

# 認識影子銀行的固有風險： 入門與實務經驗\*

莊萱如、甘雯綺 譯

譯自 David Luttrell, Harvey Rosenblum and Jackson Thies (2012), “Understanding the Risks Inherent in Shadow Banking: A Primer and Practical Lessons Learned” DALLASFED Staff Papers, Federal Reserve Bank of Dallas, No 18, November.

## 摘 要

檢視 2007 至 2009 年金融危機期間，「影子銀行」一詞成為大眾經常討論的議題。本文介紹影子銀行體系的形式和運作方式，以及其與金融市場系統性風險及近來金融危機之關聯性，並特別強調能有助於決策者的觀點，俾利推動強化金融市場韌性的新監理

制度。本文分為兩章：第壹章入門介紹影子銀行；第貳章則詳述金融危機期間，金融市場運作如何失靈，以及從當前改革措施中可學習到的相關實務經驗。

關鍵詞：影子銀行、系統性風險、太大不能倒、道德風險、管理改革

## 壹、影子銀行之入門

2007 至 2009 年金融危機期間，「影子銀行」這個名詞經常出現在頭條新聞，以及危機在貨幣與資本市場如何擴散與蔓延的報導中。本文詳述影子銀行體系的角色及固有風險，並說明其基本運作、發展模式及崛起沒

落之過程。

### 一、系統性風險

美國依據 Dodd-Frank 華爾街金融改革與消費者保護法案 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 簡稱

\* 本文已獲美國達拉斯聯邦準備銀行同意翻譯。本報告為美國達拉斯聯邦準備銀行於 2012 年 11 月發表的研究報告，作者 David Luttrell 為資深經濟分析師及經濟與財務分析主任，Harvey Rosenblum 為執行副總及研究主任，Jackson Thies 為資深研究分析師。全文係作者本身觀點，與美國達拉斯聯邦準備銀行及 Fed 無關。

「Dodd-Frank 法案」) 而設立之金融穩定監督委員會 (Financial Stability Oversight Council, 簡稱 FSOC), 被賦予監控金融市場系統性風險, 及界定系統重要性金融機構 (Systemically Important Financial Institutions, 簡稱 SIFIs) 之使命, 其中, SIFIs 係指若其營運不善倒閉將對全國經濟造成重大衝擊之金融機構。2010 年頒布之 Dodd-Frank 法案亦要求 Fed 應採取總體審慎監理措施, 藉以控管整體金融體系的系統性風險, 而不僅是個別金融機構的營運風險。

事實上, Dodd-Frank 法案賦予 Fed 最重要的任務為監控金融市場之系統性風險。系統性風險係指某種可能引起金融市場全面性恐慌及蔓延的風險, 且其負面效果將嚴重外溢至實體經濟及信貸市場。當系統性風險發

生時, 經常導致信用急劇緊縮, 促使經濟活動減緩, 進而再次緊縮信用。上述情形通常伴隨著資產價值跌落, 產生負面財富效果。影響所及, 個人消費降低, 為經濟活動帶來更進一步的下沉壓力。許多經濟學家將上述環環相扣且生生不息的現象稱為「負面反饋循環」(adverse feedback loop), 我們則稱之為「惡性循環」(negative vortex) (見圖 1)。當缺乏具體政策措施以確保金融體系正常運作時, 此負向反饋循環將使經濟陷入資源利用率持續低於歷史水準, 失業率維持高檔, 經濟成長低於趨勢值的非最佳狀態 (suboptimal)。

#### 異常不確定時期

雖然圖 1 中的許多負面衝擊已減弱, 但某些影響力仍持續存在。Fed 主席 Bernanke

圖 1 惡性循環



(2011) 強調：「雖然通過 Dodd-Frank 法案已屬完成一項重大任務…，但仍應致力於深入瞭解系統性風險的來源，俾建構更完善的監控工具，並評估及執行政策工具以降低總體審慎風險，這些才是困難的挑戰。如果我們欲避免危機重演及其所帶來的經濟後果，一定會面臨上述挑戰。」金融危機過後，即使已祭出刺激性的貨幣及財政政策，美國的經濟擴張及其展望依然異常不確定 (Bernanke 2010)。

美國一直未能完全解決及克服泡沫破滅前由債務膨脹引起的金融市場失靈。本文試圖藉由探討「影子銀行」，即銀行體系外之基於市場的信貸中介機構及活動，回顧我們長久以來所處的金融環境，期望能從中找到

未來的新方向。

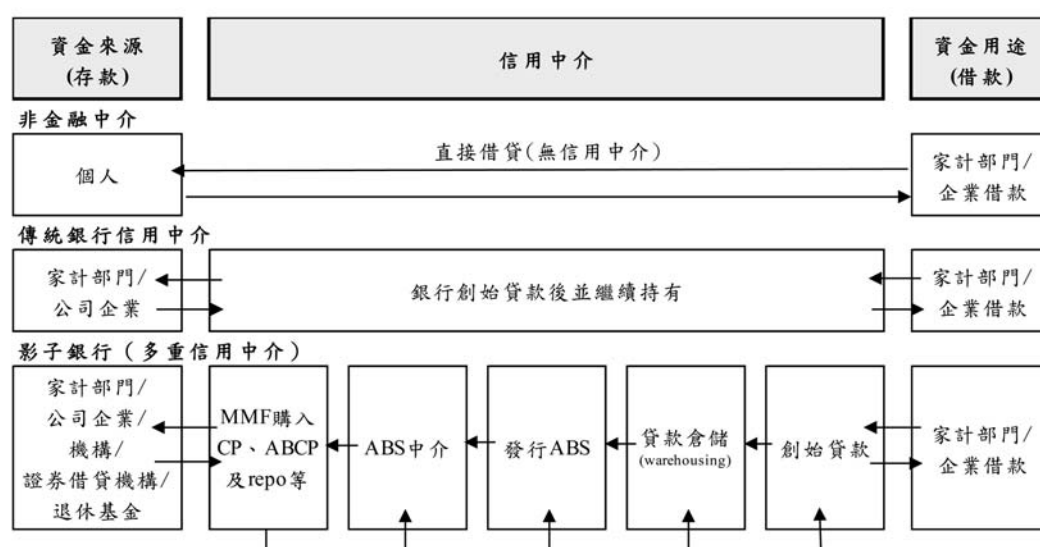
## 二、金融中介

在瞭解影子銀行體系及其複雜性之前，應先認識傳統銀行體系及其相關業務。圖 2 說明了幾種最常見的信用中介方式：a.非金融中介（直接金融）：資金需求者逕向資金供給者融通，即投資人直接提供資金予有需求的公司；b.透過傳統銀行信用中介：銀行吸收客戶（最終貸出者）存款，再將資金貸放給消費者及企業（最終借款者）；c.透過影子銀行信用中介：影子銀行係指傳統商業銀行體系外之市場基礎的信貸中介機構及活動。

## 三、傳統銀行體系

1970 年代以前，借貸雙方主要經由銀行管道取得資金融通。透過傳統銀行體系，資

圖 2 金融中介管道



註：MMF係貨幣市場共同基金，CP係商業本票，ABCP係資產擔保商業本票，repo係附買回交易，ABS係資產抵押證券。相關定義詳見名詞解釋。

金餘裕之家計部門及企業將錢存至銀行成為貸款者；而有房屋貸款、消費性貸款及資本投資需求之家計部門及企業則為借款者。作為金融中介的銀行，則進行期限、流動性及信用轉換等 3 項重要活動。

### （一）銀行中介基本功能

#### 1、期限轉換（Maturity Transformation）

係指銀行收受短期性存款，融通中長期放款之行為。銀行收受大眾儲蓄及支票存款作為其負債，再將資金貸放予消費者及企業（註 1）。短期性存款屬於銀行負債，而長期性放款則為銀行資產，因此借貸活動隱含期限轉換的風險。由於放款的存續期間相較存款為長，銀行必須承擔利率風險：假設其他條件不變的情形下，利率上升時，銀行的資產跌幅會超過其負債。利率風險曾是銀行關切的重要議題，現在藉由利率避險已降低其影響力。

#### 2、流動性轉換（Liquidity Transformation）

銀行資產的流動性較負債的流動性為低，此與期限轉換密切相關。存款人在「有需要」時可隨時提領其存入銀行之存款（銀行融通其資產的負債），惟銀行放款（銀行資產）期限通常較長且固定。全球多數銀行之存款在提列存款準備金後，僅會保有小部分現金以因應存款人提領需求，此時銀行體

系可運用其他剩餘資金以「創造貨幣」。但若所有存款人同時要求提領存款，則銀行可能被迫出售資產以滿足存款人需求，大量賤價拋售資產會使銀行資產價值低於負債價值，因而導致破產。

#### 3、信用轉換（Credit Transformation）

每筆放款均有其個別風險，銀行可藉由貸放予眾多借款人分散整體風險。儘管透過這種方式分散風險，銀行資產的風險通常仍超過其負債。中介機構發行之債務憑證的信用品質能透過優先償債而提高。一般存款（senior deposit）戶所獲得信用保障，會比銀行用此存款所承做放款的信用保障來得高，因若後者發生違約，損失係由銀行的權益來吸收。銀行承擔信用風險，賺取超過其負債成本的報酬，即淨利差（net interest margin，簡稱 NIM）的概念。假如銀行已進行利率風險避險，則賺取的是資金成本（債務之加權平均利率）及其放款之加權平均獲利率之差額。

銀行界知名領導人 Walter Wriston（1967 至 1984 年花旗銀行[後來的花旗集團]執行長），曾於 1986 年對商業銀行定義如下：負責安全保管大眾資金的存款機構，支付存款人名義利息之租金以換取資金使用權，再將資金貸放予第三人，其放款利率通常高於存

（註 1）除了活性存款之外，銀行的負債面通常還包括短期票據、定期存款及銀行間拆借，但其中大部分仍以活性存款為主。依據 Fed 公布之 H.8 資料顯示，2011 年第 4 季底商業銀行活性存款占總負債平均比率為 76%，較 2008 年初之 70% 略為提升，但仍顯著低於 1970 年代初期之 95%。

款利率以支付營運成本，且若營運順利，亦賺取利潤以支應未來成長。

## （二）傳統銀行業的後盾

任何操作期限轉換的金融機構均會面臨大批存款人同時要求提領存款之擠兌風險，此情形通常發生在大恐慌時期。在 19 世紀及 20 世紀初期，銀行擠兌乃司空見慣，僅 1920 年代及 1930 年代初期就有上千家的銀行倒閉，而造成銀行擠兌風潮的主因是缺乏存款保險制度。

### 1、存款保險：

當有異常徵兆（或謠言）發生時，存款人會想盡辦法將存款從問題銀行提領出來，因為在銀行宣告破產（或暫停兌領）之前，率先排隊提領存款的人可依面額（每 1 美元值 100 分）獲得兌付，實際上，晚提領人之存款價值有部分會移轉至早提領人身上，誘發存款人須快速行動。基於上述動機，單純的破產恐懼恐演變為自我實現的預言，因此，即使沒有一家銀行的規模大到足以因個別銀行問題使整個金融體系瓦解，存款人的恐慌及一致性行動已增加了系統性失靈的機率。恐慌除造成銀行緊縮信用，亦透過交易干擾及對人們心理預期造成傷害，而對實體經濟產生深遠的負面影響。當人們發現銀行出現擠兌潮，便開始貯藏現金，許多企業不相信支票背書的銀行會如期履行承兌債務，

因此不接受支票付款（亦或接受但必須多加折讓）。

欲改善上述情形，須先改變存款人的擠兌動機；在經濟恐慌時期，存款人需相信其存款仍然安全。因此，美國政府在 1933 年依銀行法設立美國聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corp.，簡稱 FDIC），由政府的信譽及信用提供背書保證，使社會大眾信任存款的安全性。FDIC 自 1934 年 1 月 1 日開始提供存款保險服務，向會員銀行收取費用，在銀行破產時，存款人之存款帳戶可受其保障（目前保證額度提高至 25 萬美元），此後在保證額度內存款人不致因銀行倒閉而蒙受損失。此外，擠兌造成數千家銀行倒閉，使金融機構的範圍及數量驟減（註 2），可靠的存款保險可以終止不斷提領的擠兌風潮，減輕了恐慌心理。存款保險制度亦給予存款人信心，使其相信在銀行因不良放款或過度槓桿（或兩者並存）而倒閉時不會蒙受損失。不過，銀行倒閉及隨後由 FDIC 暫時接管，可能使存款人短期內無法提領資金，且超過 FDIC 保險限額的存款仍可能遭受損失。存款保險制度雖已大幅降低銀行存款客戶在恐慌時擠兌資金之風險，惟仍無法完全消除。

### 2、中央銀行：最後貸款者（Lender of Last Resort）

（註 2）可參考 <http://www.fdic.gov/about/learn/symbol/index.html>。

存款保險雖大幅降低存款人的信用風險，但仍無法解決銀行放款產生的流動性需求，因銀行放款相對其負債之到期日較長，且流動性較低。銀行利用 Fed 貼現窗口，可以確保在困難時期有充裕的流動性援助。體質健全的存款機構可經由貼現窗口獲得極短期的資金融通（通常為隔夜），融通利率會高於美國聯邦公開市場委員會（Federal Open Market Committee，簡稱FOMC）所設定之聯邦資金目標利率（銀行間之隔夜拆款利率），且該利率會高於市場利率，顯示此種非經常性的短期融通屬金援措施，並非銀行常態性的融資來源。Fed 經由貼現窗口提供銀行流動性援助，正說明了中央銀行為「銀行的銀行」，及扮演「最後貸款者」（註 3）的功能。

以財務術語而言，存款保險相當於「信用賣權」，存款人有權利依面額將存款「賣回」，當 FDIC 接管破產銀行並保障存款帳戶整體利益時，事實上這個賣權也同時被執行。Fed 的貼現窗口則相當於「流動性賣權」，銀行得行使賣權將資產「出售」（作為擔保品）以換取短期融資。貼現窗口及存

款保險兩者共同構成的安全網使傳統銀行異於其他金融機構，上述安全網有助預防銀行發生擠兌，並免除存款人監督銀行資產風險以確定其活期及儲蓄存款是否安全的必要（註 4）。此兩大後盾形成重要的防護措施：作為信用賣權的存款保險得以運作，係因有中央銀行承諾兌現銀行負債，而最後貸款者的流動性賣權則奠定銀行資產價值的底線。

#### 四、解析影子銀行

在 20 世紀的大部分時間，傳統銀行擔任可貸資金來源與借款人之間的主要中介。然而，自 1970 年代中期開始，金融創新及技術進步為信用中介開闢了一條新路徑。各種其他信用中介的路徑被稱為影子銀行體系，如此命名係因相較於傳統銀行，影子銀行信用中介的方式較不透明且受到較少監理。影子銀行位居全球的市場基礎金融中介體系之核心，進行期限轉換、流動性轉換及信用轉換等活動，但卻沒有政府部門提供明確的信用保證或流動性支援。值得注意的是，許多非銀行金融中介機構已存在數十年，甚至早於 Fed 及 FDIC 所提供之聯邦安全網。此外，許多大型影子銀行地位穩固，與傳統銀行體系

(註 3) Fed 之貼現窗口提供存款機構三種擔保放款融通：主要融通、次級融通及季節性融通。主要融通係提供體質健全的存款機構極短期（通常為隔夜）融通；不符主要融通資格條件的存款機構可以申請次級融通以支應短期流動性需求；相對小型的存款機構若有年內循環性波動的資金需求時，可以申請季節性融通。

(註 4) FDIC 將銀行業依風險分類後收取不同的存款保險費用，就如同大部分銀行費用一樣，這筆費用最終仍由 FDIC 保險之銀行的存款人及客戶共同承擔。此外，Fed 在美國政府內部屬獨立機構，「所有權」屬於其會員銀行，並且未明確得到美國政府的信譽及信用背書保證。然而，其權力來自於國會，亦受國會監督，作為美國的中央銀行，背負公眾使命的精神，年度盈餘上繳國庫。

關係已緊密交織。影子銀行的核心業務為批發性融資及資產證券化（以貸款池為基礎發行債券），主要參與者包括主導資本市場的大型證券交易商、投資銀行、金融公司及資產管理公司。

影子銀行與傳統銀行有許多相似處，如均進行期限轉換，將短期「存款」轉為長期資產。傳統銀行體系以存款收受機構（銀行）為基礎；影子銀行體系則以市場為基礎，透過交易鏈進行中介活動。影子銀行經由發行商業本票（CP）、附買回交易（repo）、或者類似的債務或結構型信用工具籌集資金以進行投資，而這些債務工具則由貨幣市場共同基金（MMF）、債券型基金及其他金融機構所購買，影子銀行所募資金最終流向潛在的借款人。相較於傳統存款機構及 Kay（2010）定義之「狹義銀行業務」受到全面性的規範管制，影子銀行從事範圍較銀行為廣的業務（動用未受保險的短期資金），則只受輕度的審查，且僅偶而有民間部門的流動性支援（往往來自於傳統銀行）。

#### （一）傳統銀行與影子銀行之差異

影子銀行的型態迥異，從特定融資工具到保險公司及投資銀行等大型非銀行金融機構均可歸類為影子銀行，包括金融公司、資產擔保商業本票（ABCP）、對沖基金、MMF及證券貸款機構。影子銀行業泛指所有資產證券化及批發性融資的活動，惟易造成

困惑且被誤解為僅指狹義的機構。在某些情況下，影子銀行跨越傳統銀行業與影子銀行業之間的界線，例如受管制的銀行同時參與創設特殊目的工具（special purpose vehicle，簡稱 SPV）。參與機構為將特定資產移出資產負債表，因而設立 SPV 以持有該資產。

事實上，對影子銀行業較佳之定義係指缺乏官方（聯邦政府）明確信用增強之市場基礎的中介活動，而非指是否具備官方的流動性及信用保證之機構。眾多影子銀行涉及許多和債務工具相關的交易活動，而受政府保障之傳統存款機構亦可能在某些時點持有這些債務工具，這種相互連結導致很難明確區分傳統銀行和影子銀行信用中介。儘管如此，缺乏明確的政府援助仍為判斷影子銀行中介活動的顯著特徵，影子銀行中介活動因缺乏該後盾容易受到擠兌事件的傷害。

影子銀行不屬於銀行監理體系，且沒有明確的政府信用增強，因而無法取得 Fed 貼現窗口融通管道，以及 FDIC 的存款保險。金融危機發生前，影子銀行的民間信用及流動性增強實質上被視為足以等同傳統銀行的防護保障。雖然政府未直接支持影子銀行的活動，影子銀行的活動及負債往往間接獲得政府支援，因贊助影子銀行的機構多受公共安全網保障。例如，傳統銀行可直接取得 Fed 貼現窗口融通管道，以及 FDIC 的存款保險，並可能公開或暗中以信用額度（流動性賣權）支應旗下的 SPV，這種關係等於間接支

援 SPV。

此外，影子銀行亦能由第三方流動性及信用保證取得更多支援，例如：信用額度、由市政債券保險協會（Municipal Bond Insurance Association，簡稱 MBIA）及美國市政債券保險公司（American Municipal Bond Assurance Corporation，簡稱 Ambac）等單一險種（monoline）保險公司所提供之私人信用保險，或以更大面額證券來擔保債務（超額擔保）。惟仍有影子銀行不具任何支援，從而在困難時期亦無信用或流動性援助，例如：非銀行機構與一些資產管理公司（包括貨幣市場共同基金（註 5））所承做的證券借貸業務。

雖然傳統銀行的間接支援與民間部門的安全網在平時能適當地保護影子銀行，惟在危機高峰時，由於市場參與者對這些提供擔保的機構已失去信心，以致這些保護措施在極端市場壓力下亦完全失靈。基本上，影子銀行資產係由批發市場所集短期資金所提供非傳統貸款所形成的複雜網絡。這雖有利於擴大槓桿及提高獲利機會，但當批發融資流動性乾涸時，將以災難作結。一旦民間部門懷疑賣權賣方<sup>(1)</sup>的償付能力，所剩資本又不

夠彌補，則只有直到官方提出信用保證及流動性機制等一系列措施來補足失靈的民間資金備援，影子銀行的擠兌才會平息。

## （二）影子銀行的驚人成長

由證券化及貨幣市場批發性融資活動的規模可窺知影子銀行固有的脆弱性（inherent fragility）。2008 年初，美國影子銀行體系的負債達到約 20 兆美元的高峰，同時間，商業銀行的負債約 11 兆美元（見圖 3），若將證券化活動及短期且未經保險之貨幣市場交易的負債加總，並作為觀察指標，1996 年初，該影子銀行指標首度超過了傳統銀行體系，其後快速成長直到金融危機發生。雖然以該指標估計影子銀行體系信用的淨供給量（更正確來說，應解讀成與影子銀行活動有關的證券量合計）不甚完美，惟仍可看出影子銀行工具的規模明顯大於商業銀行（註 6）。進一步觀察，值得注意的是，商業銀行的負債仍持續成長，而影子銀行體系的負債在金融危機期間及過後轉呈大幅衰退。稍後的章節將詳述商業銀行在影子銀行體系中所扮演的角色。

現代金融，隨著利率及信用衍生性商品的出現，各種不同的信用市場風險得以移轉

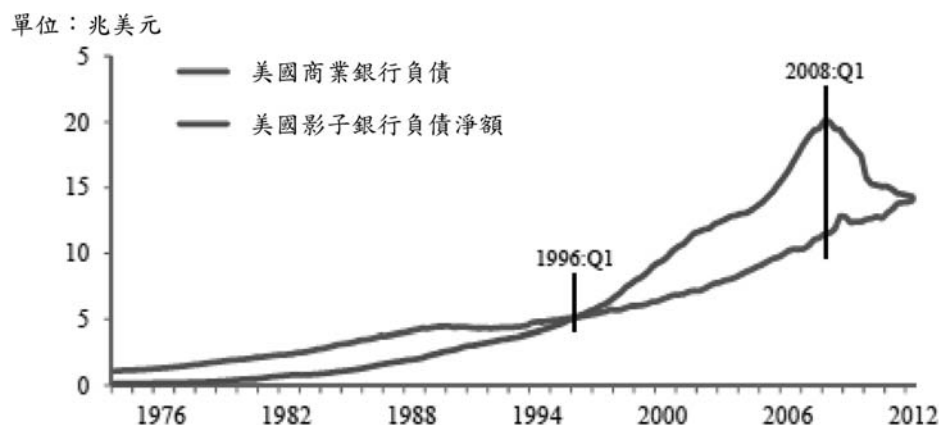
（註 5）有關影子銀行流動性及信用增強機制之種類及其分類的細節，可參閱 Pozsar, Adrian, Ashcraft 及 Boesky 等人（2012）的相關文獻。

<sup>(1)</sup> 譯者註：提供信用及流動性援助者。

（註 6）存款機構的資產負債表有許多證券化資產，或者雖不在其資產負債表表內，但其透過流動性支應和信用衍生性商品加以保障。因此，圖 3 描繪了美國商業銀行及影子銀行活動的負債走勢。此外，因不考慮經紀自營商的再質押資產（再擔保契約），此影子銀行負債指標可能低估影子銀行的規模。



圖 3 影子銀行業務規模超越商業銀行



註：美國影子銀行負債等於下列資金流量帳戶之負債項目總和：CP、repo、借入證券、機構擔保證券、政府贊助企業 (Government-Sponsored Enterprise, 簡稱 GSE) 擔保證券、房貸池、ABS 及 MMF，再扣除商業銀行的聯邦資金 (超額準備)、repo 及 CP。相關定義詳見名詞解釋。

資料來源：Fed 之資金流量統計；相關數據係由 Pozsar, Adrian, Ashcraft 及 Boesky 等人 (2012) 所定義。

予願意承擔風險的人，帶動影子銀行體系與傳統銀行體系的同步成長。分割利率風險及信用風險並分別出售的方式問世，帶給更多借款人較便宜的信用。另一方面，金融市場創新將信用風險搬離傳統銀行資產負債表，同時將非存款資金來源的信用從創造貸款的傳統銀行體系中分離。此即所謂「創始及分配 (originate to distribute)」：以往許多銀行承做放款後將之留在帳上，如今將放款組合出售，該放款組合包銷水準則未必與其留在銀行帳上之水準是一致的。傳統銀行利用影子銀行體系將流動性風險與信用風險自其資產負債表移除，等於移轉這些風險至傳統銀行的監理及監理 (安全網) 範圍之外。然而，金融體系的風險並未消除。

#### 1、影子銀行的存款人：MMF、現金基金、機構投資人及證券借貸機構

1970 年代中期，美國的信用中介體系由以銀行為基礎開始轉變為以市場為基礎，伴隨該轉變，出現許多投資選擇，使投資人可以在傳統銀行帳戶外累積儲蓄。

首先是 MMF 的出現。MMF 的型態根據持有資產的不同而不同，但大多數個人投資者所熟悉的是依循 1940 年投資公司法第 2a-7 條規定的 MMF，該法條限制 MMF 購買債券之類型、債券到期日及對特定債券發行人之曝險部位。這些限制保護投資者免於承擔未知的風險。MMF 與其他債券型基金最大的不同是，其淨資產價值 (net asset value, 簡稱 NAV) 多維持在穩定的 1 美元。MMF 的資產

(通常是 CP、銀行發行的定存單及美國公債) 係以帳面價值或到期值為衡量標準，只要發行者不違約，MMF 就可以保持穩定的 NAV (註 7)。

雖然 MMF 是影子銀行的主要資金來源，但並非唯一的資金來源。相較於 MMF，其他的批發性融資工具受到投資公司法第 2a-7 條之限制較少，往往可投資更多樣化的資產以增加收益性，同時亦提高到期風險及信用風險 (註 8)。除了 MMF，影子銀行的中介尚仰賴證券借貸機構、機構投資人及企業等資金，以融通其參與銀行間同業拆借及 CP 等無擔保債券市場，及 repo 及 ABCP 等擔保融資工具等交易。影子銀行的「存款人」包括 MMF、證券借貸機構、短期債券基金、現金基金、隔夜拆款、現金管理基金及其他貨幣市場流動性來源，形成所謂的「批發性融資 (wholesale funding)」。

在分析影子銀行體系的韌性時，批發性融資 (相對於小額的零售性融資) 的興起是相當重要的。這些融資工具隱含賣權，持有人於到期日得不再續約，並立即贖回資金，這就是所謂的「展期風險」。由於投資期限多為隔夜或一週，即使在景氣好時，亦存在展期風險。

## 2、影子銀行的借款人：發行 CP、repo、貼

## 現票據以融通證券化基礎工具者

影子銀行與傳統銀行體系的最終借款人同樣均為家計部門、企業及政府機構。然而，挹注影子銀行貸款的負債結構卻顯著不同。

前述資金供給者 (如 MMF 及短期債券基金等貨幣市場參與者) 所持有之資產，就是影子銀行欠它們的負債。這些資金供給者的資產，基本上包括 CP、ABCP、中期債券及 repo，這些工具都是影子銀行資產負債表裡的債務，被影子銀行用來操作房貸、車貸、信用卡貸及其他放款之用。儘管負債結構可能迥異，但所有上述證券已成為影子銀行體系不同階段的資金供應鏈。例如，金融控股公司 (financial holding companies，簡稱 FHC) 通常發行 ABCP 及 repo 後，會暫時持有這些資產抵押證券 (asset-backed securities，簡稱 ABS)，直到包裝成較大的資產池，亦即擔保債務憑證 (collateralized debt obligations，簡稱 CDO)。

所有這些融資工具的共同特性是期限較短，這些短期負債必須不斷展期，以融通長期資產。如果能持續順利展延，負債將轉為無限期，類似傳統銀行的存款。惟當票券買方 (「存款人」) 不願意再展延時，可能對發行人造成嚴重的流動性緊縮。信評機構亦清楚這一點，因此影子銀行為獲得最高的信

(註 7) MMF 的「真實」NAV 必須大於或等於 0.995 美元，此與債券型基金不同，因債券型基金係以市價為衡量標準，而市價的變動會反映至其 NAV。

(註 8) 投資公司法第 2a-7 條針對主要貨幣市場基金所能持有的證券存續期間及資產品質加以限制。此外，尚包括對投資組合流動性要求及揭露事項的條款。

用等級，將流動性及信用增強列為必要條件，然而，這些信用增強只來自民間部門，且僅在其贊助銀行能獲得公共安全網保障時，才能間接獲得官方保障。

### 五、影子銀行中介過程

英國央行總裁及貨幣政策委員會主席 Mervyn King<sup>(2)</sup> (2009) 描述金融風險的性質時提到：「銀行是以短支長的危險機構，它們創造負債，對存款人承諾流動性，卻持有少量的流動性資產。此舉對其他經濟部門卻極富價值，因為家庭儲蓄資金被導向低流動性的投資計畫，同時，亦提供流動性予資金需求者」。

信用中介發揮了極具價值的經濟功能，資本健全的銀行提供信貸予家庭及企業，成為推動經濟成長的重要動能。儘管如此，金融市場易受恐慌和擠兌的傷害，市場經濟中亦經常發生銀行危機的情形。隨著影子銀行不斷壯大，金融體系的風險日益增加。市場基礎信用中介憑藉出售資產及證券化而擴張，不僅造成資產負債表快速膨脹，大幅提高槓桿，亦創造許多複雜及難以訂價的金融商品。

**銀行業已改變其以直接貸放及持有絕大部分放款資產為核心的傳統營運模式。**眾所周知，傳統銀行之信用中介過程為收受存款

以進行放款，並持有至到期，影子銀行體系則將其拆解為較複雜、批發性融資及證券化基礎的中介鏈。影子銀行與傳統銀行在期限、流動性及信用轉換的功能相似，惟其資金流係發生在多個機構間，而非僅在單一機構之資產負債表。各類影子銀行利用各式市場籌資工具在不同且連續的交易鏈階段進行信用中介(註 9)。

影子銀行將風險性的長期貸款(如次級房貸)轉換為看似無風險的短期類貨幣的工具，該工具由 MMF 發行，具有穩定的 NAV 及可隨時贖回的流動性。舉例而言，金融公司創始貸款，並將其移轉至破產隔離工具(bankruptcy-remote vehicle，如銀行贊助之 SPV)之「倉儲(warehouse)」，這些貸款池先存放在倉儲，再予以移轉至經紀自營商，與其他貸款結合組成 ABS，上述過程稱之為「信用批次分割(tranching)」。最初貸款創始人之資金來源通常仰賴發行 CP 或中期票據；而破產隔離工具之資金來源則依賴發行 ABCP，並以持有之貸款作為擔保品；經紀自營商則以附買回融通其透過交易簿(trading book)進行 ABS 的組合及倉儲等所需資金。MMF 可能購買任一實體(貸款創始人或進行 ABS 倉儲者)所發行之 CP 或其他短期債券。交易鏈可能繼續延伸，如 SPV 可

<sup>(2)</sup> 譯者註：Mervyn King 已於 2013 年 6 月 30 日卸任。

(註 9) 有關影子銀行活動及資金流的深入描述及分類，可參閱 Pozsar, Adrian, Ashcraft 及 Boesky 等人(2012)之影子銀行圖表及概要說明。

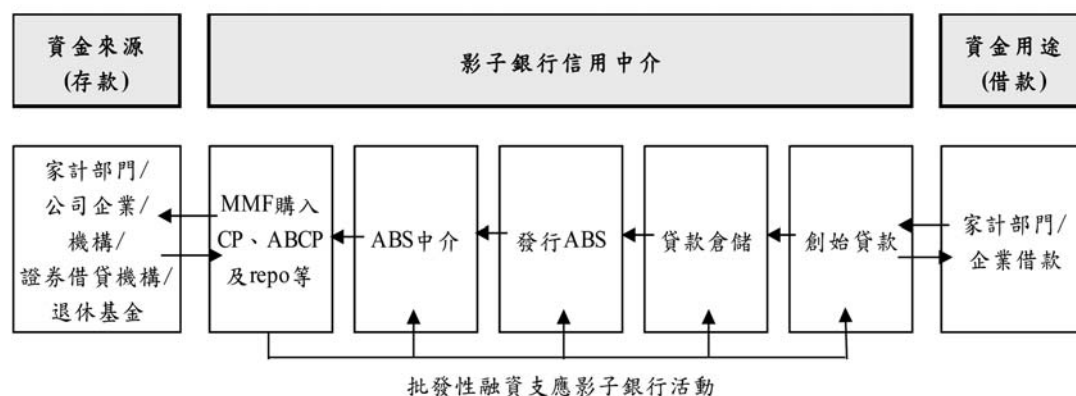
以將 ABS 進一步倉儲及包裝成 CDO。此過程可經由不同形式的融資，如repo或以CDO作為擔保品的ABS加以重複進行。證券化允許貸款創始人將其貸款池（如房貸、信用卡應收帳款及車貸）售予其他機構，進而移轉信用風險。對債務的重新包裝，係透過多樣化及分配之方式將貸款池予以信用批次分割，以達成信用轉換及流動性轉換。

影子銀行體系信用中介鏈由創始貸款開始，並以批發性融資方式支應（見圖 4 由右至左之順序），過程中每一影子銀行通常只會出現一次。創始貸款以各種融資技術通過影子銀行信用中介鏈的每一階段，最後則由貨幣市場中介機構（如MMF）及直接貨幣市場投資者（如證券借貸機構）等批發性融資支應。易言之，影子銀行的信用中介過程與傳統銀行貸款類似一收受現金、貸放款項、貸款償付帶來更多現金，繼而辦理更多的貸放。影子銀行藉由批發性資金市場支應證券

化過程以中介信用，這些批發性資金資助創造所得的證券化資產，而這些證券化資產為「存款人」創造更多能力，以融資整個中介過程。

擔保品的真實價值隨影子銀行信用中介的每一階段進行而更加模糊。交易鏈連結愈多，涵蓋的貸款更多，最終買方僅持有巨額貸款中的微小部分。理論上，任何單一貸款違約對整體貸款池之價值影響不大，因此可以達到風險分散的效果。然而，這也使得個別產品的評價變得複雜，投資人僅能依賴整體資料來評估資產的風險。此次金融危機中，這些資料往往被操控且不可靠（起因於簡易審查及完全毋需審查之個人信用貸款的盛行）。即使資料具可靠性，但分析過程需要昂貴的軟體、貸款及借款人的特定資料，以及對特定擔保品因素透徹的了解，仍頗具困難度。產品過於複雜會降低信用審核標準，因為貸款可以很快地被批發銷售、倉儲

圖 4 影子銀行體系信用中介過程



註：定義詳見名詞解釋。

並重新包裝，因此貸款的長期表現對貸款創始者的影響甚微。

影子銀行中介過程亦發生期限轉換及流動性轉換。由於影子銀行主要依賴短期資金，對擔保品並無任何限制，雖然這些擔保品通常是房貸、消費貸款及企業貸款。這些貸款的到期日長短期皆有，短期如信用卡應收帳款，長期如房貸。在金融危機期間，房貸占上述結構相當大的比重(註 10)。

## 六、信評機構及監理者角色

儘管立意良善，信評機構及監理機關仍為助長金融失衡引爆金融危機的重要推手。

信評機構的初衷是協助投資人瞭解固定收益證券的風險。1970 年代，信評業務隨著最知名的賓州中央運輸公司 (Penn Central) 等若干著名企業破產而快速增長，此後不久，美國證券管理委員會 (Securities and Exchange Commission, 簡稱 SEC) 更加鞏固信評機構的寡占地位。SEC 認為有必要將資本計提與風險連動，因此對於經紀自營商的資本計提，改以債券評等作為風險性指標。在執行面上，SEC 須指定權威的信評機構，因而新設立「國家認可統計評等機構」

(Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 簡稱 NRSRO) 的信評集團，作為有效信評的唯一來源，而標準普爾 (S&P)、穆迪 (Moody's) 及惠譽 (Fitch) 等 3 大信評機構則依循祖父條款<sup>(3)</sup> (grandfather clause) 直接列入 NRSRO 認可名單 (L. Whote 2012)。

隨著法規的演變，監理機關愈來愈重視信評，包括對銀行、保險公司、退休基金及共同基金等行業的信評，導致很多機構無法在低於投資等級下發行債券籌資。三大信評機構仍然壟斷市場，公司若沒有其信評則無法出售債券。此外，亦演變為內在利益衝突，發行人為信評而收買信評機構。或許更大的問題在於，很多投資人不再承擔更完善的盡職調查 (due-diligence) 責任，反而更加依賴這些信評來購買債券。投資人還因評等經常落後於金融市場的實際發展，而面臨更多的困難，例如，2007 年在房貸市場已大幅衰退之後，這些複雜的房貸證券才被大規模降級。此外，時間落差不限於複雜的結構性信用，近期對歐洲主權債務的評等，在其償付問題爆發許久後才被大幅調降。

(註 10) 在房貸證券化過程中所涉及的主要影子銀行為房利美 (Fannie Mae) 及房地美 (Freddie Mac) 等政府贊助機構 (Government-sponsored enterprise, 簡稱 GSE)。這些 GSE 實際上為創始及分配證券化信用中介模型的先驅。貨幣及資本市場的批發性資金市場投資者購買 GSE 發行的長短期機構債券。美國聯邦住宅金融局 (Federal Housing Finance Agency, 簡稱 FHFA) 之資料顯示，1993 年以來，GSE 的業務量 (全體持有或證券化房貸) 占流通在外住宅房貸餘額的 3 分之 1 至 2 分之 1，全體流通在外房貸餘額於 2006 年達 11 兆美元的高峰。顯然，房屋貸款市場對美國及全球金融穩定非常重要。此外，房貸信用中介鏈係由享有隱形政府擔保的機構所主導。這些特徵表明了房利美及房地美本質上係為聯邦政府資產負債表外的影子銀行。

<sup>(3)</sup> 譯者註：係指允許在舊有體制下已存在之事物，不受新通過條例約束的特例。

信評機構的推波助瀾，使得投資人更加自滿，最終導致信用危機。對信評機構來說，大額且複雜之結構型證券產品相當有利可圖。此外，發行人有能力選擇潛在的信評機構，最終演變成「信評選購（ratings shopping）」（註 11）。由於信評機構幾乎毋須面對評等不精確的風險，而從投資者付費轉為發行人付費的商業模式，這降低了其信評之工作價值。同時，受惠於越來越多的發行人及工具（註 12），信評機構潛在的收益亦大幅增加。

在信用高度擴張的狂熱環境下，較複雜證券的評等經常出自於不精確的模型及假設，導致對標的證券的分析不甚合理（Ashcraft, Goldsmith-Pinkham 與 Vickery 等人，2010）。信評機構在建立如MBS等較複雜證券的模型時，需利用房屋市場及房貸的歷史資料，以決定違約率及違約時的預期損失。其中，一項關鍵假設為：每一筆貸款的品質為隨機且彼此獨立。該假設不僅不真實，尚且依賴另一項不正確的假設：房貸與借款人行為均與過去一致。

由於信評機構未檢視標的房貸，因此未察覺借款人行為與房貸的轉變。以往購屋者會支付高額頭期款並自住，如今 100% 融資的投機性購屋，加上簡易審查及完全毋需審查之個人信用貸款的出現，意味著房貸市場的環境已截然不同。

更甚者，當一項貸款違約，會牽動其他貸款，使其違約率亦提高，即貸款違約產生連環效應。主要係因金融市場的傳遞具交叉效果，當對流動性產生高度需求時，投資人集體拋售證券資產，導致看似不相關的資產變得高度相關。最後，信評機構與許多金融市場參與者均犯相同的錯誤，渠等過於關注已發生的歷史數據，從而嚴重低估重大系統性事件的相關效應。

### 對複雜化產品過度自信

信評機構的缺失由兩個主要管道影響影子銀行體系。許多證券化產品因被認為已多樣化分散風險而被評為 AAA 級，即被視為最安全的投資，投資人對這些投資等級產品的需求更甚以往（註 13）。經紀自營商變得勇於創造更多的證券化產品，因此引發了信用膨

（註 11）Skreta 及 Veldkamp（2009）定義「信評選購」，意指資產發行人觀察多家信評機構之評等，但僅披露對其最有利的  
一家信評資訊。此係因即使信評機構試圖以不偏估計複雜化證券的真實價值，但對於該資產的評等仍過於樂觀。利益衝突反映了發行人選擇信評機構的能力及證券的複雜程度，因而在信譽良好情況下，這些信評機構仍出現意見分歧。

（註 12）Partnoy（2009）提到 SEC 建議修改經紀自營商的資本計提（折減率）要求，故自 1973 年起監管單位開始依賴信用評等。這種依賴在近幾十年來成為問題，因為信評資訊價值惡化，最終導致金融危機。

（註 13）由以下觀點來看 AAA 級信用評等：2000 年及 1980 年代初期分別有 15 家及近 60 家公司獲得 AAA 級企業債券評等，但在 2007 至 2009 年金融危機過後，只剩 4 家公司維持 AAA 級企業債券評等。這說明了 AAA 級評等的公司債券相當稀少，且只有維持穩健品質的複雜型證券化產品才能評為 AAA 級。

脹。為滿足經紀自營商的需求，大量的信用供給亦造成信用審查的標準下降。另一方面，AAA級評等有形影子銀行的「槓桿」操作，此係因附買回交易對手對高品質及投資等級的擔保品要求的折減率（discount）較低，而折減率的變動幅度相當重要，因為許多市場參與者進行極短期的附買回交易融資，且到期後會繼續展延。金融危機發生前，市場參與者一般能取得AAA級MBS價值9成之擔保借款（Krishnamurthy 2010），此槓桿比率對於真正高品質的AAA級資產來說亦偏高。事實上，作為影子銀行體系的擔保品並為該體系提供融資的AAA級資產及負債，其品質根本不及最高的AAA級，主要係貸款審核不良及過度結構化的證券使然。

隨著證券化商品在全球蔓延，監理制度鬆懈使整個問題惡化。傳統銀行與影子銀行的關係變得更加緊密。由於監理措施對銀行持有高評等ABS資產所規範的資本計提較少，賦予銀行購買更多ABS的動機（註14）。1971年之前，銀行監理機關是唯一監理銀行業適用證券法的機構。然而，1970年代銀行控股公司（bank holding companies，簡稱BHC）逐漸活躍，SEC亦將BHC納入其監理範圍。BHC擁有子銀行，大型BHC旗下往往還有一些金融服務公司及影子銀行。BHC受Fed、SEC及美國財政部金融管理局

（Office of the Comptroller of the Currency，簡稱OCC）及FDIC等銀行監理機關的共同監理。雖然大型BHC須受到額外的申報及監督等監理規定，但其在資金運用及法律授權的範圍與靈活性仍較其子銀行寬廣。事實上，今日許多影子銀行活動係出自於最大的BHC活動需求，這些BHC的營運已由傳統銀行模式將存款資金從事較低報酬的股權投資，或創始並持有貸款至到期，轉型為高槓桿、創始並將貸款證券化後出售、創造結構型金融商品及以手續費收入及批發性融資為主的信用中介模式。

銀行藉由提高槓桿以增加短期利潤，創造出較以往更多的資金來持有證券化資產。銀行設立SPV有利其移除資產負債表中的上述資產，進一步取得更多的資金以創造貸款或購買其他資產。監理機關盲目採用第三方信評，以該評等決定資本計提，無疑外包了部分監督責任。在泡沫最興盛時期，監理機關與信評機構一樣過度自信，無形中助長過多的風險追逐及日益複雜的金融中介活動，並且在事後發現，許多活躍在證券化及批發性資金市場的BHC，其資本計提明顯不足。影子銀行於信用擴張時期從事大量槓桿活動，一旦發生擠兌便足以導致整個泡沫破滅，將促使金融體系更加脆弱。

（註14）這種效應又再度出現。歐洲銀行持有大量毋須計提任何資本的主權債務，惟這些債務的信用風險遠高於零。

## 貳、影子銀行的擠兌

在討論影子銀行體系的運作及發展，以及傳統銀行、BHC、影子銀行、資本市場、信評機構及監理者的角色後，我們將深入檢視金融危機期間影子銀行的擠兌，主要強調與監理者及政策制定者有關的重要觀點。

1933年美國國會成立FDIC的目的係為使聯邦準備金融體系所建立的安全網更為完善，存款保險制度有效中止了銀行擠兌。然而，隨著全球金融網路變得更為龐大、複雜及交互影響，僅作為受監理銀行之後盾的存款保險體系，在流動性危機傷及批發性資金市場時，便暴露出其不足性。

### 流動性需求

2007年，Paul McCulley創造「影子銀行體系」之名稱。Paul McCulley將影子銀行視為槓桿金融中介機構，其負債在品質及流動性上被普遍認為與傳統銀行的存款相似（註15）。在金融危機之前，相較於傳統銀行模式，影子銀行享有較多槓桿操作，受到較少監理及在持有的資產種類上較少的限制，因而享有較高的權益報酬。由於影子銀行的資本不屬於全面直接監理的範疇，影子銀行得以更小的資本基礎來賺取與期限、流動性及信用（品質）轉換有關的淨利差。只要市場參與者相信影子銀行負債與傳統銀行存款大

抵相同，上述情況將持續下去。此外，由於傳統銀行體系中的環節存在許多影子銀行，此兩個交互影響的信用中介管道，因其複雜性及交易對手的相似性已難以區分。BHC模式包括存款機構及證券交易商與資產管理者，後兩者為組成影子銀行中介供應鏈的重要部分，商業銀行及影子銀行得以共榮在同一控股公司下，惟受不同的監理規範。在金融危機之前，大部分人認為影子銀行市場參與者的負債對「銀行業」的重要性，與傳統銀行的核心存款對銀行業的重要性相同，儘管前者缺少政府的金援後盾。

全球信用中介體系存在著以上思維，直到資產價格不再上升，擔保品價值再也無法支撐影子銀行所融通的這些大量、突然不具流動性而最終成為有毒的資產。在分析影子銀行體系的韌性時，批發性融資（而非小額零售性融資）具至關重要的地位。當大批影子銀行的存款戶，在財務困頓期間同時贖回資金，可能引發資產拋售。一旦開始賤賣資產，資產將貶值，則不論健全或不健全的影子銀行之融資成本將快速上升，進一步升高對流動性的需求。

如果銀行無法享有存款保險及最終貸款者的特別保障，則在嚴峻金融危機或「不尋

（註15）參見 McCulley（2007, 2008）。Paul McCulley 為太平洋投資管理公司（PIMCO）前董事總經理，目前為全球合作中心下全球院士學會的主席。



常及危急的情況」下，對所有人而言將談不上流動性（註 16）。儘管個人能視其持有的特定部位具有流動性，但將所有市場參與者視為一個整體來看則不然（註 17）。為使部分參與者去槓桿（出售資產），或清算其部位，必須找到願意承接這些部位的交易對手，其承接規模須與去槓桿之流動性需求相符。McCulley（2008）將此流動性現象稱為「去槓桿化的矛盾」，意指集體去槓桿化可能導致去槓桿的資產縮水。全體民間部門無法皆達成去槓桿，除非 Fed 或部分其他政府單位願意承接，以結束資產及價格繼續下跌的態勢。

和這種流動性需求相符最為寫實的例子，要屬 2008 年 9 月的雷曼兄弟（Lehman Brothers，簡稱雷曼）倒閉事件。當雷曼倒閉前的財務狀況變得愈加不穩時，市場參與者對該公司的授信亦變得謹慎。雷曼力求融通其非流動性的槓桿資產，惟將部位結清的價格遲遲無法符合資本基礎的要求。最後，該公司無法繼續融通其營運，於 2008 年 9 月 15 日宣告破產。雖然早在 2007 年夏天，ABCP

及 CP 的批發性資金市場已出現系統性危機的跡象，雷曼的倒閉普遍被視為系統性事件，該事件催化了由流動性引起之資產拋售，及瓦解交易對手之信任。

雷曼破產後，金融體系的恐慌開始蔓延。金融市場參與者或面臨流動性窘迫及清償問題，或不確定於其交易對手的信用曝險或償債能力。公司為保護自身資本及資產負債表健全，迅速降低其授信，其後亦出售資產。全面性地同時脫售資產壓低了價格，導致進一步的出售以降低曝險，此舉又造成價格再下跌。由於對交易對手的不信任，加上資產價格不斷往下探底，這情形好比有人在擁擠的房間呼叫失火，所有人卻不能同時逃出，因擁塞導致的行為恰好與對所有在場者最有利的結果相反。當資產價格持續崩跌，因為對擔保品價值的不確定，貸放反而減緩。

一支名為儲備主要基金（Reserve Primary Fund）之 MMF，因為持有大量雷曼違約的 CP，其 NAV 降至該類基金通常該維持的 1 美元價格以下（註 18）。以金融術語來

（註 16）在 Dodd-Frank 法案前，根據 1913 年聯邦準備法第 13 條第 3 項的緊急貸放權，取得至少 5 位 Fed 委員同意下，Fed 有權在「不尋常及危急的情況」下，貸款予具有良好擔保品的廣泛資金需求者。針對金融危機，理事會於 2008 年 3 月及 11 月執行該第 13 條第 3 項的權力，設立 6 家貸放機構以挹注全體市場流動性。Dodd-Frank 法案以全體合法性重新檢視理事會執行第 13 條第 3 項對施行計畫或設立機構的權力。

（註 17）John Maynard Keynes（1936）對系統流動性的說法：『每位投資人皆自豪對「流動性」的承諾（雖然將所有投資人視為一個整體並非如此）得以平息緊張情緒，並且更願意承擔風險。』

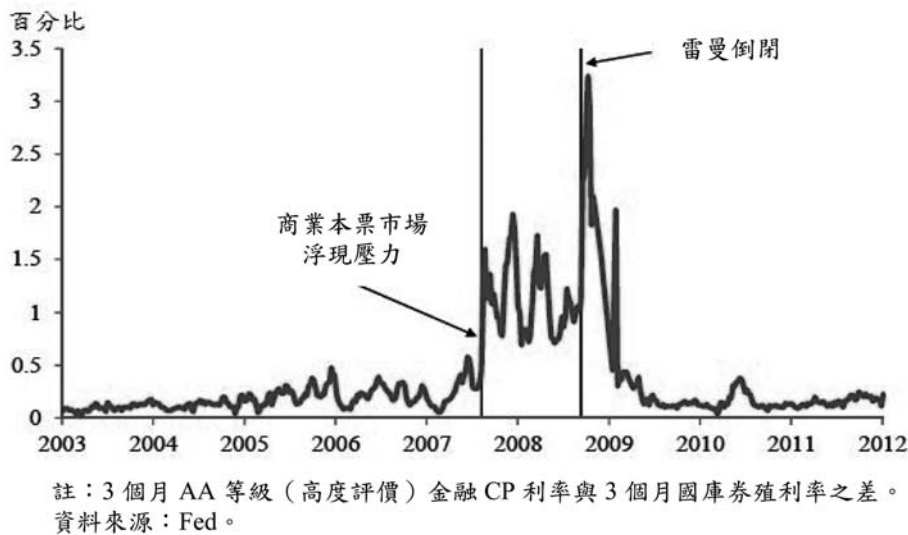
（註 18）2008 年秋天，儲備主要基金持有 7.85 億美元雷曼發行的 CP 及中長期票據，在雷曼倒閉後全數遭減損，儲備主要基金因該損失被迫調降其 NAV 至 1 美元以下。儲備主要基金的股東最終約可贖回每一美元投資的 99 分。儘管投資人有部分資金超過 1 年時間仍無法贖回，其原始本金的約 92% 已在 1 年內贖回。

說，即儲備主要基金「跌破 1 美元」（broke the buck）。同期間，許多其他貨幣基金亦因持有雷曼債券而遭受損失；在投資人大量贖回後，有些基金傾向清算結束（註 19）。與商業銀行不同的是，MMF 以及影子銀行體系的其他批發性融資來源在運作上未受監理的資本規定或缺乏政府的後盾，因此特別容易受到流動性急速耗竭的傷害。當時，許多機構為了賺取較傳統銀行或國庫券以外的額外報酬，將帳上多餘資金投入 MMF 及其他類型的短期債券基金。投資人受到雷曼倒閉、儲備主要基金跌破 1 美元及其他金融市場混亂的刺激後，集體自部分影子銀行體系撤離，

並引發公司短期資金成本急速增加（見圖 5）。由於批發性融資工具已不再近似銀行小額存款，包括在定價上亦如此，這波自融資市場逃離的資金，已波及至長期以來從事借短貸長的金融機構，導致即使是最健全金融機構的信用亦受到限縮。這些資金來源的內在脆弱正暴露出一項錯誤的信念，即批發性融資工具因短期及持續展延的特性而與傳統銀行存款相似。

雷曼倒閉引發其他市場失靈。投資公司在對沖基金及其他市場參與者間扮演重要的經紀角色，在該過程中，投資公司經常利用所保管帳戶的客戶資產來滿足自身的信用需

圖 5 CP 利差顯現影子銀行的擠兌



（註 19）典型而言，貨幣基金淨值下的資產價格波動非常小。損失發生時，基金母公司通常會溢注資金以留住全體投資人，因為使基金持續運作（避免正式跌破 1 美元）較承擔損失的成本有價值。除了股東損失，系統流動性危機可能導因於未能遏止 MMF 及短期融資市場的擠兌。監管者間以及 SEC 內部持續爭論對於強化 MMF 市場是否需要額外的改革。參見 Schapiro（2012a 及 2012b），以更深入檢視 MMF。

求，謂之「再質押」(註 20)。當雷曼宣布破產之際，其國外分公司持有許多與交易對手有關的資產遭到凍結，這進一步干擾了借券市場，造成可供借券的擔保品大幅減少，引發流動性相應的減少。在雷曼事件後，影子銀行體系成為金融市場問題流向實體經濟的主要管道，恐慌並迅速蔓延至所有的金融市場，這次事件凸顯影子銀行置身在安全網及其孿生兄弟監理架構以外的問題。隨市場信心完全瓦解，美國政府以外的任何援助已不足以抑制系統性的資金逃離。

2008 年秋天，金融市場參與者強烈感受到傳統銀行享有政府支援的外在安全網之特別好處。基本上，影子銀行體系將信用體系(信用的承銷及分配)自支付系統(資金移轉以促成貸放)中分離。信用體系處於嚴峻的壓力中，不受支付系統安全網的保護。這樣的分離在危機期間證明已無法持續，導致影子銀行體系及以 Fed 為後盾的傳統銀行體系需部分整合。此外，兩家頗負盛名的影子銀行轉型為 BHC，以便獲得政府支持之安全

網的保障(註 21)，其他影子中介機構則透過特殊聯邦準備及財政計畫來獲得融資保障(註 22)。為消彌信用市場的恐慌，政府安全網已擴展至空前程度。

## 七、Minsky 時刻

Hyman Minsky 的「金融不穩定假說」預示這些事件如何快速發展，以及 1990 年代及 2000 年代全體證券化結構如何顯現問題。Minsky (1992) 將「解讀凱因斯一般理論」總結成「區分穩定及去穩定 (destablizing) 之資本主義債務結構」：

根據經濟單位的收入與債務關係可區分出 3 種不同型態，分別為避險型、投機型及龐式型融通。避險型融資單位以其自身的現金流來履行所有合約償付義務：資本結構中股本融資的比重越大，越可能是避險型融資單位。投機型融資單位為滿足其所得而大額舉債，儘管其所得現金流無法償付本金。為履行償付承諾，此隱含這些單位需「展延」債務(發行新債來償付即將到期的債務)。…對龐式型單位而言，其營運現金流不足以償付本金或利息，除非以出售資產或借款來

(註 20)再質押，或稱再抵押，係指主要經紀商將所保管客戶的資產作為其融通資金的擔保品，該擔保品之後可能被收受方(譯者註：融通資金者)在另一次交易中再抵押。

(註 21)2008 年 10 月，高盛公司及摩根士丹利經理事會同意後轉型為 FHC。本文主要使用的「BHC」係指最大型之銀行控股公司，BHC 在法律及監管架構下與 FHC 相同。1999 年通過的 Gramm-Leach-Bliley 法案修正了銀行控股公司法案，允許 BHC 宣佈其為 FHC，從而能參與證券承銷與交易、保險及商業銀行活動，讓 BHC 有更多權利經營非銀行業務。

(註 22)2008 年 3 月當政府協助併購投資銀行貝爾斯登公司 (Bear Stearns) 之際，最早動用聯邦準備法第 13 條第 3 項的緊急貸放權，並為證券交易商設立貸放機構。嗣後當 MMF 因擠兌而停止購買 CP，Fed 亦支援 CP 市場。2008 年末期，為支撐已缺乏可靠民間信用保證的影子銀行體系，其他大額融資市場亦接受 Fed 及財政部暫時性的流動性挹注及信用計畫。

支付。此外，以借款或出售資產來支付普通股股利，將減少單位的股東權益<sup>(4)</sup>，借款方式又將使負債增加，同時提高未來營運現金流的承諾。

金融不穩定假說的第一個理論為，在某些融資結構的狀態下，經濟會穩定；在另一些融資結構的狀態下，經濟會不穩定。若避險型融資為主流，經濟將在競求及壓抑均衡（穩定）體系中良好運作；相反的，投機或龐式融通的比率越高，經濟越可能成為脫序且擴張（不穩定）體系。金融不穩定假說的第二個理論預測，過於漫長的繁榮期終究導致動盪，因穩定孕育了資產價格及信用的膨脹。本質而言，穩定使市場參與者自滿，從而無法適當地衡量資產價格下跌的機率。

基本上 Minsky 的假說描述了 2007 年至 2009 年的金融危機為擔保、流動性及償付性的惡性循環。一旦市場參與者臆測眼前的穩定為永久狀態（或至少非常久遠），繼而發展更具風險的債務結構，危機以前的穩定將衍生為動盪。當人們藉由承擔未知風險來賺取金錢的時間越長，對風險承受態度變得越輕忽。不幸的是，風險循環係自我助長的過程，在資產價格上升期間，風險溢價下降而擔保品價值升高，助長了借款行為（註 23）。

Minsky 的假說有助於解釋資本主義特有

之繁榮與蕭條循環，該循環在資產價格、房貸及影子銀行等泡沫化中扮演重要角色，且這些泡沫化於 2007 年至 2009 年信用緊縮中達到高峰。McCulley（2009）將泡沫終至破滅命名為「Minsky 時刻」。他認為 Minsky 的反向過程必定是沿著泡沫化反向迴轉的 3 個階段：資產價格下跌、風險溢價上升及槓桿降低（經濟成長出現困難）。Minsky（1992）提到市場力量內含了順循環的特性：「資本主義經濟體不時出現可能失控的資產價格膨脹與債務緊縮。在過程中，經濟變動會對經濟體系產生推波助瀾的反應，即資產價格膨脹助長資產價格進一步膨脹，債務緊縮亦助長債務進一步緊縮」。

在衰退期間，透過市場對避險型及龐式型融資風險重新定價，亦即緊縮風險性資產價格及緊縮債務，扭轉了影子銀行體系快速成長的趨勢。當全體市場參與者企圖去槓桿化，可能帶來自我助長的惡性循環，集體去槓桿化帶來更多的資產緊縮，資產緊縮使淨值下降，而相反地增加槓桿程度。影子銀行體系為信用危機的核心，尤其在金融公司將資金自其他金融公司撤離過程中更為關鍵。金融公司透過提高資本成本（抵押品折減率）以及不再續作短期融資工具（如附買

<sup>(4)</sup> 譯者註：支付現金股利會減少保留盈餘。

（註 23）在 Nakamoto 及 Wighton（2007）文章中，前花旗執行長 Charles Prince 戲謔地說道：「對流動性的比喻是，當音樂停止，事情將變複雜，但只要音樂響起，則必須繼續跳舞，現在我們仍在跳舞。」

回)，以達徹底地去槓桿（註 24）。信用市場迅速乾涸，造成流動性嚴重減少，對大多數銀行體系清償能力的信心徹底瓦解。當不再相信所有非存款資金來源時，這場全面性的系統性危機導致證券化資產及各式型態金融公司的價格下跌。

不僅如此，Minsky 的反向過程在危機過程中伴隨雪上加霜的複雜性因素。市場參與者失去信心及適度管理風險的能力，肇因於金融機構資產負債表的互相影響，係建立在對交易對手曝險及難以定價證券的不透明網絡上。流動性短缺，升高償還壓力，又進一步緊縮流動性。繼之而來的信用快速萎縮，以及對交易對手感到不安的態度，導致短期融資市場凍結，相當於電子時代中典型的銀行擠兌。

### 抑制恐慌

當影子銀行體系停止運作，流動性問題無疑對收受存款的銀行體系造成雙重打擊，對中介機構的資金來源帶來更大的壓力。此情形將再度緊縮貸放，缺乏資金的公司刪減投資並裁員，遂進一步造成經濟疲軟。流動性不足擴大償付壓力，若非 Fed 及國會非比尋常的介入，恐對美國造成陷入蕭條的嚴重威脅。

Walter Bagehot（1873）描述中央銀行被賦予對金融體系供應流動性的最後貸款者角

色，對優質擔保品給予無限制的貸款以因應市場恐慌。Fed 理事主席 Bernanke 在 2012 年 4 月的一場演講中，描述 Fed 在金融市場出現擠兌，以及市場出現負面自我助長力量時所做的因應措施：

自危機一開始，Fed 就像其他國家主要央行一樣，對金融機構…針對大範圍的擔保品…提供大量的短期流動性。回顧當時金融機構所處環境，Fed 亦對 MMF、CP 市場及資產抵押證券市場等影子銀行，提供流動性援助之後盾。可以確定的是，僅僅供給流動性絕對無法解決信用風險及信用損失的問題，但可以降低流動性溢價，幫助恢復投資人信心，從而促進穩定。當由流動性引發的資產拋售導致價格下跌，引發恐慌後所導致的信用問題，亦能藉由提供流動性而減輕。

**Fed 對於許多系統重要性公司的財務破產或接近財務破產所做的因應措施，已是最好選項中的最好選項**，因危機期間，循序地為這些公司善後的法律規定仍付之闕如，但如今我們已建立相關規範。儘管如此，Fed 的對策與 Bagehot 最後貸款者原則仍一致，即針對缺少流動性但具償還能力的公司提供擔保融通。

若將危機形容為完全由流動性引起的恐慌，則是誇大其辭。當然，危機帶來的重要決議，包括對市場及交易者保證重要金融機構的償還能力，而這種保證在很大程度上是透過注入資金，包括政府資金，以及提供擔保來實現。

（註 24）例如，當 repo（或其他短期融資工具）折減率由 10% 增至 20%，相對資產應計提的資本增加 1 倍，從而降低槓桿。

Bernanke 以「促進金融穩定與貨幣政策管理同等重要，均應作為最重要的優先政策」的聲明為其演講作結，政策制定的環境背景已改變，新的驅動力正促使監理架構建立金融市場參與者應遵守的規範。

#### 八、我們能預防金融危機重演嗎？

Dodd-Frank 法案並未直接調節影子銀行體系，而係指定財政部長所主導的 FSOC 及 Fed 來監理 SIFIs，因為這些 SIFIs 如退場（意指倒閉）時，必然會對金融市場或經濟造成

重大衝擊。為從現今金融中介市場的交織環境中區分出這些重要機構，國際金融穩定委員會（Financial Stability Board，簡稱 FSB）公布全球系統重要性金融機構（G-SIFIs）的名單，進一步稱為應為全球系統重要性銀行（G-SIBs），名單已於 2012 年 11 月更新（見表 1）（註 25）。監理者將針對 G-SIFIs 施加整合後的政策措施，包括較高的資本要求、符合監督要求的風險管理、資料整合能力、風險治理及內控，上述政策架構皆在解決「太

表 1 2012 年太大不能倒的 G-SIBs 名單

|          |            |           |
|----------|------------|-----------|
| 美國銀行     | 法國人民銀行集團   | 蘇格蘭皇家銀行   |
| 中國銀行     | 法國農業信貸銀行集團 | 西班牙國家銀行   |
| 美國紐約梅隆銀行 | 匯豐銀行       | 法國興業銀行    |
| 巴克萊銀行    | 荷蘭國際集團     | 渣打銀行      |
| 西班牙對外銀行  | 摩根大通銀行     | 道富銀行      |
| 法國巴黎銀行   | 三菱日聯金融集團   | 三井住友金融集團  |
| 花旗集團     | 瑞穗金融集團     | 瑞銀集團      |
| 瑞士信貸銀行   | 摩根士丹利公司    | 義大利聯合信貸集團 |
| 德意志銀行    | 瑞典北歐銀行     | 富國銀行      |
| 高盛集團     |            |           |

註：名單係根據巴塞爾銀行監管委員會（Basel Committee on Banking Supervision，簡稱 BCBS）列示的方法所計算。  
資料來源：FSB（2012a）。

(註 25) 相較於 2011 年公布的 G-SIBs 名單，2012 年名單增加 2 家銀行（西班牙對外銀行(Banco Bilbao Vizcaya Argentaria，簡稱 BBVA)及渣打銀行(Standard Chartered)），並移除 3 家銀行：分別為已通過有序的清算（譯者註：已國有化）的比利時德克夏銀行（Dexia），以及全球系統重要性下降的德國商業銀行（Commerzbank）與英國勞埃德銀行（Lloyds）。2013 年期間，SIFI 架構將延伸至銀行體系外，至保險公司及其他非銀行金融機構（FSB 2012a）。雖然對這些公司的命名各異一例如國內系統重要性銀行（D-SIBs）及全球系統重要性保險公司（G-SIIs）—最通俗的稱呼為 G-SIFIs。

大不能倒」(Too big to fail, 簡稱 TBTF) 機構(註 26)所衍生的系統性及道德風險問題。

就美國而言, Dodd-Frank 法案規定合併資產超過 500 億美元的 BHC 具系統重要性; 另一方面根據 Dodd-Frank 法案第 113 條, FSOC 的指導原則認定, 如果非銀行金融機構發生的財務危機將威脅到美國的金融穩定(註 27), 則具有系統重要性。期在 FSOC 及 Fed 的有效監督下, 能監控及避免金融體系累積大量的尾部風險(意指未知且統計上較不可能發生重大財富損失事件)。2010 年 7 月 Dodd-Frank 法案獲得通過, 惟仍待多年才會完全生效, 才會對銀行、影子銀行及其交易對手行為產生實質的影響。建立 Dodd-Frank 法案的規範需要 2 至 5 年的過程, 期間眾多監理單位在參考金融業的回應意見後, 必須提出、擬定並審查超過 200 條新的監理規定。在通過法令後的 2 年, 將近 400 項規則制定的要求僅完成了 3 分之 1(註 28)。

Dodd-Frank 法案據估算已有超過 8,800 頁的規定, 尚有更多內容有待完成。在開始實施該法案並執行監理規定, 以及所有利害關係者均了解這些監理規定以前, 對金融機構及市場將如何改變或是否改變的極度不確定性仍將繼續存在。

同時, Dodd-Frank 法案的目的雖欲終結 TBTF 的機構, 並創造更穩健的金融體系, 惟其正面效果將有限, 即使完全實施, 帶來的建設性衝擊亦可能被消除。但如其所示, Dodd-Frank 法案無法降低 2007 年至 2009 年金融危機以前大幅增加的金融集中度, 以及無法減輕金融機構因危機而進行更多的整併<sup>(5)</sup>。

而且, Dodd-Frank 法案中一連串的規則及監理規定是既複雜又麻煩, 金融市場中的風險性證券及銀行業運作則不斷與時俱進, 從而可能尋求規避的管道。Dodd-Frank 法案並未對降低大型金融機構的系統重要性上有

(註 26) 「太大不能倒」的實體係指, 在金融體系中的實體, 因規模太大及太互相關聯, 使監管者及政府一般會介入干預以預防其倒閉。

(註 27) FSOC 認為非銀行金融公司發生實質金融危機, 可能透過幾個關鍵管道傳遞嚴重負面效果至其他金融公司及市場: 對直接交易對手曝險部位的實質損害、資產清算, 及市場參與者倚賴的任何重要功能及服務。FSOC 發展了一套界定系統重要性金融機構的分析性架構, 方法為將 10 項法定因素及任何額外與風險有關因素等相關因子分為 6 類: 規模、互相關聯性、替代性、槓桿、流動性風險與期限錯配, 及現有監管審查。有關特定門檻及決定因子一例如全體合併資產達 500 億美元、流通在外信用違約互換之毛額達 300 億美元及衍生性金融負債達 35 億美元—參網址 [www.federalregister.gov/a/2012-8627](http://www.federalregister.gov/a/2012-8627) 之聯邦政府官報 (Federal Register) 在「特定非銀行金融公司的監管」方面的最終規定及解釋性方針。

(註 28) 2012 年 9 月之 Davis Polk Dodd-Frank 進度報告指出 398 項規則制定要求: 最終規定中已發布計 131 條, 已提出計 135 條, 尚未提出計 132 條。已通過的 237 個規則制定期限中, 已錯過了 145 個 (61%), 規定最終在期限內制定的有 92 個 (39%)。在 145 個已錯過的規則制定期限方面, 監管者仍尚未對其中 31 個 (21%) 提議。

<sup>(5)</sup> 譯者註: 更趨向 TBTF。

太大助益。雖然法條制定了許多新規定，包括風險掌控規定、額外揭露、限制銀行對其各種附屬工具（例如某些 ABS 及 ABCP 工具）的贊助，以及改變信用評等參考標準，許多影子銀行活動仍可能發生變化，從而規避 Dodd-Frank 法案的大部分監理。倘若監理限制商業銀行承擔的風險，則許多問題資產僅需移轉至較不受管制的實體。若影子銀行實體所投資的資產等級彼此間呈高度相關，即使個體機構的資產負債表相對較小，商業銀行逃避監理的能力仍將帶來潛在傷害。TBTF 的機構不僅規模龐大，亦隱含「太多不能倒（too many to fail）」及「太不透明而無法管制（too opaque to regulate）」。

儘管 Dodd-Frank 法案中的金融監理改革在抑制風險承擔的立意良善，其全面性規範及遵循成本恐不利於許多較小型且不具系統重要性的公司。此外，Dodd-Frank 法案對交互影響程度最高之金融巨擘的重整亦不夠具體。

### 金融中介的演進

任何解決影子銀行體系系統性風險的方法須體認到，信用中介已變得更加以市場為基礎，因而影響更為廣泛，且交互關係更為密切。近 30 年來，科技進步及金融創新已拓展信用中介，使其超越傳統以銀行為基礎的銀行業範圍，朝向以尋求短期性孳息資產為標的之資金為服務對象，這些資金的數量正不斷成長，主要來自家計部門的長期儲蓄、

企業的庫存現金、非營利機構的資金及政府部門基金。以市場為基礎的體系，雖然一般係最有效率的資金分配者，信用卻會受市場的擺布。過去數十年，市場已加速轉變為貨幣及資本市場直接融資，透過精密電腦及通訊的演進，徹底改變透過中介以分散風險的「銀行」業務。

經由專業化賺取所得有助於形成運用特別資產工具取得融資（如設備租賃及應收帳款）之公司。資本規範亦使銀行轉移活動至資產負債表表外工具如 SPV。例如在金融危機之前，FDIC 的存款保險限制在 10 萬美元內，許多機構型基金及精明且富有的投資人轉向風險相近的投資工具，以尋求相較傳統銀行體系外更高的報酬。影子銀行體系因專業程度更高，而較傳統銀行業更加複雜。過去數十年來，影子銀行中介供應鏈上相互獨立的各個階段及為數眾多的實體不斷地發展，金融危機期間正暴露出其弱點。

1988 年，前 Fed 主席 Alan Greenspan 在芝加哥聯邦準備銀行的演講中提出「成為中介的關鍵在於，獲得及使用信用與市場風險資訊的能力」。他認為，因資訊革命而產生的證券化已侵蝕持續擴張的中介利益（即銀行之比較利益及對經濟主要貢獻的核心要素）。隨網際網路的出現及網路銀行與線上投資的普及，當尋求舉借債務資金者發現家庭及企業儲蓄已流入市場，可作為新的資金來源時，於是投資人及借款人便產生直接連



結。力圖生存及維持利潤的銀行於是將房貸、信用卡、學生貸款及其他型式的債務憑證被集中並證券化為新產品，提供新的報酬契機。為維持利潤，較新而以市場為基礎之非銀行貸放，與較傳統而以銀行為基礎的銀行業務間的關係變得緊密，而擴大了現代的信用仲介模型，就金融層面而言，形成了更加複雜的銀行及非銀行貸放網。

從事槓桿操作的金融機構受**安全網的保障**，因此須受監控，且其業務須受限制，以減輕漫長穩定期所產生的自滿。儘管經濟理論認為，金融市場的運作為連續且理性，但實務上並非如此。市場由人們組成，人們傾向於非理性行為，經常盲從於風險追逐，或接著快速撤離。由於人為因素對經濟體流動性的大量供給及突然抽離具一定影響，使資產價格呈現波動性。金融市場的波動影響了經濟體功能；而家庭、企業及政府單位需要的是適當、穩定及可預測的信用流來達到有效運作。

進一步來看，人性本質甚至影響監理政策的制定及執行。Minsky 有關「穩定帶來不穩定」的訓詞（1986）提及監理者如何在我們的資本主義經濟循環中施以控管：「在商人及金融中介機構積極牟利的世界中，創新者總能領先監理者；當局無法阻止資產組合結構出現轉變。當局能做的，是制定各類資產的應計提資本比率，來確保銀行的資產對淨值比率維持在合理範圍。當局若能約束銀

行並瞭解邊緣銀行及其他金融機構（影子銀行）的業務，將較有機會降低經濟走向失序膨脹的可能。」

簡言之，**無法完全預防下次危機**。數年的良好經濟表現將淡化我們的記憶，促使投機性活動及共犯結構增加。自滿、過度興奮及貪心等人們的行為已根深蒂固，隨著時間亦很難改變。未來監理目標應培養人們對這些行為傾向的節制力，以確保金融體系的健全，並且在恐慌無可避免的情況下仍能持續運作，同時亦不影響商業循環的正常波動。

## 九、道德風險的不良後果

保障（指安全網）的用意係為增加金融部門的穩定。實際上，在長期可能導致不穩定的結果。如同保險，安全網在危機期間負擔損失，然而亦可能導致承擔更多風險，因參與者知道他們無須承擔行為的全部後果，此所謂道德風險。除此之外，若安全網的資金不足（即價格與承擔之風險不相符），可能在保險無法償付時引發金融動盪。如同保險公司承保後，未適當提列準備以支應未來的求償。

明確而直接的安全網包括存款保險及利用 Fed 資產負債表提供的保障（透過貼現窗口融通及此次危機期間非傳統的援助），屬於受 FDIC 及 Fed 監督及監理之保護傘下的公共財。非銀行金融中介機構在營運上未受有效的監理限制，尤其是針對資本規模、流動性緩衝部位及放款與投資種類與組合的具體

限制，因此不應獲得公共財的保障。監理是對私人機構的公共援助成本，這些私人機構創造貨幣、持有活期性存款及提供維繫經濟擴張命脈的信用體系。然而，銀行與監理者並非總是合作無間，因此便產生利用影子銀行管道謀取銀行業的好處，卻不必承擔相關監理成本。隨著信用及流動性等保障措施的增加，以市場為基礎的金融中介愈來愈多，道德風險亦因而提高。

因為有存款保險及 Fed 作為最後貸款者的外援，銀行可以利用風險性投資增加報酬，同時，在風險性投資失敗時承受有限的損失。更進一步來看，只要世上大型的 BHC 繼續壯大，消費者、債權人及 TBTF 機構管理人則會認為，當危機迫在眉睫時，政府將提供內在援助（註 29）。為降低此道德風險，銀行需受 FDIC、Fed 及 OCC 等各類主管機關的嚴格監理及資本規定。然而，債權人相信，政府當局會吸收大型及錯綜複雜金融公司發生巨大財務危機時的成本，因此不會完全替這些風險定價。儘管經濟學家及大師對

於補貼 TBTF 金融機構之規模的意見不一，在金融中介體系中，即使存在相對小的資金成本優勢亦能構成承擔風險之不當動機，以及延長競爭上的失衡（註 30）。Dodd-Frank 法案改變了對大型銀行及影子銀行的監理。該法目的係使監理者、員工及私募資金股東、權益投資人及債權人等所有利害關係人擁有透明化的工具，以監視管理階層的行為，從而防範其承擔過多風險。儘管之前已擴大及加強預防這些危機的監理工作，金融資源仍不成比例地繼續集中在大型金融公司手中，導致對 TBTF 的想法仍根深蒂固（註 31）。

此外，大型 BHC 亦面臨營運複雜性的憂心議題，因為影子銀行活動與現代銀行業的關係複雜而密不可分。Avraham, Selvaggi 與 Vickey 等學者（2012）及 FSOC（2012）陳述美國 BHC 在過去 20 年以來，成長速度已不成比例的超過名目國內生產毛額。這段期間，影子銀行活動占全體 BHC 資產的比重逐漸增加的情況並不意外，因為收入來源已轉變，朝向手續費收入、交易利得及其他非利

（註 29）Rosenblum（2012）。

（註 30）參 Brewer III 及 Jagtiani（2011）及其引述 DeYoung, Kane, Kaufman 及 Stern 的文獻。針對 TBTF 公司之信用評等中隱含政府補貼成分的量化文獻相當多，這些資金成本優勢估計在 20 個基點（0.2%）及 1% 之間。

（註 31）為縮編大型銀行而提出的系統性附加捐（systemic surcharges）、清理機制及結構性改革有其必要性，以消彌仍被視為 TBTF 公司的不公平融資優勢，Andrew Haldane（2012）在前述之外另提出了補充性政策選擇。Haldane 估計 TBTF 之隱含補貼規模—透過比較大型銀行所發行債券之「財務強度評等」（譯者註：bank financial strength rating，簡稱 BFSR）及「支援評等」（譯者註：銀行陷入麻煩時，真正能獲得援助的機率）—在 2009 年可達 3 級以上的評等差距或最高 7 千億美元目前隱含補貼（每年 3 千億美元）遠大於危機前（2002 至 2007 年每年平均 7 百億美元），將此優勢加以考量，估算 2011 年美國全體 BHC 因此而獲致好處合計為 1,080 億美元。Haldane 推論，隱含的補貼規模透露出的訊息是，TBTF 機構「天生就存於金融體系的結構及定價中」，因此結論是，目前改革倡議的方向正確，惟在程度及取信度上仍不足，大型銀行仍非「最適規模」，且金融體系仍有 TBTF 機構安然存在。

息活動。傳統商業銀行通常由單一實體來運作，而大型BHC則擁有上千家分支機構來進行信用中介以及產生盈餘。4家最複雜的BHC中，每家在至少50個國家中擁有超過2,000家法律上分開獨立的子公司。儘管有些分支機構為國外銀行，大多數則為基金、信託及金融工具等從事影子銀行活動的實體，這些活動無法直接而明確地向大眾融通及取得流動性賣權<sup>(6)</sup>。

在此情況下，越大不見得越好：可能演變為**太大及太複雜而不能管理**。大型BHC所伴隨規模及範疇經濟的優點亦帶來極大成本：美國政府安全網已擴張至超過其原欲維護美國清算系統的程度。近期監理改革的努力，透過提高資本要求，以及針對系統重要性機構發展更強健的違約清理機制，部分解決了這些道德風險問題。然而金融服務業的高複雜程度、高度交互關聯性及高度集中已使市場認為，處理大型金融集團仍會因太困難而不能解決，因此可能仍是極端危急事件中政府援助的受益方。

### 管理道德風險

成也自由及敗也自由係資本主義的基石，而自願交換（或個人選擇的自由）則為世上最繁榮經濟體系的表徵（Friedman 及 Friedman, 1990）。當經濟衰退的本質為系統性，且很明顯係由一項錯誤決定（或一系列

錯誤決定）所造成時，決策者應負起負責。紓困助長經濟體不穩定的道德風險，道德風險則削弱個人責任。破壞經濟的自然循環及自由市場經濟體系下的競爭，會干擾對資本主義極其重要的「創造性破壞」（Schumpeter, 1976）。監理係為了維護經濟體系的韌性及競爭性，使其安全渡過經濟循環。再次謹記 Minsky（1986）的智慧：「資本主義經濟下的完全自由市場，在經濟上及政治上是不可行的，此係資本主義內生不穩定的必然結果，因為在該經濟下，金融災難及經濟蕭條會經常發生。…因貨幣發生問題造成的貨幣與金融危機，以及衰退與其他系統性失靈，一直是美國經濟的常態。…用來預防或抑制危機出現的監理體系通常會瓦解，尤其在經歷一段危機蟄伏的榮景期後」。

管理道德風險的關鍵是，在追求自由金融創新、使管理階層與股東利益一致的市場紀律，以及能有效抑制過猶不及的監理尺度之間取得平衡。

### 十、適度調整激勵機制

影子銀行需要持續透過外顯及隱密的管道取得資金；以私人為後盾的支援，在金融危機期間證明不足以阻止恐慌。影子銀行體系有其優點：與傳統銀行的營運概念雖相同，但在部分領域因具較佳的市場知識及專

<sup>(6)</sup>譯者註：金融危機前，銀行為出售CDO，允許交易對手得以在其流動性不足時，將CDO以ABCP形式賣回銀行的權利。

業化而具有優勢。

儘管在危機後，影子銀行體系規模縮減，這些實體不太可能立刻消失。考量到影子銀行的持續性、規模及風險程度，以及其有助於支援信用流量及經濟成長，應妥善採行適當的改革措施。不過，由於影子銀行體系與傳統銀行間已緊密相關，尤其是與大型全球性銀行，針對其弱點提出解決方案實非易事，調整誘因並不簡單。監理者、投資者、貸款人、債權人及所有其他利害關係者應汲取這些有價值的教訓。

首先，市場有繁榮及蕭條期，以市場為基礎的信用中介體系易受此榮枯影響。監理得以限制金融創新，惟不能（或不應）控制逐利風險行為的發展。事實上，金融創新也應在未來受到仔細審視。透過廣泛運用證券化及衍生性金融商品而興起的影子銀行業，終究無法作為最初宣稱能降低風險的解藥。相反地，監理者應學聰明，留意歷史經濟學家 John Kenneth Galbraith 所說的：「金融界乘著歷史的車輪一次又一次地重複歷史，只是每一次都較上一次更為動盪」。因此問題的關鍵不是歷史的重複；而是新產品的不穩定性。在危機最為嚴峻時，衍生性金融商品的大額曝險及金融公司資產負債表間的相互關聯形成難以穿透的複雜網，使市場參與者難以評估曝險程度，並形成一連串的違約

潮，一家機構違約造成另一家機構違約，另一家再牽連另一家。

第二個教訓來自風險管理的移轉，即機構開始逐漸倚賴衡量資產組合安全性的統計指標，如風險值（value at risk，簡稱 VAR）。藉由檢視資產的歷史波動性可以決定資產組合的風險值，並利用該指標來估計損失一定金額的機率，通常為 99% 機率下資產組合的最大損失。換言之，所謂非常罕見的事件（指落入統計分配最尾端事件）會因發生的機會渺茫就被誤認為風險並不高。此似乎與風險管理有些悖逆，因為罕見而不可能發生的大量尾端事件才是最至關重要的。

對 VAR 的合理批評是其只涵蓋及只能管理**辨識到的風險**。當發生無法預見之負面事件時，顯示避險仍不足，因已知風險遠多於過去所辨識到的風險。而且，VAR 的計算上對用以決定資產波動性的過去期間極端敏感，若在金融市場及經濟的繁榮期，則可能會出現誤導結果，市場參與者因誤信資產為安全及低波動性的，而提高槓桿及風險承擔。億萬投資巨擘 Warren Buffet 的一段知名語錄：「我深悔於數學虛偽的精準（註 32）」。一旦對風險加以量化，人們便開始相信風險衡量的準確性，並認為所有有意義的事件均可加以觀察。許多人因而感到自滿，只有等到無法預見的危機再次發生並付出慘

(註 32) Pulliam 及 Richardson (2005)。

痛代價，才能醒悟。

太大及太複雜而不能管理的公司，實質上亦屬太大而不能監理的公司，導致風險承擔的負面結果更加惡化，傳遞至交易對手的威脅亦提高。VAR 為禍首之一，因其使公司相信對曝險部位的管理得宜，惟事實上公司嚴重低估錯誤賭注下的潛在後果。此甚至影響槓桿及多樣性，在危機期間，表面上看似無關的多樣化投資，可能因價格同步下降而迅速趨於幾近完美相關。

第三個欲強調的教訓係關於動機及監理未料及的潛在後果。例如，在 Dodd-Frank 法案前，監理對傳統銀行之 AAA 級房貸證券的資本計提規定非常低，因此，影子銀行 CDO 中 AAA 級的 9 成資金能透過隔夜附買回市場融通。此類型融資技術運用大量的槓桿，對欲以低資本追求較高報酬者來說隱含吸引力。因此，傳統銀行及影子銀行均有強烈動機持有這些資產以極大化短期利潤。監理者應注意到類似此種動機恐提高系統性危機同步行為的可能，並且對於需要正殖利率曲線以達利潤等商業模式或融資技術，應更加敏銳。

Dodd-Frank 法案及國際清算銀行（BIS）對全球銀行業所作規範，即第三版巴塞爾資本協定（Basel III），有可能將部分投機活動進一步推向影子銀行體系，這項後果無可厚非，因為投機活動已無法在由公共安全網所保障的傳統銀行業中進行。儘管如此，影子

銀行業難以與傳統銀行業完全切割，影子銀行對波動性的偏好不利傳統銀行，因此這些周邊業務須受嚴密監視。然而，基於金融體系的複雜性，難以匡計的每日交易及資產負債表改變的速度，對監理者實為一浩大工程。事實上，全面監理不應作為最終的目的，當銀行變得更加關注在遵守而非審慎承擔風險，以及當交易對手在監理能力所不及之處變得愈加倚賴監理者而不願多付出內部監控能力時，恐招致市場參與者忽略警覺性。如作家 Hartley Withers（1920）所言：「好銀行是由好的銀行家所建立，而非好的法律。」

好銀行的概念難以把握，卻非常重要。重要的第一步是要能真正打破大型金融集團在危機時刻將受到公共安全網援助的信念。在 Dodd-Frank 條文下所建立的有序清算機制（Orderly Liquidation Authority，簡稱 OLA）是一項必要措施，惟該清理機制在實務中如何運作的細節仍未定案。儘管辨別 SIFIs 及加強監理措施有助減少公司暴露於特定風險及資產負債表的競爭，影子銀行經理人及債權人仍須體認其自身承受潛在損失的脆弱度，以適度承擔風險及為風險訂價。**不能存有政府將援助大型金融公司的想法。**

#### 重振市場紀律及記取教訓

Keynes 謹慎地區分風險及不確定性，其中能計算出事件發生機率或頻率者謂之風險，而無法利用科學基礎估算任何發生機率

者謂之不確定性（註 33）。Keynes（1937）認為，不確定性透過3種方式影響行為，首先，人們對於仍不太了解的事物，大多忽略其未來可能的改變；其次，人們認為市場當下的看法係未來預期正確的總和，並且反映在價格及產出中；人們將抱持該想法，除非或直到有新的或相關的事物發生；第三，人們致力於服從大多數或群體平均的行為。

Keynes 說，社會中每個人致力仿照他人的心態造就了「傳統的判斷。」根據 Keynes，投資人對未來難以預測，因而失去定價的能力，惟定價可以避免「突發劇烈的改變，…覺醒的力量可能突然推升新的傳統評價基準，…無論何時，不明的恐慌恐懼及同樣不明及不合理的希望並非真的能平息，只是隱藏於檯面下。」

眾人秉持好長一段時間的信念容易招來自滿，自滿孕育了興盛；打破主張則導致泡沫的破裂。因此在市場心態轉變時，原本造成投機狂熱的傳統價值觀可能迅速崩解。重點是，相信影子銀行負債與傳統銀行存款「一樣好」，不是因為其負債真的如此，而僅僅是在危機之前如此。

傳統判斷及自滿常見於銀行、債權人、借款人、信用評等機構及監理者。英國金融專欄作家 Christopher Fildes 表示，財務循環

的定律是「危機發生在最後一位記得上次危機的人退休時」。King（2009）斷言，經濟循環的繁榮與衰退及這段期間金融市場的歡愉及恐慌，均是自由市場經濟的成本。由歷史經驗來看，只有少數世代才能避免這些危機重複上演。根本問題是，這些長久以來看似罕見及戲劇性事件已無法形塑人們及機構的行為。中央銀行所為人稱道的貨幣政策領域具有金融穩定意涵，因此其另一項重要角色應是保留集體回憶及克制現在的誘惑（註 34）。

由 Ludwig von Mises 及 Friedrich Hayek 所領導的奧地利經濟思想學派預示，信用擴張終至產生代價極高的資源錯置（「錯誤投資（malinvestments）」），最終爆發危機。對政策制定者來說，防止自我助長的去槓桿惡性循環及通貨緊縮的衰退是一項極為艱難的任務。Mises 表示：「在理解一項措施的立即效果上通常不需要多高深的經濟知識；但經濟學的工作是為了預測長期的效果，使我們在解決目前問題時避免埋下未來更大問題的種子（註 35）。」中央銀行制定政策，不僅需要權衡短期效果及長期可能的不良後果，同時還必須學習歷史經驗。

Fed 關注過去事件，反映了前 Fed 主席 William McChesney 曾說過的，「體系應該要

（註 33）對風險及不確定性之差異的說法一般亦可溯及芝加哥大學的 Frank Knight（1921），其早於 Keynes 提出這個觀點。

（註 34）有關 Fildes 的言論、Keynes 對風險及不確定的描述以及學得的經驗均出自 King（2009）。

（註 35）參見 Mises（1981）。此外，有關潛在成本看法及過於漫長寬鬆貨幣政策的危險，參見 W. White（2012）。

不斷無情地檢驗過去(註36)。」針對 TBTF 機構及系統性風險等金融監理革新的發展，Hayek, Keynes, McCulley, Minsky, Mises 及 Schumpeter 等經濟學派為總體審慎監理 SIFIs 的利害及可能的陷阱提供寶貴意見。Dodd-Frank 法案的序言說明該法案希冀：「透過改進金融體系的可靠性及透明度來促進美國的金融穩定，以結束 TBTF，並透過結束紆困以保護美國納稅人(註37)。」回首金融危機，監理者及市場參與者各自見證了 SIFIs (受輕度監理的影子銀行與受全面性監理的 TBTF 之 BHC 兩者) 如何拖垮美國金融體系。改革必定要在短期的期望效果及長期的不樂見後果間取得平衡。

本文第壹章主要討論影子銀行體系及其在金融發展中的演變，這些發展包括 CP 及 ABCP 的大量使用，MMF (伴隨批發性資金市場的其他投資人) 的興起及證券化的出現與濫用。技術進步亦扮演重要角色，能有效率地追蹤及運算交易所產生的支付流。藉由多樣化組合，證券化能降低特定資產的風險，惟危機發生前，濫用證券化反而讓風險更加擴散，同時卻掩蓋其中的規模。證券化本身僅僅移轉風險，未提高資產的品質。

第貳章描述如何從金融危機看出影子銀行活動容易受批發性資金市場緊縮的影響。支撐影子銀行體系負債的所謂無風險擔保品其實比人們想像的更具有風險(因此定價未包含這些風險)，且未受到足夠的民間信用風險保障。金融去槓桿化的惡性循環及集體對流動性的需求，促使政府部門擴大對抑制恐慌的保證措施。目前進行中的改革目標即是要避免近期再發生這些極端事件。

雖然致力於目前的改革工作可望終止紆困、解決 TBTF 問題及促進金融穩定，惟仍應謹記 Minsky 對於繁榮期的教訓：**由避險型轉換到投機型，再轉換到龐式型融資是源自對貪婪的渴求而無法停止，或許伴隨著大量的恣意盲目性(即人類傾向看見想看見的，或者選擇性的看見或視而不見)**。除了強化銀行資本及流動性的監理標準，銀行、影子銀行及資本市場等廣義銀行體系需要更良善的市場紀律及改變機構的動機，以揭開令市場困惑及導致錯價風險的不透明面紗。目前，**系統性風險的驅動因子仍無所不在，影子銀行業似乎亦蓄勢待發，若在風險承擔業務中未養成必要的市場紀律，這將是危險的。**

(註36)1968年11月26日FOMC原文第1,456頁。

(註37)Dodd-Frank法案可參考以下網址 [www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf](http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf)。

## 名詞解釋

資產擔保商業本票 (Asset-backed commercial paper, 簡稱 ABCP)

企業及金融機構為滿足短期資金需求所發行的短期債務工具 (到期期限由隔夜至 270 天不等)。特定資產池之擔保品為主要還款來源。

資產抵押證券 (Asset-backed securities, 簡稱 ABS)

由可產生現金流量之特定資產池 (例如：整批且不可單獨出售的放款、租約或應收帳款) 所擔保的交易性證券，ABS 的持有人有權收取標的資產所產生的現金流量。

銀行控股公司 (Bank holding company, 簡稱 BHC)

係指控制一家或多家銀行的公司。BHC 受 Fed 所監理，與 BHC 旗下之銀行的主要監理機關不同 (金融管理局或美國聯邦存款保險公司)。金融控股公司 (A financial holding company, 簡稱 FHC) 是一個符合資本、管理等多方面要求的 BHC，在金融服務現代化法案 (Gramm-Leach-Bliley Act) 允許的情況下從事跨業經營 (包括銀行、證券公司及保險公司等)。

國際清算銀行 (Bank for International Settlements, 簡稱 BIS)

係為一個國際組織，總部設在瑞士巴塞爾，主要目的在促進全球貨幣及金融合作，並作為全球央行的銀行。

經紀自營商

係指從事自行 (自營商) 及受託 (經紀商) 買賣有價證券業務之個人或公司。經紀自營商必須向美國證券管理委員會註冊。

擔保品

擔保債務憑證 (Collateralized debt obligation, 簡稱 CDO)

買方有權收取一組固定收益資產投資組合 (可能包括債券、放款、房貸抵押擔保證券或其他 CDO) 之現金流量的金融工具。CDO 屬於資產抵押證券的一種。

商業本票 (Commercial paper, 簡稱 CP)

企業及金融機構為滿足資金需求所發行的短期債務工具。距到期日 270 天以內的無擔保承兌票據不需向美國證券管理委員會註冊。因此，在融通流動資產 (存貨) 或各種金融交易時，CP 被視為具有成本效益的資金來源。

交易對手



簽訂金融交易合約的另一方人士或機構。參與任何交易均會面臨交易對手風險，即交易對手無法履行合約義務的風險。

**信用違約互換**（Credit default swap，簡稱 CDS）

移轉交易雙方對於某一標的固定收益商品之信用風險的協議。CDS 合約於借款人違約時提供買方相關保護。CDS 之買方定期支付賣方權利金，一旦借款人發生違約，則買方可從賣方取得相關補償，類似保險合約。

**信用中介**

在金融交易雙方之間負責資金移轉的中間人，如金融機構收受存款並貸予借款人（融資）。

**信用轉換**

透過優先求償或保證的方式提升中介債務的信用品質。信用中介機構（收受存款、承做放款，並以次級權益（譯者注：如普通股）作為損失準備）經由此方式提升優先求償權（如存款）之信用品質至其融通的放款組合之上。

**活期性存款**

存款人不需先行通知存款機構而可隨時提領資金的存款。活期性存款通常可細分為支票存款及儲蓄存款。

**存款保險**

在美國政府的充分信心及信用支持下，

**美國聯邦存款保險公司**的保障範圍涵蓋所有存款帳戶（包括支票及儲蓄帳戶、貨幣市場存款帳戶及定期存款帳戶），一旦存款機構發生倒閉事件，每位存款人在每一被保險銀行之每一帳戶的保險金額最高可達 25 萬美元。（本文以「信用賣權」一詞委婉描述美國聯邦存款保險公司支應存款價值的能力。）

**存款機構**

辦理放款並以收受大眾存款為主要資金來源的金融機構，包括商業銀行、儲蓄銀行及信用合作社。

**衍生性金融商品**

投資收益取決於標的參考實體之特性及價值的金融工具。**信用衍生性金融商品**係經由雙方協商後簽訂之合約，市場參與者可利用此工具管理信用風險缺口。CDS 係透過自營商網路系統（非有組織的證券交易）在店頭市場交易的**信用衍生性金融商品**。

**貼現窗口**

Fed 貸款機制的通稱。符合條件的金融機構（受存款準備制度規範之金融機構）得以高於市場價格的利率向 Fed 借入短期有擔保資金，以應付暫時性的流動性缺口。

**Dodd-Frank 法案**

2010 年 7 月 21 日簽署通過 Dodd-Frank 華爾街金融改革與消費者保護法案，強

化政府對於金融中介機構的監控，並擴大對複雜性金融工具、自營交易活動及消費者銀行業務的監理。該法案的序言部分揭示該法案希冀『透過改進金融體系的可靠性及透明度來促進美國的金融穩定，以終結「太大不能倒」，並透過結束紆困以保護美國納稅人』。

美國聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corp.，簡稱 FDIC）

由國會所創建的獨立聯邦機構，藉由存款保險、檢查及監督金融機構的安全與穩健、保護消費者及破產管理等方式，維護國家金融體系穩定及大眾信心。約 4,900 家銀行（占銀行體系的半數以上）受 FDIC 直接的檢查及監理。FDIC 為未加入 Fed 體系之州立銀行的主要監理機構。

美國聯邦住宅金融局（Federal Housing Finance Agency，簡稱 FHFA）

監理房利美及房地美等政府贊助機構的獨立聯邦機構。

美國聯邦公開市場委員會（Federal Open Market Committee，簡稱 FOMC）

屬於 Fed 體系，主要任務在制定美國貨幣政策。

美國聯邦準備理事會（Federal Reserve，簡稱 Fed）

美國的中央銀行，係由國會所創建，以提供更安全、靈活且穩定的貨幣及金融

體系為宗旨。Fed 的任務為執行貨幣政策，監督及管理國立與部分州立的金融機構，維護金融體系的穩定，並提供金融服務予存款機構、美國政府及外國官方機構。

國際金融穩定委員會（Financial Stability Board，簡稱 FSB）

以促進全球金融穩定為目的，負責協調各國金融主管機關與國際標準制定組織間工作的國際機構。

金融穩定監督委員會（Financial Stability Oversight Council，簡稱 FSOC）

依據 Dodd-Frank 法案第 1 章所成立的跨政府部門委員會，負責監控國家金融體系的穩定。其被授予正式指定某些大型金融公司為系統重要性金融機構（systemically important financial institutions，簡稱 SIFIs）的任務。

政府贊助機構（Government-sponsored enterprise，簡稱 GSE）

美國國會創建，以降低部分經濟部門的信用成本為公共目的，並由私人持股的金融服務公司。為屋主提供信用中介的房利美及房地美即為 GSE 的例子。

折減率

為計算資本規定、保證金及擔保品價值，將資產的市場價值扣除某一百分比，此比率取決於資產的類型、到期日、品質及市場性。當放款交易以證券

作為擔保品時，折減率是貸款人要求在該證券的市價下跌時作為緩衝的百分比。

#### 投資等級評等

由國家註冊的統計評等機構給予的 4 種最高評等之一。投資等級評等 BBB 以上代表評等機構對證券還本付息可能性的評估。AAA 是最高信用品質等級，表示債務人具有非常強的清償能力。

#### 流動性

一項資產具有流動性，表示此資產很容易轉換為現金，且在轉換過程中相對損失較小。一個機構具有流動性，表示此機構手頭上有足夠的資金，或能以籌措或舉借方式迅速滿足其現金需求。一個市場具有流動性，表示此市場的交易工具在數量上可以很容易地買賣，同時對於市場價格的影響不大。

#### 流動性後盾

當市場參與者無法藉由金融市場融通時之另一種資金來源。在資金緊迫時期，Fed 有能力及意願承接不具流動性的資產，避免其價格不斷下跌，此即為**流動性賣權**。Fed 的最後貸款人功能相當於官方的流動性賣權，而任何支撐資產之市場價值或市場性的保證亦被認為是信用賣權或流動性賣權。

#### 流動性轉換

係指發行流動性負債以融通非流動性資

產的活動。當資產轉換成現金的過程必須承受面額的損失時，則該資產流動性不足，如房貸池，因流動性不足，其交易價格較由同一房貸池所擔保但（經信評機構評等）較具流動性之資產的交易價格為低。

#### 市場紀律

市場基礎的力量，能讓公司利害關係人（股東、債權人及管理階層）相信承擔過多風險將造成公司損失。市場紀律需要透明及時地揭露公司活動，清楚（或避免過於複雜）陳述這些揭露，以及股東需認知其可能甚至**很有可能**承受損失，且損失不會由政府**安全網**吸收。這種牽涉自身利害的市場機制能極小化**道德風險**，且與監理體系共同一致提高了金融市場的韌性。

#### 市場價值

在常規交易下，買、賣雙方同意出售證券的價格。該價格可能會因證券**面額**或發行時面值而波動。

#### 期限轉換

發行短期負債（例如存款）以轉換為長期資產（例如放款）的活動。此信用中介機構須承擔展延及期間風險，亦即可能在長期資產尚未產生足夠現金流以支應短債之前，便已被要求贖回短債。

#### 貨幣市場

CP、附買回交易及國庫券等短期債務工

具之金融市場。貨幣市場工具一般視為非常安全的投資，其給予短期的暫泊現金相對低的利率作為報酬。貨幣市場構成了交易商及投資人間買賣短期債務證券的資金網路，相對於資本市場，則係用來發行及交易公司權益及長期債務證券。

**貨幣市場共同基金 (Money market mutual fund, 簡稱 MMF)**

係指僅投資於貨幣市場工具及其他相對低風險、低報酬證券的基金。與銀行的貨幣市場存款帳戶不同的是，MMF 未受聯邦保險的保障。美國證券管理委員會於 1940 年投資公司法案規範 MMF。

**道德風險**

係指風險承擔者增加所承擔的風險卻毋須負擔其行為的全部後果。由於存在損失共享制度，公共保險及安全網吸收部分成本，因此產生更多輕忽行為。

**房貸抵押擔保證券 (Mortgage-backed securities, 簡稱 MBS)**

代表取得對房貸標的資產所產生之現金流權利的交易性證券。MBS 投資人取得房貸池的利息，亦為該證券現金流的來源。這些證券屬於 ABS 的一種。

**淨資產價值 (Net asset value, 簡稱 NAV)**

資產組合的每股金額。就共同基金及 MMF 而言，NAV 係每日根據基金組合中證券的市場收盤價格計算而得。

**名目本金**

衍生性金融商品於交易中未易手的總金額，用以決定支付條件的計算依據。

**賣權**

給予所有權人一項權利而非義務，在特定日期前以一固定價格出售一定數量的標的資產之金融契約。賣權保護資產價值下跌，持有賣權的投資人得在標的資產價格下跌時獲利。以財務術語來說，存款保險可稱作**信用賣權**，允許存款人以面額「出售」存款而不用遭受損失；Fed 之貼現窗口經常被稱為**流動性賣權**，銀行得行使賣權將資產「出售」（作為擔保品）以換取短期資金。這些官方形式之賣權保護即為**安全網**，用來保護傳統存款機構。

**再質押**

主要經紀商在其他交易中以客戶資產作為其融通資金的擔保品。

**附買回交易 (repo)**

持有證券者出售證券予另一金融市場參與者以取得資金，並且同意在事先決定之未來某一時點，以特定價格再買回該證券的金融交易。附買回實務上類似於擔保貸款。附買回有許多形式，例如，證券賣方有資金需求，能以一般擔保品取得現金；或者意欲特定投資的需求者，則能換取特定證券組合。在第三方附買回交易下，第三方代理人提供證券

保管及擔保品評價、配置及交割等營運服務來幫助交易進行，第三方附買回交易為眾多現金充沛的市場參與者（包括許多影子銀行）提供了有擔保的貨幣市場借貸。

#### 展延風險

係指即將到期債務辦理續借衍生的風險。

#### 擠兌

金融機構的客戶因擔心該機構的清償能力，同時提取短期資金或存款時的情況。當民眾提取越多資金，越可能造成金融機構無法償付的預言成真。由於金融機構涉及期限、信用及流動性轉換風險，當其缺乏可靠的信用及流動性後盾以消彌存款大眾的疑慮時，容易遭受擠兌的傷害。

#### 安全網

提供公共信用及保證，使資產價格不再繼續下跌。對美國存款機構而言，FDIC 存款保險及 Fed 作為最後貸款者的流動性功能保護支付系統。這些信用及流動性後盾將風險由銀行及其債權人移轉至一般大眾，作為建立較具韌性之支付系統、較不易發生擠兌的成本。儘管公共安全網係為了降低系統性風險，惟亦產生道德風險問題。

美國證券管理委員會（Securities and Ex-

change Commission，簡稱 SEC）

國會設立的政府組織，用以規範美國證券市場及保護投資人。SEC 由總統指派並經參議院同意的 5 位委員組成。SEC 規範法令以促進完整公開揭露，並保護投資大眾以避免美國證券市場的詐欺及操縱行為。

#### 證券化

集合不同類型債務（如房貸、車貸或信用卡債務）包裝（或稱信用批次分割）成 ABS 後，將其出售予投資人的過程。

#### 影子銀行

傳統銀行體系以外，以市場為基礎的信用中介實體或活動。影子銀行實體及活動彼此提供信用，或透過「供應鏈」，以短期及具流動性資金（期限及流動性轉換）融通長期且低流動性活動。影子銀行負債通常仰賴短期市場資金，而非來自具 FDIC 保險的存款，且相較一般銀行體系受到的全面性管制較少。影子銀行包括投資銀行、金融公司、對沖基金、MMF、不動產投資信託、商業本票發行人及參與信用中介的保險公司。

特殊目的工具（Special purpose vehicle，簡稱 SPV）

為取得及融通特定資產而設立的破產隔離<sup>(7)</sup>（bankruptcy-remote）實體，於創造

<sup>(7)</sup> 譯者註：破產隔離保護證券化標的投資人不受創始機構或 SPV 母公司的破產牽連。

ABS 的證券化過程當中須利用 SPV。

#### 系統性風險

影響全體金融市場體系或金融部門的風險。系統性風險降低金融監理的有效性。該風險可能出現於任何市場，一旦市場功能遭受損傷，信心將快速瓦解。影子銀行信用中介供應鏈透過期限及流動性轉換、信用風險移轉或保證以及槓桿作用引發數個系統性風險因素。

系統重要性金融機構（Systemically important financial institution，簡稱 SIFI）

金融公司其具備之規模、複雜性及交互影響程度足以在發生困頓或失序倒閉時，對較大範圍的金融體系及經濟活動造成嚴重的干擾。目前的監理改革力欲促成對全體 SIFIs 更集中而有效的監理—透過更有力的監理命令、資源及公權力—以及希冀對風險管理功能、資料整合能力、風險治理及內控上施以更高度的監理。**G-SIFIs** 係指全球系統重要性金融

機構，其具備之規模、市場重要性及全球交互影響程度足以在發生困頓或倒閉時，造成全球金融體系的嚴重紊亂及許多國家的負面經濟後果。這些公司依據在其發生違約時對金融體系產生的衝擊程度，必須受到額外損失緩衝資本（loss-absorption capability）要求的規定。**銀行實體更特定稱為全球系統重要性銀行（G-SIBs）**。參見表一的 G-SIBs 名單。

太大不能倒（Too big to fail，簡稱 TBTF）

一種委婉的說法，形容過於大型、相互影響，且/或複雜之金融機構，若任其倒閉，可能對金融體系及經濟造成巨大傷害。參見名詞解釋 **SIFI**。

批發性融資（Wholesale funding）

活期性存款以外的大額且短期借款來源，用以融通金融中介機構的營運及活動。

## 參考資料

- American International Group (2008), "Conference Call Credit Presentation: Financial Results for Quarter Ended September 30, 2008," November 10.
- Ashcraft, Adam, Paul Goldsmith-Pinkham, and James Vickery (2010), "MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom," Staff Reports no. 449 (Federal Reserve Bank of New York, May).
- Avraham, Dafna, Patricia Selvaggi, and James Vickery (2012), "A Structural View of Bank Holding Companies," Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review* 18 (2): 65-82.
- Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market* (New York: Charles Scribner's Sons), 196-9.
- Basel Committee on Banking Supervision (2011), "Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement" (Basel, Switzerland: Bank for International Settlements, November).

- Bernanke, Ben (2012), "Some Reflections on the Crisis and the Policy Response" (Speech at the Russell Sage Foundation and The Century Foundation Conference on "Rethinking Finance," New York, April 13).
- (2011), "Implementing a Macroprudential Approach to Risk Supervision and Regulation" (Speech at the 47th Annual Conference on Bank Structure and Competition, May 5).
- (2010), (Statement before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Washington, D.C., July 21).
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Securities and Exchange Commission, and Commodity Futures Trading Commission (2011), "Risk Management Supervision of Designated Clearing Entities" (Washington, D.C.: July).
- Brewer III, Elijah, and Julapa Jagtiani (2011), "How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail and to Become Systemically Important?" Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper no. 11-37, September.
- Covitz, Daniel, Nellie Liang, and Gustavo Suarez (2009), "The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market," Finance and Economics Discussion Series, no. 2009-36 (Washington, D.C., Federal Reserve Board, August).
- Davis Polk & Wardwell LLP (2012), *Dodd-Frank Progress Report* (September).
- Financial Stability Board (2012a), "Update of Group of Global Systemically Important Banks (G-SIBs)" (Basel, Switzerland: November).
- (2012b), "OTC Derivative Market Reforms: Third Progress Report on Implementation" (Basel, Switzerland: June).
- (2011a), "Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions" (Basel, Switzerland: November).
- (2011b), "Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation," Recommendations of the Financial Stability Board (Basel, Switzerland: October).
- Financial Stability Oversight Council (2012), 2012 Annual Report (Washington, D.C.: July), 141-3.
- Fitch Ratings (2009), "Surprises, Challenges, and the Future," Fitch Ratings Global Credit Derivatives Survey (August 20).
- (2006), "Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts," Fitch Ratings Global Credit Derivatives Survey (September 21).
- Freeh, Louis J. (2012), (Statement before the U.S. Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry, Washington, D.C., August 1).
- Friedman, Milton, and Rose Friedman (1990), *Free to Choose: A Personal Statement* (Boston: Houghton Mifflin Harcourt).
- Galbraith, John Kenneth (1993), *A Short History of Financial Euphoria* (New York: Viking Books), 19.
- Gorton, Gary B. (2009), "Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007," Yale School of Management and the National Bureau of Economic Research, May 9.
- Gorton, Gary B., and Nicholas S. Souleles (2006), "Special Purpose Vehicles and Securitization," in *The Risks of Financial Institutions* (National Bureau of Economic Research Conference Report), ed. Mark Carey and René M. Stulz (Chicago and London: University of Chicago Press), 549-602.
- Greenspan, Alan (1988), "An Overview of Financial Restructuring" (Speech before the Conference on Bank Structure and Competition, Chicago, May 12).
- Haldane, Andrew G. (2012), "On Being the Right Size" (The 2012 Beesley Lectures, Institute of Economic Affairs' 22nd Annual Series, London, October 25).
- Investment Company Institute (2009), "Report of the Money Market Working Group," Washington, D.C., March 17.
- Kay, John (2010), "Should We Have 'Narrow Banking'?" *The Future of Finance: the LSE Report*, London School of Economics and Political Science, 217-34.
- Keynes, John Maynard (1937), "The General Theory of Employment," *Quarterly Journal of Economics* 51 (2): 214-5.

- (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (Cambridge, Massachusetts: Macmillan Cambridge University Press), 161.
- King, Mervyn (2009), “Finance: A Return from Risk” (Speech before the Worshipful Company of International Bankers, London, March 17).
- Knight, Frank H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit* (Boston and New York: Houghton Mifflin Co. and Riverside Press Cambridge).
- Krishnamurthy, Arvind (2010), “How Debt Markets Have Malfunctioned in the Crisis,” *Journal of Economic Perspectives* 24 (3).
- McCulley, Paul (2009), “The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey,” Global Central Bank Focus, PIMCO, May.
- (2008), “The Paradox of Deleveraging,” Global Central Bank Focus, PIMCO, July.
- (2007), “Teton Reflections,” Global Central Bank Focus, PIMCO, September.
- Minsky, Hyman P. (1992), “The Financial Instability Hypothesis,” Levy Economics Institute Working Paper no. 74, Bard College, May.
- (1986), “Stabilizing an Unstable Economy,” Hyman P. Minsky Archive Paper no. 144, Bard College, September.
- Mises, Ludwig von (1981), *The Theory of Money and Credit* (Indianapolis: Liberty Fund; first published 1912).
- Nakamoto, Michiyo, and David Wighton (2007), “Citigroup Chief Stays Bullish on Buyouts,” *Financial Times*, July 9.
- Partnoy, Frank (2009), “Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis,” in *The First Credit Market Turmoil of the 21st Century*, proceedings of the 2008 International Banking Conference (Hackensack, New Jersey: World Scientific Publishers).
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky (2012), “Shadow Banking,” Staff Reports no. 458 (Federal Reserve Bank of New York, revised, February).
- Pozsar, Zoltan, and Manmohan Singh (2011), “The Nonbank-Bank Nexus and the Shadow Banking System,” IMF Working Paper no. 11/289 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, December).
- President’s Working Group on Financial Markets (2010), “Money Market Fund Reform Options,” October 21.
- Pulliam, Susan, and Karen Richardson (2005), “Warren Buffett, Unplugged,” *Wall Street Journal*, November 12.
- Rosenblum, Harvey (2012), “Choosing the Road to Prosperity: Why We Must End Too Big to Fail. Now,” 2011 Annual Report (Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas), [www.dallasfed.org/fed/annual/index.cfm](http://www.dallasfed.org/fed/annual/index.cfm).
- Schapiro, Mary L. (2012a), (Statement of SEC Chairman Mary L. Schapiro on Money Market Fund Reform, Washington, D.C., August 22).
- (2012b), (Testimony on “Perspectives on Money Market Mutual Fund Reforms” before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the U.S. Senate, Washington, D.C., June 21).
- Schumpeter, Joseph A. (1976), *Capitalism, Socialism, and Democracy* (London: George Allen & Unwin Ltd; first published 1943), 83-4.
- Skreta, Vasiliki, and Laura Veldkamp (2009), “Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation,” NBER Working Paper no. 14761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, February).
- Smith, Adam (1776), *Wealth of Nations*, Book IV (London: Methuen & Co.).
- White, Lawrence J. (2012), “The Credit Rating Agencies: How Did We Get Here? Where Should We Go?” *Antitrust Chronicle* 4 (1).
- White, William R. (2012), “Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences,” Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper no. 126, August.
- Withers, Hartley (1920), *The Meaning of Money* (New York: E.P. Dutton & Co.), 77.
- Wriston, Walter (1986), *Risk and Other Four-Letter Words* (New York: Harper and Row), 64-5.



## 閱讀建議

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin (2009), “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” Staff Reports no. 382 (Federal Reserve Bank of New York, July).
- Anderson, Richard G., and Charles S. Gascon (2009), “The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis,” Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, November/December.
- Diamond, Douglas W., and Philip H. Dybvig (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy* 91 (3): 401-19.
- DiMartino, Danielle, John Duca, and Harvey Rosenblum (2007), “From Complacency to Crisis: Financial Risk Taking in the Early 21st Century,” Federal Reserve Bank of Dallas *Economic Letter*, vol. 2, no. 12.
- Dudley, William (2009), “More Lessons from the Crisis” (Speech at the Center for Economic Policy Studies Symposium, Princeton, New Jersey, November 13).
- Financial Stability Board (2012), “Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues,” Interim Report of the Financial Stability Board Workstream on Securities Lending and Repos (Basel, Switzerland: April).
- \_\_\_\_\_ (2011), “Shadow Banking: Scoping the Issues” (Basel, Switzerland: April).
- Fisher, Richard W., and Harvey Rosenblum (2009), “The Blob That Ate Monetary Policy,” *Wall Street Journal*, September 27.
- Gorton, Gary B., and Andrew Metrick (2010), “Regulating the Shadow Banking System,” Yale School of Management and the National Bureau of Economic Research, October 18.
- Greenspan, Alan (2011), “Dodd-Frank Fails to Meet Test of Our Times,” *Financial Times*, March 29.
- Group of Thirty (2010), “Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future,” October.
- King, Mervyn (2010), “Banking: From Bagehot to Basel, and Back Again” (Second Bagehot Lecture, Buttonwood Gathering, New York, October 25).
- Krieger, Sandra (2011), “Reducing the Systemic Risk in Shadow Maturity Transformation” (Speech before the Global Association of Risk Professionals 12th Annual Risk Management Convention, New York, March 8).
- Lowenstein, Roger (2008), “Triple-A Failure,” *New York Times*, April 27.
- Macey, Jonathan R. (2011), “Reducing Systemic Risk: The Role of Money Market Mutual Funds as Substitutes for Federally Insured Bank Deposits,” Yale Law School Faculty Scholarship Series, no. 2020.
- Masters, Brooke, and Jeremy Grant (2011), “Finance: Shadow Boxes,” *Financial Times*, February 2.
- McCulley, Paul (2010), “After the Crisis: Planning a New Financial Structure, Learning from the Bank of Dad,” Global Central Bank Focus, PIMCO, May.
- \_\_\_\_\_ (2010), (Remarks before the 19th Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies, Levy Economics Institute of Bard College, New York, April 15).
- Mengle, David (2007), “Credit Derivatives: An Overview,” Federal Reserve Bank of Atlanta *Economic Review*, Fourth Quarter.
- Morris, Charles S. (2011), “What Should Banks Be Allowed to Do?” Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, Fourth Quarter.
- Rajan, Raghuram G. (2005), “The Greenspan Era: Lessons for the Future” (Speech at a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 27).
- Singh, Manmohan, and James Aitken (2010), “The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System,” IMF

Working Paper no. 10/172 (Washington, D.C.: International Monetary Fund, July).

Tarullo, Daniel (2011), “Regulating Systemically Important Financial Firms” (Speech at the Peter G. Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., June).

(本譯文完稿於 103 年 4 月，譯者莊萱如為本行經研處專員，甘雯綺為經研處辦事員)