

由歐債危機探討央行在銀行體系 與公債市場之最後貸款者角色

黃 富 櫻

摘 要

- 一、研究重心：本文藉由歐債危機案例，探討央行在銀行體系與公債市場的最後貸款者角色的差異，並說明贊成及反對歐洲央行擔任政府最後貸款角色的主要原因，最後提出對央行業務 (central banking) 的六大啟示。至於歐債危機的起因、歐洲央行以外的紓困措施、以及危機因應措施未能發揮政策效果的原因，則不在本文的研究範圍。
- 二、央行最後貸款者安定市場信心的背後隱含功能：央行在銀行體系擔任最後貸款者隱含安定市場信心的背後保證功能，而主權債券的最後貸款者意指政府發行的本國幣債券，隱含央行保證債券到期一定能兌償的背後保證，相當於背後保證央行是公債市場的最後貸款者。反觀歐洲央行不是一個國家的央行，各成員國無法印製自己的鈔票，所發行的公債類似外幣計價的債券，由於歐洲央行無法充當各成員國公債的背後最後貸款者，以致歐元公債市場欠缺安定市場信心的背後保證功能。
- 三、歐洲央行紓解危機的未來發展方向：歐洲央行遵循法制，堅持不擔任政府的最後貸款者，其所推出的證券市場計畫、長天期轉融通操作及 OMTs 等傳統與非傳統措施，皆透過金融機構在次級市場操作，未超越央行的法定職掌範圍。歐洲央行總裁 Draghi(2012b)指出，當市場動盪或受到非理性恐慌影響，危及金融安定時，歐洲央行有時需要執行超越傳統貨幣政策工具的異常措施，以排除不利單一貨幣政策的阻礙因素，俾維持歐元區的物價穩定。他同時對民眾保證歐洲央行確保物價安定、維持央行獨立性、及在法定職掌範圍內執行貨幣政策的三大原則固定不變。
- 四、對央行業務(central banking)的六大啟示：(1)央行不宜對政府貨幣融通，但在央行政策利率趨近於零之異常情況下應

採超越傳統貨幣政策工具之異常措施；(2)解決主權債務危機的責任在政府，不在央行；(3)貨幣寬鬆措施愈久，副作用愈嚴重，愈不易退場；(4)唯有財政健全，央行才能達成物價安定之法定目標；(5)央行應加強在財政政策議題方面的溝通；(6)「政府是無風險」與「政府債券零風險」的傳統假設是一種錯誤的觀念，亟須加以典範轉移 (paradigm shift)，揚棄傳統假設。如 Basel 的銀行資本適足率規範及央行合格擔保品的規定條件等均有必要加以檢討與改進。

五、歐債危機再度驗證貨幣政策非萬靈丹：金融穩定、物價穩定與財政穩定三者交互影響下，央行執行貨幣政策有其侷限，央行並非無所不能，亦無法永遠充當第一線救火英雄，擔任印鈔機或火箭筒，貨幣政策非萬靈丹。隨著政府不再是無風險的個體，政府債券不再是零利率風險的金融資產，以及央行在總體審慎政策的重要性倍增，如何釐清貨幣政策與金融政策及財政政策間的界線，才是貨幣政策的新領域，才是各界對央行或貨幣政策應有的新共識。

一、前言

源起於美國次貸危機之全球金融危機已延續五年之久，接續發生的歐洲主權債務危機亦已延宕三年，種種跡象顯示全球仍未脫離金融風暴，全球經濟與金融穩定仍面臨艱巨挑戰。換言之，近數年來全世界正遭受金融機構虧損、政府財政不濟、及危機之地域延展、速度加快與同時發生等前所未有、不斷延燒的系統性金融危機的摧殘。展望未來，在美國逼近財政懸崖、歐洲危機持續蔓延及中國大陸成長減緩等影響下，全球的情況似愈來愈複雜，且難覓簡單的解決方案，從而對央行的依賴愈來愈多，也愈來愈重，政治人物與市場輿論均不斷要求央行扮演救火隊或火箭筒的角色，總是在每次危機出現

時，要求央行挺身而出，充當第一波融通者 (lenders/buyers of first resort)，但貨幣政策非萬靈丹，紓解金融危機仍有賴政府各單位的合作，特別是歐洲主權債務危機的根源為政府債務的償債危機，在欠缺政治聯盟的單一貨幣體制，歐洲央行所面臨的挑戰尤為艱鉅。

2007 年以來的金融危機大致可區分為美國次貸危機（2007 年 8 月至 2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉）、全球金融危機（2008 年 9 月至 2010 年春季）及歐洲主權債務危機（2010 年春季以來）等三大階段 (Drudi, et al. 2012)。每個階段均面臨嚴峻的挑戰，其中第三階段對歐洲貨幣同盟構成空前的挑戰，同時引發貨幣政策與制度設計方面應進

行歐洲層級的全面調整。主權債務危機迄今未有停歇，猶如滾雪球仍不斷擴大，加上主權債務與銀行風險惡性循環下引發的雙危機，導致歐洲金融穩定基金及歐洲央行所採多項因應措施或紓困措施，皆不足以有效遏阻危機。

本文利用歐元單一貨幣體制下歐洲主權債務危機的特殊案例(註 1)，探討中央銀行在銀行體系與公債市場擔任最後貸款者的角色，至於歐債危機的起因、歐洲央行以外的

紓困措施、以及危機因應措施未能發揮政策效果的原因，則不在本文的研究範圍。除本前言外，第二章由歐元區的重要經濟金融指標，說明歐債危機迄今依然未歇止的近況，第三章扼要說明歐洲央行堅拒擔任政府最後貸款者下的危機因應措施，第四章比較分析央行在銀行體系與公債市場最後貸款者角色的差異，第五章重點分析歐洲央行擔任公債市場最後貸款者角色的爭議，第六章試析對全球各國央行業務的啟示，最後為結語。

二、歐債危機的近況

歐元自始即被設計為一個沒有國家體制的通貨(currency without a state)，以保有各成員國的主權完整與多樣性，所謂的馬斯垂克條約則被視為歐元的制度面基石，但歐債危機顯示此種制度面架構讓歐元不足以確保經濟政策的健全性及有效管理危機。本單元不再贅述歐債危機的起因(註 2)，而是由重要經濟與金融指標，綜觀歐債危機依然未停歇的近況，並進一步指出主權債務與銀行風險惡性循環下的雙危機，對歐元區的影響。

(一) 總體經濟表現未見好轉

茲依據歐盟執委會 2012 年 11 月 7 日公布的經濟數據，編製歐元區各國的重要經濟指標如附錄一(European Commission, 2012)，並圖示說明歐債危機的近況。除消費者物價年增率維持低穩走勢外，其餘指標顯示，歐元區的短期經濟展望仍不佳，失業率偏高，預算赤字及政府債務對 GDP 比率，大都超過馬斯垂克條約 3%及 60%的上限規定，經常帳亦多維持逆差走勢。特別是引爆歐債危機的

(註 1) 本文由歐債危機進行個案研討，並獲得若干對全球央行業務(central banking)的重要啟示。歐洲央行雖為歐元地區貨幣同盟體制下的央行，負責執行 17 個會員國的單一貨幣政策，其組織形態與非貨幣同盟之單一國家之央行容有差異，但歐洲央行的立法精神與制度設計(如貨幣政策目標、貨幣政策工具及禁止對政府貨幣性融通等)仍沿襲傳統的央行治理模式，與非貨幣同盟之單一國家央行幾無分軒輊，唯一的差異是，歐洲央行負責制定單一貨幣政策決策，負責執行實務的手臂則為 17 家成員國央行。而非貨幣同盟之單一國家之央行則包辦決策與實務執行於一體。換言之，本文分析歐債危機所獲得的啟示，適用於全球各國央行，並不會因歐洲央行體制的表象差異而影響央行業務的整體性。

(註 2) 歐債危機的起因，請參閱彭德明與方耀所撰「歐洲主權債務危機與歐元區的未來」，國際金融參考資料第 60 輯，99 年 12 月。

希臘、義大利、西班牙、葡萄牙及愛爾蘭等歐洲邊陲五國(簡稱 GIIPS)，主要經濟指標顯示渠等迄今仍深陷危機泥沼中（見圖 1 至圖 5），GIIPS 五國的預算赤字及政府債務對 GDP 比率仍遠遠超過歐盟創始規定。短期內歐債危機似難以歇止，金融評論家甚至稱歐洲及美國恐會步日本後塵，落入「失落的十年」。

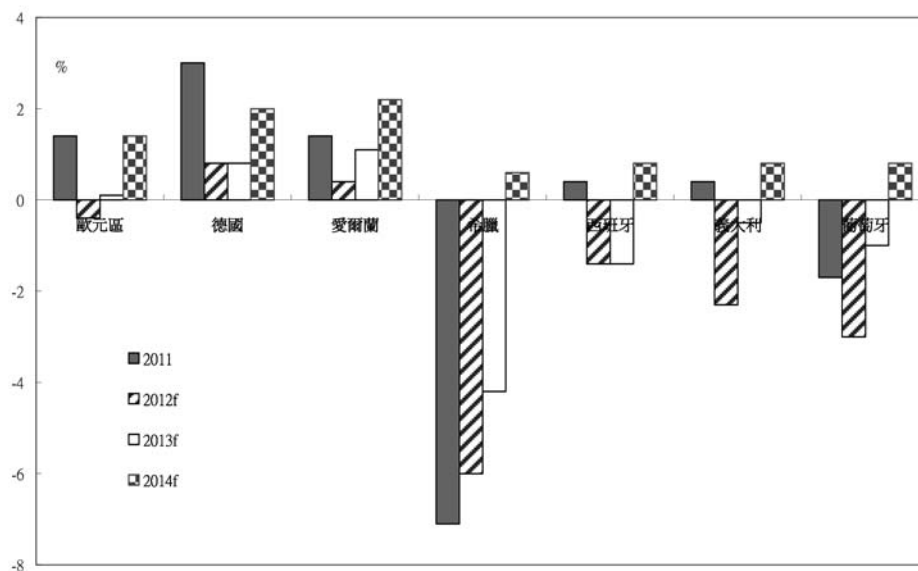
值得加以說明的是，歐洲節節高升的失業問題，已進一步惡化為嚴重的社會問題。統計資料顯示 2011 年至 2014 年歐元區的平均失業率均超過 10%，其中希臘及西班牙均超過 20%，西班牙更屬歐元區失業率最高的國家，粗估 2014 年仍維持 26% 水準。更令人憂心的是，希臘及西班牙的年輕族群（15-24 歲）失業率已飆升超過 50%，更加深

經濟社會的動盪不安。再者，歐元區各國經常帳逆差引發嚴重的內部失衡問題，其實是歐債危機爆發的根本原因，也是歐元誕生之初有些學者不看好歐元的主要考量因素。Dombret(2012a)及 Deutsche Bundesbank(2012)稱歐洲的危機不僅是主權債務危機，也是一種國際收支危機。

（二）金融情勢依然緊俏

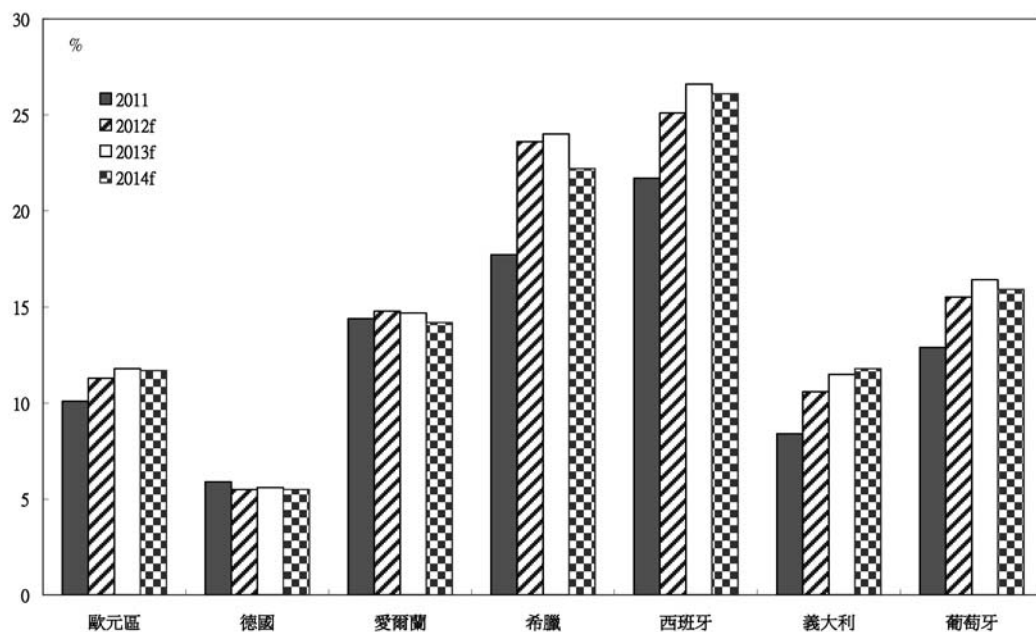
10 年期公債殖利率、與德國同期公債的利差、5 年期信用違約交換(Credit Default Swap,以下簡稱 CDS)及歐元 3 個月期 LIBOR 與 OIS(隔夜指數交換利率 Overnight Index Swap)利差等重要金融指標顯示，歐元區的主權債券市場與貨幣市場依然緊俏。歐元成立的前 10 年，金融市場在所謂的大穩定時代大都維持穩定發展，歐元區各成員國在統一使

圖 1 經濟成長率



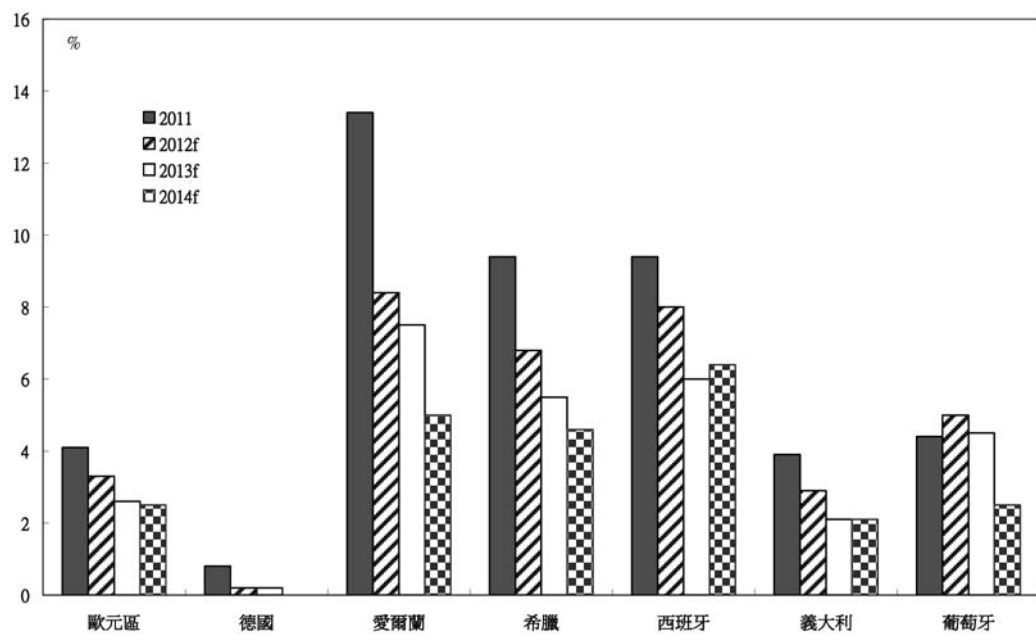
資料來源：附錄一。

圖 2 失業率



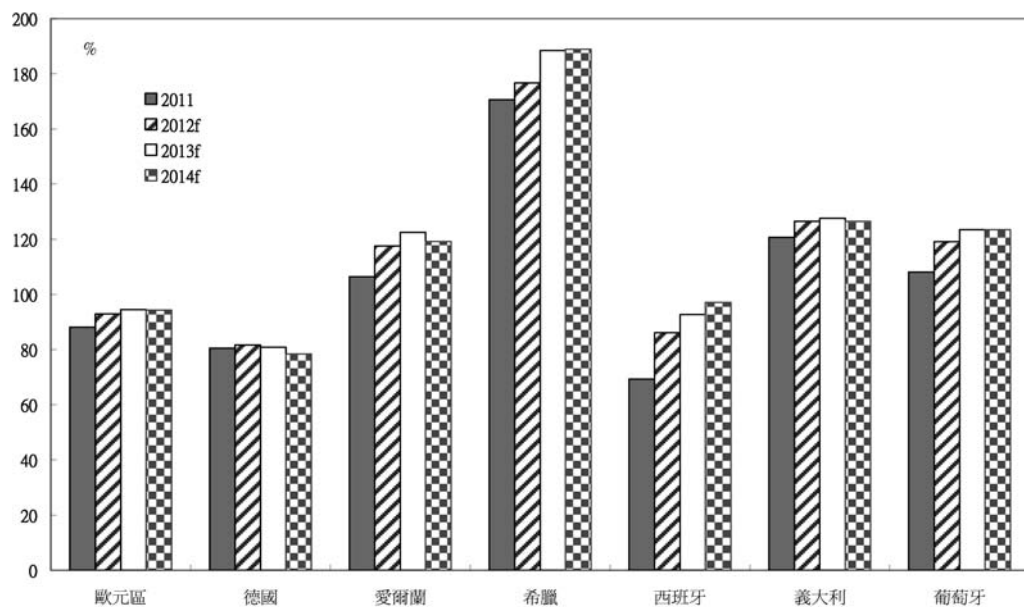
資料來源：附錄一。

圖 3 預算赤字對 GDP 比率



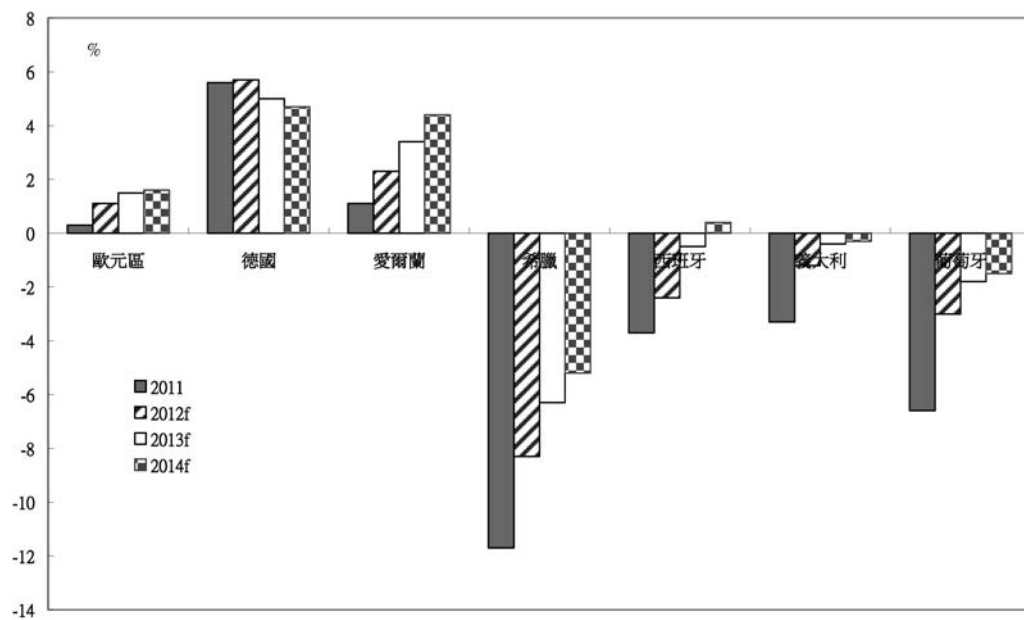
資料來源：附錄一。

圖 4 政府債務對 GDP 比率



資料來源：附錄一。

圖 5 經常帳餘額對 GDP 比率



資料來源：附錄一。

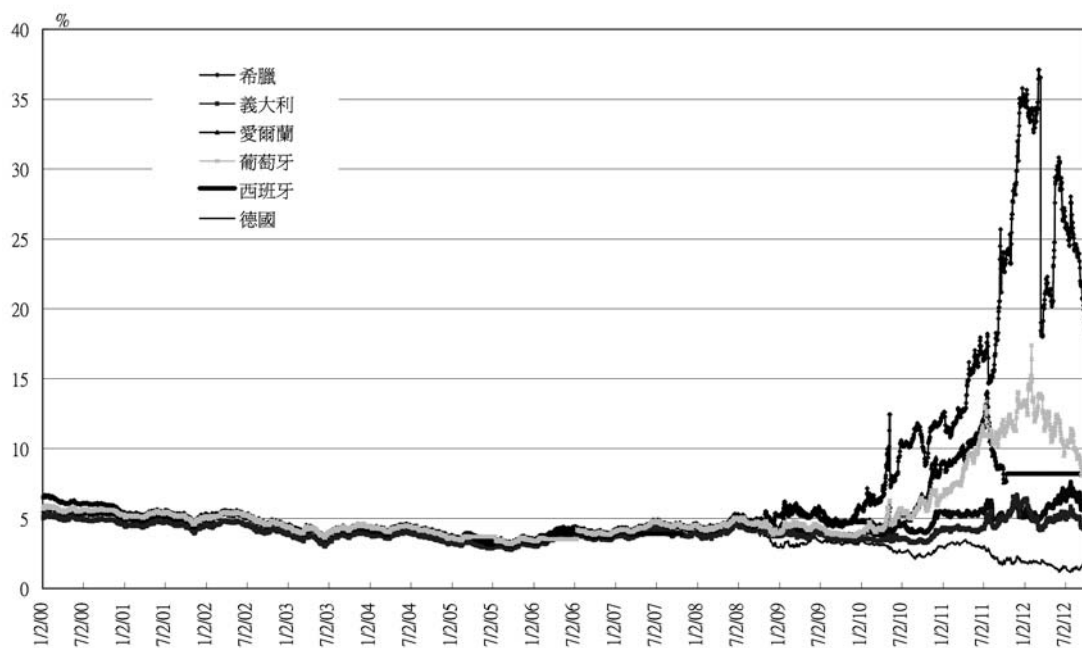
用歐元後，亦享受貨幣同盟的經濟效益，各成員國政府的發債成本，由貨幣同盟以前因國家債信等級不同的明顯差異，逐漸產生趨合的低利率水準，但美國爆發次貸危機起，各國利率漸次分歧，2010 年希臘引發歐債危機起，因各國危機程度不同，而產生失序的飆升走勢，導致危機更加惡化，最後在 EFSF (European Financial Stability Facilities) 及歐洲央行的紓困措施下，歐債危機稍有紓緩，惟危機尚未結束，隨著信用評等公司調降主權債信等級，危機似乎又異地再起。

就主權債券市場加以觀察，GIIPS 五國的公債殖利率高低順序是希臘、葡萄牙、愛爾蘭、西班牙及義大利，除反映各國經濟規模

的差異外，亦顯示危機發生的時間先後。而公債殖利率與德國同期公債的利差之最高點，以希臘最高(2012 年 3 月 2 至 4 日高達 3,530 個基本點)，次為葡萄牙(2012 年 1 月 30 日高達 1,560 個基本點)，再次為西班牙(2012 年 7 月 24 日高達 638.5 個基本點)。反觀金融危機以前的利差，除希臘低於 100 個基本點外，其餘四國大致低於 30 個基本點(見圖 6 至圖 7)。GIIPS 的 CDS 走勢亦與圖 6 及圖 7 雷同，亦以希臘最高(2011 年 9 月 15 日 CDS 達到 5,047.445 基本點)(見圖 8)。

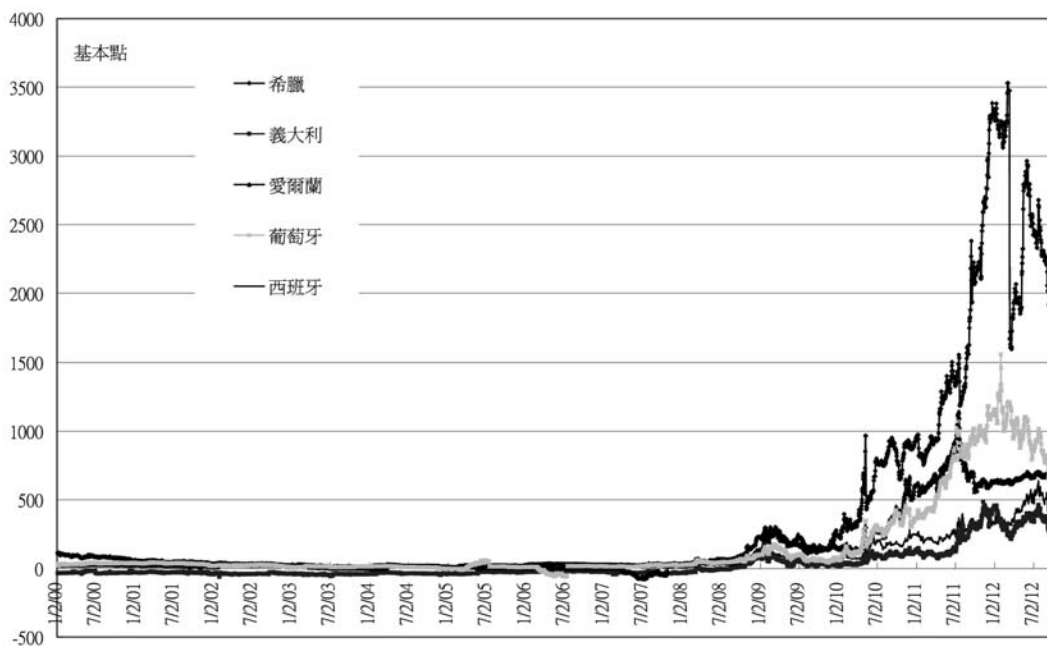
另就貨幣市場加以觀察，隨著歐債危機爆發，歐元區的銀行在惜售資金或囤積資金的操作心態下，導致歐元 LIBOR 利差首度高

圖 6 GIIPS 10 年期公債殖利率



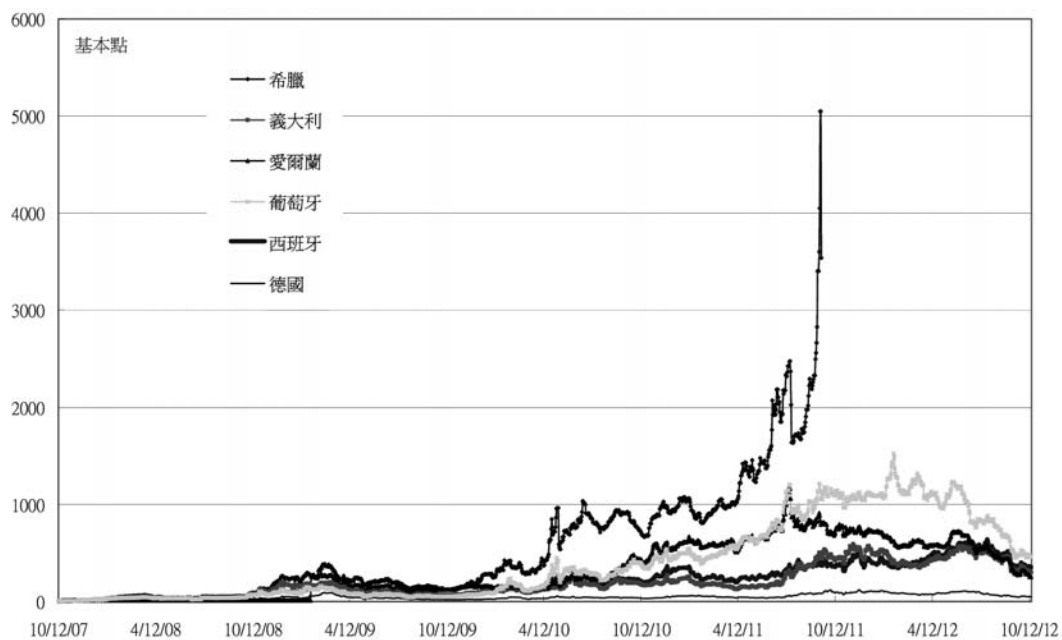
資料來源：Bloomberg.

圖 7 GIIPS 10 年期公債殖利率與德國同期公債的利差



資料來源：Bloomberg.

圖 8 GIIPS 5 年期 CDS



資料來源：Bloomberg.

於美元 LIBOR，2011 年下半年起再度飆升，在 2011 年 12 月 1 日達到 93.083 個基本點後，轉趨下跌，截至 2012 年 10 月 15 日已跌回全球危機以前的水準(5.571 個基本點)(見圖 9)。

(三) 主權債務與銀行雙危機間的惡性循環

歐洲主權債務危機源起於 2010 年的希臘危機，之後逐漸蔓延至其他邊陲國家，最後連較大經濟體的西班牙與義大利也遭殃。歐元地區的危機統稱主權債務危機，有些危機核心直接來自政府財務困難，如希臘、義大利等；有些則最先源起於不動產泡沫，導致銀行不良貸款偏高的銀行危機，如西班牙與愛爾蘭。無論前者或後者，最後均因主權風險與銀行風險連動，引發主權債務與銀行雙

危機的惡性循環，導致歐債危機愈發嚴重。

1、主權債務與銀行雙危機的緣起

茲說明引發主權債務與銀行雙危機的三種情況如下：

(1) 政府財務困難面臨違約恐慌，而銀行又持有大量有違約風險的政府債券，恐造成銀行虧損，或使銀行籌資條件與主權風險掛勾，導致銀行籌資成本上升，主權風險與銀行風險連動形成第一種雙危機。如希臘與義大利。

(2) 不動產泡沫造成銀行不良資產劇增，逾放比率偏高，政府進行紓困對銀行注資，協助銀行資本重整，從而導致政府債務餘額對 GDP 比率上升，另導致信評機構調降政府

圖 9 美元及歐元 3 個月期 LIBOR 與 OIS 利差



資料來源：Bloomberg.

主權評等，又進一步推升政府債券的發行成本，此屬第二種主權債務與銀行雙危機。

(3)危機國向 EFSF 或 ESM(European Stability Mechanism)尋求紓困，並以紓困資金注入銀行資本，協助問題銀行重整資本，但因前項紓困直接貸記政府負債，遂導致政府債務對 GDP 比率上升，此屬引發銀行風險與主權風險連動的第三種雙危機。有些危機國，如西班牙，基於前述墊高政府債務對 GDP 比率的不利考量，反而出現遲遲不願尋求紓困的現象。

2、主權債務與銀行雙危機對歐元區的影響與解決之道

(1)歐洲單一金融市場出現信用市場分裂的現象

在銀行與主權債務雙危機的惡性循環下，歐洲單一金融市場出現信用市場分裂的現象，造成雙輪(two-gear)信用市場的貨幣聯盟，在銀行的邊際借款成本取決於銀行財務狀況良窳下，出現借款利率偏高或偏低的明顯差距。財務健全的銀行通常能在拆款市場拆入低利資金，其隔夜拆款利率按歐元區隔夜拆款利率(Euro OverNight Index Average, EONIA)計息，2012 年 11 月的利率水準為 0.10%。反之，財務不健全且被視為高風險與高不確定性的銀行，則不易由拆款市場拆入資金，大都依靠央行的轉融通資金，其融通

利率是歐洲央行的主要轉融通利率，2012 年 11 月是 0.75%。顯而易見的是，後者的資金成本明顯高於前者財務健全的銀行，兩者的利率差距高達 65 個基本點。

(2)設立銀行聯盟，有效遏阻雙危機的惡性循環

歐元區在各種危機因應措施及紓困措施下，迄今仍無法有效平息主權債務與銀行雙危機的惡性循環。歐元地區危機國家普遍面臨一方面要活絡經濟，創造大量就業機會；另一方面又須遵奉撙節財政措施，有效減少政府債務，兩者間存在囚犯兩難(prisoner's Dilemma)的拉鋸矛盾，因為政府必需再度舉債，籌措財源，活絡經濟，但同時會使政府債務上升，而違逆撙節措施的承諾。因此，歐盟執委會提出儘速設立銀行聯盟的建議，以確保貨幣聯盟的健全永續發展。其中銀行聯盟須包括設立歐元區單一金融監理機制、存款保險機制及解決問題銀行機制，才能真正解決主權債務與銀行風險雙危機的惡性循環。歐盟各國領袖已於 2012 年 10 月 18 日同意歐洲央行在歐洲單一金融監理機制(single supervisory mechanism, SSM)中擔任監理銀行的角色，並預計於 2013 年 1 月 1 日完成立法架構。至於 ESM 何時開始可以對歐元區的銀行注資，增強銀行資本的議題，則未獲決議。

三、歐洲央行的危機因應措施與貨幣政策非萬靈丹

解決歐債危機的責任在政府，不在央行，係一種全球普遍的共識，歐洲央行亦依法堅決反對擔任政府的最後貸款者，自 2010 年中希臘最先爆發主權債務危機起，並已採取諸多貨幣政策措施，藉以紓解歐債危機對歐元地區經濟金融的衝擊，試圖協助危機國家安渡難關。但在物價、金融與財政交互影響下，如何謀取三者間的穩定目標，仍有賴各國相關單位的協調與合作，貨幣政策實非萬靈丹，無法獨力解決所有危機。

(一) 歐洲央行的危機因應措施

歐元地區有些國家在 2010 年開始爆發的主權債務危機，快速外溢至歐元地區其他市場與國家，2012 年中起更因投資者擔心歐元瓦解而使危機更加惡化，進而使貨幣政策面臨艱鉅的挑戰，歐洲央行能否在 17 國財政自主權環繞下，持續有效發揮單一貨幣政策的角色，成為全球矚目的焦點。歐洲央行為維繫單一貨幣政策機制及確保歐元區最適貨幣政策傳遞功能，採取許多傳統及非傳統寬鬆措施，2012 年 9 月 6 日甚至推出「徹底的貨幣操作(Outright Monetary Transactions)」(註

3)，使歐洲央行仍繼續維繫歐元地區「貨幣主導(monetary dominance)」的優勢。歐債危機的救火隊除歐洲央行外，尚有歐洲金融穩定基金，包括過度型 EFSF 及常設型 ESM，其中 EFSF 可使用的基金總額為 4,400 億歐元，截至 2012 年 11 月已貸出 1,883 (註 4) 億歐元。

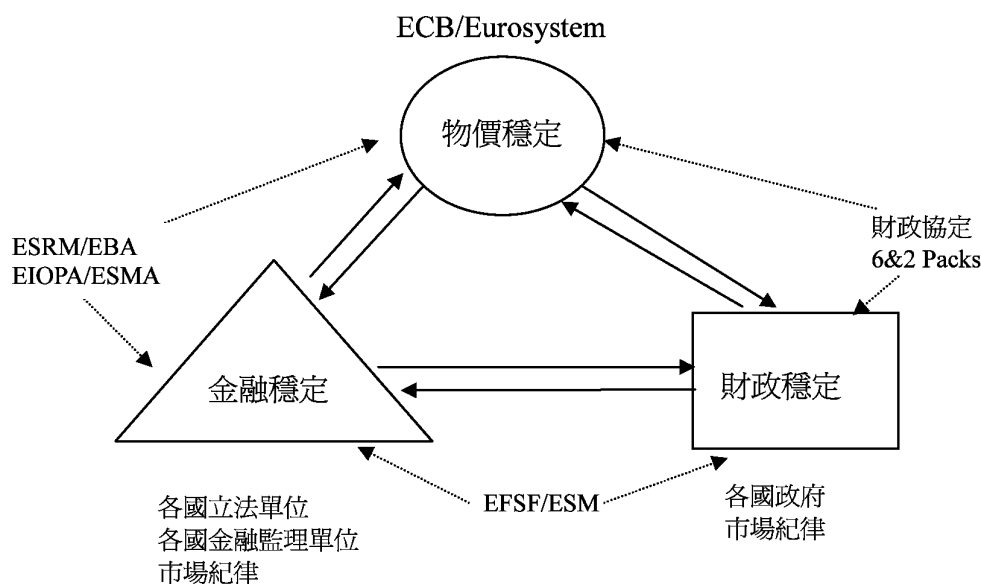
整體而言，歐洲央行在拒絕擔任政府最後貸款者原則下，所採行的歐債危機因應措施包括(1)調降央行政策利率及存款準備率；(2)證券市場計畫；(3)提供銀行大量的流動性；(4)長期限轉融通操作；(5)徹底的貨幣操作；(6)放寬擔保品規定；(7)提供美元資金融通（詳見附錄二）。上述危機因應措施具有下列主要特色：(1)大幅放寬擔保品規定；(2)以固定利率全額操作，完全滿足銀行的資金需求；(3)延長融通期限，由 3 個月延長至 6 個月、12 個月及 3 年期。在危機以前，3/4 的融通期限為 1 週，1/4 為 3 個月，平均融通期限為 15-20 天，歐債危機以來的操作期限則平均達 28 個月(Coeure, 2012)。

(二) 貨幣政策非萬靈丹

(註 3) 國內新聞媒體大多將 Outright monetary transactions 譯為「直接貨幣交易」，但若由該政策工具之操作全程加以觀察，其實包括歐洲央行在次級市場買斷政府債券，釋出資金，有效降低政府債券殖利率，以及後續的沖銷操作，維持市場原有資金部位，消除引發通膨的疑慮。再者，歐洲央行並非直接向危機國買入政府債券。因此，本文譯為「徹底的貨幣操作」，以保有該工具的政策目的與精神。

(註 4) 包括愛爾蘭 177 億歐元、葡萄牙 260 億歐元、希臘 1,446 億歐元。

圖 10 物價穩定、金融穩定與財政穩定三者交互影響



ESRB: 歐洲系統風險委員會 European Systemic Risk Board, EBA: 歐洲銀行監理局 European Banking Authority, EIOPA: 歐洲保險暨退休金監理局 European Insurance and Occupational Pensions Authority, ESMA: 歐洲證券暨市場監理局 European Securities and Markets Authority, EFSF: European Financial Stability Facilities, ESM: European Stability Mechanism, 6&2 Packs: Sixpack 意指歐盟改革「穩定與成長協定」的六大修法項目，其中四大項的修法重點為「法規遵循」部分，其餘兩大項為建立總體經濟失衡早期預警系統及矯正機制。Twopack 則指設立歐元區「財政聯盟」的兩大立法提案。

資料來源：直接取材自 Drudi et al.(2012)

儘管歐洲央行於主權債務危機發生以來，採行上述多種因應措施，但危機經驗顯示，物價穩定、金融穩定與財政穩定三者間其實相互依存、交互影響(圖 10)，近數年歐元地區在制度設計失衡的治理架構下(註 5)，其財政不穩定與金融不穩定已嚴重衝擊歐元地區的總體經濟安定，也危及歐元的存亡。因此，社會大眾及政府均殷盼與期許歐洲央行能扮演終結危機的救火英雄，但貨幣政策

非萬靈丹，其兼顧中長期物價穩定目標下採行的危機因應措施，只能爭取時間，並非財政政策或金融政策的替代措施，欲有效化解主權債務危機，仍有賴各單位的協調與合作，及進行必要的制度面改革與法令修訂，歐洲央行未來除仍承當維持物價穩定的角色外，另應擔任金融穩定的守護者及金融危機的管理單位。

(註 5) 在全球金融危機以前，歐元地區治理架構的缺失造成當今歐元地區的動盪不安，其主要缺失包括(1)缺少像美國一樣的財政聯盟；(2)缺少銀行聯盟，缺少歐洲層級的單一金融監理單位；(3)缺少解決主權債務危機的機制；(4)缺少解決系統重要金融機構(SIFIs)的機制；(5)金融機構太大不能倒(Too Big To Fail, TBTF)問題仍懸而未決。

四、央行在銀行體系與公債市場最後貸款者角色的比較分析

本單元將先說明 1873 年 Walter Bagehot 的央行最後貸款者基本原則，並比較分析央行擔任銀行體系及公債市場最後貸款者的差異，以及馬斯垂克條約中對歐洲央行的規定。

(一) 1873 年 Walter Bagehot 央行最後貸款者的基本原則

傳統貨幣銀行學的理論中，央行遵循 Walter Bagehot 在 1873 年所撰「Lombard Street」中央行貼現窗口融通的基本原則擔任最後貸款者角色，其基本原則(包括及早支援、無金額限制、好的擔保品、較高的懲罰利率、以及有償債能力但暫缺流動性的銀行)實施以來，在美國次貸危機發生以前頗為順暢，亦無窒礙難行之處。惟隨著全球金融危機爆發，主要國家央行為紓解危機，雖仍大致奉行 Bagehot 的基本原則，但已進行適度的調整，包括利率極低、放寬擔保品及合格交易對手的規定，甚至納入非銀行金融機構，導致央行除擔任最後貸款者外，亦扮演最後造市者、最後資本供應者或最後風險承擔者(黃富櫻，2010)。歐債危機中籲請歐洲央行擔任政府的最後貸款者，則進一步挑戰 Bagehot 基本原則不包括政府融通對象的部分。

主要國家央行在全球金融危機期間雖承

擔最後貸款者、最後造市者、最後資本供應者或最後風險承擔者的超級任務，其交易對手仍界定在銀行及非銀行金融機構。但隨著歐盟各國及歐洲央行所採措施不足以澆息歐債危機之隱憂，遂萌發籲請歐洲央行擔任最後貸款者角色，買入危機國家發行的政府債券。換言之，呼籲央行擔任政府的最後貸款者，此種建議已明顯偏離央行最後貸款者角色的基本原則，應屬 Bagehot 當初設定原則時所始料未及，亦偏離歐洲貨幣同盟設立歐洲央行時，馬斯垂克條約的基本約定。

(二) 央行擔任銀行體系及公債市場最後貸款者的差異

本單元由央行最後貸款者角色的遵循法則、融通對象及工具效益等構面列示央行擔任銀行體系與公債市場最後貸款者的差異如表 1，並重點說明如后。除遵循法則與融通對象明顯不同外，是否具備安定市場信心的背後保證功能係央行擔任銀行體系及公債市場最後貸款者的最重要差異。

1、央行擔任銀行體系最後貸款者隱含安定市場信心的背後保證功能

在銀行體系，一家銀行出現問題時，可能導致存款擠兌，甚至波及其他銀行連帶發生擠兌危機，進一步將流動性危機惡化為償債能力危機。若銀行拋售資產換取資金，將

使資產價格挫低，資產價格若崩盤，勢必引發央行不樂見的市場騷動。為維持金融穩定，央行在法定職掌下，擔任銀行體系的最後貸款者，適時挹注市場資金，平息風波。因此，央行擔任銀行體系最後貸款者的背後隱含保證功能，保證存款人的信心，保證存款人不會受到損失。

2、主權債券最後貸款者的意涵及貨幣同盟與非貨幣同盟國央行的差異

(1)主權債券最後貸款者的意涵

Hannoun(2012)指出所謂主權債券的最後貸款者(so-called lender of last resort of sovereigns)意指政府發行本國幣政府債券，隱含央行的履約能力較受肯定與信賴，隱含央行保證債券到期時一定能兌償的背後保證，政府對本國幣政府債券具有管控能力，但對外幣計價的政府債券則否。

(2)歐元公債不若他國公債隱含央行在背後安定市場信心的保證功能

依據上述 Hannoun 對主權債券最後貸款者的定義，清楚顯示非貨幣同盟的單一國家發行公債時，隱含對投資者保證央行是公債市場的背後最後貸款者。反之，就貨幣同盟國家而言，如歐元地區的成員國，在使用單一通貨歐元下，本身無法印製自己的鈔票，其所發行的歐元公債類似非貨幣同盟國家以外幣計價的外幣債券，成員國政府本身無法保證債券到期一定能兌償。另一方面，執行單一貨幣政策的歐洲央行並非一個國家或政

治實體的央行，在各種規定下，亦被禁止對成員國政府承做貨幣性融通。換言之，歐元公債欠缺央行在背後安定市場信心的保證功能，此係貨幣同盟及非貨幣同盟國央行在主權債券最後貸款者功能上的最顯著差異。

(3)歐元公債市場亦會發生類似銀行擠兌的風險

事實上，在歐洲貨幣同盟與歐洲單一市場高度整合下的歐元公債市場如同銀行體系，具有快速擴散或骨牌效應的市場特質，一旦一個國家出現主權債務問題，政府債券持有人因擔心情況惡化，未來無法求償，恐爭先恐後拋售政府債券，造成政府債券價格下跌，殖利率攀升，另在新聞效應或禿鷹突襲下，恐連帶波及他國出現問題，發生類似銀行擠兌的風險，亦將原本的流動性危機帶入償債能力危機的深淵。因此，若歐洲央行不能擔任公債市場的最後貸款者，意指歐元區的公債市場欠缺歐洲央行在背後對投資者安定市場信心的保證功能，投資者信心一旦渙散，恐使市場更動盪不安，而政府債券市場不能健全運作，又將進一步傷及貨幣政策傳遞機制利率管道的正常運作。

(4)銀行通常替代央行在公債市場擔任最後貸款者角色

盱衡全球，絕大多數國家均明文禁止央行對政府進行貨幣性融通，以避免引發通膨，反而不利經濟成長。Bindseil et al.(2012)指出銀行或債券市場均會面臨流動性危機，

當央行被禁止或不願意對政府進行貨幣性融通時，透過銀行的最後貸款者融通則屬被廣泛接受的央行工具，銀行原則上已形同扮演最後貸款者角色，例如，在全球金融危機期間，美國 Fed 等先進國家央行頻頻實施量化寬鬆措施，透過銀行等合格交易對手在政府債券次級市場大量買入政府債券釋出資金；或由銀行在初級市場買入政府新發行的公債。但由銀行替代央行在公債市場擔任最後貸款者角色，可能受制於銀行的能力與意願，亦有缺失，如一旦政府違約，政府債券到期無法兌償時，銀行將面臨損失，另一方面央行透過銀行在次級市場干預公債市場，亦被批評形同央行印鈔票，對政府貨幣性融通。

(三) 馬斯垂克條約中對歐洲央行的規定

基於央行的獨立性及追求物價安定的首要目標，歐洲央行在 1999 年 1 月 1 日設立時，馬斯垂克條約中有關歐盟運作的章節 (Treaty on the Functioning of the European Union)，制定了非常嚴謹的貨幣政策制度架構，其中第 123 條、124 條及 125 條的規定，能確保歐洲銀行執行貨幣政策不會受到財政政策的影響。茲分別說明上述三法則如下：

1. 第 123 條：禁止歐洲央行對成員國政府債務或赤字進行貨幣融通 (prohibits any form of monetary financing of public debt or deficits)。

2. 第 124 條：禁止政府等公部門未經審慎熟慮，對金融機構提供優惠融通 (forbids privileged access to financial institutions by public sector)。

表 1 央行擔任銀行體系與公債市場最後貸款者的差異

	央行最後貸款者角色	
	銀行體系	公債市場
遵循法則	1. 全球各國央行依循 1873 年 Walter Bagehot 法則； 2. 各國央行法明訂央行擔任最後貸款者角色，對問題銀行融通。	1. 全球各國央行法大都禁止央行對政府貨幣性融通，擔任政府的最後貸款者； 2. 馬斯垂克條約亦明文禁止歐洲央行對成員國政府進行貨幣性融通。
融通對象	1. 銀行體系的銀行； 2. 但在 2007-2009 年美國次貸危機引爆之全球金融危機時，美國 Fed 除擔任銀行的最後貸款者外，亦依據準備銀行法第 13-3 條，擴大對非銀行的金融機構進行最後貸款者融通。	發行主權債券的政府。
效益	安定市場信心的功能。	央行若能擔任政府的最後貸款者，亦具備安定市場信心的功能。

資料來源：作者自行整理。

3.第 125 條：禁止成員國依賴其他成員國的紓困融通(no-bail-out clause: precludes member states becomes liable for the liabilities of another member state)。

其中值得加以特別說明的是第 125 條規定。貨幣同盟的最高指導原則是個別責任制，成員國應個別為其政策負責，金融市場參與者則應為其投資決策負責，因此，歐盟制定禁止成員國間紓困的條款。但這些規定在近十餘年間無法有效限制成員國間的借貸，主要係因(1)歐盟成員國若超過赤字上限，不會被自動處罰，而是由其他成員國投票決定如何制裁，在互不投票懲罰(註 6)的

互惠態度下，久而久之，破壞了財政紀律；(2)金融市場亦未確實注意成員國的財政紀律，長久以來投資者對有些成員國破壞財政紀律的行為，採取睜一眼閉一眼的消極態度，但傷害已造成，有些國家的政府債券殖利率不斷攀升。希臘開始接受紓困之舉，即打破了第 125 條的原則，但在快速傳染效應下，問題國家接續發生，接受紓困的事件就持續上演。若有問題的國家一定能獲得紓困，則恐產生螺旋狀的風險，紓困愈來愈多之下，對問題國家改善問題的信心恐愈來愈少(Dombret, 2012b)。

五、歐洲央行擔任公債市場最後貸款者角色的爭議

儘管多位享譽國際的知名人士頻頻呼籲歐洲央行應進場干預，擔任政府的最後貸款者，但歐洲央行及德國央行則維持一貫的堅定態度，反對歐洲央行對危機國政府進行貨幣性融通。本單元將由 T 帳戶說明央行對政府直接融通的後果，最後彙整各界反對與贊成央行擔任政府最後貸款者的主要理由供考。

(一) 歐洲央行與德國央行堅決反對央行擔任公債市場最後貸款者

歐洲央行基於通膨風險、違反馬斯垂克條約規範及道德風險考量等主要理由，迄今仍堅決反對央行在政府債券市場干預，擔任

政府的最後貸款者。德國央行現任及前任總裁亦極力反對歐洲央行擔任政府的最後貸款者，認為買進特定國家政府債券的措施，形同印鈔票融通政府，是一種貨幣性融通。央行買入公債無助於解決危機，除有通膨隱憂外，亦會升高特定國家對歐洲央行的依賴，形同吸毒般上癮的風險。渠等甚至認為歐洲央行在次級市場買入問題國家的政府債券，形同對該國進行貨幣性融通。

(二) 由 T 帳戶說明央行對政府直接融通的後果

圖 11 T 帳戶亦可可用來說明央行對政府直接融通的後果。當央行在初級市場買入政府

(註 6) I won't punish you today, if you don't punish me tomorrow.

債券，對政府進行赤字融通時，央行資產面「買入政府債券」增加，負債面「政府存款」增加；當政府動支在央行的政府存款時，負債面「政府存款」減少，同時「銀行業存款」增加。前後合併後，最後呈現資產面「買入有價證券」增加，負債面「銀行業存款」增加。換言之，準備貨幣增加，透過貨幣乘數效果，貨幣總計數將擴充，而埋下通貨膨脹隱憂，此即歐洲央行及德國聯邦銀行反對央行擔任政府最後貸款者的主要理由之一。惟回顧 2008 年全球金融危機及 2010 年歐債危機發生以來的實際發展情形，在交易對手信用風險的戒慎下，銀行大多囤積資金或惜售資金，亦未積極進行授信業務。影響所及，央行寬鬆措施釋出的大量流動性，銀行大多存在央行的隔夜存款帳戶，導致準備貨幣快速擴充，貨幣總計數維持穩定成

長，準備貨幣與貨幣總計數出現脫鉤的分歧走勢，若持續維持此種走勢，短期而言，對通貨膨脹的影響可能較輕，此係部分專家贊成歐洲央行擔任政府最後貸款者的論點之一。

(三) 央行擔任政府最後貸款者的正反意見

諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 及 Christopher A. Sims、OECD 秘書長 Angel Gurría、美國加州大學柏克萊分校經濟學教授 J. Bradford Delong 與 Barry Eichengreen 及貨幣暨銀行研究國際中心知名經濟學家 Charles Wyplosz 等贊成者，普遍認為央行應保證政府能履行公債到期兌償的責任，歐元地區缺少此種安全機制，因此，贊成央行應擔任政府的最後貸款者。其中 J. Bradford Delong 與 Barry Eichengreen 甚至指出缺乏霸權領導是歐債危機擴大的主因，央行最後貸款者功能係

圖 11 央行 T 帳戶

融通時		政府動支時	
買入有價證券 +	政府存款 +	銀行業存款 +	政府存款 -
合併資負科目後			
買入有價證券 +		銀行業存款 +	

Charles P. Kindleberger 主張的霸權穩定理論中，央行在危機期間最不可或缺的功能。世人仍未記取 1931 年的危機教訓，而此刻歐洲正在重演 1931 年的歷史。當時危機起源於維也納，當地並非歐洲的重量級金融中心，但因政府未及時處理，危機蔓延至柏林、紐約

及倫敦，引爆全球金融危機。

本單元將由通膨風險、財政後果、道德風險、Bagehot 原則、Treaty 禁令及 EFSF/ESM 代理單位等六個構面表列說明反對與贊成歐洲央行擔任政府最後貸款者的主要理由(表 2)。

表 2 反對與贊成歐洲央行擔任政府最後貸款者之主要理由

	反對者的理由	贊成者的理由
通貨膨脹風險	引發通貨膨脹風險是最普遍的反對理由。因為當歐洲央行買入政府債券時會增加貨幣總計數，從而產生通膨風險。	(1)貨幣總計數增加不一定會產生通膨風險，端視銀行是否將央行釋出的資金進行對企業的授信。近期美國及歐洲的危機經驗顯示，貨幣基數與貨幣總計數間的關係脫鉤，銀行將絕大多數央行釋出資金而產生的超額準備存在央行帳戶，因此貨幣基數增加，但貨幣總計數未增加。 (2)Milton Friedman 與 Anna Schwartz 合著之“A monetary history of the United States”的書中指出，1929 年經濟大蕭條如此嚴重，其中一個原因係 Fed 擔憂會引發通貨膨脹，不願扮演最後貸款者角色，未擴充足夠的貨幣基數使然。
財政後果	若歐洲央行擔任政府的最後貸款者，當政府最終違約無法兌償時，央行會有損失，該損失最終由全體納稅者買單。歐洲央行應避免混合貨幣政策與財政政策操作。	其實央行所有公開市場操作(包括外匯市場操作)都會承擔損失風險，但此種潛在損失不應歸咎於央行。就維持金融穩定而言，央行操作的損失有時是必要的，合宜的。若過度擔憂潛在風險，將阻礙央行執行貨幣政策的法定功能。
道德風險	歐洲央行在政府債券市場扮演最後貸款者，會誘使政府發行更多政府債券，這是一種嚴重的道德風險。	央行在政府債券市場或銀行體系擔任最後貸款者，其道德風險沒有不同。若央行基於道德風險，放棄在銀行體系擔任最後貸款者，則是一種可怕的錯誤。同樣地若歐洲央行基於道德風險，放棄擔任政府債券市場的最後貸款者也是一種錯誤。亦有些人主張在金融危機時，為維持金融安定，央行可不理會道德風險，擔任最後貸款者，無限量供應流動性。

	反對者的理由	贊成者的理由
Bagehot 法則	Bagehot 法則只適用於有償債能力的銀行，但面臨短暫流動性短缺。若屬償債能力危機，則不適用 Bagehot 法則。歐洲主權債務危機屬償債能力危機。因此，歐洲央行不能擔任政府的最後貸款者。	通常不易區分流動性危機或償債能力危機。當主權債務危機爆發時，通常是流動性危機與償債能力危機的混合體，流動性危機引發政府債券發行利率上升，接著快速惡化為償債能力危機。償債能力危機通常又引發流動性危機，使償債能力危機更加惡化。央行若只能對有流動性問題但無償債能力問題的銀行或政府擔任最後貸款者，在實務上非常困難。
Treaty 禁令	Treaty 第 123 條禁止歐洲央行對政府債務或赤字進行貨幣性融通，或直接買入政府發行的債券。	歐洲央行可執行公開市場操作，在次級市場買入政府債券。歐洲央行未對政府提供融通，而是對政府債券持有者提供融通，通常為金融機構。因此，此種操作不能解讀為央行對政府預算赤字的貨幣性融通。
EFSF/ESM 代理單位	歐洲央行明白表示不會也不願意擔任政府債券市場的最後貸款者，歐元地區可設立代理機構(如 EFSF/ESM)代理央行行使政府債券市場的最後貸款者。	(1) EFSF/ESM 的問題是，欠缺公信力，無法遏阻危機繼續擴散，因為 EFSF/ESM 的工作是對面臨流動性短缺的政府提供流動性，亦有責任解決流動性供應產生的道德風險，因此金援政府時採取嚴格的條件。 (2)再者，EFSF/ESM 無法保證一定能對政府債券持有人進行兌償，且其基金的現有規模不足以兌償龐大的政府債券，目前只有央行能提供無限量供應資金的保證。 (3)總之，EFSF/ESM 無法輕易替代歐洲央行的最後貸款者角色。

資料來源：整理自 Alexander(2011), Grauwe (2011a), Grauwe (2011b), Grauwe (2011c), Wyplosz(2011).

六、對中央銀行業務(central banking)的啟示

傳統教科書及 Bagehot 基本原則清楚指出，中央銀行責無旁貸必須在銀行體系擔任最後貸款者角色，以維持金融穩定。為規避央行對政府財政進行貨幣融通，引發通膨恐慌，有些國家明文立法加以禁止，有些國家雖未明文禁止，但實務操作上亦避免對政府貨幣融通。歐洲央行自設立起，在馬斯垂克

條約中亦明文禁止歐洲央行對政府貨幣融通。歐洲央行秉持規定執行貨幣政策，自始即認為歐債危機是財政問題，應採財政手段，不宜由貨幣手段加以解決。但歐債危機愈演愈烈，且連帶引發主權財務與銀行風險惡性循環的雙危機，造成金融市場動盪不安。因此，輿論高漲，紛紛籲請央行擔任政

府債券市場的救火隊，充當政府的最後貸款者。平實而言，央行仍不宜對政府貨幣融通，但若財政危機動搖金融穩定時，央行仍應有權宜之計，儘可能在危機初發生時，先澆熄危機的種子。本單元將由歐洲央行擔任政府最後貸款者的紛擾爭議，列舉對中央銀行業務的啟示如后：

(一) 央行不宜對政府貨幣性融通，但在異常情況下應採異常措施

維持物價與金融穩定向為現代央行責無旁貸的職責。在正常情況下，央行可從容運用傳統貨幣政策工具，達成貨幣政策目標，但在央行政策利率趨近於零的異常情況下，如 2008-2009 的全球金融危機及 2010 年以來的歐債危機，當市場受到非理性的恐懼影響，劇烈動盪，危及金融安定時，央行有必要在法定權限內，超越傳統貨幣政策工具，採行異常措施，如在次級市場操作的量化寬鬆措施(包括美國 Fed 的 QE1、QE2、QE3；歐洲央行的證券市場計畫與 OMTs；以及英格蘭銀行與日本央行的買入證券計畫)及利用溝通政策揭示對未來貨幣政策動向的承諾等非傳統措施，以維護物價與金融穩定。除非法令許可，否則央行在作為政府的最後貸款者時，仍宜避免直接對政府赤字進行發行貨幣

方式的貨幣性融通，以免影響總合需求與物價，直接升高通膨壓力。值得加以說明的是，歐洲央行在次級市場的證券市場計畫或 OMTs 操作，與直接印鈔融通政府赤字的最大差異是，前者在次級市場操作，符合法令授權範圍，係直接融通民間部門的債券持有者，而不是直接在初級市場融通政府部門。

(二) 解決主權債務危機的責任在政府，不在央行

過去五年全世界的主要央行為紓解危機及維持金融穩定，透過資產負債表政策，已擴充其資產負債表規模至前所未有的水準，BIS(2012)年報初步估計主要央行(註 7)的資產總計高達 18 兆美元，約全球 GDP 的 30%，該比率為 10 年前的兩倍。該年報歸因央行在政治壓力下不斷被迫推出擴充央行資負表之貨幣寬鬆激勵措施，主要係政府政策延宕，導致必要調整措施被拖延使然(註 8)。但當今解決攸關歐洲貨幣聯盟存續之主權債務與銀行危機的責任仍落在政府部門，而非央行，認為央行能利用資產負債表解決任何經濟與金融問題的想法，其實是一種嚴重的錯誤。

事實上，歐洲央行的危機因應措施只能助益維持歐元區的物價穩定，但央行無法勸導去槓桿化、無法矯正部門失衡、無法解決

(註 7) 主要央行包括美國 Fed、歐洲央行、英格蘭銀行、日本央行及瑞士央行。

(註 8) “Central banks are being cornered into prolonging monetary stimulus as governments drag their feet and adjustment is delayed” the BIS report says.

償債能力問題。而央行的零利率政策加上非傳統措施的大量流動性供應，已弱化民間部門修復資負表及財政部門自我約束借款的誘因，最終扭曲了金融體系，從而添加金融監理單位的負擔。在歐債危機衝擊下，若要紓解危機與振興歐元區經濟，仍有賴歐元區各國政府的密切合作，及穩健的財政政策與經濟結構改革。

(三) 央行應戒慎寬鬆貨幣政策的副作用，愈久愈嚴重，不利央行的退場策略

每當危機爆發或危機再度陷入緊張時，總是最先出現央行能做什麼的聲浪，對央行而言，其實這是非常困擾的問題。回顧過去五年期間，在抑制危機方面，貨幣政策相較其他政策，其實已經做了很多，有些甚至跨越與財政政策間的界線。央行雖不宜直接作為政府的最後貸款者，但在異常情況下所採非常低的零利率政策、供應大量流動性之傳統及非傳統措施，以及大規模的金融市場干預等異常措施，均會產生金融排擠、銀行過度依賴央行、通膨隱憂及金融不安定等副作用，該等措施執行愈久，副作用就愈嚴重，也愈持久，恐影響央行的退場策略與時間(Dombret, 2012c)。Praet (2012)亦認為央行忽略非傳統貨幣政策措施的正確退場時間，恐導致央行低利率太久與太寬鬆的措施成為威脅未來經濟與金融安定的因子。

(四) 唯有財政政策健全，央行才能達成維持物價穩定的法定目標

2007年夏季以來，各國央行特別是先進國家的央行歷經次貸危機、全球金融危機及後續的歐債危機的洗禮，雖已推出史無前例的諸多傳統及傳統貨幣政策措施，但危機依舊持續燃燒，央行亦由五年的危機處理過程中獲得寶貴的教訓與啟示。前端的全球金融危機突顯貨幣政策與個體審慎監理政策間的總體審慎監理漏洞(黃富櫻，2011)，並證實央行達成物價穩定的法定責任，實不足以維持金融穩定；後端的歐債危機則進一步顯示財政政策與貨幣政策間相輔相成關係的重要性，突顯央行獨立性及維持物價穩定的明確法定職掌，不足以確保央行能在所有情況下，維持低穩的通貨膨脹率。央行唯有在健全的財政政策環境下，才能達成維持物價穩定的法定目標。茲扼要說明如下：

1.就歐元地區而言，危機國家財政政策恢復健全的基本面，是解救歐債危機的唯一方法，但同時就實際情況觀之，若主權債券殖利率持續攀升，嚴重扭曲政府債券市場，則難以復元財政基本面，也難有可確保永續支撐財政的調整政策。

2.利率管道係多數採利率操作模式央行執行貨幣政策的主要傳遞管道，若金融市場混亂(如公債市場)損及貨幣政策傳遞機制，導致貨幣政策期望效果無法透過利率管道傳遞至實質經濟部門，則央行將無法達成維持物價穩定的法定責任。但若一國財政不健全，無法完全履行兌償債務的義務，衍生可能違約

的危機時，央行亦無法達成維持物價穩定的法定責任。Coeure(2012)認為在貨幣主導(monetary dominance)而非財政主導(fiscal dominance)的機制下，維持物價穩定須佐以妥適的財政政策。他借用 Leeper (註 9) 的術語稱，央行獨立制定政策利率達成物價穩定目標之積極主動的(active)貨幣政策須要搭配被動的(passive)財政政策，被動的財政政策意指一國財政當局必須隨時願意依循央行政策利率水準調整財政收支政策，以穩定政府財務。另借用 Woodford (註 10) 的術語稱，財政政策需要是 Ricardian 均衡 (註 11)。

(五) 央行應加強在財政政策議題方面的溝通

即使解決主權債務危機不是央行的責任，但央行仍應加強在財政政策議題方面的溝通，以強化大眾對央行的了解。金融危機發生以來，歐元地區、美國、日本及瑞典的央行，其溝通政策均加強對財政赤字的溝通，英國央行則加強政府債務發展動態的溝通。Allard et al(2012)研究報告稱，1999-2011 年財政議題占央行溝通文件的比率，美國 Fed、日本央行及英國央行分別約 2-4%，但歐洲央行的比率則高達 12%，財政政策已然是歐洲央行溝通政策的核心元素之一，藉以揭示貨幣政策觀點下期望的財政政策。央行

須加強在財政政策方面的溝通，主要係因(1)財政政策係央行貨幣政策決策的重要考量因素之一，因此央行在說明貨幣政策決策時，應同時對外說明財政政策；(2)央行有時需要適度發表其對前瞻性財政政策的期望觀點，特別是希望相關單位在確保政府財務長期可支撐性的必要衡量。至於央行溝通財政政策方面的議題包括：

1. 國內財政政策係評估貨幣政策動向的考慮因素之一的事實敘述(positive statements)；
2. 籲請政府在其對銀行的管轄權範圍內對銀行採取必要措施的規範性陳述(normative statements)；
3. 財政政策係央行預測工作的輸入變數；
4. 政府融通工具(政府債券、國庫券)係央行貨幣政策操作的標的；
5. 央行在國際總體經濟及金融展望中說明他國財政政策；
6. 政府官員在財政政策議題方面的演講。

(六) 「政府或政府債券零風險」的傳統假設是一種錯誤的觀念

傳統上，政府被視為無風險的個體，不會發生倒帳危機，在中央銀行的隱性信用增強的背後保證下，政府發行的債券，被視為零風險的金融資產，皆屬央行貨幣政策操作

(註 9) 可參考 E. Leeper (1991), "Equilibria under active and passive monetary and fiscal policies", *Journal of Monetary Economics* 27, 129-147.

(註 10) 可參考 M. Woodford (2001), "Fiscal requirements for price stability", NBER Working Paper No. 8072.

(註 11) Ricardian 均衡意指有前瞻性的財政當局會調和財政干擾因素，內部化調節政府預算。

的合格擔保品，亦多充當民間履約保證金的擔保資產。希臘引爆的歐洲主權債務危機，危及愛爾蘭、葡萄牙、義大利、西班牙等國家的主權信用評等，導致各該國家發行的債券殖利率飆升，昇高舉債困難度及增加政府財務負擔。職是之故，金融市場的投資者紛紛風險趨避，抽回在公債市場的投資資金，渠等已明顯揚棄政府及政府債券無風險的傳統錯誤觀念。索羅斯(George Soros)甚至指出，歐元區奠基「政府是無風險」的假設是一種非常重大的錯誤，歐元危機可能摧毀歐

盟，德國應負起拯救歐元的責任，否則就離開歐元區，唯有這兩條路歐元危機才有解。簡言之，歐債危機讓我們清楚體認，長久以來深植金融市場與學術界中對政府無風險與政府債券零風險的基本假設應加以典範轉移(paradigm shift)，國際金融組織及各國攸關政府債券零風險的相關規範亦須一併加以調整。例如，國際清算銀行的Basel銀行資本適足率規範中，政府債券的風險加權為零，及各國央行的最優合格擔保品為政府債券等相關規範均有必要加以重新檢討與改進。

七、結 論

歐債危機爆發以來，有些人主張歐洲央行應干預公債市場，擔任政府的最後貸款者，俾提供類似央行擔任銀行體系最後貸款者的安定市場信心的背後保障功能。但歐洲央行仍堅守崗位，遵循法制，堅持不擔任政府的最後貸款者，其所推出的證券市場計畫、長天期轉融通操作及 OMTs 等傳統與非傳統措施，皆透過金融機構在次級市場操作，未超越央行的法定職掌範圍。歐洲央行總裁 Draghi(2012b)曾為歐洲央行是否實施新一輪證券市場計畫，藉以穩定歐元的政策辯解，清楚揭示歐洲央行紓解危機的未來發展方向。當市場動盪或受到非理性恐慌的影響時，歐洲央行有時需要執行超越傳統的貨幣政策工具異常的措施，以排除不利單一貨幣

政策的阻礙因素，俾維持歐元區的物價穩定。他同時對民眾保證歐洲央行確保物價安定、維持央行獨立性、及在法定職掌範圍內執行貨幣政策的三大原則將固定不變。易言之，歐洲央行不會擔任政府的最後貸款者。

本文由歐債危機案例探討央行是否能擔任政府的最後貸款者的議題中，獲得對央行業務的重要啟示，包括央行不宜對政府貨幣融通、解決主權債務危機的責任在政府不在央行、寬鬆措施愈久愈不易退場、財政政策健全央行才能達成物價安定目標、央行應加強在財政政策議題方面的溝通、及「政府是無風險」與「政府債券零風險」的傳統假設是一種錯誤的觀念。危機提供機會讓金融主

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的組織結構或實務操作業務的重大變革，危機也提供機會讓我們重新思索央行貨幣政策的領域。歐債危機再度驗證貨幣政策非萬靈丹，央行並非無所不能，亦無法永遠充當第一線救火英雄，擔任印鈔

機或火箭筒。隨著政府不再是無風險的個體，政府債券不再是零利率風險的資產，以及央行在總體審慎政策的重要性倍增，如何釐清貨幣政策與金融政策及財政政策間的界線，才是貨幣政策的新領域，才是各界對央行或貨幣政策應有的新共識。

附錄一 歐元區各國的重要經濟指標

	GDP 成長率 (%)				HICP 年增率 (%)				失業率 (%)			
	2011	2012f	2013f	2014f	2011	2012f	2013f	2014f	2011	2012f	2013f	2014f
比利時	1.8	-0.2	0.7	1.6	3.5	2.6	1.8	1.6	7.2	7.5	7.7	7.8
德國	3.0	0.8	0.8	2.0	2.5	2.1	1.9	1.8	5.9	5.5	5.6	5.5
愛沙尼亞	8.3	2.5	3.1	4.0	5.1	4.3	4.1	3.3	12.5	10.5	9.8	9.0
愛爾蘭	1.4	0.4	1.1	2.2	1.2	2.0	1.3	1.4	14.4	14.8	14.7	14.2
希臘	-7.1	-6.0	-4.2	0.6	3.1	1.1	-0.8	-0.4	17.7	23.6	24.0	22.2
西班牙	0.4	-1.4	-1.4	0.8	3.1	2.5	2.1	1.3	21.7	25.1	26.6	26.1
法國	1.7	0.2	0.4	1.2	2.3	2.3	1.7	1.7	9.6	10.2	10.7	10.7
義大利	0.4	-2.3	-0.5	0.8	2.9	3.3	2.0	1.7	8.4	10.6	11.5	11.8
塞浦路斯	0.5	-2.3	-1.7	-0.7	3.5	3.2	1.5	1.3	7.9	12.1	13.1	13.9
盧森堡	1.7	0.4	0.7	1.5	3.7	2.9	1.9	1.8	4.8	5.4	6.4	6.4
馬爾他	1.9	1.0	1.6	2.1	2.5	2.9	2.2	2.2	6.5	6.3	6.3	6.2
荷蘭	1.0	-0.3	0.3	1.4	2.5	2.8	2.4	1.6	4.4	5.4	6.1	6.2
奧地利	2.7	0.8	0.9	2.1	3.6	2.4	1.8	1.9	4.2	4.5	4.7	4.2
葡萄牙	-1.7	-3.0	-1.0	0.8	3.6	2.9	0.9	1.3	12.9	15.5	16.4	15.9
斯洛文尼亞	0.6	-2.3	-1.6	0.9	2.1	2.8	2.2	1.6	8.2	8.5	9.3	9.6
斯洛伐克	3.2	2.6	2.0	3.0	4.1	3.7	1.9	2.0	13.6	13.5	13.5	13.1
芬蘭	2.7	0.1	0.8	1.3	3.3	3.0	2.5	2.2	7.8	7.9	8.1	8.0
歐元區	1.4	-0.4	0.1	1.4	2.7	2.5	1.8	1.6	10.1	11.3	11.8	11.7

	預算赤字對 GDP 比率 (%)				政府債務對 GDP 比率 (%)				經常帳餘額對 GDP 比率 (%)			
	2011	2012f	2013f	2014f	2011	2012f	2013f	2014f	2011	2012f	2013f	2014f
比利時	3.7	3.0	3.4	3.5	97.8	99.9	100.5	101.0	1.0	0.7	0.9	1.2
德國	0.8	0.2	0.2	0.0	80.5	81.7	80.8	78.4	5.6	5.7	5.0	4.7
愛沙尼亞	-1.1	1.1	0.5	-0.3	6.1	10.5	11.9	11.2	0.3	-0.9	0.1	0.4
愛爾蘭	13.4	8.4	7.5	5.0	106.4	117.6	122.5	119.2	1.1	2.3	3.4	4.4
希臘	9.4	6.8	5.5	4.6	170.6	176.7	188.4	188.9	-11.7	-8.3	-6.3	-5.2
西班牙	9.4	8.0	6.0	6.4	69.3	86.1	92.7	97.1	-3.7	-2.4	-0.5	0.4
法國	5.2	4.5	3.5	3.5	86.0	90.0	92.7	93.8	-2.6	-2.2	-1.8	-1.9
義大利	3.9	2.9	2.1	2.1	120.7	126.5	127.6	126.5	-3.3	-1.2	-0.4	-0.3
塞浦路斯	6.3	5.3	5.7	6.0	71.1	89.7	96.7	102.7	-4.2	-6.3	-3.5	-3.0
盧森堡	0.3	1.9	1.7	1.8	18.3	21.3	23.6	26.9	7.1	4.4	4.9	4.7
馬爾他	2.7	2.6	2.9	2.6	70.9	72.3	73.0	72.7	-0.3	2.1	1.8	1.6
荷蘭	4.5	3.7	2.9	3.2	65.5	68.8	69.3	70.3	8.3	9.2	9.8	9.8
奧地利	2.5	3.2	2.7	1.9	72.4	74.6	75.9	75.1	1.1	1.1	1.2	1.6
葡萄牙	4.4	5.0	4.5	2.5	108.1	119.1	123.5	123.5	-6.6	-3.0	-1.8	-1.5
斯洛文尼亞	6.4	4.4	3.9	4.1	46.9	54.0	59.0	62.3	0.1	2.0	2.7	2.3
斯洛伐克	4.9	4.9	3.2	3.1	43.3	51.7	54.3	55.9	-2.5	1.4	1.4	2.2
芬蘭	0.6	1.8	1.2	1.0	49.0	53.1	54.7	55.0	-1.1	-1.6	-1.6	-2.0
歐元區	4.1	3.3	2.6	2.5	88.1	92.9	94.5	94.3	0.3	1.1	1.5	1.6

資料來源：European Economic Forecast-Autumn 2012, November 7, 2012, European Commission.

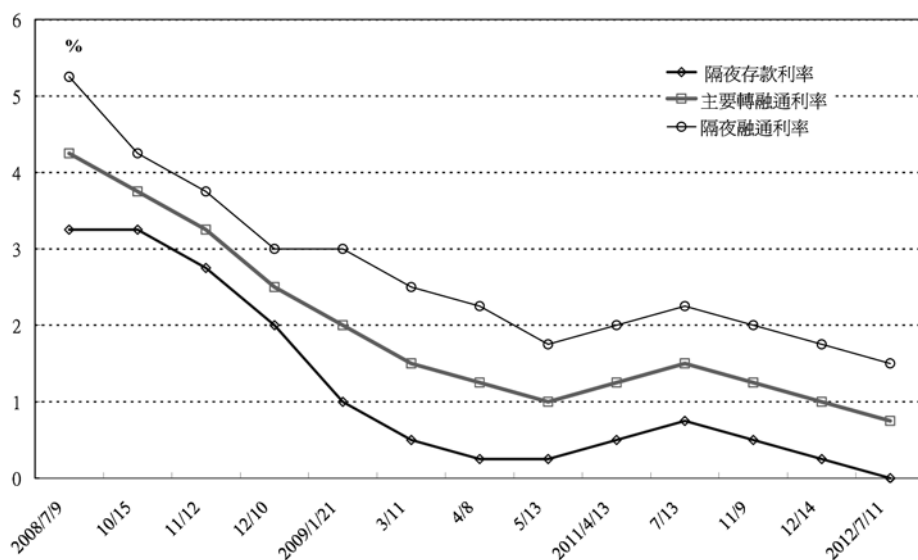
附錄二：歐洲央行的危機因應措施

1、調降央行政策利率及存款準備率

在 2008 年 10 月至 2009 年 5 月的全球金融危機期間，歐洲央行曾快速調降央行政策利率，以遏阻經濟衰退對貨幣穩定的不利衝擊，其主要轉融通利率由年息 4.25% 降至

1%。2011 年 4 月至 7 月則在通膨的隱憂下，曾兩度調升利率各一碼，主要轉融通利率由 1% 上升至 1.5%。2011 年 11 月起在歐債危機愈演愈烈下，歐洲央行恢復調降利率的措施，三度調降利率各一碼，主要轉融通利率

附圖 1 歐洲央行調整政策利率



資料來源：歐洲央行網站。

由 1.5% 降至 0.75%，2012 年 7 月 5 日宣布調降利率後（7 月 11 日生效），歐洲央行利率區間操作的隔夜存款利率則已觸底為零（見附圖 1）。除了調整政策利率外，歐洲央行亦於 2011 年 12 月 8 日宣布自 2012 年 1 月 18 日起調降存款準備率，由原先之 2% 降至 1%，可釋出 1,000 億歐元資金。

2、證券市場計畫 (securities markets programme, SMP)

2010 年 5 月 10 日歐洲央行推出暫時性的證券市場計畫，提供 7,500 億歐元的融通方案，以確保歐元區的穩定。歐洲央行基於債券市場緊俏，已嚴重影響貨幣政策的傳遞機制，不利維持中期物價穩定的貨幣政策操作，爰決定進行市場干預，在次級市場買入

政府或公營機構發行的合格證券。此舉最大的目的是，解決證券市場運作不良的問題，及恢復適當的貨幣政策傳遞機制。2011 年 8 月主權債務危機加劇，歐洲央行重啟債券購買計畫。2012 年 7 月隨著西班牙及義大利的公債殖利率節節飆升，歐洲央行總裁公開呼籲，若債券市場動盪，影響貨幣政策傳遞機制時，歐洲央行將盡一切所能，不讓歐元崩解。上述公開訊息引發市場對歐洲央行可能實施第三波證券市場計畫的期待，惟歐洲央行隨後的貨幣政策會議仍決議維持利率不變，並未宣布採行新一輪的證券市場計畫。歐洲央行前後兩輪證券購買計畫共計收購約 2 千億歐元的債券，該計畫已於 2012 年 9 月 6 日正式結束。

事實上，歐洲央行的證券市場計畫其實類似美國 Fed 的資產購買計畫(assets purchase programmes)，Ihrig et.al(2012)指出 Fed 在 2008 年的初次資產購買計畫，讓 10 年期政府債券殖利率下降 40 個基本點，截至 2012 年 6 月底之總和資產購買計畫，則讓 10 年期政府債券殖利率下降 65 個基本點，其中初次操作的貢獻率約 1/3。上述實證結果足可用來說明當央行政策利率接近零時，資產購買計畫可用來影響市場利率，特別是政府債券殖利率。Bauer et al(2012)亦指出 Fed 的資產購買計畫可有效降低政府債券殖利率。Kilponen et al(2012)認為歐洲央行的證券市場計畫對立即穩定主權債券殖利率，具有最顯著的效果。2010 年 5 月 10 日實施第一輪證券購買計畫後，希臘的政府債券殖利率明顯由 12.5% 的高水準下跌至 7.7% 以下，第二輪證券購買計畫的效果則不若第一輪顯著。

3、提供銀行大量的流動性

透過主要轉融通操作提供銀行體系一週期的資金融通，向為歐洲央行例行性的公開市場操作工具，但主權債務危機發生以來，市場資金經常出現緊俏局面，短期轉融通操作已不足以滿足市場資金需求，歐洲央行乃於 2010 年 5 月重啟 3 個月期及 6 個月期轉融通操作；2011 年 8 月 4 日宣布另提供銀行 6

個月期固定利率無金額限制的較長期限融通；同年 10 月 6 日再度提供 12 個月及 13 個月期的轉融通資金，2011 年 11 月則實施第二輪買入擔保債券計畫(covered bond purchase programme 2, CBPP2)，並計畫於 2012 年 10 月 31 日結束操作。上述操作旨在供應一週期以上之較長期限資金，以紓緩銀行去槓桿化與拋售資產引發的資金緊俏壓力。操作總金額初步設定為 400 億歐元，但 2011 年 11 月至 2012 年 10 月實際買入的擔保債券總金額為 164.18 億歐元。

4、兩次長期限轉融通操作(longer-term refinancing operations, LTROs)

當 2011 年秋季金融市場壓力再度浮現時，歐洲央行再度採行一系列措施，於 2011 年 12 月及 2012 年 2 月兩度實施長期限轉融通操作，融通期限長達 3 年，融通利率為 1% 的固定利率，總共釋出約 1 兆歐元。此舉提供銀行較長期限的融通資金，其政策效果雖言之過早，但已減輕銀行去槓桿化的壓力，避免歐元區發生嚴重的信用緊縮。

5、徹底的貨幣操作(Outright Monetary Transaction, OMTs)

歐洲央行於 2012 年 9 月 6 日宣布採行債券買斷操作及技術性的操作細節，同時終止原先的證券市場計畫。新措施旨在確保最適

貨幣政策傳遞機能(註 12)，俾能振興疲弱的歐元區經濟。該操作機制包括下列二前提、三條件及二但書。儘管 OMTs 的規定頗為嚴謹，迄今歐洲央行亦未正式進行操作，但央行總裁往昔對外宣示捍衛歐元的決心及該措施強烈的新聞效應，已將西班牙的公債殖利率由 9 月 6 日以前飆高的 6.9% 大幅降至 6% 以下。

(1) OMTs 的二前提、三條件及二但書

(a) 二前提：① 成員國提出紓困申請，並承諾確實履行減低赤字的財政撙節與經濟改革等附帶條件，且最好由 IMF 參與設計與監督相關條件；② EFSF/ESM 也必須一起參與購買債券，換言之，EFSF/ESM 先在初級市場買入申貸國的主權債券，歐洲央行接著由次級市場買入前述債券。

(b) 三條件：① 不預設公債殖利率目標，無購買金額上限；② 在次級市場收購距到期日 1-3 年的公債；③ 歐洲央行同時進行沖銷

操作，不影響整體貨幣供給量，維持物價穩定的法定目標。

(c) 二但書：① 接受紓困國家若未嚴格遵守附帶條件、推動改革時，歐洲央行有權停止購買公債；② 歐洲央行不享有優先債權人地位，一旦出現違約、債務必須重整時，歐洲央行與民間債權人享有同等待遇。

(2) 各界對歐洲央行 OMTs 措施的評論

新措施宣布後市場出現正反意見。悲觀者認為須先獲得 EFSF/ESM 援助的規定，可能是絆腳石，因為政府可能顧及面子，而不願意向 EFSF/ESM 尋求援助，即使尋求援助，冗長的政治過程，可能延宕歐洲央行的市場干預；有人則認為，OMTs 不足以有效解決歐債危機，歐洲央行買入邊陲國家 1-3 年到期的主權債券，只是將違約風險遞延至未來；另有一些人則憂慮 OMTs 是否是一種對政府的貨幣融通及引發通膨(註 13)？是否為央行資產負債表帶來巨額風險(註 14)？是否

(註 12) 主要係因歐洲央行在正常情況下，執行貨幣政策維持物價安定的重要貨幣政策傳遞管道是利率管道，但隨著主權債務危機持續升溫，歐元地區歷經非常嚴重的金融市場混亂，不同國家的借款成本相當分歧，例如，德國 5-10 年期房貸利率為 3%，西班牙則高達 7.5%；德國企業 5 年期銀行新貸利率平均約 3%，義大利則超過 5.5%。歐洲央行鑑於歐元地區各國利率分歧的現象(利率差異超過個別借款者的信用風險，主要係因對歐元地區的未來的無稽恐懼)，不利貨幣政策傳遞機能順利運作，最終導致經濟停滯，並帶來通貨緊縮的風險。因此，歐洲央行在危機期間，開啟流動性管道(liquidity channel)，藉以移除利率管道的路障。歐洲央行一方面紓解銀行在同拆市場的拆款困境，一方面同時修復短期貨幣市場利率對其他市場利率與銀行利率的正常傳遞效果。歐洲央行採用 OMTs，即係透過對政府債券市場的流動性挹注，消除歐元地區金融市場的無稽恐懼與尾端風險，修復貨幣政策傳遞機能(Draghi, 2012a; Coeure, 2012)。

(註 13) OMTs 能助益歐洲央行恢復對歐元區信用情況的控制，由欠缺紀律的財政政策(積極主動的財政政策/財政主導局面)扭轉為有紀律的財政政策(被動的財政政策/非財政主導局面)。換言之，貨幣政策重拾控制信用情況與通膨的卓越表現，亦即在歐元地區「財政主導」退位，歐洲央行重拾「貨幣主導」的優勢。因此，OMTs 不是一種對政府的貨幣融通，也不會引發通膨。

(註 14) OMTs 能消除歐元瓦解(redenomination)的陰霾，投資者會回到歐元區的債券市場，債券價格再度反應基本面。信用情況獲得改善，市場資產組合及央行資產組合均能從中獲益而增值，再者，OMTs 嚴格的操作前提規定，可視為歐元區資產組合信用增強的一種助力。因此，OMTs 不會使央行資產負債表產生巨額風險，反而是可以增強資產組合的價值。

是一種量化寬鬆措施(註 15)? Coeure (2012) 的分析, 上述答案通通是” NO”。歐洲央行總裁 Draghi 2012 年 10 月 24 日受邀在德國國會替 OMTs 做政策辯護(註 16), 亦堅信辯稱 OMTs 不會造成通膨恐懼(註 17), 也不會有對政府財政赤字貨幣融通的隱憂(註 18) (Draghi, 2012c)。

儘管歐洲央行總裁及有些人主張, OMTs 不會引發通貨膨脹, 不是一種對政府的貨幣融通, 但德國聯邦銀行總裁 Dr. Jens Weidmann 則持反對意見, 德國是歐洲央行管理委員會 OMTs 貨幣政策決策會議中唯一投反對票的會員。Weidmann 維持前任央行總裁 Axel Weber 一貫反對歐洲央行的證券購買計畫, 除認為形同一種對政府的貨幣融通外, Weidmann 亦質疑(註 19) 歐洲央行是否擁有

各國民主的法定責任(democratic mandate), 他認為 OMTs 會增加歐元區納稅人的風險承擔, 而各國納稅人的權利義務應由各國議會決定, 並非由歐洲央行負責(Weidmann, 2012)。但歐洲央行總裁保證 OMTs 絕對不會增加歐元區納稅人的風險, OMTs 有非常嚴格的條件與前提, 一旦歐洲央行開始進行 OMTs 干預, 隨即啟動對危機國的監控與評估, 若評估為負向時, 歐洲央行有裁決權, 暫停 OMTs 干預, 直至轉為正性評估時才會恢復 OMTs 干預。因此, OMTs 的嚴謹設計不會增加納稅人的超額風險承當(Draghi, 2012c)。

6、放寬擔保品規定

為擴大供應市場流動性, 歐洲央行延續 2007-2009 年之全球金融危機之操作, 於 2011 年 12 月 8 日再度放寬合格擔保品的條件,

(註 15) OMTs 不是一種量化寬鬆措施(QE)。主要係因 (1) QE 是央行在資金緊俏但無法再使用調降政策利率工具的時候, 用來替代傳統工具, 寬鬆整體市場資金的非傳統政策工具。OMTs 則是用來改善歐元區同一種債券信用情況的工具, 不必然是針對整個金融市場所有金融商品的信用情況; (2) 在歐元地區目前沒有通貨緊縮的疑慮, 但 QE 可用來消除通貨緊縮疑慮; (3) QE 與 OMTs 的傳遞管道亦不同。QE 是透過風險貼水的管道, 主要是債券期限結構別貼水, 央行以非常短期的貨幣基數替代金融市場的長期債券。如此一來, 能拉低期限結構貼水, 提高債券價格, 壓低長期債券殖利率。OMTs 則不會產生市場債券期限結構的超額需求, 而是抑制歐元瓦解風險及排除歐元區債券價格中的歐元瓦解風險貼水 redenomination premia, 其實 OMTs 只針對 1-3 年期的較短期政府債券, 渠等的風險貼水已相當穩定; (4) QE 需要客製化, 慎選特定的金融資產, 但歐元地區的間接金融較直接金融發達, 企業 2/3 的外部資金均來自銀行借款, 企業較不易在金融市場發行債票籌資。

(註 16) 依規定歐洲央行只對歐洲議會負責, 但因德國央行總裁係在歐洲央行管理委員會中唯一對 OMTs 投反對票之委員, 同時德國民眾對 OMTs 充滿敵意, 因此, 歐洲央行總裁願意親臨德國國會為政策辯護。

(註 17) 歐洲央行最新評估報告顯示歐元區有些國家有通貨緊縮風險, 且央行會同時沖銷與操作金額等量的流動性, OMTs 不會抵觸央行的法定目標, 反而可以助益達成目標。

(註 18) 央行只在次級市場操作, 不在初級市場操作, 完全符合禁止歐洲央行對政府貨幣融通的禁令。

(註 19) Weidmann 亦質疑, 面對有些國家競爭力與市場信心不足的結構性問題時, OMTs 是否為修復歐元區貨幣政策傳遞機制的正確工具。他認為有些國家的信用需求不足, 加上銀行進行去槓桿化, 係導致歐洲央行同樣的貨幣政策工具無法在該等國家發揮傳遞效果的主要原因。

2012 年以來則多次放寬合格擔保品規定，例如，2 月 9 日宣布暫時接受銀行放款(credit claims)為額外的合格擔保品；2 月 28 日宣布暫時廢除希臘政府保證或發行的債券參與公開市場操作最低信用等級的合格擔保品規定；3 月 8 日宣布再度買入希臘政府保證或發行的債券，該債券亦暫不受最低信用等級的束縛；6 月 22 日宣布降低信用等級底線，修正特定 ABSs(Asset - Backed Securities)的合格擔保品規定；9 月 6 日為配合實施債券買斷操作新措施，再度放寬合格擔保品信用等級的底線規定，同時擴大合格擔保品的範疇，在歐元地區發行及持有的外幣債券(美元、英鎊及日圓)亦視為歐洲央行貨幣政策操作的合格擔保品。大幅放寬合格擔保品規定，係歐洲央行危機因應措施的主要特色之一，其目的係為避免擔保品緊俏不足問題持續惡化，若繼續惡化，將升高市場對銀行償債能力的憂慮，恐進一步加重歐債危機。2006 至 2012 年第 2 季歐洲央行的合格擔保品總計增加 62%，市場憂心此舉已逐漸將歐元區推向更大的信用風險(Allen et al, 2012)。

7、提供美元資金融通

為紓解美元資金短缺引發的市場動盪，歐洲央行於 2010 年 5 月重啟與 Fed 的換匯協定；2011 年 9 月 15 日宣布，已協調美國、英

國、日本及瑞士等國央行，於 10 至 12 月分別提供三回合三個月期的美元流動性融通操作，其到期日皆跨越 2011 年底，以有效紓解銀行在年關的美元資金緊俏壓力。

總合而言，歐洲央行的資產負債表規模已隨著諸多歐債危機因應措施而快速擴充，但歐債危機卻未因央行大規模的寬鬆措施而有所舒解，其實歐元區誕生初期的制度設計缺失，可能是歐洲央行無法有效遏止危機的多項原因之一。歐洲央行總裁 Draghi(2012b) 即曾在“Die Zeit”發表的文章指出，時序至 2012 年下半年，歐元區的未來已在整個歐洲沸沸揚揚，歐洲市民擔心歐洲何去何從，亦不滿意截至目前的所有危機解決方案，主要係因解決方案中存在著兩種選項，回復至單一貨幣以前的歐洲，或朝向美國式的聯邦政治體制。但歐洲央行總裁堅稱歐洲的唯一選項是維持歐元的穩定，他在 2012 年 8 月初公開呼籲，歐洲央行會在法定授權基礎上，盡一切努力捍衛歐元，決不讓歐元瓦解。2012 年 9 月再度稱歐元地區不需要類似美國的聯邦政治，歐元地區只要將歐盟的重要政策由原先的國家層級(national level)升級至歐洲層級(European level)的四大支柱(註 20)，就能確保歐洲的長期穩定(Draghi, 2012a)。

(註 20)四大支柱包括金融聯盟(financial union)、財政聯盟(fiscal union)、經濟聯盟(economic union)及政治聯盟(political union)。

參考文獻

- 黃富櫻(2010)，「由全球金融風暴綜觀貨幣政策角色的轉變」，央行編印之國際金融參考資料，第 59 輯。
- 黃富櫻(2011)，「中央銀行在金融穩定的角色與工具」，央行編印之國際金融參考資料，第 62 輯。
- Allen, William A and Richhild Moessner (2012), “The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis”, BIS Working Papers No 390, November.
- Alexander, Don (2011), “The cost of ECB inaction as lender of last resort”, <http://rdsolutions.blogspot.com/2011/12>
- Allard, Julien, Macro Catenaro, Jean-Pierre Vidal and Guido Wolswijk (2012), “Central bank communication on fiscal policy”, Working paper series, No 1477/ September, European Central bank.
- Bauer D. Michael, Christopher J. Neely (2012), “International Channels of the Fed's Unconventional monetary Policy” Federal Reserve Bank of San Francisco, Working paper 2012-12, August.
- Bindseil, Ulrich and Adalbert Winkler (2012), “Dual liquidity crises under alternative monetary frameworks-A financial accounts perspective”, ECB Working paper series No 1478/ October.
- BIS (2012), Annual Report, June 24.
- Coeure, Benoit (2012), “Challenges to the single monetary policy and the European Central Bank's response”, speech delivered at the Institut d'etudes politiques, Paris, 20 September.
- Deutch Bundesbank (2012), “The financial crisis and balance of payments developments in the euro area”, Summary of October 2012 Monthly Report, Press notice 2012-10-22.
- Dombret, Andreas (2012a), “The current crisis, EMU and the euro”, speech by Dr Andreas Dombret, member of the Executive Board of the Deutsche Bundesbank, at Columbia University, New York, 2 November.
- Dombret, Andreas (2012b), “New year, old problems-Europe's Sovereign debt crisis”, speech at the International Bankers' club, Luxemburg, 6 February.
- Dombret, Andreas (2012c), “Towards a more sustainable Europe”, speech at the Euromoney Germany Conference. April.
- Draghi, Mario (2012a), “Building the bridge to a stable European economy”, speech by Mario Draghi, President of the ECB at the annual event “Day of German Industries” organized by the Federation of German Industries, Berlin, 25 September.
- Draghi, Mario (2012b), “The future of the euro: stability through change”, published in “Die Zeit”, 29 August 2012.
- Draghi, Mario (2012c), “Opening statement at Deutscher Bundestag”, Speech delivered at Deutscher Bundestag, discussion on ECB policies with members of parliament, Berlin, 24 October.
- Drudi, Francesco, Alain Durre and Francesco Paolo Mongelli (2012), “The interplay of economic reforms and monetary policy, the case of the euro area”, Working Paper series, No 1467/September, European Central Bank.
- European Commission (2012), “Autumn forecast 2012-2014: sailing through rough waters”, Press release, Brussels, 7 November 2012.
- Grauwe, Paul De (2011a), “The European Central bank : Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?”, CESifo Working Paper No. 3569, September.
- Grauwe, Paul De (2011b), “Why the ECB refuses to be a lender of last resort”, Vox, 29 November.
- Grauwe, Paul De (2011c), “The European Central bank as alender of last resort”, vox, 18 August.
- Hannoun, Herve (2012), “Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy,” speech at 47th SEACEN Governors' Conference, Feb.
- Ihrig, Jane, Elizabeth Klee, Canlin Li, Brett Schulte, and Min Wei (2012), “Expectations about the Federal Reserve's Balance Sheet

and the Term Structure of Interest Rates” , Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2012-57

Kilponen, Juha, Helina Laakkonen and Jouko Vilmunen (2012), “Sovereign risk, European crisis resolution policies and bond yields” , Bank of Finland Research Discussion Papers 22.

Praet, Peter (2012), “The (changing) role of central banks in financial stability policies” , Member of the Executive Board of the ECB, speech at the 14th Annual Internal Banking Conference, organized by the Federal Reserve Bank of Chicago and the European Central Bank, Chicago, 10 November.

Volz, Ulrich (2012), “Lessons of the European Crisis for Regional Monetary and Financial Integration in East Asia,” ADBI Working Paper, No. 347, Asian Development Bank Institute, Feb.

Weidmann, Jens (2012), “There is no point in trying to dress up the facts” , Interview with Dr. Jens Weidmann, President of the Deutsche Bundesbank, in the *Neue Zürcher Zeitung*, published on 26 September.

Wyplosz, Charles (2011), “An open letter to Dr. Jens Weidmann” , Vox, 18 November.

(本文完稿於 101 年 11 月，作者為本行經研處研究員)