 月間公開稱，美國的最大風險在於朝野不同心，缺乏政治決心。
立即安定信心	國會同意後政府立即發布對信用機構的存款戶及其他債權人的無金額限制的保障，前述保障不含信用機構的股東。	立即安定國內及外國存戶與債權人的信心。沒有發生存款擠兌。銀行重新獲得外商銀行的外幣拆款額度	英美未於危機發生初始，宣佈對存款戶的存款保障。在市場信心渙散益形嚴重及發生存款擠兌事件後，才宣佈對存款戶的保障承諾。危機伊始，未能立即安定信心。
新設組織，公平、公正、公開作業	在財政部之下新設組織 The Bank Support Authority (BSA)	專責金融紓困措施事宜。可避免由財政部、央行或金融監理局單獨負責之利益衝突問題。由專精人士負責，另亦邀請反對黨的人員參與，相關作業透明、公開。	英美由財政部、央行及金融監理局共同擬定及執行紓困措施，未由單一組織專責紓困事宜，較不具效率，亦可能出現利益衝突問題。
全面鑑定銀行的問題、透明揭露銀行預期損失	銀行應先揭露所有預期損失，並打消不良放款。銀行不能隱藏任何問題。利用個體及總體模型設算銀行的財務狀況，並區分為 A、B、C 三大類，說明那些銀行須要紓困、須要多少紓困金額、那些須要結束營業或合併。	全面鑑定所有 114 家銀行的財務狀況，可清楚知道銀行的虛實，亦不會產生針對特定銀行金檢可能引發市場臆測的恐慌。依據檢驗結果清楚定出是否獲得政府紓困或須要關門的條件，達到透明溝通的效果	98 年 2 月底以前未見英美的主管當局宣布對銀行進行全面體檢或做壓力測試，以致流動性黑洞深不見底，銀行的損失愈來愈大。
嚴格的資產評價規則	所有銀行的資產一律採公平市價方式進行資產評價，即使市場情況異常壞亦然，如不動產市場。	與彈性的評價規則相較，嚴格的評價規則會導致銀行損失加大，財務轉弱。此種一致性規定的政策不是沒有風險，但卻是恢復信心的必要手段。BSA 僱用專家負責各種資產的評價工作，以確保銀行不會高估或低估其資產價值，並釐定銀行需要紓困的金額。評價規則中亦嚴格規定銀行貸款何時變成不良放款及可打消呆帳的金額，銀行較無自行判斷的空間。	一律採公平市價的資產評價規則，雖可能使銀行損失擴大，但卻是公平檢定銀行財務的必要措施。若採彈性法則，則不易確實掌握銀行的實際虧損，亦難做平行比較。
企業紓困	瑞典政府未採任何措施紓困企業，亦未指導銀行如何使用來自政府的紓困資金。	瑞典當時亦面臨企業倒閉及重整的浪潮，但對企業的紓困全來自銀行及公營資產管理公司，由它們自行協議紓困條件，政府未介入。	瑞典對銀行紓困，並尊重銀行對企業紓困的自主性。反觀英美，則採雙軌的作法，對銀行紓困，亦對企業直接紓困。兩種做法各有優缺點。
資產管理公司 (AMCs)	將問題銀行分割成好銀行 (good bank) 及壞銀行 (bad part)。以審慎的評定市價，將資產壞帳移轉至 AMCs	AMCs 可以將資產壞帳重新組合及加以改善，以吸引潛在投資者。只要價格合理，這些資產仍可出售。這種過程可能相當費時，但可避免快速拋售所造成之資產價格遽跌的問題。利用 AMCs，可以先清出銀行的壞帳資產，比將壞帳資產留在問題銀行好。銀行員工並非處理壞帳的高手，亦不可能以最好價格出售。銀行員工需要處理其他問題，並進行銀行未來的策略規劃，因此，統一出 AMCs 處理壞帳資產是最佳的選擇。	英美直接對問題銀行紓困，並未切割問題銀行的好帳與壞帳。其問題如下：若問題銀行的壞帳一直留在銀行資產負債表上，即使政府再多的紓困亦枉然，因為這些壞帳最終仍會侵蝕銀行股本，而拖累紓困效果。銀行需金孔急，火速拋售資產，造成資產價格狂跌，市場信心一再崩堤。市場缺乏合理的價格指標，市場一片混亂。更嚴重的是，當時採公平市價會計法則，而使市場不斷出現停損拋售及銀行投資帳面損失不斷擴大的不確定性。

附 註

- (註 1) 見附表 1。
- (註 2) Fed 透過對銀行及金融控股公司之金融法規與監理方式，扮演預防危機的角色。
- (註 3) Fed 透過公開市場操作、貼現窗口融通及緊急融通等工具提供流動性，遏阻金融失序，並降低金融失序對總體經濟的不利影響，進行危機管理。
- (註 4) 聯邦準備法 13-3 條，在異常緊急時期，授權聯邦準備銀行對企業、合夥及個人緊急融通。
- (註 5) 見附表 1。
- (註 6) American International Group.
- (註 7) 歐洲央行融通利率與主要轉融通利率間之差距為 100bp，2008 年 10 月 9 日調降 50 bp，導致兩者的差距降為 50 bp；2009/1/21 調降主要融通利率 2 碼，融通利率 4 碼，兩者的差距回到 100 bp；2009/5/13，調降主要融通利率 1 碼，融通利率 2 碼，兩者差距縮小為 75 bp。
- (註 8) 瑞典央行附買回操作利率與融通利率之差距為 75 bp。2009/4/22 調降附買回操作利率 2 碼（由 1%降至 0.5%），同時縮小附買回操作利率與融通利率之差距，由 75 bp 降為 50 bp。有趣的是，瑞典央行於 2009/8/7 將附買回操作利率降至 0.25%時，融通利率降為 0.75%，但存款利率降至負 0.25%。
- (註 9) 貨幣政策傳遞機制有許多管道（如資產管道、匯率管道、財富管道等等），為簡化分析，以利率與信用管道為達成一目標一工具的主要管道。
- (註 10) 黃富櫻(2006)。
- (註 11) 黃富櫻(2008b)。
- (註 12) Franklin R. Edwards and Frederic S. Mishkin (1995)。
- (註 13) 黃富櫻、彭德明、蔡曜如(2009)。
- (註 14) 侯德潛、吳懿娟(2009)。
- (註 15) Special Investment Vehicles.
- (註 16) Asset-Backed Securities.
- (註 17) International Monetary Fund.
- (註 18) 主要包括美國、歐洲（歐元區及英國）及日本之銀行、保險公司及對沖基金、退休基金等其他非銀行之金融機構。
- (註 19) 全球的範疇與前述不同，主要包括美國、歐洲（歐元區及英國）、其他歐洲國家（丹麥、挪威、冰島、瑞典、瑞士）及亞洲地區（澳洲、香港、日本、紐西蘭及新加坡）的銀行。
- (註 20) 關於各國紓困措施無法發揮預期效果的原因解析，請見附錄 2。
- (註 21) 更詳盡的資產負債表，請參見附表 3。
- (註 22) 見附表 1。
- (註 23) 2000 年 8 月日本央行基於經濟好轉，一度停止零利率政策，但緊隨著全球 IT 泡沫破滅，日本經濟再度惡化，2001 年 2 月日本央行再度恢復零利率政策。
- (註 24) 英國在檢討金融危機之後，已進行若干金融改革，包括賦予央行維持金融安定的法定目標，英國下次選舉可能勝險之保守黨甚至揚言若執政，將把監督銀行的業務重回英格蘭銀行，金融監理局只負責掌握消費者保護業務。
- (註 25) 黃富櫻(2009)、蔡曜如(2009)。
- (註 26) 美國擬擴大 Fed 的監理範圍至所有可能危及金融安定的金融控股公司，另賦予 Fed 新權責，加強對系統重要的支付、

結算與交割系統的監督管理。

(註 27)歐洲央行率先注入市場大筆資金之舉，震驚全世界，2007/8/9-23 共計釋金 2,512 億歐元，同期間美國 Fed 亦釋金 620 億美元。英格蘭銀行在當時的釋金操作則不積極，2007 年 9 月以後才稍有操作。

(註 28)見附表 1。

(註 29)黃富櫻(2008a)。

(註 30)見附表 1。

(註 31)歐元地區大致維持銀行基礎的金融中介機制，因此，未見歐洲央行直接對非銀行金融機構直接融通。統計資料顯示，2007 年銀行對民間部門的放款占 GDP 比率，歐元地區為 145%，美國為 63%；民間部門發行證券餘額占 GDP 比率，歐元地區為 81%，美國為 168%。

(註 32)Henry M. Paulson 稱 I can't do it again. 其所發表拒絕紓困雷曼兄弟的談話，新聞媒體形容他在沙中劃線，是愚蠢的行為 (David Wessel, 2009)。

(註 33)需要相當於紓困貝爾斯登的 3 倍資金 (約 900 億美元) 才足以紓困雷曼兄弟。

(註 34)繼貝爾斯登及美林被購併，雷曼兄弟破產後，美國前五大投資銀行僅剩高盛與摩根史坦利兩家，最後該兩家投資銀行轉型為銀行控股公司，雄霸華爾街的美國前五大投資銀行從此成為絕響。

(註 35)黃富櫻(2009)。

(註 36)貨幣市場共同基金的投資者可隨時贖回基金，但基金的投資資產則達數週以上，也是以短支長的經營模式，當發生投資者提前贖回之類似存款擠兌危機時，基金往往出現告貸無門，拋售資產現象。

(註 37)附表 1。

(註 38)詳情可參閱 2008/10/3, Board minutes, "Financial Markets-Proposal to provide liquidity directly to money market mutual funds through the direct money market mutual fund lending facility"

(註 39)見附表 1。

(註 40)見附表 1。

(註 41)見附表 1。

(註 42)瑞典的銀行受制於授信限額的束縛，另透過融資公司的子公司模式，大力推展建築業與房地產融資，融資公司的主要資金來自發行商業本票，類似美國 SIV 以短支長的營運模式。當不動產市場出問題時，1990 年 9 月第一家融資公司 Nyckelm 出現商業本票到期無法續發的財務困窘，而拖累其他銀行。多數融資公司為銀行所擁有，銀行與融資公司間有正式或非正式的資金支應承諾，導致融資公司的問題快速回到銀行本身。1991 年銀行普遍面臨不良貸款問題，此種危機日益明顯，並於 1992 年達到高峰。

(註 43)John B. Taylor 亦指出，2007 年 8 月起 Fed 對信用市場凍結的因應措施，未發現市場係因償債能力問題而癱瘓，並非流動性問題。他特別指出，Fed 2007 年 12 月推出之 TAF 措施，無法降低美元短期 Libor 利率與聯邦資金利率目標間的差距，較合適的作法是，要求銀行增資或以公共資金對銀行注資 (recapitalize)，而不是釋出更多流動性。此種思維拖了一年多才讓主管機關想通。

(註 44)其資本比可能低於接受政府入股紓困的銀行。

參考資料

侯德潛、吳懿娟 (2009)，金融危機與當代經濟理論的省思，經濟研究處。

蔡曜如 (2009)，因應當前金融危機的對策暨其政策挑戰。

- 黃富櫻 (2006) , 央行貨幣政策操作的重要工具：溝通政策，中央銀行季刊第 28 卷第 4 期。
- 黃富櫻 (2008a) , 美國 Fed 新種暫時性短期資金標售工具(TAF)與五大央行聯合干預的政策意義，央行國際金融參考資料第 55 輯。
- 黃富櫻 (2008b) , 英國北岩銀行事件對央行貨幣政策的啟示，央行國際金融參考資料第 56 輯。
- 黃富櫻、彭德明、蔡曜如 (2009) , 美國次級市場房貸問題與金融改革方向，央行國際金融參考資料第 57 輯。
- 黃富櫻 (2009) , 本次金融危機之五個重要個案分析，經濟研究處。
- Banque de France(2009), “Unconventional monetary policy measures” , Focus, No4, 23 April, 2009.
- Bini-Smaghi Lorenzo (2009), “Conventional and unconventional monetary policy” , BIS/Review 52/2009.
- David Wessel (2009), “In Fed We Trust-Bernanke’s War on the Great Panic” , published by Crown Business.
- Erlend Walter Nier (2009), “Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis” , IMF Working Paper WP/09/70.
- Franklin R. Edwards and Frederic S. Mishkin (1995), “The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy” , FRBNY Economic Policy Review/ July 1995.
- John Murray(2009), “When the unconventional becomes conventional-monetary policy in extraordinary times” , BIS Review/ 61/2009.
- Masaaki Shirakawa (2009), “Preventing the next crisis-the nexus between financial markets, financial institutions and central banks,” BIS/Review 60/2009.
- Masaaki Shirakawa (2009), “Unconventional monetary policy -central banks facing the challenges and learning the lessons” , BIS/ Review 97/2009.
- Meier Andre (2009), “Panacea, curse, or Nonevent?-Unconventional monetary policy in the united Kingdom” , IMF Working Papers, WP/09/163.

(本文完稿於 99 年 1 月，作者為本行經研處研究員)