

總體審慎政策之意涵、工具與策略

李榮謙、黃麗倫

一、前言

2008年襲捲全球的金融海嘯，印證金融體系具有不穩定的本質。金融體系「晴天借傘，雨天收傘」的順循環（pro-cyclical）行徑，導致資產價格的暴起暴跌，造成金融不穩定，繼之並傷害實體經濟；對此，IMF、BIS等國際機構及各國中央銀行紛紛強調金融穩定的重要性，認為中央銀行不能只關注物價穩定，因為只有維持物價穩定仍不足以確保經濟穩定，各國應建立或強化總體審慎

政策（macroprudential policy）架構，據以因應危及經濟與金融穩定之事件，避免金融危機再次重演。

本文擬先說明中央銀行為何需有促進金融穩定的職責，以及中央銀行促進金融穩定可運用之政策工具；接著說明總體審慎政策的定義，進而介紹近期所論及的總體審慎政策工具；最後則討論權衡 vs. 法則的總體審慎策略。

二、為何中央銀行需關心金融穩定？

1990年代以來，國際間中央銀行業的普遍看法是，中央銀行的主要職責應在維持物價的穩定，因為它是維持經濟穩定的前提；基於此，過去大多數國家的中央銀行將貨幣政策的重心置於物價穩定目標，有意、無意的忽略了金融穩定的重要。本波全球金融海嘯，大抵反映過去主要國家中央銀行過度強調物價穩定，卻對金融體系（尤其是影子銀行業）疏於管制，所帶來的金融不穩定之後

果。

鑑於金融體系具有不穩定的本質，以及對實質經濟的傷害，金融海嘯對各國中央銀行的啟示是，單是維持物價穩定仍不足夠，貨幣政策仍須關注金融穩定目標（註1），否則金融危機可能一再重演。基於此，許多沒有促進金融穩定目標的中央銀行，已開始將之納入職責範圍。

三、中央銀行應運用何種工具促進金融穩定？

體認到中央銀行應肩負促進金融穩定之

職責後，接下來的問題是，中央銀行應運用

何種工具達到金融穩定目標？以慣用的貨幣政策工具？抑或有其它更適合的工具？

**（一）以貨幣政策工具來處理金融穩定恐
“大而不當”，採行針對性的總體審
慎政策較為妥適**

過去對於資產價格泡沫等危及金融穩定事件的傳統觀念是，中央銀行不應該使用貨幣政策工具（如調整利率）去管理或對抗資產價格膨脹，亦即貨幣政策應該準備用在泡沫破滅後的清理工作，而不是在事前嘗試避免資產價格飆升；其主要理由是，事後收拾的成本較低也較容易，且資產價格泡沫不易預測（註2）。

然而，本次全球金融危機卻證實，泡沫破滅後的事後收拾工作相當艱鉅且代價昂貴；再者，預知經濟金融的脆弱性並非不可能（註3）。因此，經過此次慘痛教訓，國際間開始反思過去針對金融不穩事件的不對稱處理策略，轉而主張中央銀行須積極因應資產價格泡沫、信用泡沫等風險；如IMF及BIS等國際組織即表示，一旦接受中央銀行應有促進金融穩定的職責，中央銀行在執行貨幣政策時就須把信用成長、資產價格等訊息列入政策的考量（註4）。

雖然國際間多已認同中央銀行於擬定、執行貨幣政策時，須考量貨幣政策對於信用與資產價格等攸關金融穩定因子之影響，然而，對於是否以貨幣政策工具來促進金融穩定，則保持相當審慎的保留態度，認為旨在

追求物價穩定目標之貨幣政策工具，並不適合用來處理金融穩定問題。

IMF、BIS等國際機構、多位知名經濟學家及中央銀行官員認為，適用於物價穩定的傳統貨幣政策工具（如調整利率）雖然亦具有處理信用成長及資產價格不合理現象之能力，但其影響層面太廣泛，可能傷害到其它尚屬健全的經濟層面，甚或對金融穩定反而造成威脅（註5），亦即以貨幣政策工具來處理資產價格問題可能“大而不當”（too blunt）。因此，以具針對性的總體審慎政策來因應較為妥適。

例如，IMF執行長Strauss-Kahn（2010）即表示，利率工具除了無法妥適處理過度槓桿操作、風險承受，或資產價格明顯偏離基本面等危及金融穩定之問題外，還會衝擊經濟成長；不過，值得慶幸的是，決策者尚有反循環的監理工具可茲運用，據以處理過度槓桿、房價及股價的問題。

**（二）總體審慎政策之執行與金融監理之權
責密不可分**

為促進金融穩定，中央銀行除了須備有總體審慎政策工具之外，同時須握有監管各金融機構及整體金融體系之金融監理權。事實上，中央銀行為制定、執行貨幣政策，本來就須具有金融監理權，因為藉由金融監理過程所獲得的訊息，對中央銀行維持支付系統的安全暨效率運作十分重要，同時也有助於貨幣政策之制定與執行，可見貨幣政策與

金融監理實密不可分。

本（2010）年 3 月，前美國聯準會主席、現任白宮經濟復甦顧問委員會主席 Paul Volcker 即指出（註 6），Fed 須擁有

足夠的金融監理權，可歸因於貨幣政策與金融監理這兩者是相互糾結且無法切割的（inextricably intertwined）。

四、「總體審慎政策」之意涵

近期國際間熱烈討論的總體審慎政策，其定義為何？依據 BIS、金融穩定委員會（Financial Stability Board）等國際機構，總體審慎政策係指基於維持整體金融體系之穩定，以及考量金融體系與實體經濟的相互影響關係，運用管制（regulation）與監理（supervision）等工具來舒緩金融體系順循環的特性，並降低系統性風險，以促進金融穩定（註 7）。

總體審慎與一般所熟知的個體審慎（microprudential）不同，其主要差異在於（註 8）：

(1) 最終目標不同，前者在於確保整個經濟金融體系之穩定，並避免大規模的經濟損失，後者則在於保護存款人。

(2) 運用模型的基本假設不同，前者假設風險是內生的，是金融體系的行為所引發的；後者則視風險為外生。

(3) 總體審慎關注金融機構之間的關連性與共同暴險的情形，惟個體審慎並不在意這方面的問題；再者，總體審慎強調橫剖面（cross sectional）與時間維度（time dimension）的風險，而這亦非個體審慎所關心者。

雖然總體審慎與強調個別金融機構穩健性的個體審慎不同，惟為促進一國經濟金融之穩健發展，兩者缺一不可，因此，BIS 等國際機構即一再強調總體審慎監理當局與個體審慎監理當局須密切合作。近期歐盟、英國及美國的金融改革即採納 BIS 等國際機構之建議，已成立或擬成立總體審慎架構，以設立委員會或理事會的方式，將總體審慎、個體審慎及所有涉及經濟金融穩定之主管當局納入該架構，共同肩負起一國經濟金融穩定之責。

五、總體審慎政策工具

（一）近期國際間論及之總體審慎工具

金融機構業務營運可能帶來危及金融體

系穩定之系統性風險，主要來自資產與負債兩個層面。資產面風險來自各金融機構浮濫

投資與不當貸放的集體行為致資產價格暴漲，一旦情勢反轉，各金融機構又爭相出售資產、收回貸款，致資產價格暴跌，這種資產價格的暴漲暴跌肇致金融不穩定的系統性風險；負債面風險來自各金融機構的短期融資活動，尤其以來自未投保的批發性短期資金，投資較長期的高風險資產，一旦個別機構發生流動性問題，恐擴大成整個金融體系流動性乾涸的危機，帶來嚴重的系統性風險。

對於資產面與負債面的風險，近期國際間所論及之總體審慎工具包括：

1、抑制資產面風險之審慎工具：

(1) 反循環資本提列 (countercyclical capital charge)：即景氣好時，要求增加資本提列，景氣轉差時，則可動用這些資本，適度解決金融機構不當槓桿操作的問題。

(2) 具前瞻性的呆帳準備 (forward-looking provisioning)：即若預期未來的貸款回收情況可能轉壞，則事前提列較多的呆帳準備 (註 9)。

(3) 系統性資本提列 (systemic capital charge)：基於整體風險的考量，針對特定部門要求反循環的資本提列，亦即僅針對金融機構某一業務行為 (如房地產貸放) 要求提列更多資本，或可動用先前提列之資本。

(4) 流動性要求 (liquidity requirements)：基於整體風險考量，針對金融機構的特定或全部資產，調整應提的流動準備。

(5) 基於整體風險的考量，限制各項貸款條件，例如在貸款成數 (loan-to-value ratios) 方面，可訂定上限或伴隨景氣循環來調整成數上限，以解決房價過度上漲的問題。

(6) 基於整體風險的考量，調整保證金比率 (margin requirements)，以解決股價過度上漲的問題。

上述的政策工具或許與一般所熟知的個體審慎工具有所重疊，因而容易產生混淆，BIS 所彙整的總體審慎與個體審慎工具，係以政策目標與政策考量來區分兩者之不同 (見表 1)。

2、抑制負債面風險之審慎工具：

對於金融機構高流動性風險之短期資金來源 (如來自拆款市場、RP 市場等批發資金市場) 課徵系統風險稅 (systemic levy)，將仰賴這些脆弱資金的金融機構所造成的外部性 (危及金融體系穩定) 予以內部化，以因應未來可能引起系統性風險的創造行徑。

這種對銀行業務活動的負面影響外溢行徑課稅，就有如對環境污染者的外部性行為課徵從量稅的「皮古稅」 (Pigouvian Tax)。這種金融性「皮古稅」是考慮源自融資的脆弱性 (funding fragility)，可能透過外部性帶來系統性風險，同時在承平時提供穩健誘因；此外，對流動性收取費用，尚可補充反循環的資本計提，強化金融穩定目標 (註 10)。

表 1 總體審慎與個體審慎之政策工具

「個體審慎」政策工具 目標：限制個別金融機構風險	「總體審慎」政策工具 目標：限制系統性風險
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 資本品質與數量要求 ▪ 限制槓桿比率 ▪ 流動性規範 ▪ 限制交易對手信用風險 ▪ 限制銀行業務活動（如投機目的之交易） ▪ 強化風險管理 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 反循環資本提列 ▪ 提列具前瞻性的呆帳準備 ▪ 系統性資本提列 ▪ 限制槓桿比率 ▪ 限制最高貸款成數 ▪ 健全的金融基礎設施（交易對手集中清算機制）

資料來源：Hannoun（2010）

（二）亞洲國家已採用之總體審慎工具

工具（見表 2），來因應金融體系的整體風

險。根據 BIS 資料，亞洲國家於 1997 年亞洲

金融危機前後，就已率先採用多項總體審慎

工具。

表 2 亞洲國家採用總體審慎工具之經驗

目 標	工 具	採行國家
隨時控管 整體風險 （如順循環風險）	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 與信用成長有關的反循環資本計提 ▪ 提列反循環呆帳準備 ▪ 限制貸款成數 ▪ 直接對金融機構放款予特定部門進行管制 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中國（曾考慮採行） ▪ 中國、印度 ▪ 中國、香港、南韓、新加坡 ▪ 南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡
於每一特定時點處理 整體風險 （如系統性監控）	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 額外的資本計提（capital surcharges） ▪ 流動性規範 ▪ 限制幣別錯配（currency mismatch） ▪ 存放比要求 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 中國、印度、菲律賓、新加坡 ▪ 印度、南韓、菲律賓、新加坡 ▪ 印度、馬來西亞、菲律賓 ▪ 中國、南韓

資料來源：Caruana（2010）

六、總體審慎策略：權衡 vs. 法則（註 11）

2008 年的全球金融海嘯突顯現有審慎政策的缺失，最為顯著的例子即為 8% 的資本適足率。此種針對個別銀行健全性所訂的單一固定比率要求，以及按市值計價（mark-to-market）的會計準則，並未賦予因應外在情勢轉變需加以調整的彈性，也未考量個別銀行集體行動所可能造成的系統性風險；這種過於僵化的法則（rule）架構，明顯無法因應經濟金融情勢的改變。

然而，沒有法則可依循，完全由主管當局因時因勢制宜的全然權衡式（discretion）政策架構，卻早已被證明成效不彰。後金融海嘯時代的總體審慎策略究竟應建立在何種架構上？各有缺失的法則或權衡架構？抑或應結合兩者，建立一個兼具法則與權衡優點的架構？

（一）權衡架構無法兼顧個體與總體、且承受較大的政治壓力

在權衡架構下，主管當局可要求銀行於經濟繁榮期建立資本緩衝部位，而在經濟衰退發生時，允許銀行運用資本緩衝部位。權衡架構雖能降低景氣循環擴大的風險，但卻增加個別銀行的違約風險，因為總體審慎的資本緩衝部位是針對全體銀行部門的健全性，而不考量個別金融機構的償債能力。

此外，主管當局對於金融體系的警示與

提議，會產生自我預期實現的反效果，因而使得主管當局承受龐大的政治壓力。

（二）設計一套適用全球的嶄新法則架構極具困難

在法則架構下，所有的因應對策係根據預先擬訂的自動機制與觸發點，以避免時間不一致性（time-inconsistency）的問題，並促使主管當局須在總體目標與個體目標間取得最適的平衡。

然而，要設計一套兼顧總體與個體目標的法則極為困難，再者，法則仍然受制於 Goodhart 定律，亦即一旦觀測變數成為廣為人知的法則，該目標變數的情報內涵（information content）就會消失（註 12）。

（三）結合法則與權衡的總體審慎政策架構是較理想的選擇

過去諸多的文獻一再證實，以事前觀點來看，權衡似為最佳的政策架構，但以事後觀點來看，並非如此，至於法則政策則保證至少可獲得次佳的結果；然而，本次危機卻又突顯，過於僵固的法則策略無力面對突發的經濟金融事件。

文獻與實務經驗均彰顯權衡與法則各有利弊；因此，全然的權衡或過於僵固的法則均非最適，總體審慎政策架構須在這兩個極端之間，選擇一個平衡點，將政策決策模式

建構在一個以法則為基礎，且具有適度權衡 為每日的政策架構，而權衡則用於因應極端
應變彈性的架構上。簡言之，就是以法則作 情勢。

附 註

(註 1) 見 Hannoun (2010)。

(註 2) 見 UNCTAD (2009)。

(註 3) IMF (2010) 認為，超額流動性（廣義貨幣供給年成長率與名目 GDP 年成長率之差距）適合作為國際資本流入引燃
資產價格泡沫風險之早期預警指標。Borio & Drehmann(2008)認為，信用成長及資產價格漲幅是否遠超過長期趨勢，
可作為早期預警指標。

(註 4) 同註 1。

(註 5) Evans (2009)、Mishkin (2008)、Agrawal (2008)及 Dell'Ariceia (2009)。

(註 6) 見 Bloomberg (2010)。

(註 7) 見 Clement (2010)

(註 8) 同註 2。

(註 9) 例如，西班牙於 2000 年開始採行反循環的呆帳準備提列規定，見 Saurina (2009)。

(註 10) 見 Perotti(2010)。

(註 11) 主要取材自李榮謙(2008)、Blanchard (2010)、Landini (2010)及 Libertucci & Mario (2010)。

(註 12) 簡單來說，當觀測變數成為目標變數時，它就不再是好的觀測變數。

參考文獻

李榮謙 (2008)，「第 14 章 貨幣政策目標與操作策略」，貨幣銀行學，第十版，9 月。

Agrawal, Amol (2008), "A Discussion on Asset Prices and Monetary Policy," IDBI, May 27.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell' Ariccia, and Paolo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy," IMF Staff Position
Note, SPN/10/03, Feb. 12.

Bloomberg (2010), "Volcker to Tell Congress Fed Should Retain Supervision Powers," Mar. 16.

Borio C and Drehmann M (2008). "Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and Its
Consequences." BIS Working Paper, Nov.

Caruana, Jaime (2010), "Macroprudential Policy: Working Towards a New Consensus," BIS General Manager's speech at high-level
meeting in Washington D.C., Apr. 23.

Clement, Piet (2010), "The Term 'Macroprudential': Origins and Evolution," *BIS Quarterly Review*, Mar.

Dell'Ariceia, Giovanni (2009), "Asset Price Booms: How Can They Best Be Managed?" IMF: *Finance & Development*, Volume 46,
Number 2, June.

Evans, Charles (2009), "Should Monetary Policy Prevent Bubbles?" Speech at Conference Banque de France, Federal Reserve Bank
of Chicago, Nov. 13.

Hannoun, Herve (2010), "Towards A Global Financial Stability Framework," BIS Deputy General Manager Speech at the 45th
SEACEN Governors' Conference, Cambodia, February 26-27.

- IMF (2010), "Lessons from Past Episodes of Large Capital Inflows in Asia," *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.
- Landini, Francesca (2010), "Central Bankers Cool to IMF's Inflation Idea," Reuters, Feb. 24.
- Libertucci, Massimo, and Mario Quagliariello (2010), "Rules vs Discretion in Macroprudential Policies," VoxEU.org, Feb. 24.
- Mishkin, Frederic S. (2008), "How Should We Respond to Asset Price Bubbles?" Speech at the Wharton Financial Institutions Center, May 15.
- Perotti, Enrico (2010), "The Governance of Macro-Prudential Taxation," VoxEU.org, Apr. 7.
- Saurina, Jesus (2009), "Dynamic Provisioning," the World Bank: *Public Policy for the Private Sector*, Note No. 7, Jul.
- Strauss-Kahn, Dominique (2010), "Economic Policy Challenges in the Post-Crisis Period," Speech at Inaugural Conference at the Institute for New Economic Thinking, Apr. 10.
- UNCTAD (2009), "Chapter III Learning from the Crisis: Policies for Safer and Sounder Financial Systems," *Trade and Development Report 2009*, Sep. 7.

(本文完稿於99年4月，作者李榮謙為業務局研究員，黃麗倫為業務局四等專員)