

中央銀行在金融穩定的角色與工具

黃 富 櫻

提 要

本次金融危機顯示金融機構的資本及流動性品質不佳、數量太少、及系統風險監理漏洞等缺失，已全面改寫往昔「個別金融機構健全，整體金融即能穩定」的舊監理思維，而透過總體審慎政策維持整體金融體系安定，幾乎是全球一致公認的金融監理新思維。總體審慎政策雖非預防危機維持金融穩定的唯一工具，但幾乎是最好的工具。本次金融危機亦凸顯傳統貨幣政策工具不足以因應金融危機，進而凸顯央行（泛指全球央行）在金融穩定的重要性，爰啟發研究本文的動機。央行維持金融穩定應具備的法定目標、工具、總體審慎政策及組織設計等議題為本文的主要研究範圍。事實上，本文主要以央行具備金融穩定法定目標為假設前提，由國際經驗與文獻探討，試析央行維持金融安定應有的工具及組織設計。

本文亦探討金融危機前後央行在金融穩定的角色，並兼述我國現行的金融穩定架構、本行在金融穩定的定位與角色、以及本行維持金融穩定的積極作為。最後，本文參酌國際最新發展趨勢與主要國家新近的金融

改革經驗，基於法源與權責應明確訂定，以及貨幣政策與金融穩定政策維持一致性之考量，建議(1)我國似宜及早規劃符合國情需要的總體審慎架構，並研擬設置獨立的金融穩定政策委員會，專責金融穩定決策。(2)應加強與國際合作，共同維持金融穩定。(3)強化金融資訊基礎設施，有效蒐集與分析必要的金融資訊，特別是引發本次金融危機的系統風險方面的金融統計資訊。(4)另考量無法於短時間內快速完成攸關我國總體審慎政策的金融改革，若能優先組織變革「金融監理聯繫小組」為「金融穩定政策委員會」，擔綱我國金融穩定政策的最高決策單位，此舉似乎是短期內能優先完成之金融改革措施。至於本文的重點內容請參閱本文結論中的條列式摘述。

關鍵字：金融穩定、總體審慎、個體審慎、反景氣循環資本緩衝、順循環、Tinbergen 法則、Basel III、動態放款損失準備、流動性覆蓋率、淨穩定資金比率、集中交易對手（CCP）。

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

2007-2009年之金融危機（以下簡稱本次金融危機）源自美國次貸風暴，其擴散速度、層面與嚴重程度，不僅令人咋舌，亦令各國政府措手不及，疲於奔命，各國推出前所未有的紓困措施，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均極為罕見，係貨幣銀行學傳統教科書尚未問市的新章節。俗云危機也是轉機，危機提供機會讓各國金融主管當局檢討典章制度缺失並加以改革；危機總是引發央行業務（central banking）的組織結構與實務作業的重大變革；危機也提供機會讓我們重新思索央行貨幣政策的領域。Central Banking 2010年2月刊指出，本次金融危機餘波盪漾中，許多人質疑「通膨目標化（inflation-targeting）」或「以通膨為重心（inflation-focused）」的貨幣政策機制，是否屬形成泡沫造就危機的禍首？是否應終結通膨目標化機制？是否應進行貨幣政策典範轉移（paradigm shift）？

維持物價及金融穩定向為央行責無旁貸的天職，但本次金融危機異於往昔，其嚴重程度直逼1930年代的經濟大蕭條，亦造成金融面與經濟面相互反饋影響之惡性循環夢

魘，出現全球經濟大衰退。因此，Baqae et al(2010)形容1930年代危機為經濟大蕭條（The Great Depression of the 1930s），本次危機為美國經濟大衰退（The Great Recession in the US）。許多央行在本次金融危機，大多發現傳統貨幣政策措施（註1）不足以紓緩金融危機的侷限與困窘，央行運用傳統加上創新，推出史無前例的新穎措施，力圖遏止危機，在在凸顯央行在金融穩定角色的重要性，不穩定的金融體系不僅對實質經濟產生可觀的代價，亦使央行無法達成物價安定目標。

盱衡近20年來國際間央行業務的發展趨勢，以物價安定為央行唯一或主要目標之通貨膨脹目標化，以及強調央行獨立性、透明化與權責化等成為先進國家央行的主流業務，而強化央行獨立性將金融監理及代理國庫業務自央行的傳統業務中移出，分別轉移至新設立的金融監理單位及國家債務管理局，亦為附帶的發展方向。換言之，央行維持物價安定在央行法中有明確的法源基礎，但維持金融穩定方面，除少數央行法中有加以規範外，其餘大多數的央行法中均未明訂，有些國家則在法令以外的備忘錄中述及央行在維持金融穩定的角色。總之，央行有

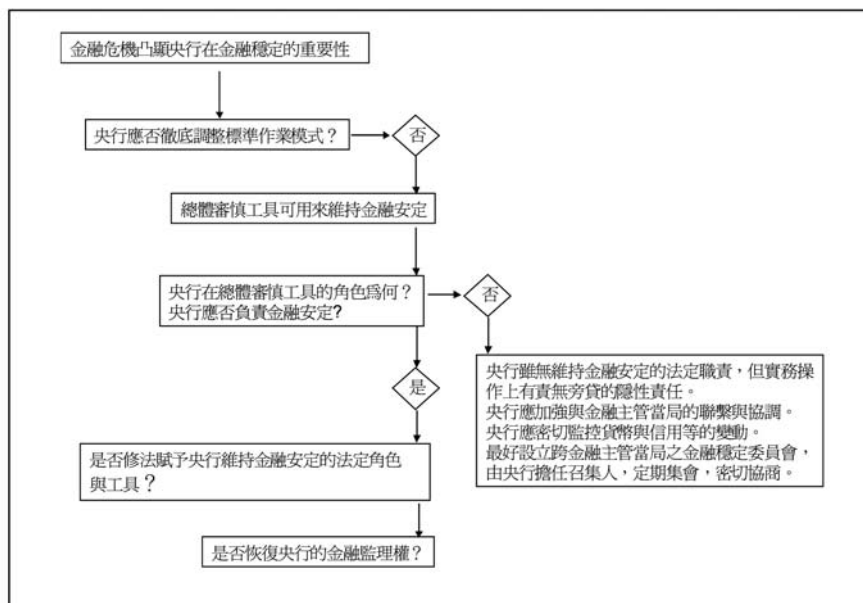
（註1）意指過去20年各國央行一目標（通膨目標）一工具（央行政策利率）的操作模式。

不容推卸的維持金融穩定責任，但權責卻大多模糊不清，幾乎攸關金融穩定的角色均與監理支付系統健全運作有關(註2)，有些則涉及對金融部門的金融監理。事實上，多數央行在移出金融監理權限後，既無法即時掌控金融機構之發展動態資訊，亦無可用的監理工具據以履行維持金融穩定的責任，本次金融危機最先發難的英國北岩銀行就是最明顯的例證，英國三足鼎立金融監理機制迫使英格蘭銀行在無足夠的法源基礎下，錯失救援問題銀行的先機，英國自此進行大幅金融改革包括修法賦予英格蘭銀行維持金融穩定的法定責任，保守黨籌組的聯合政府走馬上任

後，履行其競選承諾，重新恢復英格蘭銀行金融監理權限。

簡言之，後金融危機時代，各國央行及國際高峰會議或研討會的檢討聲浪此起彼落，各國的金融改革工作亦如火如荼地進行，總體審慎工具幾乎已成為維持金融穩定的必要工具，而欠缺法源基礎的央行今後如何維持金融穩定，修法或不修法之處理機制如何，是否與物價安定目標衝突，貨幣政策工具能否用來維持金融穩定等種種問題，構成本文的研究動機(圖1)，試圖由國際文獻的整理分析中，勾勒央行在金融穩定角色之國際最新發展趨勢的一般性輪廓。

圖 1 研究動機



(註2) 支付系統健全運作係金融穩定的範疇之一。若支付系統出問題，將直接影響實質交易行為一系列的清算交割，其連鎖負面反饋影響，恐造成系統風險，衍生金融恐慌，亦不利經濟活動。因此，監理及維持支付系統健全運作，長久以來均屬央行的職責。

第二節 研究範圍與架構

本次金融危機凸顯央行在金融穩定的重要性，央行在標準的傳統作業模式下如何維持金融穩定，是否修訂央行法及應有的工具，係本文的主要研究範圍，本文並以央行具備金融穩定法定目標為假設前提(註3)，由國際經驗及文獻探討，試析央行維持金融穩定應有的工具。至於本次金融危機與系統風險的起因、央行的因應措施及貨幣政策角色轉變(註4)、政府沉重債務負擔對金融穩定的影響(如2010年希臘主權債務危機)、以及新興市場經濟體維持經濟與金融穩定之資本管制措施等，則非本文的研究範圍。最後，

本文所稱「中央銀行」或「央行」非「本行」，泛指全球的央行。

本文共五章，第一章緒論說明研究背景與動機、及研究範圍與架構；第二章說明央行角色的蛻變，並說明此次金融危機凸顯的三大金融監理漏洞；第三章說明央行追求金融穩定之道，及貨幣政策與金融穩定政策間的關係，並比較分析英國、美國、歐盟等維持金融穩定的組織設計；第四章說明本行在金融穩定的角色，以及國際間攸關「總體審慎政策」的金融改革對我國的啟示；第五章為結論與建議。

第二章 央行角色的蛻變

教科書指出，央行的傳統角色包括執行貨幣政策維持物價安定、扮演最後貸款者、執行與監理支付制度，有些央行則仍包括金融監理角色。但過去20年，央行的角色已漸次蛻變中，朝向更健全完美的操作機制，但本次金融危機卻是對央行過去的操作模式，進行最透徹的檢驗，亦證實傳統貨幣政策工具不足以因應愈來愈嚴重的全球金融危機，後危機時代爰逐漸吹奏「總體審慎政策」維持金融穩定的全球浪潮。本章將分別說明金融危機凸顯的三大金融監理漏洞，以及金融

危機前後央行的角色，其中金融危機以前係指最近20年。

值得加以說明的是，全球都不否定金融穩定的重要性，但迄今全球仍欠缺可被普遍接受的一致性定義，綜觀各家的說法仍略有差異，或由正面加以詮釋；或因金融穩定的重要性在金融不穩定時最為顯著，而由負面的金融不穩定說明金融穩定的意涵；有些則不定義金融穩定，直接以系統風險取代金融穩定。更重要的是，金融穩定字義多面向、不易以單一量化指標顯示、不易預測、不易

(註3) 因為央行若無維持金融安定的法定任務，自然不具備維持金融安定的工具。唯有權責合一，才能進一步探討央行達成金融安定目標應有的工具。

(註4) 有興趣者，可參考黃富櫻(2010)，「由全球金融風暴綜觀央行貨幣政策角色的轉變」，國際金融參考資料第59輯。

溝通、須要跨機構協調等特性，則正好與物價穩定易量化、易預測、易溝通、可獨立執行等特性相反。因此，一國欲維持金融穩定，首先須要有明確的金融穩定定義，瑞典央行於 2009 年末即曾提出重新明確定義金融穩定的金融改革建言。本行金融穩定報告由正反兩面定義金融穩定。正面「金融穩定」係指金融體系有能力：（1）有效率地在不同經濟活動及不同期間分配資源；（2）評估及管理金融風險；（3）承受不利衝擊。負面「金融不穩定」則指發生貨幣、銀行或外債危機，或金融體系不能吸納內部或外部不利衝擊，無法有效分配資源，以致於未能持續提升實質經濟表現（註 5）（黃富櫻，2010a）。

另一方面，「總體審慎政策」雖非預防金融危機維持金融穩定的唯一工具，但幾乎是最好的工具。事實上，在本次金融危機以前，全球金融界鮮少使用總體審慎術語，其來源處及真正的字義仍相當模糊，考證金融文獻，「總體審慎」用語在 1979 年 6 月首度出現，1979-1985 年屬萌芽期，多屬背景資料，未出現在公開聲明稿中；1986-1999 年其重要性上升，進一步以公開聲明稿方式，對外宣稱總體審慎的當期使命，如第二階段闡揚對金融創新的關切；2000-2010 年 8 月邁入新里程碑，重視順景氣循環問題及金融風險如何在金融體系中傳遞問題；至於首度正式將總體審慎正式納入全球金融監理規範，首

（註 5）中央銀行編印之金融穩定報告。

推 2010 年 9 月國際清算銀行巴賽爾監理委員會公布的 Basel III 建議案，該建議案並已於 2010 年 12 月獲 G20 高峰會議通過後發布（黃富櫻，2010a）。

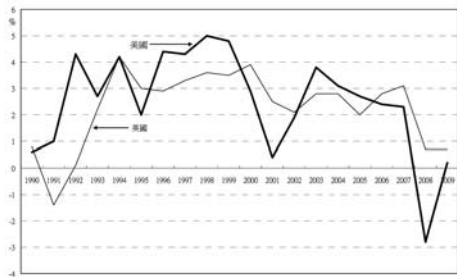
第一節 金融危機前的央行角色

一、央行的角色與貨幣政策架構

1970 年代及 1980 年代的高通膨對實質經濟的不利衝擊，激發 1990 年代貨幣政策架構的重大變革，通貨膨脹目標化機制成為先進國家貨幣政策操作的典型模式，而修訂央行法賦予物價安定為央行的法定貨幣政策目標、賦予央行追求物價安定目標的獨立性與權責性，亦為當時的普遍發展趨勢。此外，為強化央行的獨立性，多數央行亦同時在修法之際被移除金融監理權限及代理國庫業務的角色。紐西蘭央行係全球率先實施通膨目標化的國家，1989 年紐西蘭修訂央行法賦予央行維持物價安定的首要目標，及達成目標的獨立性。紐西蘭央行實施通膨目標化的成功經驗，後續引發多數央行採行通膨目標化機制，截至目前全球有 20 餘國實施此種貨幣政策操作機制。美國雖未實施通膨目標化機制，但其貨幣政策操作亦以物價為重心。

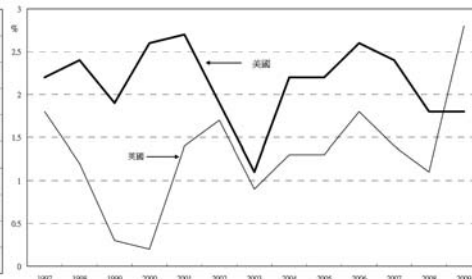
通膨目標化機制實施以來，全球見證所謂的「大穩定時期（The great stabilization）」或「黃金年代（The golden age）」，不僅通貨膨脹率維持在偏低甚至低於目標水準，同時經濟維持強勁成長趨勢（見圖 2 及圖 3），影響

圖 2 美英兩國經濟年成長率



資料來源：Bloomberg

圖 3 美英兩國消費者物價年增率



資料來源：Bloomberg

所及，多數央行具備低利率操作的時空背景，以致維持寬鬆貨幣政策一段相當長的期間，此種低利率的寬鬆措施，特別是美國Fed的前理事主席 Alan Greenspan 甚至被歸咎為本次金融危機的根源與禍首。寬鬆貨幣政策措施是否為本次金融危機的根本原因，目前仍在爭議當中，Greenspan亦義正嚴辭否認其罪行，但不可否認的是，長期穩定的年代不知不覺中已孕育出央行決策者與金融市場參與者均「信心過度」與「過度自滿」危機(註6)，加上銀行貸款作業條件放寬及金融監理缺失，同時埋下了本次金融危機的種子。

一般而言，過去20多年先進國家的的貨幣政策多屬「一目標一工具」的操作架構，其中一目標係指物價安定目標，一工具則指

短期政策利率，由央行的理事會或貨幣政策委員會先制定短期利率決策(註7)，再透過公開市場操作等貨幣政策工具調節金融，讓極短期利率(通常為隔夜拆款利率)沿著期望水準(通常為政策利率)變動，以達到中期的通貨膨脹目標。

二、金融穩定非貨幣政策決策的主要考量因素的理由

過去20年物價安定為貨幣政策之唯一或主要優先目標，維持低穩通膨亦被視為貨幣政策對金融穩定的主要貢獻。貨幣政策所使用之總體經濟計量模型亦多以物價及產出缺口為重心，甚至含括對匯率穩定的重視，但大多未納入金融部門(註8)，鮮少考量金融體系發展及金融體系的脆弱性(註9)，如，金融

(註6) Shirakawa(2010a)稱此種過度信心或自滿是一種「信心循環(cycle of confidence)」，係本次金融危機的起因之一，日本在1980年代下半葉信心過度的非理性牛市幾乎淹沒了整個社會，美國在本次金融危機以前亦出現類似日本由過度信心到信心崩潰的信心循環。

(註7) 通常為央行公開市場操作的附買回操作利率，如歐洲央行、瑞典央行等；或隔夜拆款利率目標，如美國Fed、加拿大央行、澳洲及紐西蘭央行。

(註8) Bini Smaghi(2010a)及Trichet(2010a)。

(註9) 有些央行如歐洲央行及瑞典央行，在制定利率決策時，確曾納入金融體系發展動態的考量，但屬例外的作業方式，不屬法則基礎的例行作業方式。

機構間複雜的內部連結關係及其對國內與國際經濟金融的影響，以及系統風險、國內外傳染與一窩蜂的羊群效應行為等，其原因可歸納如下：

(一) 傳統貨幣政策架構主要以政策措施達成通貨膨脹目標為重心，並未充分了解金融市場脆弱性對政策架構的意涵，亦未將金融部門納入總體經濟模型中。

(二) 貨幣政策不再以貨幣為中間目標，改以物價與產出為政策變數，則納入貨幣與信用總計數的變動分析，可能會侵蝕貨幣政策中間目標的有效性，且央行亦未重視非銀行金融機構在貨幣政策傳遞機制中之重要性不斷上升之訊息與對貨幣政策的意涵。

(三) 不同工具達成不同政策目標係普遍的共識，因此，利率政策達成物價安定目標，金融監理政策則達成金融穩定目標。但金融監理政策只重視個別金融機構健全的個體審慎政策，完全忽略以整體金融系統安定為目的的總體審慎政策。

(四) 即使央行關切資產價格變動，但不會設定資產價格目標，主要係因央行無法決定以何種資產為目標，央行亦無法正確判斷資產泡沫，因此多數央行的態度是，寧可於泡沫破滅後，採取事後清理政策，以減緩對經濟的衝擊，惟事後清理政策易產生道德風險的問題，如 Greenspan Put 即常為學者專家

所詬病，並認為是助長危機的因素。

(五) 決策者篤信效率市場假說，對金融市場效率化及自律化有堅強的信念，且深信在公開可取得資訊的環境中，金融市場會依據資產的內在價值決定價格，如公司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。此種金融治理信念在金融危機前之物價大穩定時期暢行無阻，亦未暴露任何治理迷思與隱憂(註 10)。

三、央行在金融穩定方面的具體作為

多數央行在金融危機以前有維持金融穩定的責任，但因法源薄弱，在發生金融危機須扮演救火員角色時，所出現窒礙難行的實務困窘問題，亦多屬後金融危機時代各界爭論與各國試圖改革的議題。儘管央行在金融穩定方面有責任但角色模糊，各國央行為善盡金融穩定的責任，仍有下列具體作為。

(一) 協同金融監理單位研擬最低資本比規定，但資本比規定用來偵測銀行的資本需求及適法性的自我評估，不足以保障系統風險。此外，非銀行金融機構或影子銀行體系快速擴充，但渠等不在監理範圍，嚴重侵蝕監理有效性。

(二) 有若干央行被修法移除傳統的金融監理角色，改由獨立金融監理單位負責監理事宜。因此央行在金融穩定的角色，改用壓

(註 10)中央銀行(2009)及黃富櫻(2010)。

力測試方式檢視金融體系風險，用來偵測金融機構在經濟衰退情境下之償債能力，並定期出版金融穩定報告供各界參考，但通常未說明金融脆弱性應有的因應措施。

(三) 央行扮演最後貸款者角色。央行透過貼現窗口融通，對問題金融機構提供緊急金援，其適用對象在金融危機以前大多只適用於銀行體系，非銀行金融機構則不屬合格融通對象。本次金融危機的重大金融事件多屬非銀行金融機構，如美國的 Bear Sterns 等大型投資銀行，央行最後貸款者角色的適用對象暴露法規架構的設計缺失。

(四) 監控與監理支付系統運作，亦屬大多數央行職責，藉以維持金融穩定，各國央行在支付系統健全運作方面，皆有出色的表現，如推動即時總額交割清算制度 (RTGS) 或大額支付清算制度 (LVTS)，及央行的「日中流動性供應」工具，均能大幅降低清算風險。惟衍生性商品的店頭市場交割清算方式所暴露之交易對手風險，成為本次金融危機大眾所詬病之處，誠屬美中不足之處，但各國已計畫改採集中清算交割系統。

第二節 金融危機後的央行角色

過去 20 年多數央行過度自滿於低穩通膨的物價安定成果，亦認為物價安定能促進金融穩定，但 Goodhart (2010) 指出本次金融危機已驗證物價安定不能保證金融穩定的慘痛代價，許多評論亦指出國際清算銀行的巴賽爾資本規定亦不能保證金融穩定。本節將說

明金融危機凸顯的三大金融監理漏洞，及金融危機後央行在金融穩定的角色，並說明央行在總體審慎政策居最重要角色的理由，最後則說明央行應否修法新增維持金融安定的法定目標，以及截至撰稿當時各國央行的修法情形。

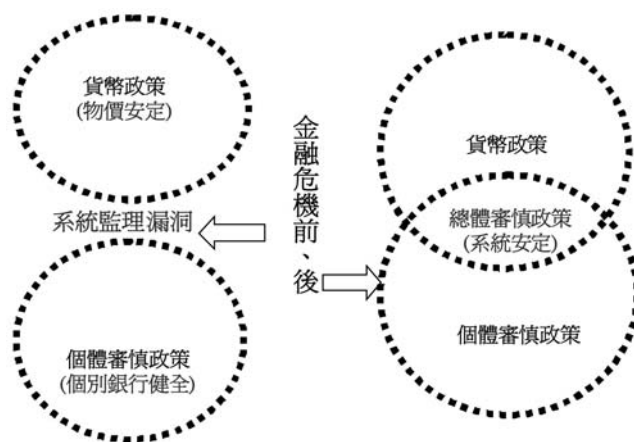
一、本次金融危機凸顯三大金融監理漏洞

由本次金融危機的起因大致可歸納出三大金融監理漏洞，包括貨幣政策與金融監理政策間、銀行與非銀行金融機構間及金融機構資產負債表內等三大監理漏洞，茲分別說明如下。

(一) 漏洞一：貨幣政策與金融監理政策間

1990 年代起盛行通貨膨脹目標化的貨幣政策操作模式及單一獨立金融監理單位之金融監理一元化風潮。通貨膨脹目標化機制下，貨幣政策採單一目標單一工具，以利率政策達成物價穩定目標，只以法定目標(維持物價安定)為貨幣政策目標，由央行負責。另一方面金融監理一元化下的金融監理政策係一種個體審慎監理政策，只著墨對個別金融機構的監理規範，以促進個別金融機構穩健經營，特別是銀行體系，由獨立的金融監理署/局負責。上述兩者間的整體金融系統監理部分成為無人管轄的三不管地帶，在監理套利衍生的系統風險下，成為本次金融危機的最大監理漏洞(圖 4)，此亦係後危機時代各國頻頻進行總體審慎監理政策改革的主要原因。

圖 4 貨幣政策、個體審慎政策與總體審慎政策的比較



資料來源：作者自行繪製。

(二) 漏洞二：銀行與非銀行金融機構間

就各國傳統金融監理架構加以觀察，其設計大多以銀行為重心，對銀行的監理規範較嚴，對非銀行金融機構的監理則較鬆；金融安全網則只適用於銀行，不適用於非銀行金融機構，如銀行享有存款保險，央行最後貸款者等安全保障。但不幸的是，非銀行金融機構的經營策略與模式愈來愈像商業銀行，如過度仰賴批發性資金之以短支長的期差錯配 (maturity mismatch) 及幣別錯配 (currency mismatch)，在資金緊俏時易提高流動性風險，衍生流動性危機，特別是在市場基礎的金融中介體系，如美國在本次金融危機的遭遇就是最好的例證。基金一窩蜂的擠兌行為，類似銀行存款擠兌，同樣威脅金融安定，前者較後者尤嚴重，因為欠缺類似存款保險的安全保障機制。Redouin(2010)形容此種銀行與非銀行金融機構間的監理漏

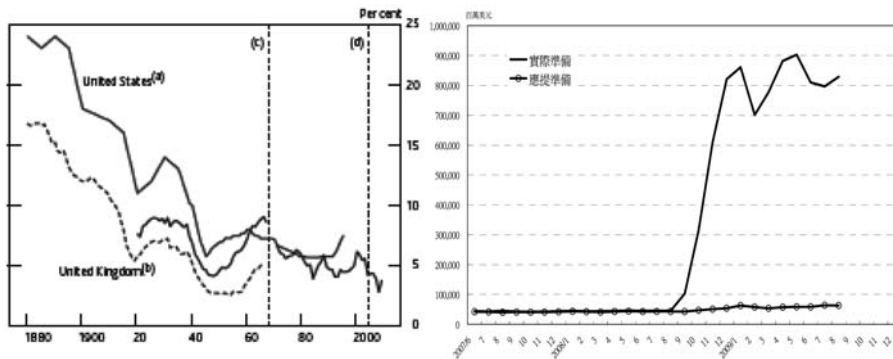
洞猶如一個大黑洞 (black holes)，而影子銀行體系則是過度證券化的場所，埋下危機的種子。

(三) 漏洞三：金融機構資產負債表內

1、資本太少：長久以來金融機構之資本量太少 (圖 5)，品質不佳。本次金融危機由最初的流動性危機轉變為償債能力危機，在在顯示金融機構的支付能力明顯不足。此外，國際清算銀行巴賽爾資本協定(Basel II)之信用風險資本計提可採內部評等法後，大型金融機構往往可享有較低之資本計提要求，雖具備鼓勵銀行以內部模型控管風險之改革初衷，但其結果卻使多數大型金融機構因資本過低，而在本次金融危機面臨償債能力風暴。因此，各國的金融改革及未來的 Basel III 均傾向大型金融機構應多提資本的改革方向。

2、銀行準備不足：銀行準備金及流動資

圖 5 美國與英國銀行業的資本比 圖 6 美國銀行業的應提準備與實際準備



取材自 Financial Stability Report/Bank of England, December 2009.

- 註：(a) 美國的資本比係指資本對總資產的比率。
 (b) 英國係指資本與準備對總資產的比率。
 (c) 英國調整會計標準。
 (d) 2005 年底決算採 IFRS 標準。

資料來源：Fed 網站。

產均明顯不足。

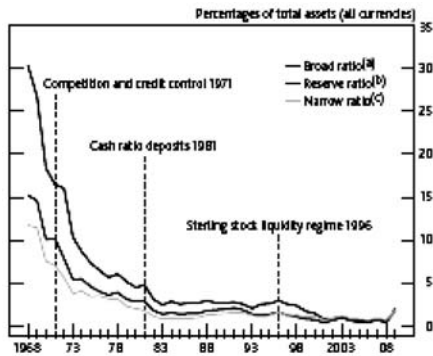
(1) 銀行準備金水準低：1990 年代初期為降低銀行業的資金成本，有效提高國際競爭力，許多國家紛紛大幅調降法定準備率，國際間興起一股零或低法定準備率風潮，實施以來各國銀行業大都維持偏低的應提準備水準（圖 6），扣除可充當合格準備金之庫存現金後，銀行業在央行的準備性存款水準更低。本次金融危機亦暴露銀行業準備金水準太低的問題，因此，有些人主張應提高銀行業的準備金水準，俾能助益銀行承受或吸納金融危機的動盪。

(2) 流動性佳的資產不足：各國對金融機構的流動性監理規範，大都以市場紀律、自律規範及質量並重為監理主軸，國際清算銀行巴賽爾「流動性風險管理準則」亦非強制

性規範，導致金融機構的流動比率偏低（圖 7），所持有的資產多屬流動性不佳的資產。本次金融危機，金融機構財務困窘時，不僅欠缺可立即變現的流動資產，且無合格擔保品可向央行申請金援，迫使若干先進國家之央行放寬合格擔保品規定及擴大範疇，甚至以擔保品融券或 swap 換券方式，借出政府債券，交換流動性不佳的資產。

3、金融機構高槓桿操作：金融機構為規避巴賽爾資本協定的規範，盛行表外業務，其中含證券化操作，並在符合最低資本規範的空間下，進行高槓桿操作（圖 8），謀取更高收益，其槓桿操作復集中在交易帳的資產買賣，交易帳資產在風險基礎最低資本規定中之風險權數較低，但事實上，該等資產多屬流動性不佳資產，如結構性商品。因此金

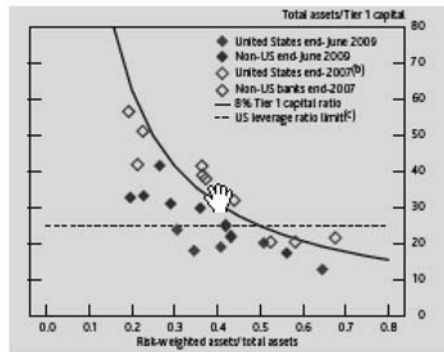
圖 7 英國銀行業的流動比率



取材自 Financial Stability Report/Bank of England, June 2009.

註：(a)庫存現金+央行存款+拆出款+合格票據+英國公債
 (b)央行存款+拆出款+合格票據
 (c)庫存現金+央行存款+合格票據

圖 8 金融機構的槓桿比率



取材自 Financial Stability Report/Bank of England, December 2009.

融危機以前的高槓桿操作及金融危機發生後之去槓桿化操作，雙雙成為金融不穩定的因子。

二、傳統貨幣政策工具力有未逮，金融危機凸顯央行在金融穩定的角色

全球化及央行利率操作的公信力造就金融危機以前的大穩定時代，致 2000 年代初期起多數國家的央行均能維持低利率的寬鬆貨幣政策，同時維持物價安定及促進經濟成長。但因市場參與者基於以往成功不敗的歷史軌跡，對低利率與總體經濟擴張持續維持樂觀預期的態勢，導致低估許多資產風險，在風險溢酬明顯偏離歷史常態下，承擔更高風險，及銀行放寬授信條件信用高度膨脹下，導致資產價格狂飆的金融失衡現象，最後引發僅次於經濟大蕭條的全球金融危機。其中貨幣政策架構及金融監理架構跟不上金

融結構變遷速度的現象，亦屬引發金融危機的遠因，特別是太大不能倒（too big to fail）問題屢屢成為金融危機的核心問題，金融監理缺失最為各國及國際組織所詬病之處。再者，央行在金融危機前以「似有若無的法源薄弱」基礎扮演金融穩定角色，不僅不足以預防金融危機發生，亦難有效紓解危機，在危機顛峰之際，往往成為輿論交相指責的對象，英格蘭銀行處理北岩銀行，該行總裁備受輿論責難，就是最好的例證。

從寬而言，吾等不可抹滅各國央行因應此次金融危機的積極果決表現，但因此次危機衝擊的層面既深且廣，央行的傳統貨幣政策工具不足以有效遏阻危機，不得已祭出量化寬鬆或信用寬鬆等非傳統貨幣政策措施，其功效有待歷史驗證，但貨幣政策在紓緩金融危機的力有未逮情節，似已在後金融危機

時代重啟全球重視央行在金融穩定的角色，凝聚以「總體審慎政策」的各種工具預防金融危機的主流思想，藉以維持金融穩定。遺憾的是，除亞洲國家以往曾採少數類似總體審慎措施外，其餘先進國家在這方面的經驗不多，實務歷練不足，因此，建議採審慎漸進原則實施總體審慎政策，以換取微調時間與空間。

總體審慎政策涉及金融法規與金融監理，而多數先進國家央行已無金融監理權限，但無論央行是否擁有金融監理權，其在金融穩定的角色都不容忽視。換言之，本次金融危機凸顯央行在金融穩定的重要性，亦凸顯央行與相關政策架構間的重大缺口，各國的金融穩定架構表面完整，實質卻漏洞百出，且多非系統導向，只專注於維持個別金融部門的健全安定，亦未重視物價安定與金融穩定間的關係。總之，本次金融危機促使全球嚴肅思考央行在金融穩定的政策架構，普遍認為央行在總體審慎政策居最重要角色，且應賦予央行明確的法定目標與政策工具。

三、央行在總體審慎政策居最重要角色的理由

隨著央行在此次金融危機中的空前演出，不論操作規模、頻率均創下歷史紀錄，甚至實施量化寬鬆及信用寬鬆的非傳統貨幣政策措施，各國民眾在金融危機時對央行的期盼與期許，遠遠超過財政部或金融監理單

位。因此，國際高峰論壇或研討會在討論後危機時代維持金融穩定的總體審慎政策時，全球幾乎一致公認央行應在總體審慎架構中居最重要的角色，央行是沒有第二人選的最佳候選人。Squam Lake Group (2010) 強力推薦應由央行擔任總體審慎角色；Charles Goodhart, Sir John Gieve 及 Paul Mortimer-Lee 基於可最小化一國的監理缺口及能協調央行的貨幣政策與金融穩定政策之考量，一致認為央行是擔任總體審慎監理者的最佳人選 (Central Banking Newsdesk, 2010)；Redouin(2010)亦基於有效的貨幣政策必須有健全運作的金融體系，才能將貨幣政策措施透過貨幣政策傳遞機制，有效傳導至實質經濟的考量，貨幣政策與金融穩定應同時置於央行屋簷下，在央行擁有雙責任後，能強化央行對金融市場的監理能力。Caruana(2010a)另指出央行應在總體審慎政策中扮演最重要角色的理由如下：

(一) 央行是獨一無二的機構，能在最短時間內對整體金融體系提供無限制的流動性，央行是金融體系安定的最後保證者。

(二) 央行在監理支付系統健全運作方面，已居現代金融體系的軸心角色。

(三) 央行平素專責分析總體經濟與金融發展趨勢。

(四) 央行必須有實質可行且與主要的貨幣政策目標一致的金融安定目標。

(五) 金融泡沫一旦破滅，會不利長期物

價安定與經濟穩定成長，進而影響貨幣政策傳遞機制，因此健全的金融體系對確保貨幣政策傳遞機制的有效性非常重要。

(六) 以貨幣政策工具抑制金融失衡，恐波及其他經濟部門，央行若配備總體審慎政策，能專責維持系統安定。

總之，若由央行擔任總體審慎監理政策，即能補足貨幣政策與個體審慎監理的第一個監理漏洞，全球亦普遍公認央行是擔當總體審慎監理者的最佳人選，以有效維持金融穩定。但凡事就如硬幣的兩面，有利必有弊，權衡利弊之後的決策即屬最適決策，未來央行同時扮演總體審慎監理角色，亦可能影響央行的獨立性及公信力；另一方面，權力或責任愈大，相對的權責性也愈大，未來如何彰顯央行在金融穩定政策的權責性，有賴制度性與組織方面的架構設計。Central Banking Newsdesk(2010)亦指出，Charles Goodhart 認為先進經濟體的金融監理者可能太自由化，應像新興市場經濟體採取實用的 (hands-on) 監理方式，如限制貸放成數 (loan-to-value ratio) 的規定。可以確定的是，未來先進經濟體的監理架構將轉趨嚴格，亦即先進經濟體與新興市場經濟體將較以往更趨合。

四、各國央行應否新增維持金融穩定法定目標

央行法中欠缺維持金融穩定法源基礎的央行應否修法新增法定目標，亦成為後危機時代的重要論點，有些央行如加拿大央行、日本央行及韓國央行 (註 11)，則大聲疾呼修法賦予央行金融穩定法定職掌的正當性與必要性；有些則主張央行的法定目標為物價安定，若新增金融穩定法定目標，將混淆物價安定目標之達成，有損央行長久以來不易建立的公信力與權責性；有些亦由 Tinbergen 一種工具只能達成一種目標的法則，認為利率政策只能達成物價安定目標，無法兼顧金融穩定目標，而認為新增法定目標之雙元或多元目標操作，會加重央行的負擔，視為不智之舉。儘管央行應否修法新增金融穩定法定目標仍有歧見，但若能另賦予不同的政策工具，則似未違反 Tinbergen 法則，如利用總體審慎工具達成金融穩定目標，利用利率工具達成物價安定目標。此種思考架構下，就有必要優先修訂央行法，賦予央行明確的法源基礎，才能有效執行金融穩定政策。

表 1 IMF 以 G20 為例，觀察 2010 年 7 月底以前 G20 央行在金融穩定的角色。20 個國家中，除澳洲及印度央行外，有 18 家央行具備金融穩定的法定職掌，其中包括韓國央行修訂央行法的國會送審作業；至於央行在金融穩定的功能有 12 家央行具備設定金融法規的權力，有 15 家央行則具備金融監理權；除

(註 11) Carney(2009)、Shirakawa(2010b) 及 Kim(2010)。

表 1 G20 央行在金融穩定的角色(截至 2010 年 7 月底)

	法源明訂金融穩定為央行目標或職掌(1)	央行在金融穩定的功能(2)		出版金融穩定報告
		金融法規	金融監理	
阿根廷	✓	✓	✓	✓
澳洲				✓
巴西	✓	✓	✓	✓
加拿大	✓			✓
中國大陸	✓		<✓>	✓
歐洲央行	✓			✓
法國	✓	✓	✓	✓
德國	✓	<✓>	<✓>	✓
印度		✓	✓	✓
印尼	✓	✓	✓	✓
義大利	✓	✓	✓	✓(2010/12)
日本	✓		*	✓
韓國	✓**		*	✓
墨西哥	✓			✓
俄羅斯	✓	✓	✓	✓
沙烏地阿拉伯	✓	✓	✓	
南非	✓	✓	✓	✓
土耳其	✓			✓
英國	✓	✓	✓	✓
美國	✓	<✓>	<✓>	
央行家數小計	18	12	15	17

註：(1)係指明確的法源基礎，有些國家金融穩定目標訂在法令以外，如備忘錄。本表不包括對支付系統的監理；(2)係指央行居領導責任，而<✓>則指與其他金融主管機關分工；*係指央行無金融監理責任但能參加金融監理工作，如現場金融檢查工作；**韓國央行法的修訂作業已在國會審核中。資料來源：IMF (2010)。

沙烏地阿拉伯及美國的央行未出版金融穩定報告外，其餘 18 家央行皆出版金融穩定報告，作為央行在金融穩定領域的工作項目之一。

IMF 的研究報告雖指出絕大多數 G20 國家之央行均具備維持金融穩定的法源基礎，惟其法源調查基礎包括央行法及法令以外的

備忘錄。若純就央行法中是否明訂金融穩定法定目標之狹義觀點加以觀察，則美國（註 12）、英國、澳洲、瑞典等多數先進國家的央行法均欠缺明確的金融穩定法定目標，歐洲央行法亦未明確規範金融穩定法定目標。央行應否擁有物價安定與金融穩定之雙法定目標，目前仍存在反對雜音，但多數輿論仍傾

(註 12) 儘管美國聯邦準備銀行擁有預防危機及管理危機的優勢，亦具備金融監理權，但美國聯邦銀行準備法中明訂有效達成充分就業、物價安定與長期利率穩定為 Fed 的法定目標，並無維持金融穩定的法定任務。

向贊成修訂央行法，賦予央行明確法定目標，俾央行在預防及管理金融危機時，能權責合一，不會出現窒礙難行的法源薄弱困窘。因此，本文進一步了解後金融危機時代各國修訂央行法的作業情形，並將具體修法作業的相關資訊整理如表 2。

截至本文撰稿當時，已完成修法作業的央行包括英格蘭銀行、馬來西亞央行及澳洲

央行，已送請國會審核的央行為韓國央行，正進行中的央行為瑞典央行。其中英國係於 2009 年 2 月修訂銀行法（Banking Act）中明定維持金融安定為央行的法定目標，並賦予英格蘭銀行解決問題銀行的機制。2010 年 6 月新執政的聯合政府更進一步恢復英格蘭銀行的金融監理權限，及設立金融穩定委員會作為最高決策單位，兩階段的金融改革已使

表 2 後金融危機時代央行修法新增金融穩定目標的情形

	已修法的央行	正在進行中的央行
英國	2009 年 2 月，英國修定銀行法，第 238 條第 1 款 2A 明訂維持金融安定為央行的法定目標，同時將上述條款內嵌入英格蘭銀行法 2A(1)。	
馬來西亞	2009 年 11 月公布修定後的央行法，第 5 條明訂「促進貨幣穩定及金融穩定，助益經濟永續成長」為馬來西亞央行的首要目標。	
澳洲	2010 年 9 月 30 日公布新增金融穩定為貨幣政策法定目標，惟不能危及物價安定目標。另亦明訂央行在金融危機管理中居重要角色，利用央行在金融體系的中心地位，及央行總裁擔任金融監理委員會（Council of Financial Regulators*）的主席角色，助益管理金融體系及提供流動性。	
韓國		修訂央行法作業仍在國會送審中。
瑞典		瑞典央行於 2010 年 2 月向國會提交建議報告，籲請政府儘快成立一個調查委員會，全盤檢討瑞典的金融法規監理制度，亦同時請求修訂央行法，以明訂央行在維持金融安定的角色與工具。瑞典國會於 6 月同意設調查委員會，但央行法的修訂工作，則俟調查結果出爐後，再予以考慮。

*：包括澳洲央行、澳洲審慎監理局、澳洲證券及投資委員會及財政部。

資料來源：作者整理。

英格蘭銀行脫胎換骨，央行總裁成為全球權力最大的總裁。另外值得一提的是，瑞典央行基於徹底金融改革的必要性，2010年2月向國會提出籲請政府成立調查委員會全盤檢討瑞典的金融法規與監理制度的大膽建議(註

13)，其中含修訂央行法，但國會暫時擱置央行法修法作業，將俟調查報告出爐後再決定央行法的修訂方向。瑞典央行的金融改革建言典範甚具啟示力，亦值得密切追蹤其金融改革發展動態。

第三章 央行追求金融穩定之道

前一章指出，金融穩定係長久以來央行責無旁貸的責任，無論有無明確法源基礎，社會大眾都直覺認為央行應維持金融穩定，央行在金融危機時亦都扮演第一線衝鋒救火員。只是歷經本次金融危機的摧殘與淬煉後，更加凸顯央行在金融穩定的職責與重要性。本章假設央行具備維持金融穩定的法源基礎，為達成金融穩定法定目標，央行應進行總體審慎分析、應有那些決策參考依據的總體審慎金融指標，以及執行金融穩定政策的政策工具。本章最後亦說明達成金融穩定目標應有的組織設計。

第一節 總體審慎分析與總體審慎指標

總體審慎政策旨在控制系統風險，而監控分析系統風險來源與金融脆弱度，才能有效控制系統風險。總體審慎分析主要包括(1)

風險監控：偵測風險來源或金融體系內外的脆弱度；(2)風險評估：評估已偵測風險的潛在嚴重程度。風險監控須確保「每塊石頭都被翻過 (no stone unturned)」(註 14)，早期預警指標及更多的金融穩定指標，能充分發揮風險監控的功能，而總體壓力測試模型則屬評估風險的重要工具，用來評估金融體系承受金融危機的韌性。

另一方面，如同貨幣政策維持物價安定須要緊密監控重要經濟金融指標的變動，據以釐訂貨幣政策措施，金融穩定政策亦須依賴主要的總體審慎指標，據以決定採取何種政策工具，才能維持金融穩定。但權衡系統風險的經驗相當有限，央行不易正確判斷信用超額成長的轉折點或泡沫的始點，迄今亦無權威的研究結果提供可充當金融失衡指標

(註 13)2009年10月瑞典央行提出金融危機後須要檢討改進的12大項議題：(1)瑞典的金融法規與監理架構、(2)處理問題金融機構的機制、(3)金融穩定的定義、(4)瑞典央行在促進金融穩定的責任、(5)瑞典央行達成物價安定目標及促進金融穩定的工具、(6)金融基礎措施、(7)瑞典央行與金融監理局及國家債務管理局間的責任分工、(8)目前金融主管當局依法的決策是否適當，應否修訂、(9)瑞典央行為促進金融穩定取得政府公債的相關規定、(10)瑞典央行外匯準備須足以應付其執行法定業務所需，但借入資金以符合外匯準備規定的執行單位是國家債務管理局，央行與國家債務管理局間應有明確的責任分工，瑞典央行的借款內涵與範圍及國家債務局協助央行借款的義務應加以檢討、(11)瑞典央行的財務獨立性、(12)瑞典央行法。

(註 14)Gonzalez-Paramo (2010b).

之可信賴總體審慎指標，國際貨幣基金雖建構含括 29 個主要經濟體資料的全球金融危機指標（Global Index of Financial Turbulence, GIFT），但該指標只是一種即時反映全球金融危機的監視工具，無法充當前瞻性的金融危機領先指標（ECB, 2009），且相關估算作業較繁複。此外，國際貨幣基金亦已建構「金融健全指標（Financial Soundness Indicators, FSIs）」，其涵蓋層面甚廣，包括金融機構、企業部門、家庭部門、不動產市場及市場流動性等，金融機構部分包括盈餘及獲利能力、資產品質、資本適足性、流動性、信用風險集中度及市場風險品感性等（註 15）。平實而言，除家庭部門的債務對所得比率外，國際貨幣基金的大多數金融健全指標偏向個別產業及家庭部門的健全度，如，金融機構健全指標主要在偵測個別金融機構的貸放品質，似較難據以快速偵測整體金融體系的穩定度。

本單元以資料簡單、易懂、易取的原則，試析本次金融危機以來備受全球重視的信用對 GDP 比率、三個月期美元 LIBOR 與 OIS 利差或 Ted 利差、以及債務對所得比率等主要總體審慎指標，其中信用對 GDP 比率係最顯著的領先指標，三個月期美元 LIBOR 與 OIS 利差或 Ted 利差已是全球共通的國際貨幣市場指標，債務對所得比率則反映消費者或家計部門的財務健全指標。

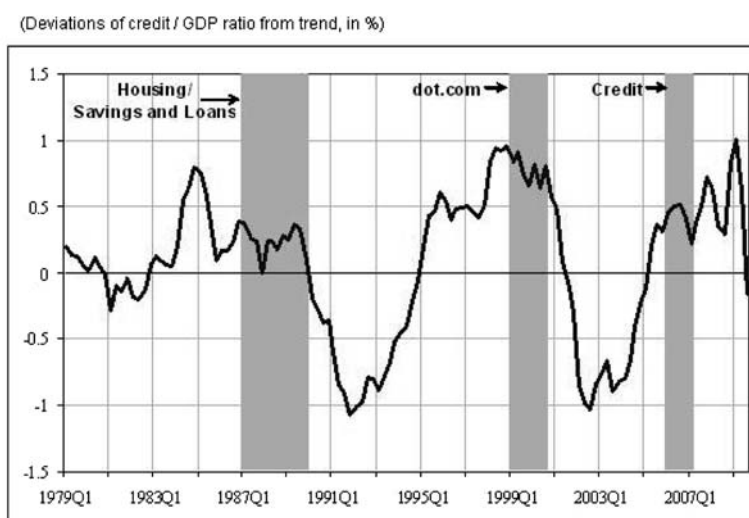
（註 15）攸關金融健全指標的細節，請參考本行金檢處編印的「金融穩定報告」。

一、信用成長動態：信用對 GDP 比率

歷史紀錄顯示，往昔多次金融危機多與信用過度膨脹推昇資產泡沫有關，信用對 GDP 比率已成為最簡易且最重要的總體審慎金融指標，本次金融危機以來並獲得全球各國央行及國際金融組織（如國際清算銀行）的共識與認同。國際清算銀行巴賽爾金融監理委員會在 2010 年 12 月宣布擬以民間信用（private-sector credit）與 GDP 缺口（即信用對 GDP 比率偏離長期趨勢值的離差）為基礎的單一方法，設算 Basel III 金融機構應計提的反景氣循環資本緩衝，以確保國際標準的一致性；Trichet(2010b)亦指出資產泡沫與破滅之金融循環與廣義貨幣與信用統計資料間的關聯性，係反映金融失衡的可信賴經濟指標，全球信用對 GDP 比率提供金融危機初期的指標訊息，當該比率乖離歷史軌跡時，提供失衡與資產價格失序的訊息。

圖 9 顯示信用膨脹發展趨勢領先金融危機，是一種有意義的金融危機早期預警指標，如 1980 年代美國的儲貸（S&L）危機，1990 年代美國的網路泡沫危機以及 2007 下半年以來的此次全球危機，皆是最好的例證。該圖亦清楚顯示歐洲央行貨幣政策架構第 2 支柱（貨幣支柱）對貨幣與信用分析的重視，包括定期評估貨幣與信用的變動情形，作為貨幣決策架構的參考依據。因此，隨著若干央行改採利率控管的「價」操作模式，

圖 9 全球超額信用



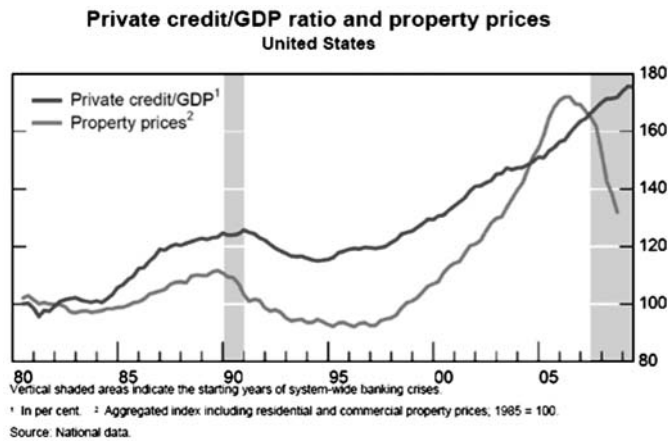
Source: Alessi and Detken (2009) based on BIS and IMF data.

註：該圖取自 Trichet (2010b)。圖中灰色區域指房屋市場或股票市場的膨脹興盛時期。全球信用缺口的指標 (credit gap indicators) 取自 13 個 OECD 國家信用對 GDP 的比率，再以統計方法 (GDP-weights based on PPP exchange rates) 加以加權平均而得。

明顯降低對貨幣的重視與重要性，但本次金融危機起，貨幣的重要性已在學術討論與政策辯論領域獲得高度的重視，而緊密監控貨幣與信用的變動，實屬鑑定資產價格變動失序，威脅物價與總體經濟安定的重要元素。此外，若干領先的學術研究亦主張應定義及監控新的金融指標，以偵測金融機構的槓桿操作情形。圖 10 美國 1980 年以來的信用對 GDP 比率與房屋價格指數的變動情形亦可用來顯示金融危機的警訊，兩者有亦步亦趨的發展趨勢，2000 年隨著房價陡直上升，信用對 GDP 比率亦快速攀高，特別是 2006-2008 年期間。

儘管全球大都認同信用對 GDP 比率作為總體審慎指標的重大意義，但印度央行總裁 Duvvuri Subbarao 則對巴賽爾銀行監理委員會 Basel III 主要以信用對 GDP 比率做為設算反景氣循環的資本緩衝提出警告，認為將對新興經濟體國家不利，主要係因該比率在先進經濟體國家相當穩定，在新興經濟體國家的波動相對較大。以印度為例，不動產、房屋市場、微型融資及消費性貸款等才剛起步，並有擴大趨勢，這些部門的風險無法由總體信用對 GDP 比率加以正確衡量。印度央行總裁籲請巴賽爾銀行監理委員會正視各國金融體系結構不同，發展程度不一的事實，未來

圖 10 美國的信用對 GDP 比率與房屋價格指數



取材自 Caruana(2010b).

在適用及實施 Basel III 架構時，賦予各國權衡權限應屬重要考量因素（Central Banking Newsdesk, 2010）。

二、國際貨幣市場指標：三個月期美元 LIBOR 與 OIS 利差或 Ted 利差

在金融市場全球化的發展趨勢下，各國大型金融機構多已跨國界拆借外幣資金，國際間大都以 Ted-Spread 及三個月期美元 Libor 利率與 OIS（Overnight Index Swaps）（註 16）的利差作為全球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。Ted-Spread 及三個月期美元、歐元 Libor 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。茲分別說明如下：

（一）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 日雷曼兄弟公司聲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 2009 年 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（圖 11）。

（二）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

（註 16）OIS 是一種隔夜利率互換，相當於市場認為未來的央行目標利率，三個月期 Libor 與 OIS 間的差距，用來解讀國際貨幣市場之資金鬆緊程度。

圖 11 Ted 的變動趨勢

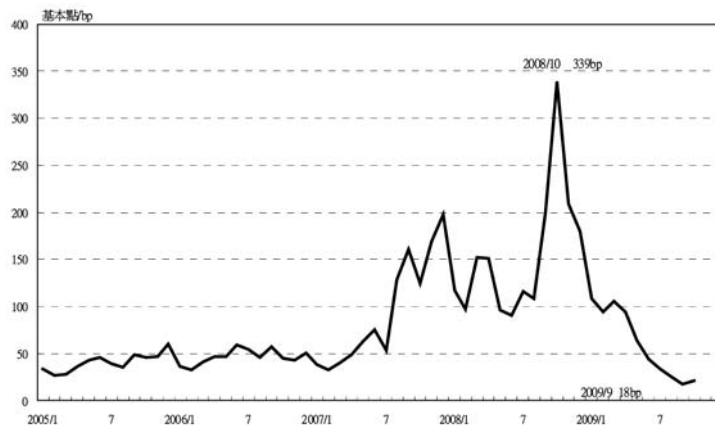
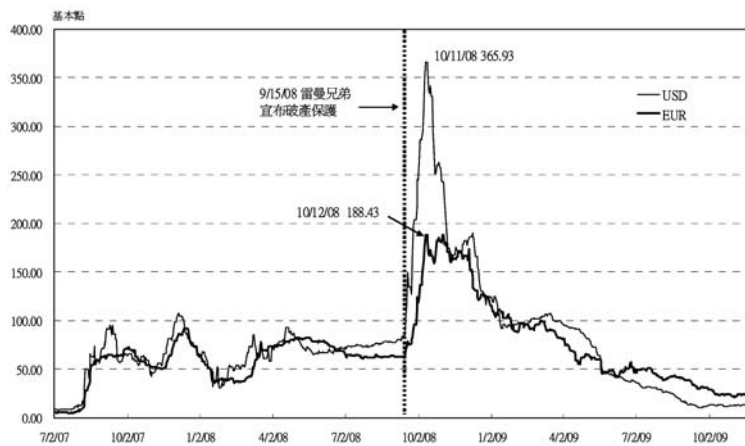


圖 12 三個月期美元及歐元 Libor 與 OIS 利率之差距



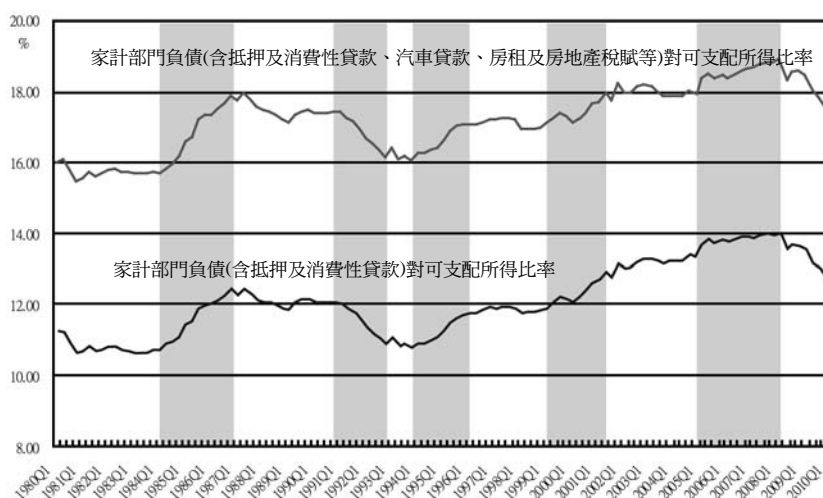
點高峰，截至 2009 年 11 月 23 日止其利差明顯下降至 13.22 個基本點，已接近金融危機以前平均約 8 個基本點的常態水準。三個月期歐元 Libor 利率與 OIS 的利差走勢近似前述美元利差走勢（圖 12）。

三、財務健全指標：償債負擔對所得比率

償債負擔對所得比率（Debt-to-Income Ratio，通常簡稱為 DTI）意指消費者的所得收入中可用來清償債務（含本金與利息）的

比率，係一種衡量消費者財務是否健全的指標，金融機構承做房屋抵押貸款或其他消費性貸款之徵信作業大都包括此種財務健全指標，據以綜合衡量是否貸放。美國次貸危機引爆 2007-2009 年的全球金融危機，美國次貸機構放寬徵信作業，造成次貸融通急遽成長，其中即隱含消費者債務對所得比率偏高之指責聲浪，甚至消費者收入不敷房貸付款之信用極端不佳的借款者，亦普遍獲得融

圖 13 美國家計部門償債負擔對可支配所得比率



資料來源：Fed 網站

通。次貸危機的教訓係一本活教材，而消費者償債負擔對所得比率亦成為事前觀測總體審慎的指標。茲以美國為例，說明償債負擔對所得比率在總體審慎指標的重要性。圖 13 美國家計部門償債負擔對可支配所得比率，可用來凸顯美國多次信用擴充期間(如 1984-86(註 17)年，1994-96(註 18)年及 1999(註 19)年起)，該財務比率均有走升的趨勢，特別是 1999 年起家計部門的負債對可支配所得比率(圖 13 細線)大都超過 18%，創下歷史新高紀錄。除 1994-96 年未引爆金融危機外，其餘均可用來說明各該期間後續發生危機的領先徵兆，如 1987 年之儲貸危機、1999 年之網路泡沫及 2007 年之次貸危機。

(註 17) 抵押融通、信用卡及汽車貸款均急遽成長。

(註 18) 信用卡及汽車貸款急遽成長。

(註 19) 各類型融通均急遽大幅成長。

第二節 央行維持金融穩定的工具

本節假設央行具備維持金融穩定的法源基礎，由事前預防金融危機與事後紓解金融危機兩大構面，扼要說明央行維持金融穩定的工具，另考量在全球化發展趨勢下，經濟金融環境瞬息萬變，央行有時可能無法固守法則基礎的固定自動安定工具，以及貨幣政策自主性，為發揮政策效果，央行亦須具備權衡處理的法定授權，及與國際央行密切合作的相輔相成關係。

至於央行無金融穩定的法定職掌，但實務操作上又必須兼顧金融穩定責任時，其著力點自然不如有明確法源的央行，一般而

言，渠等應密切監控貨幣與信用的變動，應加強與國內外金融主管當局的聯繫與協調，最好能設置跨金融主管當局的金融穩定委員會，由央行擔任主席，定期集會，密切會商。

一、事前預防金融危機

本次金融危機顯示金融機構的資本及流動性品質不佳、數量太少、及系統風險監理漏洞等缺失，已全面改寫往昔「個別金融機構健全，整體金融即能穩定」的舊監理思維，而透過總體審慎政策維持整體金融體系安定，幾乎是全球一致公認的金融監理新思維。總體審慎政策雖非預防危機維持金融穩定的唯一工具，但幾乎是最好的工具。儘管如此，國際清算銀行金融監理委員會主導各國政府共同倡議的總體審慎工具，其實是未經採用及測試過的工具，其未來一旦被採用仍須經過學習的微調過程，以有效發揮各種工具應有的功效。總體審慎工具固可達成事前預防金融危機維持金融穩定的目的，但亦不可忽略改善市場基礎措施、貨幣政策工具、溝通政策、金融教育及市場紀律等工具在事前預防金融危機的重要性。

(一) 總體審慎監理工具 (註 20)：總體審慎工具大體沿用個體審慎工具的基礎，可用來增強金融機構抵禦景氣循環變動的韌性，俗稱反景氣循環工具，藉以預防金融危機，維持金融穩定。其適用範圍應跳脫傳統

以銀行為設計中心的監理架構，包括銀行及非銀行其他金融機構之所有系統重要機構均應納入規範，以有效預防系統重要機構發生太大不能倒的監理迷思。如此一來就能補足銀行與非銀行金融機構間的監理漏洞、及銀行資本太少、流動性不足等金融機構資產負債表內的監理漏洞。當然，若由央行主導總體審慎監理政策，就能全面修補本次金融危機凸顯的三大金融監理漏洞。

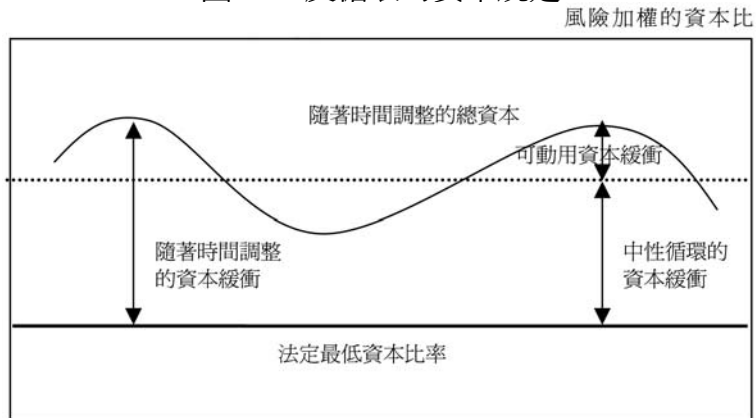
1、反循環的資本規定 (countercyclical capital requirement)：

反循環的資本規定意指在巴賽爾最低資本計提基礎下，依當時的經濟景氣現況，增加計提資本緩衝的規定。在景氣過熱時期，規定金融機構增提資本緩衝，以備景氣衰退時期動用原先增提的資本緩衝，以吸納金融機構在景氣下滑時衍生的損失，藉以維持金融機構的常態授信業務，支撐實質經濟所需動能。圖 14 清楚顯示，巴賽爾最低資本計提法定規定係整體資本計提架構的底線，金融機構的資本若低於該底線，將受到罰則或被交付至問題銀行特殊處理機制。左邊上下箭頭顯示隨著時間調整的資本緩衝，其中保留中性循環的資本緩衝後的餘額，即屬可動用的資本緩衝。換言之，依經濟景氣設算隨時間調整的資本緩衝，另設算平均景氣循環下的中性循環資本緩衝。

因此，在景氣衰退時，金融機構若使用

(註 20)IMF (2010)及 UK Treasury (2010)。

圖 14 反循環的資本規定



資料來源：作者參考 Bank of England(2010)繪圖。

可動用資本緩衝，將可填補隨著時間調整總資本的缺口，而能維持中性循環資本緩衝的水準。國際清算銀行巴賽爾銀行監理委員會 2010 年 9 月推出的 Basel III 新架構，已於同年 12 月獲 G20 高峰會議通過後發布。未來除嚴格定義資本及調高普通股權益與第 1 類資本最低資本計提比率外，亦新增普通股保留緩衝資本 2.5% 及反景氣循環緩衝資本 0-2.5% 之最新規範，而針對系統重要金融機構之相

互關連性風險之資本緩衝規定則仍在研議中（見表 3）。瑞士的專家委員會（Switzerland's Commission of Experts）為抑制太大不能倒問題，於 2010 年 10 月間建議 Credit Suisse 及 UBS 兩大金融機構的反景氣循環緩衝資本比率應為 8.5%，遠高於 Basel III 0-2.5% 之規定，若加計普通股保留緩衝資本 2.5% 及最低資本計提比率 8%，該兩大金融機構的資本計提比率可能高達 19%。

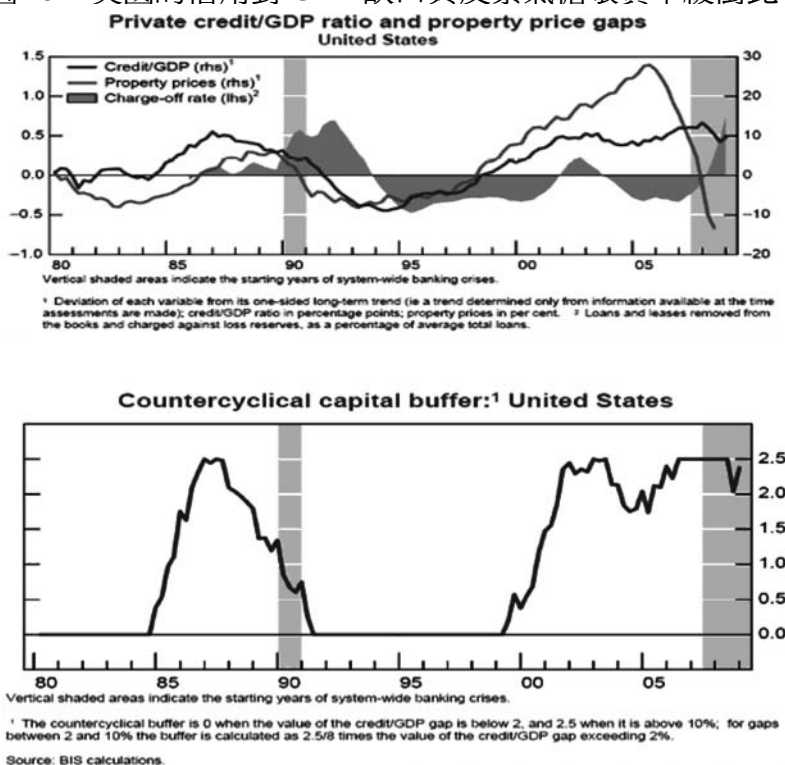
表 3 新舊 Basel 資本計提規定之比較

占風險性資產的比率	資本計提規定							總體審慎附加資本增提	
	普通股			第 1 類資本		總資本		反景氣循環資本緩衝	SIFIs 吸收損失的附加資本增提
	最低	保留緩衝	應提比率	最低	應提比率	最低	應提比率	比率範圍	
Basel II	2*			4**		8			
Base III	4.5	2.5	7.0	6	8.5	8	10.5	0-2.5	研議當中 ^(註21)

註：* 相當於 Basel III 新資本定義之 1% 左右；** 相當於 Basel III 新資本定義之 2% 左右。

(註 21) 系統重要金融機構是否加提額外資本要求的問題，在 2010 年 11 月 11-12 日的 G20 首爾高峰會中，各國意見分歧，G20 表示仍須花一些時間設計具體措施。

圖 15 美國的信用對 GDP 缺口與反景氣循環資本緩衝比率



取材自 Caruana(2010b)。

總體審慎政策真的能發揮效果嗎？Caruana (2010b)反推假設指出，本次金融危機前各國若已實施 Basel III 中總體審慎政策的規範，則金融危機的面貌會大不相同，金融機構能動用資本緩衝吸納損失，則金融體系的韌性較強，較能承受金融危機的衝擊。Caruana 並以美國、英國及西班牙為例，以信用對 GDP 缺口（註 22）（private credit/GDP gap）試算 1980 年以來該三國同期間應提的反景氣循

環資本緩衝（註 23）。結果顯示，Basel III 的反景氣循環的資本緩衝比率為 0-2.5%，美國、英國及西班牙在 2007-2009 金融危機期間的信用對 GDP 缺口大都超過 10，據以換算的應提反景氣循環資本緩衝比率均在 2.5% 上限（參見圖 15 美國例），不僅凸顯信用過度膨脹的現象，亦說明信用對 GDP 缺口是一種領先指標，用來提醒各國主管當局，除規定金融機構應提 2.5% 反景氣循環資本緩衝外，

（註 22）信用對 GDP 缺口係指信用對 GDP 比率偏離長期趨勢值的離差（deviation），單位為百分點（percentage point）。

（註 23）Basel III 授權各國依據信用對 GDP 缺口決定反景氣循環資本緩衝的提撥比率（0-2.5%）。當信用對 GDP 缺口為 2 時，反景氣循環資本緩衝為 0%；信用對 GDP 缺口超過 10 時，反景氣循環資本緩衝為 2.5%；信用對 GDP 缺口介於 2-10 時，反景氣循環資本緩衝的計算公式為： $(2.5/8) * (\text{信用對 GDP 缺口值} - 2)$ 。如，信用對 GDP 缺口為 9 時，反景氣循環資本緩衝比率為 $2.5/8 * (9 - 2) = 2.19\%$ 。

尚須進一步採行其他措施，如降低貸放成數比率（value-to-loan ratio），或緊縮第二棟房屋抵押貸款利息抵扣所得稅的優惠規定。簡言之，反景氣循環資本緩衝比率達 2.5% 上限時，政府應進一步採其他措施。

2、變動的風險權數（variable risk weights）：針對金融機構的特定類別貸款，藉調整風險權數，提高其資本計提規定。若主管當局認為金融機構對特定類別貸款之暴險太大，如次貸，則可提高次貸的風險權數，提高資本計提，抑制次貸繼續擴充。

3、槓桿比率：設定金融機構槓桿操作的比率限制，作為巴賽爾資本計提規定的輔助工具，主要係因巴賽爾資本計提規定不能保證金融機構一定健全，從而無法保障金融安定，金融機構甚至為符合資本計提規定，進行證券化工程或透過表外操作等監理套利情節甚為普遍，其中利用槓桿操作，創造更大利潤，係本次金融危機的起因之一，而資金枯竭的去槓桿化則進而加重金融危機。因此，國際清算銀行及各國金融主管當局咸認為有必要規範金融機構的槓桿操作比率，以預防金融危機。事實上，美國、加拿大及瑞士（註 24）在金融危機以前即已有銀行槓桿比率的規定，惟投資銀行不在規範範圍內，而投資銀行的高槓桿操作則屬金融危機的主要

起因之一。國際清算銀行巴賽爾委員會在 Basel III 改革架構中，亦同意以 Tier1 資本對未風險加權之資產總額加計表外曝險資產後之 3% 最低槓桿比率，輔助風險加權資本計提規定，2013 年至 2017 年為雙軌測試期間。

4、動態放款損失準備：規定銀行依據前瞻性的預期放款損失提列動態放款損失準備，西班牙 2000 年開始實施的動態放款損失準備是最好的例子，該工具將損失準備連結信用循環，在景氣上升的信用擴張期，銀行將被迫持有較高的放款損失準備；反之，在景氣下滑的信用收縮期，銀行提存的損失準備將減少。Fillat et al(2010)指出，若接受美國政府 TARP（Troubled Asset Relief Program）援助的 13 家美國商業銀行在本次金融危機以前就有動態放款損失準備之提撥規定，則可能有半數的商業銀行不須要政府 TARP 援助。

5、擔保品規定：提高擔保品規定，限制特定類型的放款。如對抵押融通的貸放比率或成數限制（loan-to-value ratio），對股票交易的保證金規定（margins），以及對附條件交易的擔保品折價規定（haircuts）等。

6、量化信用控管及法定準備規定：直接限制貸款金額或提高金融機構的短期流動性規定。後者包括調高法定準備金規定，或規定銀行的最低流動比率，以充實銀行相對短

（註 24）Bank of England (2009)：美國：強健的銀行控股公司之 Tier1 資本對總資產的槓桿比率應大於等於 3%，其他銀行控股公司應大於等於 4%；加拿大：銀行控股公司之 Tier1 及 Tier2 資本對銀行總資產加計表外規定資產後之槓桿比率應大於等於 5%；瑞士：銀行控股公司之 Tier1 資本對總資產減除國內放款（Swiss domestic lending）後之槓桿比率應大於等於 3%，個別金融機構的比率應大於等於 4%，只適用於 Credit Suisse 及 UBS。

期負債應持有的流動資產品質與數量，另規定銀行貸款對存款的核心資金比率，亦能有效降低銀行對批發市場資金的依賴衍生流動性枯竭的問題。紐西蘭央行自 2007 年 11 月起啟動流動性規定的改革工作，新制採漸進方式自 2010 年 4 月起陸續實施，包括期差配置、幣別配置及一年期核心資金比率的規定（註 25）。國際清算銀行則研擬一套全球適用的流動性提存規定，若干央行亦將逐步公布其銀行流動性方面的規定，如流動性覆蓋比率（註 26）及淨穩定資金比率（註 27）。

（二）改善市場基礎設施：絕大多數央行均兼負監理支付系統健全運作的法定職掌，各國央行在維繫支付系統安穩運作方面亦有長足進展，如實施 RTGS 即時總額清算交割系統及款券同步交割系統，已有效提升資金移轉的效率與安全性。美中不足的是，欠缺衍生性金融商品交易的集中交易結算機制，現行透過店頭市場交易方式衍生交易對手風險等弊端，多為眾所詬病。因此各國的金融改革計劃中，已包括設置衍生性金融商品的集中交易結算機制，以更強化整體金融市場的基礎設施，藉以維持金融穩定。目前國際間較盛行的方式是，店頭市場衍生性商

品交易後，在集中交易對手（Central Counterparty, CCP）完成結算作業。此種折衷作業方式雖非各國最理想的集中交易與結算的整套作業系統，但亦能減輕交易對手的信用風險問題。

（三）貨幣政策工具（註 28）：儘管此次金融危機凸顯傳統貨幣政策工具不足以有效紓解危機，而須搭配量化寬鬆或信用寬鬆等非傳統貨幣政策措施，但平實而言，在未倡議以總體金融監理政策為重心的「總體審慎政策」新思維以前，貨幣政策透過利率政策、公開市場操作等主要工具，除以維持物價安定為主要目標外，亦可用來兼顧預防金融危機、維持金融穩定的責任。因此，貨幣政策亦可歸納為廣義的總體審慎政策，惟本單元攸關利用貨幣政策工具預防金融危機方面的分析，則主要引用國際文獻著墨較多的逆勢操作及總體計量模型缺失等議題。

1、逆勢操作（leaning against the wind）：貨幣政策是否宜採逆勢操作，防範發生金融失衡或泡沫，係長久以來爭論不休的問題。往昔的觀點大都反對以提高政策利率的逆勢操作，預防資產泡沫，央行只要在泡沫破滅後進行事後清理政策即可。其主要

（註 25）Hoskin et al(2009)。

（註 26）流動性覆蓋率（Liquidity Coverage Ratio, LCR，高品質流動資產餘額/30 天內淨現金流出量 $\geq 100\%$ ），用來確保銀行高品質流動資產足以維持一個月的資金需求，以鞏固銀行的短期韌性，BIS 並規定各類高品質流動資產的權數。

（註 27）穩定資金比率（Net Stable Funding Ratio, NSFR，穩定資金來源/穩定融資 $> 100\%$ ）用來輔助 LCR，規範銀行儘可能以長期較穩定的資金進行授信。

（註 28）IMF (2010)。

反對理由包括：資產泡沫不易鑑定、不易設定資產價格目標、調高利率可能傷及其他經濟部門等。

Fed 理事主席 Alan Greenspan 主政的 18 年期間，篤信市場效率假說，認為市場會自動趨於均衡，發生金融不安定的機率甚低，反對採逆勢操作戳破泡沫，主張 Fed 有足夠的工具進行泡沫破滅後的清理工作。但此次金融危機後，似已重啟貨幣政策逆勢操作的爭論，反對的聲浪變小，贊成者變多，主張央行在審慎判斷之後，若能維持稍高利率，或可避免金融失衡危及金融穩定，因為金融不安定最終會危及物價安定。如，資產價格上升，同時信用快速擴充時，可能有必要採調高利率的實務操作。此外，若央行未採逆勢操作，只採事後清理操作的不對稱結果，易衍生 Greenspan put (註 29) 的道德風險，可能助長金融機構過度承當風險。Bernanke (2010a) 在國會金融危機調查委員會的報告中指出，金融監理雖屬維持金融穩定的最前線防衛 (first line of defence) 工具，但 Fed 不應排除使用逆勢操作的貨幣政策工具，解決金融失衡問題，公開市場操作委員會將密切監控金融情況，是否持續出現金融失衡徵兆。Bernanke 的上述公開表態正好與 Greenspan 相反，亦足以說明後金融危機時代，貨

幣政策逆勢操作的正向發展，惟總體審慎政策仍是最佳選項。

2、總體經濟模型納入金融部門：本次金融危機的檢討聲浪中，Kohn(2009)、Bini Smaghi(2010) 及許多學者均指出貨幣政策目前所使用的總體經濟模型大都忽略金融部門 (註 30)，致無法利用該模型掌控金融部門與實質經濟間的變動關係。央行如欲加強監控及分析金融失衡與風險，則總體經濟模型中必有必要納入金融部門，如金融機構資產負債表、金融中介及資產價格的變動，藉以評估金融部門發展與物價及產出安定間的一致性，亦可助益央行預防金融危機。

3、延長貨幣政策的目標期間：各國的中期通膨目標期間平均約 2-3 年，另有學者指出金融失衡通常發生在上述 2-3 年的期間，央行如欲將金融穩定納入貨幣政策考量的範疇，是否應延長貨幣政策的目標期間，俾有更多的空間兼顧物價安定與金融穩定。但不可否認的是，將金融穩定納入貨幣政策考量後可能須容忍不斷出現通膨短暫乖離目標的情形，此種現象反過來可能影響央行的公信力與權責性，是否延長目標期間及延長至多長期間等實務技術面問題，將是央行須要審慎思考的難題。

(四) 溝通政策

(註 29) 利用 put option (賣出選擇權) 的概念，意指社會大眾深信一旦金融危機發生，Alan Greenspan (Fed 前理事主席) 一定會出手相挺，推出寬鬆措施或進行清理危機操作。因此，渠等會輕忽風險，承當高或過度風險投資。

(註 30) 只有少數央行已將金融部門納入預測模型，如歐洲央行、美國 Fed、瑞典央行及紐西蘭央行。其他央行如法國央行、加拿大央行、義大利央行則將金融部門納入附屬模型，未完全整合至主體預測作業中。

溝通政策除了是央行達成通貨膨脹目標的重要工具（黃富櫻，2006）外，在維持金融穩定方面亦同等重要，央行可使用的工具包括對市場提出潛在風險的警告或警語、出版金融穩定報告及央行官員的專題演講或接受訪問等。其中金融穩定報告的角色最為重要，除揭示央行對系統風險的偵測外，亦說明央行近期所採的金融穩定措施及其背後理由，若央行內部設有金融穩定委員會，則金融穩定報告另可公布該委員會的會議紀錄（minutes），供大眾了解各委員的發言情形。但相較於物價安定的溝通策略，金融穩定不易正確描述、量化及預測的特質，將會提高金融穩定溝通策略的困難度，對央行而言，誠屬一項嚴峻的挑戰。再者，Trichet (2010c)亦指出央行預防金融危機所採事前的明智措施，雖能避免金融危機發生，但卻不易為政治人物及社會大眾全盤了解，央行亦不易以若未採措施可能發生危機的反例加以說明，此亦屬央行在預防金融危機的溝通政策的另一項艱難挑戰。

（五）金融教育

透過金融教育強化央行貨幣政策操作及維持金融穩定，係現代央行及金融監理單位的重要課題，已成為現代央行的主流業務（黃富櫻，2008）。本次金融危機再度凸顯金融教育的重要性，若干研討會中已有學者專家指出，各國央行及相關單位若能更強化其金融教育工程，或可增強市場參與者對風

險的認識與抉擇，或可對證券化後的種種創新金融商品有更多的認識，或許不會過度依賴信用評等機構的信用評等，舉凡上述問題均可納入金融教育課程，或可降低危機發生的機率，及減緩危機的不利衝擊。Bernanke (2010b)甚至指出，金融危機凸顯學校金融教育的重要性，學生應深度了解借款的效益與風險，以及卡債過多的個人財務週轉壓力。

（六）市場紀律

在政府政策措施透明化、沒有金融機構可以太大不能倒、以及公共資金紓困前倒閉銀行的損失應由銀行股東及債權人共同承擔的前提原則下，恢復及重建市場紀律，亦屬預防金融危機的工具之一。

二、事後紓解金融危機

即使有預防危機的政策與工具，亦無法保證金融危機不會發生，歷史經驗顯示，危機總是不斷上演，且每次的性質不盡相同。因此，平常應備妥縝密及可信賴的紓解危機架構，俾一旦危機發生時，能有秩序地進行必要的因應對策。事後紓解危機不僅能抑制危機對經濟金融的損傷，亦具備事前預防危機的效益。若能透過制度設計，降低金融機構股東及債權人在危機時對政府買單的依賴，反而能增強金融機構承擔風險的責任。茲說明央行事後紓解金融危機的一般性工具如下：

（一）央行最後貸款者（lender of last resort）：最後貸款者係央行最典型的貨幣政策

工具，也是恆久不變的政策工具，特別是發生金融危機時，各國央行總是最前線的救火員，而最後貸款者則是最優先的滅火工具，用來迅速彌平銀行存款擠兌危機，如英格蘭銀行對北岩銀行的緊急金援，即屬央行最後貸款者的功能。

(二) 央行最後中介者 (intermediation of last resort)、最後造市者 (market maker of last resort) 或最後資本供應者 (capital of last resort)：央行最後貸款者大多針對個別問題銀行進行緊急融通，反觀本次金融危機，對銀行償債能力信心潰散，影響貨幣市場失靈 (註 31)，在交易對手風險的乘數效應下，復導致拆款市場急凍，形成資金極端緊俏，問題銀行叢生的普遍現象時，若仍謹守 Walter Bagehot 的央行最後貸款者的貸放原則 (註 32)，實遠水救不了近火，且多屬非銀行金融機構出現危機，而渠等又不屬最後貸款的合格申貸機構，復欠缺品質佳的擔保品，因此，若干央行(特別是 Fed)不得已調整貸放作業規定，開放非銀行金融機構使用最後貸款者工具，如對房利美、房地美及 AIG 進行緊急金援，亦放寬合格擔保品規定及延長融通期限長達一年。此外，亦數度調降緊急融通與目標利率間的加碼幅度。此種非傳統的標

準化作法，Gonzalez-Paramo(2010a)稱央行為最後中介者，其目的係替代拆款市場的資金缺口，讓拆款市場及貨幣市場能順利運作。另一方面，黃富櫻 (2010b) 指出本次金融危機若干央行所採量化寬鬆措施或信用寬鬆措施，無論是買入政府債券或其他特定市場債券 (如 MBS、公司債或商業本票等)，亦足以彰顯央行在金融危機管理的最後造市者角色。若金融機構資本嚴重不足時，央行甚至可能扮演最後資本供應者角色，如日本在 2000 年金融危機買入銀行股票。總之，最後中介者、最後造市者或最後資本供應者均可歸納為針對金融危機非常時期管理金融危機的非常措施，具有「立竿見影」的直接效果，但有道德風險隱憂。簡言之，本次金融危機由最初的流動性危機進一步惡化為償債能力危機，而在流動性危機與償債能力危機的界線不易區分下，先進國家央行在初始大量供應流動性之餘，亦先後祭出紓解償債能力危機的政策措施。

(三) 破產立法：破產立法雖非央行維持金融穩定的直接工具，但一國若具備明確完整的企業破產立法及相關破產程序規定，即可確保問題企業能有秩序地依破產法規定，聲請破產保護或結束營業。因此，破產立法

(註 31) 現代銀行體系過度依賴批發市場籌措資金，特別是隨著「創始貸放與配銷 (originate-to-distribute)」經營模式快速成長及擴大證券化操作後，貨幣市場成為銀行信用擴充的邊際資金來源，貨幣市場出現資金緊俏問題，旋及影響銀行營運。

(註 32) 有暫時流動性短缺之具償債能力的銀行為合格申貸者，其合格擔保品規定較嚴，亦以高於市場利率的懲罰性利率融通，且融通期限較短。

能襄助央行有效紓緩金融危機，美國在這方面的立法較成熟，在發生危機時，有完整的法令依循，如雷曼兄弟在 2008 年 9 月 15 日聲請破產保護；英國在發生北岩銀行事件當時，欠缺類似美國完整明確的破產立法，亦屬金融危機延宕的原因之一。

(四) 特別解決機制 (Special Resolution Regime, SRR)：特別解決機制係一種解決問題金融機構的工具 (包括由政府接收等工具)，通常包括相關金融主管機關，如央行、財政部、金融監理局及存款保險公司等，有些國家由財政部主導；有些由央行主導，如英國 Banking Act 2009 設立特別解決機制，由英格蘭銀行主導；有些則由存款保險公司主導，如美國的聯邦存款保險公司。

(五) 或有資本或管理混合式債券：巴賽爾銀行監理委員會及金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB) 所建議的或有資本 (contingent capital) 或 Squam Lake Group (2010) 建議的管理混合式證券 (regulatory hybrid securities) 皆屬本次金融危機後新創的一種政府紓困前的機構自助工具，係一種在發生金融危機時，強制以事先約定的條件，將債權轉換股權的方式，快速補足問題機構的資本能量。若該自助工具未來可付諸實施，將可有效降低政府的紓困負擔，亦屬發揮危機管理的可靠工具。

(六) 溝通政策：管理金融危機與預防金融危機的溝通政策不同。管理金融危機的溝

通政策意指金融危機期間央行的溝通策略，希望以透明化的溝通策略，安撫市場信心，儘速疏解危機對經濟金融的威脅，可運用的工具包括，宣布紓困措施、央行官員的信心喊話、專題演講或接受訪問等。此外，在央行網站增設「金融危機專頁」，亦屬透明化央行管理危機的所有作為的快捷方式，此種管理金融危機的溝通策略普遍見於各國央行網站，特別是美國 Fed、英格蘭銀行、歐洲央行等先進國家央行。另外值得說明的是，本次金融危機，美國 Fed、加拿大央行等先進國家央行，透過有條件承諾維持低利率水準一段期間的溝通技巧，亦屬央行危機管理溝通政策的一環。

三、法則與權衡

所有政策工具，無論是貨幣政策工具或總體審慎監理工具，採取固定比率或金額規定的法則基礎，具備高透明度且不易受到政治干預威脅的好處，渠等往往被稱為固定自動安定工具，如巴塞爾的最低資本計提規定、反景氣循環的資本緩衝及最低流動性規定等。但考量經濟金融情勢瞬息萬變，其縈繞的不確定性已隨著金融全球化、金融深化而有增無減，因此，金融主管當局在採取法則基礎之餘，實務上實有賦予權衡基礎之必要性，以增加政策彈性，充分發揮期望的政策效果。換言之，採法則基礎輔以權衡基礎的治理模式，創造多贏的局面，但權衡基礎的權重不宜過多，以免徒增市場反抗及政治

壓力。

四、國際合作

Bini Smaghi(2010b)指出，本次金融危機凸顯傳染(contagion)係危機擴散至全球的主要成因之一，各國鞏固自家安全(put your house in order)的傳統政策，無法隔絕外部震盪的衝擊，自掃門前雪的哲理不足以達成全球經濟與金融穩定。另一方面，各國口惠不實(lip service)的國際合作已行之多年，亦無法發揮實質的效益。後金融危機時代起，各國為預防金融危機，除應強化金融監理工作外，國際間更應採法則基礎的政策合作。如歐元地區各會員國正醞釀簽訂法則基礎的「穩定與成長協定(Stability and Growth Pact)」，以加強國際合作預防金融危機。Sir John Gieve亦稱各國金融監理者應進行更多國際合作，國際清算銀行巴賽爾委員會以G20取代G7係正確之舉，G20的財政部長、央行總裁及金融監理主管共商全球金融監理事宜，即屬強化國際合作的模式(Central Banking Newsdesk, 2010)。此外，成立supervisory colleges及BCBS針對跨國銀行清理機制設立之「跨國銀行清理小組(Cross-border Bank Resolution Group)」等亦屬國際合作的方式。

另就危機管理而言，本次金融危機已由單純的一國本土危機擴散為全球性危機，先進國家及新興經濟體幾乎無一倖免，美國Fed不得已聯合若干央行祭出聯合降息及聯合釋

金等聯合措施，另為挹注全球金融市場的美元資金短缺，Fed亦透過換匯操作，與若干央行簽訂換匯協定，供應美元資金及安定市場信心。總之，隨著全球化衍生的不確定性及全球金融集團的愈來愈大及錯綜複雜，各國央行雖仍須固守其貨幣政策的自主性，但也不容忽略國際合作的必要性，不僅貨幣政策需要國際合作，總體審慎監理政策亦須與他國密切合作，以有效管理及預防金融危機。

五、貨幣政策與金融穩定政策間的關係

一般而言，貨幣政策的目標係維持通貨膨脹率依循目標水準變動及資源的正常利用，金融穩定政策則用來維持及促進金融穩定。兩者的目標、達成目標的工具及負責的機構雖不同，貨幣政策亦不能保證金融穩定，貨幣政策措施與工具無法單獨防禦系統風險，但並非意指兩者間無任何交集。如，貨幣政策與財政政策明顯不同，但對通膨及資源利用皆有影響力，因此，仍應重視及考量貨幣政策與金融穩定政策間的互動關係。

貨幣政策影響資產價格及資產負債表，從而能影響金融安定；金融穩定政策則直接影響金融情況，從而影響貨幣政策的傳遞機制。此種思維激勵全球積極研究，希望將金融部門納入央行貨幣政策傳遞機制的標準模型中，此亦係金融危機檢討聲浪中，學術界詬病央行貨幣政策總體經濟模型的重大缺失。未來若納入金融部門，金融情況在貨幣政策傳遞機制中將居更重要角色，Svensson

(2010) 甚至指出以納入金融部門的總體經濟模型進行通膨、資源利用或產出預測，央行可同時兼顧物價安定與金融穩定，似屬央行在金融危機前、金融危機當時及金融危機後的最佳貨幣政策實務。

物價安定與金融穩定兩者具有相輔相成的正面互補政策涵義，但就長期的觀點加以分析，兩者在特定情況下亦可能出現潛在衝突的差異性。如，因技術進步帶動的產出供給面有利衝擊，可能延長低通膨期間，助益央行維持較長期間的寬鬆貨幣政策，但若由金融穩定的觀點，此種現象會產生膨脹-蕭條 (boom-bust) 的景氣循環，央行反而需要採行緊縮貨幣政策，而資產價格較物價等經濟變數的波動尤甚劇烈，央行若大幅度調整利率抑制金融失衡，恐進一步衍生維持物價安定目標的副作用，過去 10 年，各國的名目 GDP 維持穩定成長，但銀行資產規模快速擴充，就是最佳例證，若利用貨幣政策抑制金融失衡，可能降低央行對通膨目標的承諾，有損央行長期以來營造的的公信力，亦可能波及實質經濟的不安定。惟若採總體審慎政策抑制金融生衡，則不會出現採貨幣政策的疑慮與後果，此亦足以說明金融穩定政策與貨幣政策間的差異。換言之，央行現行「一目標一工具」的物價安定政策或利率政策皆不足以確保金融穩定，因此，有必要設置獨立的金融穩定政策，更重要的是，用來區隔維持物價安定的貨幣政策及維持金融穩定的

金融穩定政策，特別是當央行同時擁有物價安定與金融穩定的雙法定目標時 (Svensson, 2010)，Tinbergen 法則亦指出一種工具不能達成兩種目標，欲達成兩種目標，須要兩種工具。

總之，貨幣政策與金融穩定政策的目標明顯不同，惟具互補功能。貨幣政策以物價安定為核心目標，金融穩定政策則以確保整體金融系統安定為目標，特別是總體審慎政策透過調節景氣循環的機制，規避順景氣循環問題及系統重要機構太大不能倒之監理迷思，用來鞏固金融體系的韌性，即使在景氣低靡時期，金融機構仍能正常供應經濟活動所需資金，能承受金融危機的不利衝擊。

第三節 央行維持金融穩定的組織設計

前一小節主要說明央行維持金融穩定應有的工具、以權衡基礎輔佐則基礎的彈性設計、應加強國際合作以維持國內及全球的金融穩定、以及貨幣政策與金融穩定政策的互補關係。但金融穩定政策若無適當的組織設計，則上述美意與理想最終淪為空談，蓋因組織係刻意創設或設計的機構，組織設計的作用則在提供一個平台，用來協助組織成員順利進行創價流程。基此，央行為迎合時代變遷，即應有金融穩定政策的組織平台設計，用來進行維持金融安定的創價流程。

就此次金融危機以前負責金融穩定的單位而言，有些國家為央行，有些國家則由金融監理單位負責，有些則進行機構分工原

則。金融危機以後，由央行負責金融穩定的訴求已屬全球共識，本文爰純由中央銀行在金融穩定的角色，以是否設置類似貨幣政策委員會的金融穩定政策委員會的組織架構為分析重點。盱衡各國央行在金融危機以前的組織設計，除澳洲央行設有支付系統委員會(註33)，勉強歸納為金融穩定的組織設計外，其餘各國大都無攸關金融穩定業務的組織設計，英國、馬來西亞、美國及歐盟的相關組織架構亦屬後危機時代的產物，可用來說明本次金融危機凸顯央行在金融穩定領域的重要性，茲扼要說明如下：

一、**英國**：英國的金融穩定架構原採財政部、金融監理局與英格蘭銀行三足鼎立（或三頭馬車）的機制，依據三單位簽署的備忘錄執行金融穩定任務，1998年修訂英格蘭銀行法後，則移出金融監理權限至獨立的金融監理局。經歷本次金融危機的慘痛教訓後，英國進行最大規模的金融改革，聯合政府於2010年6月宣布自2012年底開始恢復英格蘭銀行金融監理權限，總攬總體審慎監理政策後，另要求英格蘭銀行內部設立金融政策委員會（Financial Policy Committee, FPC），作為金融穩定政策之最高決策單位，以利執行維持金融穩定的法定目標，其組織定位類似貨幣政策委員會（Monetary Policy

Committee, MPC）。

二、**馬來西亞**：馬來西亞央行原本即擁有金融監理權，在2009年修訂央行法取得金融穩定法定目標後，亦於央行組織內設金融穩定執行委員會（Financial Stability Executive Committee），作為金融穩定政策之最高決策單位，其組織定位亦類似貨幣政策委員會（Monetary Policy Committee, MPC）。

三、**美國**：美國於2010年7月通過金融大改革，Fed自此擁有較往昔更大的監理權限，以維持金融穩定。依據Dodd-Frank Act，美國新設金融穩定監控委員會（Financial Stability Oversight Council, FSOC），負責監控美國的金融穩定，判斷威脅金融穩定的風險，促進市場紀律及因應緊急威脅。FSOC係一種跨部門的組織，為金融穩定政策之最高決策單位，由財政部長擔任主席，共有15位委員，其中10位具有投票權，五位不具投票權，Fed理事主席亦為該委員會具有投票權的委員。FSOC至少每季開會一次，並在2010年10月1日召開第1次會議。有投票權的委員必須在FSOC年報出版後，向國會報告FSOC、政府及民間部門是否已採取合理措施確保金融穩定，及減緩可能負面衝擊經濟的系統風險（US Treasury, 2010）。Fed為支援金融穩定監控委員會的系統風險監督

(註33)澳洲央行的組織架構除設理事會（Reserve Bank Board）作為貨幣政策的最高決策單位外，另設支付系統委員會（Payments System Board），係支付系統政策之最高決策單位，其法定目標為控制金融體系風險、增進支付系統效率，及於確保整體金融穩定之範圍內，增進支付服務之市場競爭力。

及研擬建議措施，已於 2010 年 11 月 4 日成立金融穩定政策與研究辦公室（Financial Stability Policy and Research Office）。

四、歐盟：歐盟在後危機時代亦新設歐洲系統風險委員會（European Systemic Risk Board, ESRB），ESRB 係一獨立單位，獨立負責執行歐盟地區整體金融體系的總體審慎監控，以填補各國金融監理單位偵測、評估及控制系統風險的缺口，由歐洲央行總裁擔任 ESRB 的主席（註 34），其組織設計近似他國的金融穩定政策的最高決策單位，但無實權，ESRB 只能將所監控的系統風險告知相關國家，並提出建議措施，相關國家則必須回報其處理情形，包括可以拒絕 ESRB 的建議，但須說明理由。因此，Jaidev（2010）指出，ESRB 只有建議權的設計架構，可能使

ESRB 成為代罪羔羊（scapegoat）。

綜上說明，各國或地區基於國情因素考量，其金融穩定業務的組織設計不盡相同。英國及馬來西亞央行擁有金融監理權限，其金融政策委員會設在央行組織內，與貨幣政策委員會平行，央行總裁同時擔任金融政策委員會及貨幣政策委員會的主席，此種組織設計更能兼顧貨幣政策與金融穩定的一致性。美國 Fed 雖具有更大的監理權限，但其金融穩定監控委員會未架構在央行的內部組織，理事主席亦未擔任該委員會主席，其未來的實務操作與英國及馬來西亞不同。至於，歐洲地區的歐洲央行不具監理實權，其 ESRB 的設計，旨在充分利用央行在經濟金融的專業知識，監控歐洲地區的系統風險，並提出警告與政策建議（表 4）。換言

表 4 主要國家央行金融穩定業務組織設計之比較

	有無金融監理權	金融穩定最高決策委員會			
		名稱	是否設在央行內	主席	是否有決策實權
英國	有	Financial Policy Committee	是	央行總裁	有
馬來西亞	有	Financial Stability Executive Committee	是	央行總裁	有
美國	有	Financial Stability Oversight Committee	否	財政部長	有決策參與權
歐洲地區	無	European Systemic Risk Board	否，係獨立單位	歐洲央行總裁	無

資料來源：作者整理。

（註 34）Jean-Claude Trichet 將擔任首任 ESRB 主席至 2010 年 10 月任期屆滿為止，接替他職位的歐洲央行總裁將續任 ESRB 主席至 2016 年。

之，有金融監理權的央行具備金融穩定政策的決策實權或決策參與權，無金融監理權的歐洲央行則無決策實權。值得一提的是，捷克央行長久以來即已具備金融穩定的法定目標，但該國央行於 2010 年 9 月 29 日宣布自

10 月 1 日起將金融穩定處自經濟研究處中獨立出來，專責央行的總體審慎法規與監理，以分析、評估及減緩系統風險，捷克央行的組織變革，亦屬因應總體審慎政策的組織設計。

第四章 本行在金融穩定的角色及國際間金融改革對我國的啟示

大體而言，此次金融危機美國、英國等先進國家受到重創，對亞洲地區的衝擊較小，我國受到的衝擊亦相對較小。本章將說明本行在金融穩定的角色，並由總體審慎政策國際間金融改革方向對我國的啟示，試析我國總體審慎政策的未來發展方向。

第一節 本行在金融穩定的定位與具體作為

本小節將由本行在金融穩定的定位與具體作為，說明本行在金融穩定的角色。

一、本行在金融穩定的定位

維持金融穩定向為本行的法定目標，中央銀行法第 2 條亦明訂促進金融穩定為本行的法定目標之一。在民國 93 年 7 月金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）正式運作以前，本行亦負責金融業務檢查工作，93 年 7 月以後則只專責金融機構涉及本行貨幣、信用、外匯政策、支付系統及其他本行主管業務之檢查事項。金管會另依「行政院金融監

督管理委員會涉及中央銀行及其他部會業務事項作業要點」設立「金融監理聯繫小組(註 35)」，就責任明確、透明化、避免重複及資訊充分交流等，定期每個月集會一次，必要時得隨時召集會議。本文彙整本行維持金融穩定的相關法源基礎如表 5，包括金融穩定法定目標（央行法第 2 條）、維持對外幣值穩定（央行法第 2 條）、事涉貨幣、外匯及信用政策的專案檢察權（中央銀行檢查金融機構業務要點第 3 條）、最後貸款者（央行法第 19 條）、具備金融檢查權（央行法第 38 條），規定最高貸放率（央行法第 28 條）或最高貸放限額（央行法第 31 條）、監管支付系統（央行法第 32 條）、維持外匯市場秩序（央行法第 34 條）及有效處理問題金融機構與平息金融危機（中央銀行對金融機構經營危機處理要點第 4-5 條）等重要法源基礎。

(註 35) 該小組處理合作聯繫事項，包括(1)涉及跨機關職掌之重大金融制度及政策之協商；(2)金融機構經營危機、影響金融體系穩定重大事件之處理及緊急資金融通之協調；(3)金融市場清算及金融支付系統變革之協調(4)各機關資訊交流及共享之協商；(5)其他涉及金融監督、管理及檢查事項之聯繫事項。

表 5 本行維持金融穩定的相關法源

法 源	內 容
央行法	第 2 條 本行經營之目標如下： 一、促進金融穩定。 二、健全銀行業務。 三、維護對內及對外幣值之穩定。 四、於上列目標範圍內，協助經濟之發展。
	第 19 條 本行得對銀行辦理下列各項融通： 一、合格票據之重貼現，其期限：工商票據不得超過九十天；農業票據不得超過一百八十天。 二、短期融通，其期限不得超過十天。 三、擔保放款之再融通，其期限不得超過三百六十天。 本行對銀行之重貼現及其他融通，得分別訂定最高限額。
	第 25 條 本行經洽商財政部後，得隨時就銀行流動資產與各項負債之比率，規定其最低標準。
	第 26 條 本行得視金融狀況，於公開市場買賣由政府發行或保證債券及由銀行發行之金融債券與承兌或保證之票據。
	第 28 條 本行於必要時，得就銀行辦理擔保放款之質物或抵押物，選擇若干種類，規定其最高貸放率。
	第 29 條 本行於必要時，得就銀行辦理購建房屋及購置耐久消費品貸款之付現條件及信用期限，予以規定，並管理之。
	第 30 條 本行就銀行辦理對證券商或證券金融公司之融通，訂定辦法管理之。
	第 31 條 本行認為貨幣及信用情況有必要時，得對全體或任何一類金融機構，就其各類信用規定最高貸放限額。
	第 32 條 本行得於總行及分行所在地設立票據交換所，辦理票據交換及各銀行間之劃撥結算。在未設分行地點，並得委託其他公營銀行辦理；票據交換及各銀行間劃撥結算業務管理之辦法，由本行定之。
	第 34 條 本行得視對外收支情況，調節外匯供需，以維持有秩序之外匯市場。
	第 38 條 本行依本法賦與之職責，辦理全國金融機構業務之檢查。 前項檢查，得與財政部委託之檢查配合辦理。信用合作社及農會信用部之檢查，本行得委託公營金融機構辦理。
第 39 條 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，辦理金融及經濟研究工作。	

法 源	內 容
中央銀行 檢查金融 機構業務 要點(註36)	第3條 本行依本法賦予之職責，於必要時，得辦理金融機構業務之查核及各該機構與本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： （一）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時。 （二）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時。 （三）本行主管之金融市場出現異常交易時。 （四）金融機構向本行申請資金融通時。 （五）依本行報表稽核分析結果或對金融機構缺失導正過程，有必要進一步瞭解或覆查時。 （六）行政院金融監督管理委員會就特定事項洽請本行辦理時。 （七）其他經本行認定有必要時。
	第4條 本行檢查金融機構業務之工作目標如下： （一）掌握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，落實政策及法規執行成效。 （二）及時充分瞭解並監視金融機構重大事件及金融市場異常交易之發展，俾利本行研擬因應對策，確保支付清算系統健全運作，維護金融市場秩序及促進金融穩定。 （三）確實掌握申請資金融通金融機構之財務、業務狀況，評估其是否值得融通及所需融通金額。 （四）從金融機構實際業務中檢討現行金融法令之得失利弊及應興應革事項。
	第16條 本行對各受檢機構業務上應行糾正及注意事項，按其情節輕重，由本行或本行金融業務檢查處通知受檢機構辦理，並以副本抄送行政院金融監督管理委員會。其有涉及行政或其他法律事項者，除由本行依法處分者外，移請行政院金融監督管理委員會或其他有關機關處理之。
中央銀行 對金融機 構經營危 機處理要 點	第三條 設置「問題金融機構監控小組」
	第四條 處理程序 一、經營發生重大問題金融機構之處理程序 （一）對金融機構因財務、業務惡化達一定程度須予特別注意者，或發生突發事件之問題金融機構，建檔列管。 （二）針對提報之問題金融機構，研議處理措施。 （三）持續追蹤問題金融機構經營動態。 （四）依本行「金融機構分級標準」定期評估個別問題金融機構之分級。

(註 36) 央行法已於 2011 年 4 月 27 日修正通過，中央銀行檢查金融機構業務要點亦正配合修正中。

法 源		內 容
		<p>二、突發性金融危機事件之處理程序</p> <p>(一) 瞭解危機發生之原因。</p> <p>(二) 與各有關機關保持密切聯繫。</p> <p>(三) 蒐集最新資料及最近一次檢查報告,分析評估:</p> <p>1、財務及業務狀況。</p> <p>2、面臨危機大小。</p> <p>3、應付危機能力。</p> <p>(四) 應付緊急資金融通需求:</p> <p>1、行庫依「中央銀行對銀行辦理融通作業要點」規定得向本行申請緊急資金融通。</p> <p>2、存保公司依「中央銀行對中央存款保險股份有限公司特別融資要點」規定得向本行申請特別融資。</p> <p>(五) 隨時瞭解擠提狀況,研判擠提是否於近日平息。</p> <p>(六) 注意事件之擴大是否會肇致系統危機。</p> <p>(七) 研提後續應採行之措施。</p>
	第五條	<p>處理原則</p> <p>一、農漁會信用部危機處理,應本於「統合力量,分層處理」之原則進行。</p> <p>二、金融機構間資金相互支援制度之功能應充分發揮。</p> <p>三、負責人經營心態應為本行資金融通首要考量因素。</p> <p>四、融通資金之回收計畫應妥善規劃及評估。</p> <p>五、必要時,建議主管機關依法採行相關措施。</p>
中央銀行同業資金電子化調撥清算業務管理要點	第1條	中央銀行(以下簡稱本行)為管理本行同業資金電子化調撥清算業務,訂定本要點。
	第3條	<p>本要點所稱「電子化調撥清算業務」,指利用本行與經本行核准之下列機構電腦連線所建立之「中央銀行同業資金調撥清算作業系統」(以下簡稱「央行同資系統」),辦理同業資金轉帳及清算之業務:</p> <p>(一) 金融機構。</p> <p>(二) 票據交換機構。</p> <p>(三) 電子支付或證券結算機構(以下簡稱結算機構)。</p> <p>前項第三款所稱之「證券」,包括票券、債券及股票等有價證券。</p>
中央銀行管理票據交換業務辦法	第1條	本辦法依中央銀行法第三十二條規定訂定之。
	第2條	本行對票據交換業務之管理、監督,依本辦法之規定,本辦法未規定者,依其他有關法令規定辦理。

資料來源：央行網站。

二、本行在金融穩定的具體作為

本行在金融穩定的具體作為如下：

(一) 最後貸款者：本行為達成金融穩定法定目標，必要時利用最後貸款者貼現窗口融通工具，進行緊急金援，有效紓緩銀行存款擠兌事件。如民國 74 年十信擠兌事件、84 年彰化四信及若干基層金融機構擠兌事件、以及 89 年中興銀行擠兌事件等，均有效紓解整體金融市場及問題金融機構的流動性壓力，得以確保存款大眾權益。此外，為穩定金融秩序，協助處理問題金融機構，84 年 8 月成立「危機處理小組」，研擬符合我國國情之危機處理之標準與模式。98 年 6 月為穩定金融秩序配合金管會等有關機關有效處理問題金融機構及平息金融危機事件，修訂「中央銀行對金融機構經營危機處理要點」，設置「問題金融機構監控小組」，每三個月開會一次，必要時召開臨時會議。

(二) 調整貼放利率及法定存款準備率：97 年 9 月起本行基於本次金融危機導致全球金融市場動盪不安，國內物價上漲壓力減輕，經濟景氣減緩風險升高等考量，調降法定存款準備率及各項貼放利率。其中前後多達七次調降貼放利率，以重貼現率為例，由 97 年 6 月 27 日之 3.625% 降至 98 年 2 月 19 日之 1.25%，調幅達 2.375 個百分點，對維持我國的經濟金融安定頗有貢獻。

(三) 特定地區購屋貸款業務規定：

1. 2010 年 6 月 24 日訂定「中央銀行對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務規定」，並

自 6 月 25 日起施行，新購屋貸款最高貸款成數不得超過該房屋貸款擔保品鑑價之七成。

2. 2010 年 12 月 30 日修正「中央銀行對金融機構辦理特定地區購屋貸款業務規定」為「中央銀行對金融機構辦理土地抵押貸款及特定地區購屋貸款業務規定」，並自 12 月 31 日起實施。將購屋貸款的特定地區增加三峽、林口及淡水三區，第二戶以上購屋貸款成數由七成降為六成。增訂土地抵押貸款限制，貸款最高額度不得超過土地取得成本與鑑價較低者之六成五，其中一成應俟動工興建使得撥貸。

(四) 維持外匯市場秩序：本行一向重申新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，惟若有不規則因素（如短期資金大量進出）及季節因素，導致匯率過度波動與失序變化，不利經濟與金融穩定時，本行將視對外收支情況，調節外匯供需，維持外匯市場秩序。近年來，考量資本移動已成決定匯率的主要因素，惟大量進出頻繁的短期資金，常會干擾國內經濟（特別是小型開放經濟）及金融穩定，而具有彈性的匯率有如柔軟的柳樹，可減輕外資大量進出的不利衝擊（本行新聞參考資料，2010）。為防杜外資炒匯影響匯率波動，本行不但要求外資匯入資金應依申報用途投資國內證券，並建立大額結匯案件申報系統，密切監控大額資金進出，以防範資金頻繁大量進出造成新台幣匯率大幅波動，危及金融安定。此外，本行事涉外匯政策之專案金融檢查，亦能促使外匯市場有秩序地運作

(本行發布新聞第 170 號，2010)。

(五) 健全支付系統：支付系統能否安穩順利運作，攸關經濟金融穩定，基此，各國央行大都肩負支付系統的監理任務，本行亦然，除改革支付系統，推動即時總額交割清算支付系統（RTGS）外，亦不斷進行支付系統的檢討與研究。

(六) 進行專案金融檢查及建立金融資料庫：93 年 7 月以前參與一般性金融檢查，93 年 7 月以後除進行涉及貨幣、信用、外匯政策之專案金融檢查外，亦透過報表稽核方式，建立金融資料庫，充分掌握及監控金融市場與金融機構的發展動態。

(七) 定期出版「金融穩定報告」：為使各界能充分了解我國金融體系現況、潛在弱點與可能風險，本行自 97 年起定期出版「金融穩定報告」。另於 98 年 12 月出版「全球金融危機專輯」，提供本次金融危機的成因與影響，主要國家因應對策，相關金融實務與金融監理缺失，以及當代總體經濟理論與國際貨幣制度的檢討等論著供各界參考。

(八) 定期參加「金融監理聯繫小組」會議：充分交換、溝通攸關金融穩定的議題。

第二節 我國「總體審慎政策」的未來發展方向

考量全球正熱烈吹奏金融改革號角，藉

助總體審慎監理政策監控被遺漏的系統風險監理漏洞，並公認央行係總體審慎政策的最佳機構，賦予央行擔綱總體審慎監理的權力，以確保總體經濟金融穩定。其中，英國的改革模式最完整，法源基礎明確，不僅恢復英格蘭銀行金融監理權限，賦予該行總攬總體審慎監理任務，亦在央行組織內設置「金融政策委員會」，由央總裁擔任主席；美國金融改革後的模式與英國仍有不同，同樣賦予央行擔綱總體審慎監理任務，特別是對大型系統重要金融機構的監理，但美國的「金融穩定監控委員會」設在央行組織外，由財政部長擔任主席，係美英模式的最大差異處。總體審慎政策的國際發展潮流，以及各國順應潮流，賦予該國央行擔綱總體審慎政策的職責與應有工具，及設置專責組織等金融改革，對我國特別是本行，甚具啟示力，值得深思與借鏡。

我國係全球少數國家央行法中具備金融穩定法源基礎的央行，自民國 68 年起我國中央銀行法即已明訂維持金融穩定為本行的法定目標，本行在促進金融穩定方面，亦有具體的作為與貢獻，惟就我國的金融監理架構加以觀察，金管會似較側重個體審慎金融監理（註 37），本行則負責貨幣政策，達成央行法第 2 條貨幣政策法定目標。若進一步純就

(註 37) 參酌金管會組織法第 4 條金管會所掌理的事項：(1) 金融制度及監理政策；(2) 金融法令之擬訂、修正及廢止；(3) 金融機構之設立、撤銷、廢止、變更、合併、停業、解散、業務範圍核定等監督及管理；(4) 金融市場之發展監督及管理；(5) 金融機構之檢查；(6) 公開發行公司與證券市場相關事項之檢查；(7) 金融涉外事務；(8) 金融消費者保護；(9) 違反金融相關法令之取締、處分及處理；(10) 金融監督、管理及檢查相關統計資料之蒐集、彙總及分析；(11) 其他金融之監督、管理及檢查事項。

總體審慎政策加以觀察，我國目前處專業分工的架構，雖稱總體審慎監理工具大多延續個體審慎監理工具，依據金管會組織法第 1 條設置金管會的宗旨（註 38），金管會亦承擔維持金融穩定之總體審慎監理任務，但實質上，目前的監理規範仍側重個別金融機構與金融市場的健全發展，個體審慎與貨幣政策間的系統風險部分，在央行與金管會同時具備「維持金融穩定」的法源基礎下，似仍欠缺明確的主管機關，兩者間的「金融監理聯繫小組」，只扮演溝通管道的角色，並非決策機制的功能。

我國未來的金融監理架構是否納入總體審慎監理，其主管機關為金管會或央行（註 39），應有那些總體審慎工具，是否設置金融穩定政策委員會作為金融穩定政策的最高決策單位等議題，似須加以未雨綢繆，及早規劃。「毋恃敵之不來，恃吾有以待之」的管理思維，正足以說明我國金融改革的必要性。總之，基於法源與權責應明確訂定，以及貨幣政策與金融穩定政策維持一致性之考量，我國似宜及早規劃符合國情需要的總體審慎架構，並研擬設置獨立的金融穩定政策委員會，專責金融穩定決策。此外，亦應加

強與國際合作，共同維持金融穩定。如，未來積極參與 SEACEN「跨國金融監理聯繫會議（College of Supervisors）」，共同維護東南亞地區的金融穩定。

另一方面，亦應強化或建構新的金融資訊基礎設施，有效蒐集及分析必要的金融資訊，特別是本行應增強引發此次金融危機之系統風險方面的金融統計資料蒐集與分析，作為貨幣政策及維持金融穩定任務的決策參考。Squam Lake group(2010) 提出美國應有新的金融市場資訊基礎設施的五大建議（註 40）及 Eichner et al（2010）由金融危機回顧美國金融統計的缺失，均值得加以深思或借鏡。Eichner et al（2010）指出美國在金融危機以前的金融統計雖或多或少已即時（real-time）揭示家計部門槓桿操作不尋常上升的警訊，但資料合併統計後之總合資訊會掩蓋當時孳生的重要風險因子，而無法有效彰顯金融體系的總體脆弱性，而(1)伴隨房屋抵押貸款快速成長衍生之信用風險上升，及後續房價下滑或所得減少衍生的借款者脆弱性上升；及(2)傳統銀行部門以外部門期限移轉業務快速成長，嚴重依賴短期資金挹注長期授信，徒增金融體系面臨資金擠兌的高脆弱性，則屬

（註 38）設置宗旨為健全金融機構業務經營，維持金融穩定及促進金融市場發展。

（註 39）經建會 2010 年委託研究計畫「我國總體審慎金融監理體制的建立」報告中，作者建議：我國若要建立總體審慎金融監理體制，似可考慮以中央銀行作為主管機關，並建議央行、金管會與財政部的分工應重新劃分，央行以總體審慎監理為主，金管會強調個體審慎監理，財政部則管理公股金融機構與長期救援資金的籌措（經建會，2010）。

（註 40）包括(1)所有大型金融機構必須按季申報資產部位及風險之相關部位；(2)監理機關應建立標準化之部位評價及風險暴額之評估流程，以極致發揮資訊效益；(3)監理機關應有適當的資訊共享機制，以促進資訊分析的完整性；(4)監理機關應在一定時間後公布按季所蒐集相關資訊；(5)系統性監理機關應編製「金融體系風險年報」，提交立法機關，以提昇金融體系資訊的重要性。

美國金融統計亟須加以調整改進之最大遺漏處，未來另須強化具備專業分析能力的專家與工具的專業研究團隊，藉以鑑定在總合統計中所觀察到的不尋常發展趨勢的訊息與問題(註 41)。

考量全盤規劃我國的總體審慎政策並非短期內可快速完成的任務，未來若能進行組織變革，將現行「金融監理聯繫小組」升級為擔綱我國金融穩定政策最高決策單位之「金融穩定政策委員會」，並進行組織設置、委員任用與總人數、有無投票權及開會

頻率與時程等相關議題的細部研議，此舉似乎是短期內能優先完成的金融改革措施。再者，若我國未來的總體金融穩定架構參酌 2009-2010 年國際間「央行是負責總體審慎政策的最佳機構」之金融監理新思維，重新劃分國內三大財經主管單位的分工模式，授權由本行擔綱總體審慎政策，則本行已具備本章第一小節所陳述之各種法源基礎(表 5)及本行在維持金融穩定方面的亮麗表現，足可作為本行扮演總體審慎政策角色的有力支柱。

第五章 結論與建議

本次金融危機凸顯系統風險監理漏洞，凸顯央行在金融穩定角色的重要性，全球亦公認央行是執行總體審慎監理政策的最佳機構。本文爰由前述重要觀點探討中央銀行在金融穩定的角色與工具，央行應有那些總體審慎工具，應否修法賦予央行法定的金融穩定目標，及應有的組織設計等均屬本文的研究重點，本文最後亦說明本行在金融穩定的角色，並提出本文的建議。

歷史經驗顯示危機總是不斷發生，決策者無法精確知道下一個金融危機的發生時間與內涵。因此，我們須要記取危機教訓，做好事前預防危機及事後紓解危機的萬全準備。作家 H.G. Wells 指出，人類歷史是教育

與災難的競足，我們須確保已從危機中學到教訓，否則危機註定會重演。Trichet(2010)亦語重心長指出經濟金融環境的「不確定性」，是未來十年各國央行將不斷面對的嚴峻挑戰。茲說明本文的重點結論與建議如后：

(一) 金融穩定的特性：金融穩定屬網路點閱率最高的金融術語，但其研究發展較晚，迄今並無簡單易懂及全球可接受的標準化定義，而金融穩定字義多面向、不易以單一量化指標顯示、不易預測、不易溝通、須要跨機構協調等特性，則正好與物價穩定易量化、易預測、易溝通等特性相反。

(二) 金融危機以前央行的金融穩定角

(註 41)如競爭動力導致金融機構過度槓桿操作與風險承擔、內部高度關連性機構間的共通暴險、及高度脆弱性的期限移轉操作快速成長導致資金突然擠兌等訊息與問題。

色：維持物價安定與金融穩定向為央行責無旁貸的天職，前者有明確法源基礎，後者的法源基礎較薄弱。本次金融危機以前之近 20 年，維持物價安定為貨幣政策的唯一或最主要目標，通膨目標化或以物價為重心之操作機制為貨幣政策操作的主流。維持金融穩定亦為社會大眾對央行的直覺與期許，但因法制架構不明，反而成為央行管理金融危機的掣肘處，英格蘭銀行對北岩銀行的紓困案就是最佳例證。

(三) 金融危機以後央行的金融穩定角色：本次金融危機凸顯央行在維持金融穩定的重要性，凸顯系統風險的監理漏洞，全球亦公認總體審慎政策可用來監控系統風險，維持總體金融穩定，而央行係擔任總體審慎政策的最佳機構。雖不乏學者主張央行不應同時維持物價安定與金融穩定的雙法定目標，但不可否認的是，修訂央行法讓央行具備維持金融穩定的法定目標，央行才能權責合一，理直氣壯、明正言順執行維持金融穩定的任務，再者，物價安定仍屬央行的核心目標，而金融穩定政策能輔助貨幣政策，有效達成物價安定目標。

(四) 央行維持金融穩定的指標與工具：央行若擔任總體審慎政策角色，則應有總體審慎指標、金融穩定工具及適當的組織設計，以構築完整的金融穩定架構。信用對 GDP 比率、三個月期美元 LIBOR 與 OIS 利差或 Ted 利差之國際貨幣市場指標、及債務

對所得比率之財務健全指標為主要的總體審慎指標；金融穩定工具包括事前預防與事後紓解金融危機的工具，總體審慎監理工具（反循環的資本規定、變動風險權數、槓桿比率、動態放款損失準備、擔保品、流動性規定、改善基礎設施等）、貨幣政策工具（逆勢操作的利率工具）、溝通政策、金融教育及市場紀律等均屬央行事前預防金融危機的工具；央行最後貸款者、最後中介者或最後造市者、破產立法、特別解決機制、或有資本或管理混合式債券、溝通政策等則為央行事後紓解危機的工具。

(五) 法則與權衡，及國際合作：貨幣政策工具及金融穩定政策工具採法則基礎，具備高透明度及避免政治干預壓力的好處，但因經濟金融環境不斷升高的不確定性因素，在實務上有賦予央行權衡基礎的必要性，以增加政策彈性及央行的權責性，但權衡基礎的權重不宜過多，以免徒增市場反抗及政治壓力。此外，央行亦應加強國際合作，共同維持全球的經濟金融穩定。

(六) 貨幣政策與金融穩定政策：貨幣政策與金融穩定政策兩者互補，相輔相成，但貨幣政策不能保證金融穩定，因此須要有獨立的金融穩定政策，立法賦予政策利率以外的政策工具，達成金融穩定目標。

(七) 維持金融穩定的組織設計：適當的組織平台設計可協助組織成員順利進行創價流程，英國、美國等設有金融政策委員會或

金融穩定監控委員會，類似貨幣政策委員會的運作模式，作為金融穩定政策之最高決策單位；歐盟則設置歐洲系統風險委員會，負責監控系統風險，但無決策實權，只能向會員國告知威脅金融穩定的系統風險及提出建議措施。

(八) 本行在金融穩定的定位與角色：我國現行的金融穩定架構，由金管會負責個體審慎監理，本行負責貨幣政策，亦可進行涉及外匯、貨幣與信用政策的專案金融監理。金管會與本行等相關單位間則設置「金融聯繫小組」，進行攸關金融穩定的訊息與議題交換。本行具備維持金融穩定的法定目標，亦透過最後貸款者、調整貼放利率、維持有秩序的外匯市場、維持支付系統健全運作、專案金融檢查、出版金融穩定報告、參加「金融監理聯繫小組」、及設置「監控小組」有效處理問題金融機構與平息金融危機等方式，積極扮演本行在金融穩定的角色。

(九) 本文建議：參酌國際最新發展趨勢，並基於法源與權責應明確訂定，以及貨幣政策與金融穩定政策維持一致性之考量，本文建議如下：

1. 我國似宜及早規劃符合國情需要的總體審慎架構，並研擬設置獨立的金融穩定政策委員會，專責金融穩定決策。
2. 應加強與國際合作，共同維持金融穩定。
3. 強化金融資訊基礎設施，有效蒐集與分析必要的金融資訊，特別是引發本次金融危機的系統風險方面的金融統計資訊。
4. 另考量無法於短時間內快速完成攸關我國總體審慎政策的金融改革，若能優先組織變革「金融監理聯繫小組」為「金融穩定政策委員會」，擔綱我國金融穩定政策的最高決策單位，此舉似乎是短期內能優先完成之金融改革措施。

參考文獻

- 中央銀行（2008），「九十六年金融穩定報告」，6月出版。
- 中央銀行（2009），「全球金融危機專輯」，12月出版。
- 本行新聞參考資料（2010），「近日銀行間匯率波動幅度擴大的原因」，11月17日發布。
- 本行新聞發布第170號（2010），「本行總裁彭淮南應 The Banker 雜誌之邀，以國際資本移動管理為主題撰文發表意見」中文譯稿，9月6日發布。
- 經建會（2010），委託研究計畫「我國總體審慎金融監理體制的建立」，計畫主持人李桐豪教授，尚未發表。
- 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（2008），「主要國家推廣金融教育的比較與借鏡」，國際金融參考資料第55輯。
- 黃富櫻（2010a），「簡介金融穩定與總體審慎」，國際金融參考資料第60輯。
- 黃富櫻（2010b），「由全球金融風暴綜觀貨幣政策角色的轉變」，國際金融參考資料第59輯。

- Bank of England 2009), Financial Stability Report, Issue No.26, December 2009.
- Bank of England (2010), Financial Stability Report, Issue No.27, June 2010.
- Baqee, David and Christic Smith (2010), "Twenty years of inflation targeting," Reserve Bank of New Zealand, Bulletin, vol 73 · No1 · March.
- Bernanke, Ben S.(2010a), Statement before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington D.C. September 2.
- Bernanke, Ben S.(2010b), Welcoming remarks at the Federal Reserve System Town Hall Meeting with Educators, Washington, D.C. September 30.
- Bini Smaghi, Lorenzo (2010a), "Could monetary policy have helped prevent the financial crisis?" Speech delivered at the workshop on "Monetary policy: Recent Experience and Future Directions" Bank of Canada, Toronto, April 9.
- Bini Smaghi, Lorenzo (2010b), " What has the financial crisis taught us? The global dimension and international policy cooperation," Speech delivered at The 21st Century Forum2010, Beijing, September 6-8.
- Carney, Mark (2009), "Some considerations on using monetary policy to stabilize economic activity," delivered at the Jackson Hole, Wyoming, the Federal Reserve Bank of Kansas City, August.
- Caruana, Jaime (2010a), "Macroprudential policy : what we have learned and where we are going, " Keynote speech delivered at the second Financial Stability of the International Journal of Central Banking, Bank of Spain, Madrid, June 17, 2010.
- Caruana, Jaime (2010b), "Macroprudential policy: could it have been different this time?" Speech delivered at People's Bank of China seminar on macroprudential policy in cooperation with the IMF, Shanghai, October 18.
- Central Banking Newsdesk(2010), "Central Banks are preferred regulators: CentralBanking.com Panel," September 7.
- ECB (2009), "Global Index of Financial Turbulence," Financial Stability Review, European Central Bank, December 2009.
- Eichner, Matthew J., Donald L. Kohn, and Michael G. Palumbo (2010) , "Financial Statistics for the United States and the Crisis: What Did They Get Right, What Did They Miss, and How Should They Change," presentation at the Fifth ECB conference on statistics on "Central Bank Statistics: What did the financial crisis change", Frankfurt, October 19-20 .
- Fillat, Jose L. and Judit Montoriol-Garriga (2010), "Addressing the pro-cyclicality of capital requirements with a dynamic loan loss provision system," Federal Reserve Bank of Boston, Working Paper No. QAU10-4.
- Gonzalez-Paramo, Jose Manuel (2010a), "Lessons from the crisis for monetary policy and financial stability," speech delivered at " Annual Money, Macro and Finance Conference", Limassol, Cyprus.
- Gonzalez-Paramo, Jose Manuel (2010b), "The European experience on macro-prudential regulation," speech delivered at the occasion of the I Jornada Financiera Banco Central de Bolivia, La Paz, Bolivia, September 29.
- Goodhart, Charles (2010), "How may the new architecture of financial regulations develop?" the Reserve Bank of New Zealand, Bulletin, vol 73, No 1, March.
- Hoskin, Kevin, Ian Nield and Jeremy Richardson (2009), "The Reserve Bank's new liquidity policy for banks," Reserve Bank of New Zealand:Bulletin, Vol. 72, No. 4, December.
- IMF (2010), "Central Banking Lessons from the Crisis," prepared by the Monetary and Capital Markets Department, May 27.
- Jaidev, Ramya (2010), "Analysts applaud passage of ESRB, fret over practical concerns," Central Banking.com, September 22.
- Kim (2010), "Governor's Bank of Korea 60th Anniversary Address," June 11.
- Kohn, Donald (2009), "Monetary policy Research and the Financial Crisis," Speech delivered at Washington D.C., October 9.
- Redouin, Jean-Paul (2010), "Monetary and financial stability: a dual role for a central bank recent lessons," Speech delivered at the conference of Banco Central de la Republic Argentina, September 2-3, Buenos, Aires.
- Shirakawa, Masaaki(2010a), "Revisiting the Philosophy behind Central Bank Policy," Speech delivered at the Economic Club of New York, April 22.

- Shirakawa, Masaaki(2010b), "Future of central banks and central banking," Speech delivered at the 2010 International Conference hosted by the Institute for Monetary Economic Studies, the Bank of Japan, May 26.
- Squam Lake Group (2010), "The Squam Lake Report: Fixing the Financial System, " .
- Svensson, Lars (2010), "Monetary policy after the financial crisis", Speech delivered at the Second International Journal of Central Banking Fall Conference in Tokyo, Japan, September 21.
- Trichet, Jean-Claude (2010a), "Central Bank Cooperation after the Global Financial Crisis," Speech delivered at Bank of Korea International Conference 2010 "The Changing Role of Central Banks", Seoul, May 31.
- Trichet, Jean-Claude (2010b) , "What can central banks do in a financial crisis?", Speech on the occasion of the Susan Bies Lecture, Kellogg Distinguished Lecture Series, Evanston, Illinois, April 27, 2010 .
- Trichet, Jean-Claude (2010c), "Central banking in uncertain times: conviction and responsibility, " Speech delivered at the symposium on "Macroeconomic challenges: the decade ahead", Jackson Hole, Wyoming, August 27 .
- UK Treasury (2010), "A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability," July, Bank of England 網站 .
- US Treasury (2010), Press Release TG-870, September 23, Press Room, U.S. Department of the Treasury.

(本文完稿於 100 年 1 月，作者為本行經研處研究員)