

英國北岩銀行事件對央行貨幣政策的啟示

黃 富 櫻

重 點 摘 要

(一) 2007 年夏季美國爆發次級房貸風暴，席捲全球金融市場，特別是大西洋兩岸的歐美國家。不僅引發證券化市場及結構性商品市場動盪不安，亦造成信用市場緊絀。

(二) 歐洲央行及美國 Fed 在八月初積極釋金或降息，贏得全球市場的掌聲；英格蘭銀行為規避道德風險，延宕一個月才進場干預的表現，令英格蘭銀行飽受輿論批評。

(三) 由於英國的財政部、金融監理機構及英格蘭銀行共同維護英國的金融安定，在金融危機發生時，英格蘭銀行及金融監理機構依備忘錄規定，應相互討論協商，並向財政部提出報告及建議措施，財政大臣可以駁回建議案。此種合作機制下，在金融危機發生時，政府不易迅速處理。

(四) 細窺英國北岩銀行於 8 月發生的流動性危機及後來發生之存款擠兌，主要是因為美國次級房貸風波，造成流動性不足。

(五) 北岩銀行流動性危機的遠因，在於其長久以來高度依賴證券化商品市場的高風險途徑募集所需資金，捨棄吸收存款的傳統資金來源。

(六) 綜合英格蘭銀行處理北岩銀行事件，具有下列主要教訓，值得各國央行深思與警惕：

1、財政部等三單位於危機初始階段低估金融危機發生的機率與嚴重程度，8 月 16 日評估認為由一家銀行接管會比較好。但北岩銀行與 Lloyds TSB 銀行的談判，因英格蘭銀行拒絕 Lloyds TSB 銀行所提出之接管優惠融通申請案而破裂。

2、英格蘭銀行 9 月 12 日在財政委員會報告，辯解若其對承受高風險之問題銀行進行融通會產生道德風險，是不負責任的行為。但事隔兩天，英格蘭銀行轉而同意融資。此種前後不一致之態度，嚴重破壞英格蘭銀行公信力及聲譽。

3、北岩銀行向央行申請緊急融通案件獲准消息於 9 月 13 日晚上外洩，造成次日銀行存款擠兌及央行不得不緊急公開央行緊急融通北岩銀行的事實。此種消息外洩造成存戶恐慌，及央行緊急金援應否保密的問題，再度讓央行成為輿論評擊的箭靶。

4、英格蘭銀行延宕一個月之久，在資金

缺口愈來愈大之際，才開始進場干預。除公開市場操作釋金 159 億英鎊外，亦前後四次金援北岩銀行，金額高達 230 億英鎊，此種延宕作業，不僅錯失第一救援時間的先機，且央行在救援資金之頻率、數量及期限，較初始即進場干預來得更密、更多、更長，甚至放寬擔保品條件。換言之，英格蘭銀行的延宕，付出更大代價，使利用公共資金救援之風險上升。

5、相較歐洲央行及美國 Fed 的積極進場釋金操作，英格蘭銀行所呈現慢半拍行事風格，彰顯該行欠缺高效率的危機處理機制，無法在危機發生初始，有效紓解市場緊張氣氛，以致讓危機擴大。

(七) 英國金融主管當局處理北岩金融危機，歷經慘痛教訓，並針對英國當前所面臨問題，提出未來應改善流動性管理、加強複雜商品的評價、充分揭露銀行表外資產的風險部位、及建立危機管理機制等具體建議。

(八) 英格蘭銀行處理北岩銀行事件的個案，對央行貨幣政策的啟示如下：

1、改善流動性管理及建立危機管理機制，對各國央行而言，備屬重要。

2、在金融危機發生時，央行作為最後貸款者，無論公開市場緊急操作或緊急金援問題銀行，準確掌握時間與速度，對平息金融危機非常重要。

3、歐洲央行、美國 Fed 不否認道德風險問題，但供應資金紓解市場緊張氣氛，及有效維持市場秩序，皆屬該兩大央行的最優先目標；反觀英格蘭銀行，頻頻辯解道德風險。事實證明，央行最後貸款者角色不須一味規避道德風險，不能在金融問題已危及金融體系、或導致經濟快速衰退時，才採取行動。

4、各國央行或金融主管當局應加強國際間的跨國合作與協調，及早偵測及緊密監控潛在的跨國風險，並研擬跨國危機處理合作機制。

5、央行應否擁有金融監理權限的議題再度浮上檯面。

一、前言

2007 年全球金融舞台熱門的戲碼首推美國次級房貸風波，其衝擊既深且遠，迄今仍餘波盪漾。不僅影響美國境內房地產市場榮枯、次級房貸不良貸款比率上升、以及帶動抵押債務憑證（CDO, Collateral Debt Obliga-

tions）金融商品的騷動；亦影響全球金融市場的波動，造成全球股市的震盪，貨幣市場資金枯竭。整體事件衍生之市場信心喪失與擴散，成為歐美各地金融危機案件頻傳之最大致命傷，如美國發生 Countrywide 與 Bear

Stearns 案件，法國發生 BNP Paribas 案件、德國發生 IKB 與 Sachsen Bank 案件，在英國則發生北岩銀行案件。

美國次級房貸所引發之銀行危機、流動性危機及證券化市場危機之總合即屬央行的業務危機，而維護金融安定則是央行責無旁貸的天職。因此，美國、英國及歐洲等國央行紛紛進場扮演最後貸款者角色，特別是歐洲央行在處理金融危機之速度與數量均震驚全球，並已贏得市場的掌聲；相較歐洲央行及美國 Fed，英格蘭銀行的審慎保守、延宕時機的作法，則飽受輿論前所未有的評擊，亦清楚突顯央行金融危機處理之速度與時間之重要性，央行維持金融安定也不能一味規避

道德風險。英格蘭銀行處理北岩銀行的個案事件已引起全球的關注與熱烈討論央行最後貸款者角色的拿捏分寸，經濟學人雜誌於 9 月 14 日甚至以特別報導「Hit by a rock-The credit crisis hits the high street」戲謔英國倫敦金融中心被岩石擊中。

本文將由英國北岩銀行個案，探討其對央行貨幣政策的啟示。全文分五節，除本前言外，第二節概要說明北岩銀行及說明其流動性不足之近因與遠因；第三節說明英格蘭銀行在此事件之危機處理及輿論之評論；第四節說明該個案對英國的教訓及對全球央行貨幣政策的啟示；最後為結語。

二、英國北岩銀行概況及其流動性不足之近因與遠因

北岩銀行個案不是銀行內部舞弊事件引發之金融危機，而是受到全球大環境牽連拖累所引起；亦非資本不足，而是流動性出問題。本節首先說明該行的概況，並由 SWOT 分析推導該行發生流動性危機之近因與遠因，另透過資金來源與運用 T 帳戶及流動性問題剖析圖，深度解析其資金來源的結構性問題。

（一）北岩銀行概況

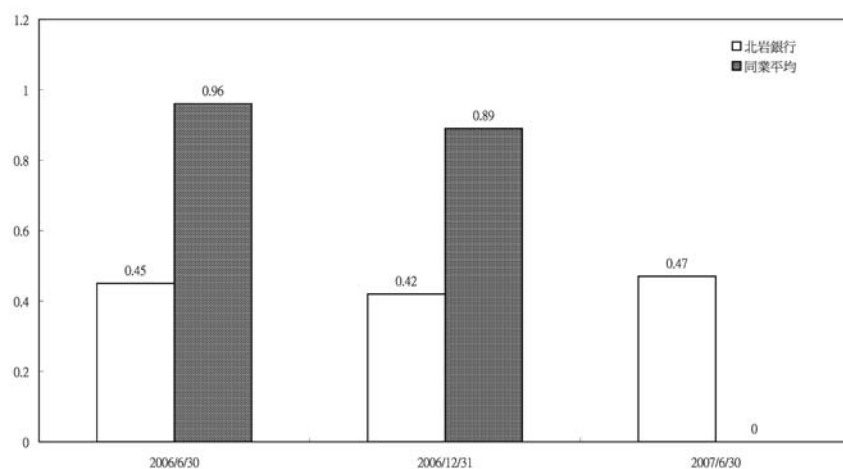
英國北岩銀行成立於 1965 年，原屬地方性之小型房屋貸款協會（mutual-form building society），1997 年 10 月 1 日股票上市後轉型

為抵押貸款銀行。目前為英國當前第五大抵押貸款銀行，該行誇稱其是英國東北部貧窮落後地區經濟之最大支柱，也是該區域之最大金融機構；另就主要績效比率（Key Performance Ratios）觀察，亦屬當前英國高成本效益之抵押貸款銀行之一。以下扼要說明北岩銀行之業務績效、獲利情形、成本及其最近之股價變動如下：

1、業務績效：

(1) 資產總額：2007 年上半年之資產總餘額為 1,130 億英鎊，較 2006 年 6 月增加 28.3%；其放款資產之品質仍屬良好，2007

圖一 北岩銀行逾期放款比率



資料來源：<http://www.northernrock.co.uk/>。

年上半年之逾期放款比率為 0.47%，僅為同業平均之半數（見圖一）。

(2)放款規模、市場佔有率與放款期限結構：北岩銀行的放款業務持續成長中，2007 年上半年之放款毛額為 19,326 百萬英鎊（註 1），較上年同期增加 30.52%。其中抵押融資佔 9 成以上，2007 年上半年之毛額為 17,434 百萬英鎊（註 2），較上年同期增加 37.16%。另就抵押融資之市場佔有率觀察，北岩銀行之市場佔有率持續攀升，2007 年上半年已達 9.7%。至於北岩銀行之放款結構，以兩年以下固定利率融資為大宗，佔 33%；次為家庭融資佔 31%；再次為兩年以上固定利率融資（通常為五年），佔 23%。後兩項合計佔 53%，顯示該行半數以上抵押融通之期限較長（見圖二~五）。

2、獲利情況：2007 年上半年之稅前利潤

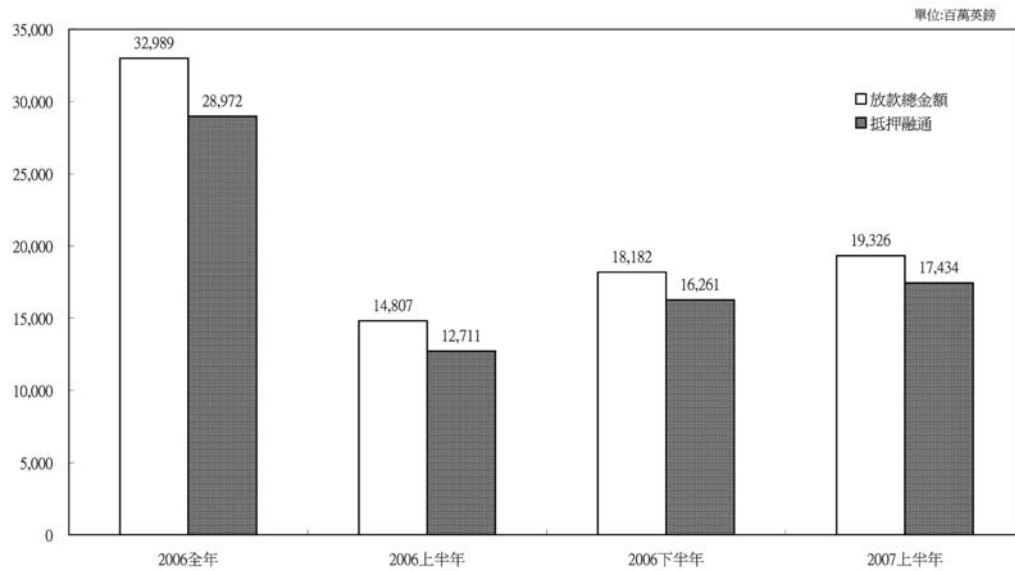
為 346.6 百萬英鎊，較 2006 年上半年增加 26.6%。

3、成本：2007 年上半年成本對收入之比率為 26.6%，低於 2006 年同期之 28.4%；2007 年上半年成本對資產比率為 0.29%，亦低於 2006 年同期之 0.31%，顯示北岩銀行 2007 年上半年的成本控管較 2006 年同期略有改善。

4、股價變動：

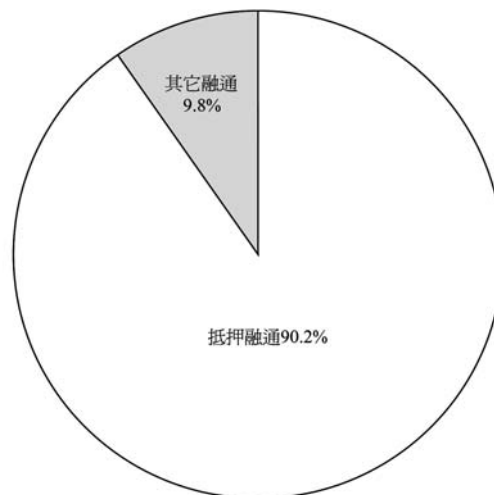
北岩銀行的股價自 2007 年初起即出現下探趨勢，主要係受市場憂慮該行今年上半年之獲利轉壞，而北岩銀行今年 6 月下修其 2006 年獲利，並公佈其今年上半年獲利較原先四月的估計值低，雙雙導致市場憂慮加重，股價連續下挫，8 月初爆發流動性不足及存款擠兌危機後，北岩銀行的股價更是垂直下降，其跌幅之深是前所未有的現象；在英

圖二 北岩銀行的抵押融通與放款總金額



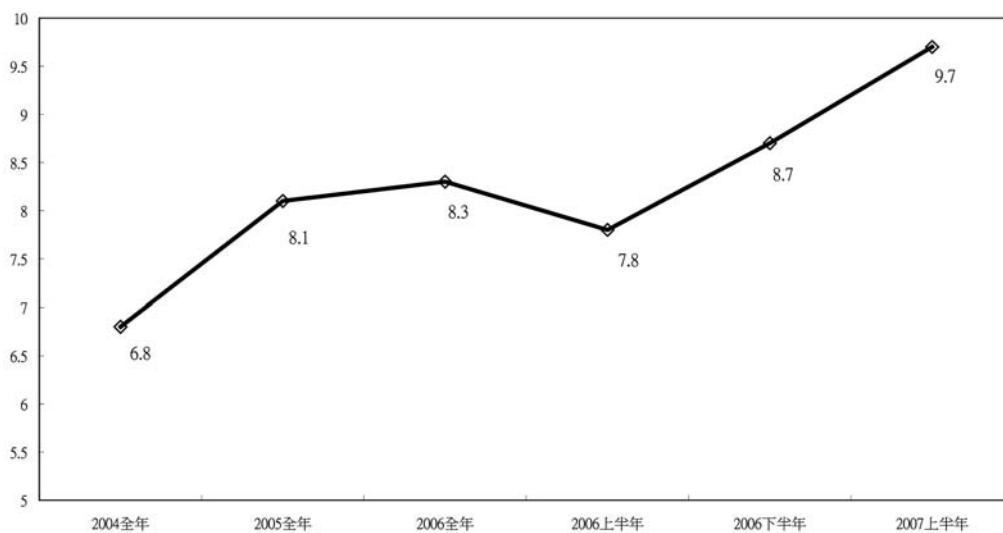
資料來源：<http://www.northernrock.co.uk/>。

圖三 北岩銀行放款結構



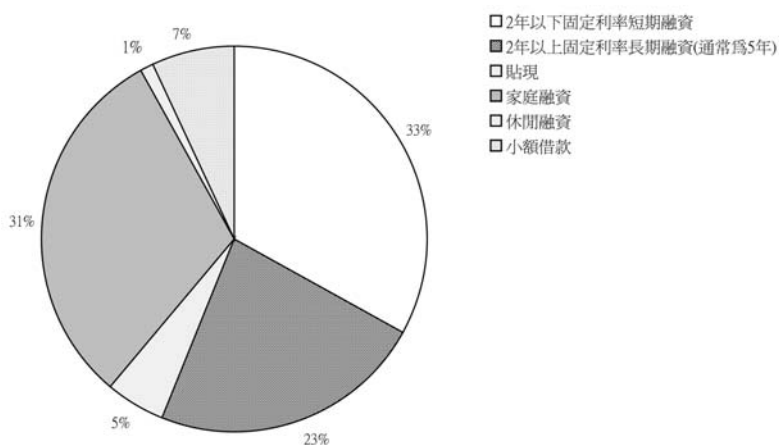
資料來源：<http://www.northernrock.co.uk/>。

圖四 北岩銀行抵押融通之市場佔有率



資料來源：<http://www.northernrock.co.uk/>。

圖五 北岩銀行貸款期限別



資料來源：<http://www.northernrock.co.uk/>。

格蘭銀行的態度 U 型逆轉，多次出手相救後，本年 10 月起北岩銀行之股價開始出現回升轉機。

(二) 岩銀行之 SWOT 分析及流動性不足之

近因與遠因

1、北岩銀行的 SWOT 分析及其危機之

近因與遠因

本單元作者由北岩銀行的 SWOT 分析，

進一步推導其流動性危機之近因與遠因，另由北岩銀行之資金來源與運用之 T 帳戶，更深度剖析其流動性問題：

(1) SWOT 分析及流動性危機之近因與遠因（見表一）

北岩銀行表面上看似不幸受到金融危機波及，但其實事出有因，以致於問題愈來愈嚴重。坦言之，北岩銀行仍具備足夠的償債能力，只是流動性出問題，在證券化市場已

發售商品提前贖回、新發售商品銷售無門、央行態度過於謹慎未能於第一時間出手相救、銀行惜售亦不願伸出援手等多重煎熬下，股價頻頻下跌，資金缺口更加惡化：

(01) SWOT 分析

資金成本低、放款條件較競爭者佳、放款品質好及逾放比率低等為北岩銀行的優勢；但過度依賴高風險之批發性資金市場、放款擴充過速、及欠缺緊急資金應變計畫則

表一 北岩銀行的 SWOT 分析及流動性危機之近因與遠因

S 優勢	● 籌資成本低，放款條件較具競爭力； ● 資本比率高於最低比率規定； ● 放款條件佳 ● 放款品質良好； ● 逾放比率甚低，僅為同業的半數。	O 機會	● 有機會成為英國第 3 大抵押貸款機構。
W 劣勢	● 過度依賴批發性資金； ● 欠缺緊急資金應變計畫； ● 放款業務擴充過速。	T 威脅	● 其資金來自國內及國外的投資者，易受全球金融事件的波及。 ● 2007 年初以來市場憂慮北岩銀行的獲利不佳，造成股價連續下跌。



流動性危機	
近因	遠因
● 美國次級房貸風波，在骨牌效應下，造成全球資金緊俏，引發信用危機，波及英國的北岩銀行。全球信用危機之緣由如下： ➢ 長久以來之低利率，特別是中長期利率水準亦偏低，導致投資者期盼在低利率環境中追逐高收益投資，因而助長高風險、高報酬商品之創新與需求。 ➢ 金融機構不再依賴存款資金挹注放款需求，反而採用證券化籌資模式（originate and distribute），提高對資本市場批發性資金之依賴。一旦資金反轉緊俏，立即陷入流動性危機。 ● 2007 年初起北岩銀行股價因投資者憂慮銀行獲利不佳而連續下滑。	● 北岩銀行放款擴充過速，其在擔保融通市場之市佔率，三年內擴充三倍； ● 北岩銀行過度依賴批發性資金來源，由證券化等發行債券募集之批發性資金約佔總資金來源之 3/4。

為該行經營上的弱勢；低資金成本讓北岩銀行之抵押貸款之市場佔有率於短短數年內成長 3 倍，成為當前第 5 大抵押貸款銀行，在未發生危機以前，市場尚一致看好北岩銀行未來有機會擠進第 3 大抵押貸款銀行；但其過度倚賴國內外之批發性資金市場，使其易受到全球金融事件的連累，此係該行經營上的最大威脅；而放款擴充速度大於籌資速度，極易產生資金缺口，在市場資金普遍緊俏之際，最容易，也最快速浮出資金結構性的問題，則為北岩銀行的第二大威脅。

(02) 流動性問題之近因與遠因

北岩銀行的流動性問題可由近因與遠因加以觀察。美國次級房貸事件波及證券化市場流動性停滯，係其流動性問題之最主要近因（有關美國房貸引起之全球金融危機，請參閱附錄一）。另一方面，2007 年初全球金融危機尚未發生以前，北岩銀行數次下修其 2006 年及本年上半年之獲利，加重投資者的憂慮，導致股價連續下滑，影響銀行形象及經營策略，亦屬流動性問題之另一項近因。

至於流動性問題之遠因，當非一日之寒。北岩銀行放款擴充過速，復主要依賴批發性資金市場之資產負債結構面問題，係該行長久以來經營上的隱憂，在此波證券化市場萎縮之助燃下，使該行之流動性面臨前所未有的緊俏。Moody 信用評等公司在 2006 年即曾提出警告，指出有些銀行之放款擴充速度大於其籌資速度，在批發性資金市場已暴露出崩潰的風險。Moody 在一年前之上述警訊，亦足以用來舉證北岩銀行流動性問題之遠因。

(2) 資金來源與運用及流動性問題剖析

前一單元由 SWOT 分析推導北岩銀行金融危機之近因與遠因，本單元則由北岩銀行之資金來源與運用 T 帳戶更深入解析其危機之結構性遠因，並由放款資金四大來源面，圖解北岩銀行今夏所遭遇之流動性問題。

(01) 由資金來源與運用揭露長久以來之結構性問題

圖六以 2006 年 12 月 31 日之資料為例，顯示北岩銀行的資金來源與用途之 T 帳戶，

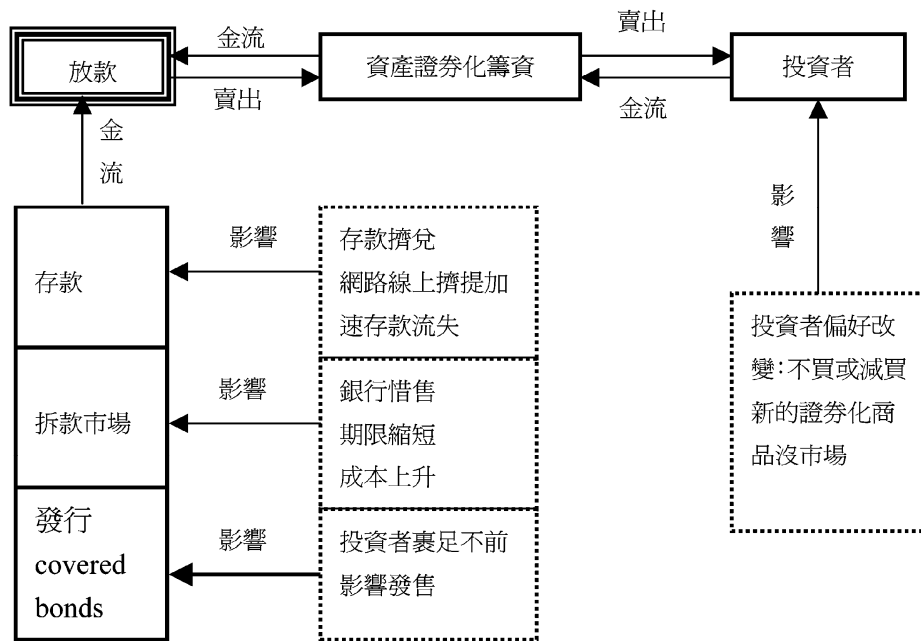
圖六 2006 年 12 月 31 日北岩銀行之資金來源與用途 %

流動資產	13	存款(Retail)	22
抵押融資	77	海外債券發行(Wholesale)	24
其他融資	9	證券化債券(Securitized bonds)	40
其他資產	1	債券發行(Covered bonds)	6
		資本	4
		其他負債	4
合計	100	合計	100

資料來源：作者繪製，北岩銀行 2006 年年報。

圖七 北岩銀行流動性問題剖析圖

美國次級房貸風波引發國際金融市場動盪，市場信心潰堤



T 帳戶係分析資金來源與用途之最簡單、易懂的工具。就 T 帳戶資金運用面觀察，抵押融資係北岩銀行之最主要資產，佔 77%，流動資產僅佔 13%。但就負債面之資金來源面觀察，證券化債券為大宗，佔 40%，次為在批發性資金市場海外債券發行，佔 24%，再次為零售性存款資金，佔 22%，債券發行（covered bonds）佔 6%。若不考慮存款資金，北岩銀行由發售債券募集資金之比率高達七成。短短三年內，北岩銀行的證券化商品發售業務快速發展，2007 年已成為最大的發售銀行。

(02) 由放款資金來源面圖解流動性問題
圖七則從放款資金來源圖解北岩銀行的

流動性問題，該圖主要以資產證券化、存款、拆款及發行債券等四大構面說明北岩銀行之放款資金來源。在外在大環境改變時，將直接影響內部之資金籌措能力。今夏美國次級房貸風波，引發國際金融市場動盪，造成市場信心盡失。就投資者而言，市場風險升高，及市場不確定性加溫，導致投資者的偏好改變，無法對證券化商品或結構性商品正確評價之高投資風險下，投資者可能不買、或減買，在新商品銷售無門之資金不流入，甚至銀行須買回子公司發行之債券，風險回流銀行資產負債表等多重煎熬下，直接影響銀行資金調度能力，進而使放款業務萎縮。

另就存款、拆款及發行債券（covered bonds）之資金來源面觀察，市場信心潰堤，造成存款擠兌，加上網路線上提領之作業方式，使存款流失速度加快，9月14日當天即造成存款流失10億英鎊，約佔總存款之4-5%；投資者裹足不前，加上股價下跌，亦連帶影響債券發售；至於拆款市場，原屬銀行短期資金之最佳調度場所，但在銀行囤積

資金、惜售資金或縮短期限及提高利率之壓縮下，北岩銀行欲由拆款市場籌措資金反而是雪上加霜，更何況平素該行對拆款市場之依賴不足，一旦資金情勢反轉，在欠缺動用額度之承諾下，自然不易獲得銀行的拆出資金。由圖七之剖析圖，可清楚洞察北岩銀行流動性問題之困境所在。

三、英格蘭銀行的危機處理及輿論的評論

本小節說明英國在1997年取消央行金融監理權限後之三頭馬車式的金融安定機制、英格蘭銀行處理北岩銀行危機個案之過程、以及該行頃近遭遇如雪花紛飛般的指責，特別是來自新聞媒體的負面評論。

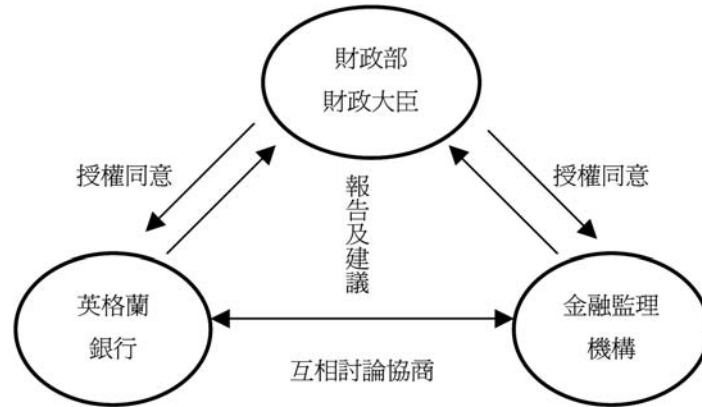
（一）英國三頭馬車的金融安定機制

英國於1997年修正英格蘭銀行法，自此賦予央行貨幣政策的獨立性。修法同時將央行原先之金融監理權限移至金融監理機構（FSA, Financial Supervision Agency），亦將經理國庫之業務移至新成立之政府債務管理局。央行法修正後，央行負責對金融市場的監控，金融監理局則負責對金融機構之監理工作。財政部則邀集英格蘭銀行及金融監理機構共同簽署三單位的備忘錄（Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority），共同促進英國的金融安定。

根據三單位之備忘錄，財政部居召集人角色，得邀約英格蘭銀行及金融監理機構共同會商攸關英國金融安定之議題。該備忘錄亦規定面臨金融危機之處理方式，以及英格蘭銀行擔任最後貸款者角色之相關說明。金融危機處理是英格蘭銀行維持金融安定任務之重要工作，備忘錄中指出在危機發生時，英格蘭銀行需要進行緊急融通，俾使金融問題之風險不會擴散至其他金融體系，不致危及金融安定。因此，若英格蘭銀行及金融監理機構評估認為有必要進行緊急融通時，兩單位會緊密相互協商，同時或分別向財政大臣報告，並提供可行建議措施。財政部以照顧納稅人的權益為己任，因此，若認為建議措施恐讓公共資金曝險時，財政大臣可以駁回英格蘭銀行及金融監理機構之建議案（見圖八）。

就備忘錄之意旨觀察，由三單位共同承

圖八 英國三頭馬車之金融安定機制



資料來源：Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority.

擔維護金融安定之責任，且各司其責，是一種未經金融危機檢驗之理想模式。但一旦面臨今夏發生損傷如此嚴重之金融危機時，此種共同合作模式，形同三頭馬車，令整個事件之危機處理在時間及速度方面成為阻力，儼然成為無人全權負責之景象，此亦係社會輿論聲浪最大之處。事實上，就 1997 年央行法修正時，明白訂定央行應負責（is responsible for）整體金融體系的安定，及三單位簽署備忘錄後，僅僅規定英格蘭銀行應致力（contributes to）於維護整體金融體系的安定之法律用辭加以觀察，亦透露英格蘭銀行當前在處理金融危機，促進金融安定之立場，較往昔薄弱。此種薄弱用辭，與美國 Fed 主張央行在預防及緩和金融危機工作上居關鍵性的重要角色（key role）更截然不同。

（二）英格蘭銀行處理北岩銀行危機個案之

過程

英格蘭銀行為提昇流動性管理架構，自 2006 年 5 月起實施貨幣市場操作新架構（參見附錄二），俾能控制隔夜拆款利率緊沿著央行政策利率變動。實施一年餘已展現初步效果，但隨著八月初起貨幣市場利率飆升，進一步引發貨幣市場資金緊絀，並爆發北岩銀行流動性問題。英格蘭銀行為促進金融安定，亦進場干預，但其危機處理深受新聞媒體評擊，亦受全球的矚目。本單元將述說央行危機處理的完整過程，並分析同樣面臨存款擠兌之美國 Countrywide 銀行及英國北岩銀行之差異，以及英國隔拆利率與三個月期拆款利率等貨幣市場利率之變動情形，最後說明輿論對英格蘭銀行扮演最後貸款者的批評意見。

1、北岩銀行事件與英格蘭銀行進場救援

之完整過程

2007年8月8日歐元地區及美國之拆款利率迭創新高(註3)，次日8月9日隨即在美國次級房貸事件之骨牌效應下，爆發信用危機，並迅速蔓延至大西洋兩岸的金融市場，特別是引發證券化市場停滯，進而帶動貨幣市場枯竭。各國金融市場相繼傳出抵押貸款銀行或投資銀行出現嚴重虧損的新聞，如美國之Countrywide及Bear Stearns，法國的BNP Paribas，以及德國之IKB及Sachsen Bank。在英國則以北岩銀行之受傷最為慘重。茲說明北岩銀行初始發生階段及政府進場干預之過程如下(見表二)：

(1) 危機發生初始階段：

事實上，北岩銀行的危機在2007年初股價持續下探時，即已露出端倪，但整個貨幣市場資金供應仍屬正常。8月初以降，銀行為求自保，開始惜售並囤積資金起，北岩銀行在證券化市場資金斷炊之壓力下，轉向拆款市場尋求援助，不是四處碰壁，就是必需付出高資金成本，以及縮短借款期限。影響所及，北岩銀行於8月13日告知金融監理機構，該行已遭遇困難。

(2) 財政部等三單位成立專案小組：

財政部等三單位卻遲至8月22日才成立專案小組，共同研商解決之道。初期亦低估危機發生機率與嚴重程度，三單位認為由一家銀行接管會比較好，而延宕了危機處理的最佳時機。事實上，確有Llyods TSB銀行有

意接手，但其向央行申請接管優惠融通之案件遭央行拒絕後，9月10日北岩銀行對外公告雙方的談判破裂。

(3) 北岩銀行發生存款擠兌：

9月13日北岩銀行向央行申請緊急融通獲准之消息走漏，造成市場恐慌，9月14日一大早北岩銀行門外旋即大排長龍進行存款擠兌，在網路線上提領存款之加持下，一天之內損失存款資金10億英鎊，約佔存款總餘額之4-5%存款擠兌延至9月17日才停止。

(4) 英格蘭銀行延宕一個月才進場干預：

英格蘭銀行總裁Mervyn King基於央行緊急融通衍生道德風險之顧忌與辯解，亦使央行錯失扮演最後貸款者角色之最佳時機，並促使後來需要緊急融通之金額大幅快速增加。英格蘭銀行遲至9月14日才進場金援，較北岩銀行聲稱有困難請求支援的時間，整整落後約一個月。其實就脆弱的金融機構特質，落後一天已相當嚴重，更何況落後一個月之久。英格蘭銀行的金援態度U型逆轉，雖前後四次對北岩銀行進行緊急融通，整個融通金額累計高達230億英鎊，央行亦不得不放寬融通期限及放寬擔保品規定。此外，英格蘭銀行之公開市場緊急操作亦不若歐洲央行及美國Fed積極，遲至9月13日起僅陸續釋出資金155億英鎊。

回顧八月初美國次級房貸風波發生時，歐洲央行及美國Fed均基於金融穩定之天職，於第一時間透過公開市場操作注入市場大量

表二 英國處理北岩銀行金融危機事件之過程

日期	北岩銀行	財政部、金融監理機構及 英格蘭銀行等三單位	英格蘭銀行（單位：億英鎊）			
			緊急融通		公開市場緊急操作	
			金額	累計	短期操作	三個月期 操作
8/8-8/9	全球爆發信用 危機					
8/13	北岩銀行告知 金融監理機構 該行有問題， 需要協助。					
8/16		評估認為由一家銀行接 管會比較好。				
8/22		政府成立危機處理專案 小組。				
9/10	北岩銀行宣稱 與 Lloyds TSB 之談判破裂					
9/12		央行總裁在財政委員會 報告，說明道德風險之辯 解。				
9/13	北岩向央行申 請緊急融資。 核准消息外 洩。				44 （申報金 額 255）	15
9/14	存款擠兌	金融監理機構重申，北岩 銀行有償債能力，可以繼 續營業。	130	130		
9/15	存款擠兌					
9/17	存款擠兌停止	宣佈保障 9/19 以前存款 戶的權益。				
9/19						100
9/26					宣佈操作 但無銀行 申報	
10/1		修改存款保險上限，由原 先之 31,700 英鎊提高為 35,000 英鎊。				
10/9		擴大存款保障，包括 9/19 以後之存款，存款保險上 限提高為 35,000 英鎊。	30	160		
10/16		央行說明拒絕 Lloyds TSB 申請優惠融通之理由				
10/26			50	210		
11/1			20	230		
11/6	尋求買主及進 行重整。					

資金，英格蘭銀行為規避道德風險，不願依循歐洲央行及 Fed 的第一時間作法，在 9 月以前遲遲未行動，而加重資金市場的緊俏態勢。總之，此種延宕金融危機處理的時間，事後復不得不出手相援的做法，不僅延誤北岩銀行之復元工作，亦不利英國的金融穩定，更使英格蘭銀行前後不一致，而顏面盡失，成為最大輸家。

(5) 財政部等三單位提供存款保障：

英國的存款保險機制不若他國有保障，欠缺破產法等危機處理機制，係此次金融危機事件存款擠兌延續 3-4 天之最主要原因。基此，財政部等三大單位於 9 月 17 日由財政大臣代表發表存款保障之聲明，重申政府將保障 9 月 19 日以前存款戶之權益；10 月 9 日再度聲明擴大存款保障，包括 9 月 19 日以後存款的保障，並將存款保險上限由原先分級設定比率之最高 31,700 英鎊，提高為存款不分級距一律最高為 35,000 英鎊。

2、英國北岩銀行與美國 Countrywide 銀行事件之比較

美國次級房貸風暴發生後，Countrywide 抵押貸款銀行亦曾發生存款擠兌現象，但存款擠兌很快就停止。反觀英國北岩銀行之存款擠兌歷時約 3-4 天，在政府於 9 月 17 日提出前所未有的存款保障後，存款擠兌才停止。同樣是抵押貸款銀行，同樣發生流動性問題，亦同樣發生存款擠兌，美國 Countrywide 能快速滅火，英國北岩銀行則延宕多時，

使問題更加惡化。

英國北岩銀行與美國 Countrywide 銀行事件兩者間有何不同的制度性差異，頗值得加以探索。茲整理兩者的差異如表三。總言之，美國之銀行有緊急流動性保險，在急難發生時可以利用承諾額度獲得緊急融通，英國的北岩銀行則無；美國的存款保險制度較英國優，其對存款戶的保障金額較英國高，且可快速獲得理賠；美國有破產法，一旦發生金融危機，可有效隔絕有聯邦存款保險保障之存款帳戶，不致在第一時間引發存戶的恐慌，英國則無；央行公開市場釋金操作之態度與頻率亦屬重要，可有效在第一時間調節市場的緊張氣氛，可撲滅欲燃之火苗。美國 Fed 的積極釋金操作，有效舒緩市場的資金緊俏，英國央行則過度謹慎，9 月以前遲遲未進場操作，而喪失第一時間澆息火焰的先機，殊為可惜與遺憾。事實上英格蘭銀行在 1974 年亦曾成功化解 Cedar Holdings 銀行的存款擠兌，當時央行除扮演最後貸款者角色外，亦曾點名大型銀行提供資金援助 Cedar Holdings 銀行，以保護存款人。

美國與英國在制度上的設計容有不同，但維持金融安定皆屬央行責無旁貸的目標，兩國央行的目標相同，但在市場氣氛緊繃時之釋金態度卻明顯不同，央行的釋金態度更攸關舒緩金融危機的時間與速度之關鍵因素。兩國的做法不同，其結果自然不意外，美國 Countrywide 銀行的流動性危機很快消

除，英國的流動性危機則延宕數日，且愈來愈嚴重。

3、貨幣市場利率的變動

英國北岩銀行的流動性風暴，雖源自美國的次級房貸風波，但銀行惜售並囤積資金以自保，實係造成北岩銀行流動性困境之問題癥結。北岩銀行無法由批發性資金市場籌措資金後，改由拆款市場拆入資金，但都面臨拆不到資金，即使銀行願意拆出但成本明顯提高，期限顯著縮短的現象頻頻發生。銀行在自保及對交易對手之風險不確定之高風險下，只願借出極短期之隔夜資金，不願拆出3個月期拆款，導致兩種期限之拆款利率的波動幅度拉大，茲說明如下：

(1) 隔夜拆款利率

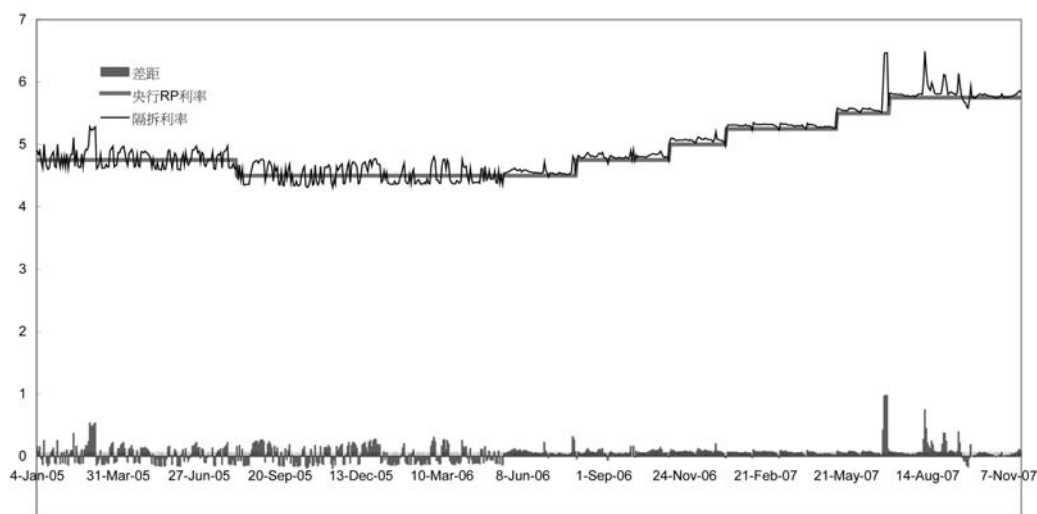
英格蘭銀行歷時兩年餘進行貨幣市場操

作改革，2006年5月起並已實施新架構，其改革目的即係以流動性管理為主要考量，希望新的操作模式能使隔夜拆款利率依循央行的政策利率變動。圖十顯示在2006年5月以前隔拆利率與央行政策利率間之波動幅度較大，5月實施新制起，兩者的差距明顯縮小，隔拆利率大都緊沿著央行政策利率變動，確已發揮貨幣市場操作新制的期望效果；7月起，在謠傳美國即將發生次級貸款風暴及全球股市下跌陰影籠罩下，開始引發全球短期利率的騷動，特別是銀行間拆款市場，英國的隔拆利率於7月2日及3日均飆高至6.47%，8月10日更飆高至6.49%，皆較央行政策利率高出72-74bp；10月初以來在央行多次緊急融通後，隔夜拆款利率之波動幅度已顯著下降（見圖九及十）。

表三 英國北岩銀行與美國 Countrywide 銀行金融危機事件之比較

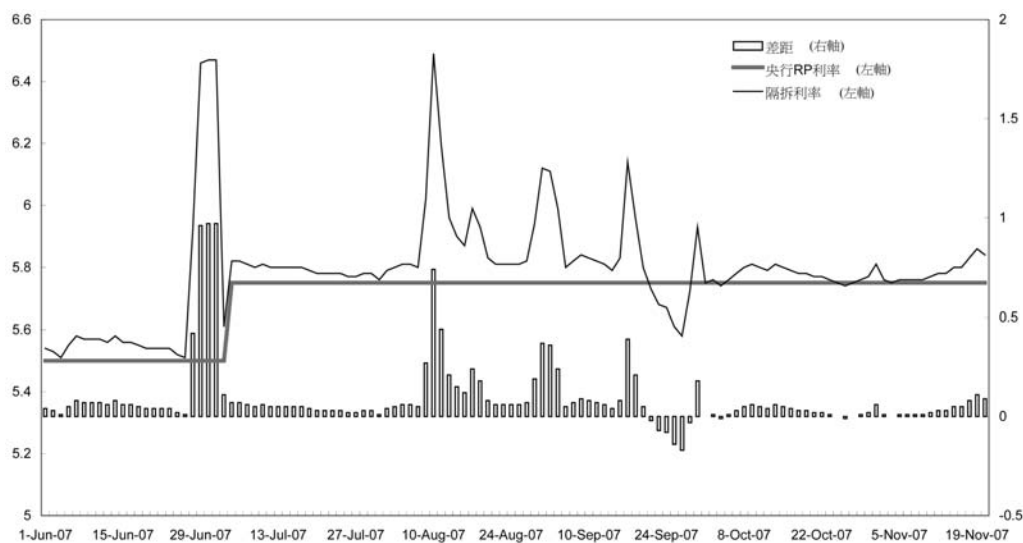
	美國 Country Wide 銀行	英國 北岩銀行
緊急流動性保險	Country Wide 每年花數百萬美元向大型銀行進行緊急流動性保險，此次信用危機時，Country Wide 在 8/17 由銀行的承諾額度獲得 115 億美元的資金融通。	無。
存款保險	每戶存款保險上限為 100,000 美元，且於短短數天內獲得理賠。	原先之存款上限為 31,700 英鎊，北岩銀行事件發生後 10/9 起存款上限為 35,000 英鎊。
銀行破產法	有	無
央行公開市場操作	八月初事件發生之第一時間，Fed 頻頻進場釋金，同時調降主要融通利率 50bp，及調降聯邦資金利率一碼。	英格蘭銀行多說少作，在 9 月以前並未仿效歐洲央行及 Fed 的公開市場操作釋金作法，以致喪失先機，並使資金不足金額越滾越大。
影響結果	- 存款戶較有信心，存款擠兌很快消散。 - 很快消除流動性危機。	- 存款戶無信心，一旦發生擠兌，其他存戶很快跟進，且不會很快消失。 - 流動性危機延宕多日，且愈來愈嚴重。

圖九 2005 年 1 月以來英國的隔拆利率與央行的政策利率



資料來源：<http://www.bankofengland.co.uk/>。

圖十 2007 年 6 月以來英國的拆款利率與央行政策利率



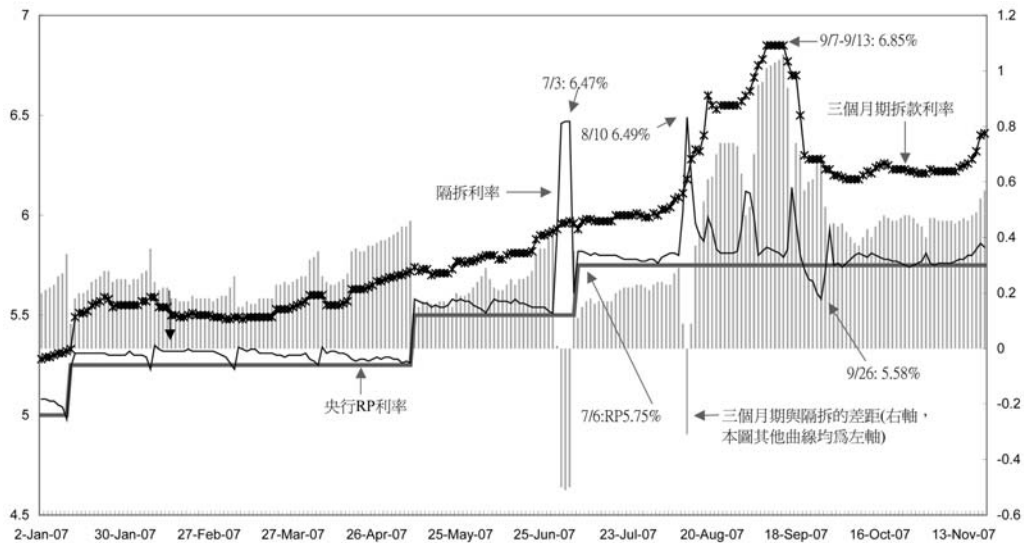
資料來源：<http://www.bankofengland.co.uk/>。

(2) 三個月期拆款利率

三個月期拆款利率通常是市場衡量資金鬆緊的重要指標，各國央行亦都重視三個月期拆款利率的變動。英國的三個月期拆款利

率在本年 6 月底以前大都維持穩定變動，7 月起受到全球金融危機衝擊，其與央行政策利率，及與隔拆利率間之差距亦開始擴大。9 月 7 日至 13 日達到高峰，三個月期拆款利率飆

圖十一 2007 年 1 月以來英國的隔拆利率與央行政策利率



資料來源：<http://www.bankofengland.co.uk/>。

高至 6.85%，接著開始下降，主要與央行 9 月 14 日同意對北岩銀行緊急融通，及央行進行 3 個月期公開市場操作有關。事實上，3 個月期拆款利率飆升，與銀行惜售及囤積資金有絕對的關連，央行態度不夠積極，未能即時進場操作，亦推升利率上升壓力（見圖十一）。

事實上，貨幣市場緊俏的現象普遍發生在各國，特別是歐元地區、美國及英國。就市場慣用之資金鬆緊度衡量指標（註 4）加以觀察，以美國最為緊張，在 8 月間曾高達約 2.5%，在 Fed 進場操作後雖有改善，但仍維持平均約 1.5% 之偏高水準，亦為三者中最高；英國於 8 月底及 9 月初曾超過 1.0%，9 月中旬以後已顯著降低至 0.5% 左右；至於同期間歐元地區的指標則一路上升，接近 1%。

歐元地區的資金指標雖一路上升，但尚維持小幅上升走勢；美國 Fed 及英國的資金指標之上下波動幅度則較大。

（三）輿論對英格蘭銀行最後貸款者角色的評論

英國財政部、金融監理機構及英格蘭銀行今夏處理金融危機，飽受批評，其中尤以對英格蘭銀行的指責與評擊最為嚴重，可謂空前絕後，史上絕無僅有，媒體甚至放話憂心央行總裁的職位不保。茲彙整輿論對英格蘭銀行此次表現的負面意見如下，當然，亦有民眾支持央行的作法，只是批評的聲浪似已淹蓋過對央行總裁的鼓勵，央行在今夏確已承受無比的教訓：

1、維持金融安定係央行的職責，但民眾無法感受央行在第一時間站在解救危機的火

線上，民眾亦不知道誰該對解救金融危機負全責。英格蘭銀行須遵從三頭馬車之合作機制，但矛頭卻都指向英格蘭銀行。

2、央行作為最後貸款者角色，對問題銀行進行緊急融通之前，可透過公開市場緊急釋金操作，經由間接伸出援手的方式，先舒緩貨幣市場之緊張氣氛，甚至能因此解決問題銀行的危機。在此階段央行的最後貸款者扮演市場造市的角色；若發現仍有需要時，再進行問題銀行的緊急融通，這是一般常見的央行最後貸款者角色。因此，央行今日輸一滴血，可避免明日大流血，是千古不滅的定律，是央行金融危機處理的藝術與技術。英格蘭銀行未及時救援，延誤最佳時機，加重惡化程度，以致後續須進行更多的緊急融通，即須輸更多的血，反而增加國家資金救援的風險。

3、英格蘭銀行總裁態度審慎，卻過於保守。不斷在各種公開場合辯解央行對承擔過

渡風險之銀行緊急融通，易產生道德風險，是一種不負責任的行為。該行頻頻高聲疾呼道德風險的作為是一種不智之舉，已引起民眾的反感，特別是9月12日央行總裁的財政委員會報告，更被譏為最大敗筆。

4、在金融危機處理上，鄰國歐洲央行及美國 Fed 的積極表現，更激起民眾對英格蘭銀行的不滿。英格蘭銀行多說少作，與歐洲央行及美國 Fed 均積極操作，少說多做的態度迥然不同，市場甚至認為英格蘭銀行總裁應多多向歐洲央行總裁學習。

5、英格蘭銀行總裁對北岩銀行之緊急融資態度出現 U 型反轉，不僅突顯央行態度的不一致，亦嚴重毀損央行的信譽，市場並稱此次金融風暴英格蘭銀行是最大輸家。

6、英格蘭銀行無危機處理機制，整個事件看起來無人負責。因此，有些鷹派人士主張應恢復央行的金融監理權限。

四、北岩銀行個案對英國的教訓及對各國央行貨幣政策的啟示

英格蘭銀行處理北岩銀行案件飽受輿論指責，其所經歷之慘痛教訓，正足以告誡英格蘭銀行本身及各國央行，是一個學習中央銀行業務的活生生又殷鑒不遠的教材。本節將先說明各國央行在同時維持物價安定與金融安定之兩難，並比較歐美央行今夏危機處理的差異，最後說明英格蘭銀行所習得的教

訓及對各國央行貨幣政策的啟示。

（一）央行維持物價與金融安定雙目標之兩難

英格蘭銀行在金融危機的處理態度雖飽受批評，但亦有其可以被容忍的理由，此正足以說明央行在處理金融危機時，同時兼顧物價安定與金融安定的兩難。茲由圖十二說

明央行的抉擇兩難如下：

1、正常情況下：央行提供足夠的流動性，即能維持市場順利運作，有效維持金融安定。另一方面，由央行理事會或貨幣政策委員會決定適度的利率水準，則能透過貨幣政策傳遞機制，維持物價安定，達成通貨膨脹目標。

2、金融危機發生時，央行的干預措施包括未進行任何金援、調降央行政策利率、調降貼現率、緊急公開市場操作、放寬合格擔保品規定及個別問題銀行緊急融通等六種方式，其中後五種係央行進場干預之各種不同措施，易產生各種不同程度的潛在道德風險問題（註 5）。茲分別扼要說明如下（見圖十二）：

(1) 未進行任何金援：將使資金更為凍結，市場利率上升，最後傷及經濟發展，亦不利物價安定目標之達成。此種情境有違常理，其發生機率不高。

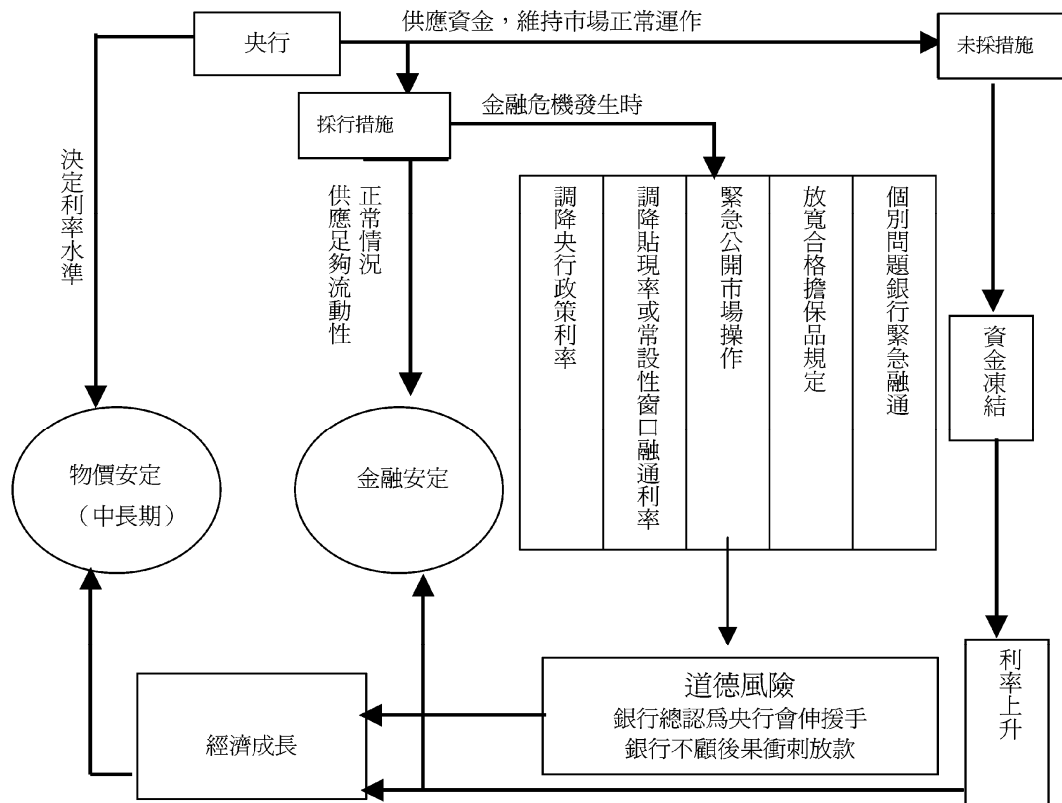
(2) 央行調降政策利率：央行為有效刺激內需，若採更積極的作法，直接調降政策利率，則可能產生通膨上升隱憂，也會危害經濟發展，亦干擾物價安定目標之達成。此外接調降政策利率，亦容易誤導大眾，認為央行重視資產價格波動勝於確保金融安定。美國 Fed 在 9 月 18 日調降聯邦資金利率目標一碼之作法，曾引發市場不少迴響，短期內似能安定市場信心，長期間是否造成通貨膨脹隱憂，有待時間加以驗證。美國央行的作法

正足以說明金融市場盛行之「Greenspan put」流傳，亦彰顯 Bernanke 是一位容易被政治人物及市場說服（overpersuaded）的央行總裁，即使他本人一直努力想擺脫前任主席 Greenspan 的陰影與壓力。

(3) 央行調降貼現率或常設性窗口融通利率：央行為鼓勵銀行使用貼現窗口，以有效紓解貨幣市場之緊張氣氛，引導短期利率依循目標水準變動，亦可能調降貼現率或常設性窗口融通利率。例如美國 Fed 在 8 月 17 日調降主要融通利率二碼，主要融通利率與聯邦資金利率目標之固定加碼幅度，由原先之 100 個基本點降為 50 個基本點。此種措施旨在確保短期利率依循央行目標利率變動，其道德風險雖不明顯，但因係屬金融危機當時的緊急措施，仍易產生潛在道德風險的疑慮。

(4) 緊急公開市場操作：在金融危機期間，央行若維持例行資金操作不變，將導致拆款利率的波動幅度轉劇，並高於目標利率。因此，央行很自然地會調整其操作模式，額外增加緊急微調操作，挹注大筆資金，優先紓解市場緊張態勢。例如，今夏歐洲央行及美國 Fed 皆在流動性危機最初階段，透過公開市場操作進行緊急釋金操作。此種微調操作的目的亦係為維持短期利率平穩變動，其潛在道德風險亦不明確，但因無法循正常情況資金估測作業方式，進行資金需求估計，因此，有可能發生央行釋出過多

圖十二 央行維持物價與金融安定目標之兩難



資金之錯誤與疑慮。

(5) 放寬合格擔保品規定：當金融危機發生時，央行為進行大量釋金操作，可能面臨銀行之合格擔保品不足之窘況，特別是合格擔保品範圍較狹窄的國家。因此，為有效及時紓解市場資金旱象，央行放款合格擔保品規定的措施，在央行的實務操作中亦屬常見的現象。惟若上述寬鬆規定只適用少數或單一特定銀行，則極易產生道德風險問題。例如，英格蘭銀行在今夏處理北岩銀行的流動性危機時，亦曾放寬合格擔保品規定，甚至寬限制北岩銀行之所有資產均可抵充擔保

品。

(6) 對個別銀行緊急融通：央行若積極對問題銀行進行緊急金援，可能無形中灌輸銀行錯誤的觀念，認為央行在問題發生時一定會出手救援，因而忽略本身承擔之過度風險，更積極衝刺放款業務，最後出現道德風險危機，甚至危及金融安定。此係英格蘭銀行總裁所秉持幾乎無法動搖的信念，也是遭受批評最多之處。

(二) 英格蘭銀行與歐洲央行及 Fed 危機處理之比較

報載英格蘭銀行總裁 2003 年上任以前及

以來，並無任何金融危機處理之個人經驗，其副總裁亦欠缺危機處理經驗，更嚴重的是，金融危機發生時，負責督導金融安定處之副總裁巧逢休假中。種種因素湊在一起，加上歐洲央行及美國 Fed 積極的危機處理態度，雙雙使英格蘭銀行飽受攻擊。歐洲央行與美國 Fed 危機處理的成功經驗，及英格蘭銀行從經驗中學到的教訓，值得各國央行深思與學習。

表四由危機發生第一時間之釋金操作態度及央行總裁對外談話之態度與頻率等兩個構面，加以說明三大央行之差異處及影響結果：

1. 危機發生第一時間之釋金操作態度

危機發生之第一時間，歐洲央行震驚全世界率先進行公開市場操作釋金 948 億歐元，

短短數天之內共計釋金 2,112 億元（約合 2,878 億美元），8 月 23 日另進行 3 個月期釋金操作 400 億歐元，累計總數達 2,512 億歐元；美國 Fed 在 8 月 9 日及 10 日亦合計釋金 620 億美元。反觀英格蘭銀行在 9 月以前並未積極釋金操作，9 月以後才稍有操作，但離第一時間已延宕約一個月的期間。

2. 央行總裁對外談話之態度與頻率

歐洲央行及美國 Fed 謹言慎行，少說多作，但均在第一時間對市場喊話，明白告知央行已感受到市場的緊張氣氛，歐洲央行稱將保證提供無限資金拯救市場，美國 Fed 則強調一定維持市場秩序。Fed 及歐洲央行的實際作為確實與其對市場之喊話相呼應，此即央行公信力之價值所在，歐洲央行總裁之積極態度並贏得 Trichet 模式(Trichet-esque)的雅

表四 美國 Fed、歐洲央行及英格蘭銀行對流動性危機之因應對策

	Fed 及歐洲央行		英格蘭銀行			
危機發生之第一時間之操作釋金態度	歐洲央行	Fed	9 月以前釋金操作非常不積極，9 月以後才稍有操作。			
	(1).歐洲央行率先注入大筆資金，震驚全世界； (2).8/9-14 共計釋金 2112 億歐元，8/23 再釋三個月資金 400 億歐元合計 2512 億歐元。	(1) 8/9-10 釋金操作 620 億美元， (2)另調降主要融通利率 50bp，及調降聯邦資金利率目標一碼。	公開市場緊急操作		緊急融通	
			9/13	短期 44 億英鎊；三個月期 15 億英鎊	9/14	130 億英鎊
			9/14	三個月期 100 億英鎊	10/9	30 億英鎊
			9/26	宣佈操作，無銀行申報。	10/26	50 億英鎊
			11/1	20 億英鎊		
對外談話態度及頻率	謹言慎行，前後一致，多做少說。		辯解太多，多說少作。最後態度 U 型反轉，前後不一致，嚴重毀損央行公信力。			
影響結果	可能產生資金過多之疑慮，但前後一致，民眾有信心。		固執、堅持，而弄絀一池春水，更糟的不是春水，而是水庫的水已枯竭，使資金問題更惡化。原本央行輸一滴血，可有效遏止明日之大流血，反而變成需要輸更多血。			

號。反觀英格蘭銀行不斷對外解釋央行無法馬上緊急融通之理由，其多說少作之方式，錯失第一時間救援的先機，亦嚴重毀損央行信譽，後來之 U 型逆轉，甚至摧毀央行的公信力。

3. 影響結果：

事實勝於雄辯，歐洲央行及美國 Fed 金融危機之處理方式，快速消彌市場之不確定性，亦快速修補市場已流失之信心，使金融機構及民眾之損失減至最小，是一種雙贏的戰略。歐洲央行及美國 Fed 的積極勇於任事之態度雖可能產生資金過多之疑慮，但其言行前後一致，亦贏得民眾的信心。何況一旦發生資金過多時，央行可透過公開市場沖銷操作，以附賣回方式沖銷多餘的資金，對央行而言是輕而易舉的操作。歐洲央行總裁的「一般貨幣政策與緊急流動性管理的任務不同」之說詞，深得全球市場的認同。反觀英格蘭銀行的處理方式，反而加重問題惡化的程度。延宕時機的結果，迫使央行仍要進場救援，且援助金額較第一時間就進行援助來得多，援助期限亦拉長，英格蘭銀行真的是「得不償失」。

（三）英國在北岩銀行事件所習得的教訓及對各國央行的啟示

英國北岩銀行承當過渡風險的經營策略所引發之流動性問題，固應由其董事會及管理團隊所負責，但單一個案事件有不利整體金融安定之虞時，央行有責在「科學與藝

術」或「藝術與技術」之間做出睿智的抉擇，快速平息金融危機。英國央行與歐洲央行及美國 Fed 均在同一時間面臨金融危機，後二者的作法贏得市場喝采，英國央行則飽受攻擊，並經歷教訓。

1. 英國在北岩銀行事件所習得的教訓

美國次級房貸風波迄未平息，仍餘波盪漾，現在檢驗金融危機的結果及央行的功過是非，或許言之過早。但英國全國上下鑑於此次金融危機所產生之教訓，已認真檢討其金融危機處理機制及若干制度上的設計，渠等認為若干制度須進行改革，如存款保險制度（註 6）。正因為英國欠缺應有的機制與設計，使英國在今夏蒙受慘痛的教訓。茲由財政部、金融監理機構及英格蘭銀行所共同體認的建議事項說明英國所承受之教訓如下：

（1）改善流動性管理

（01）全球法規以金融機構之資本適足性為重點，較少重視流動性管理。北岩銀行不是資本不足，而是流動性不足。

（02）應嚴格規定銀行須有緊急資金應變計畫。北岩銀行於今年 1 月及 5 月成功發售證券化商品募集資金，亦計劃於本年 9 月進行第 3 次證券化發售業務。但北岩銀行卻於 8 月 13 日坦承有流動性困難，足見該行欠缺緊急資金應變計畫。

（03）銀行需要有更好的壓力測試，應將銀行的流動性策略加入壓力測試模型中。北岩銀行先前亦曾通過金融監理機構之壓力測

試，但仍發生危害金融安定之情節，足見金融壓力測試之現有模型須加以檢討改進。

(2) 複雜金融商品的評價

複雜金融商品經過多重包裝，甚至蕾絲加邊後精裝售出，以吸引投資者的興趣。高報酬必伴隨高風險，其盈虧理應由投資者自行負擔。但在技術創新之媒介下，金融創新商品不斷推陳出新，如資產擔保債券，及衍生性市場推出之結構性商品，其商品內容之複雜度已非市場最後投資者所能了解。投資者為獲取高投資收益，不惜機械式直接引用及相信信用評等機構之金融商品信用等级評定之鄉愿作法，在此次美國次級房貸風波引發證券化市場商品信心疑慮的問題，亦逐一浮現。因此，信用評等機構應基於社會責任協助投資者清楚了解複雜金融商品的內容與結構。投資者應能輕易取得相關投資資訊，並體認金融商品評價之不確定性。有趣的是，英格蘭銀行的內部人員亦坦承不易確實了解結構性複雜金融商品之真實內涵與風險所在。英格蘭銀行監控債券市場的能力，已因證券化債務市場快速成長而受到侵蝕。

(3) 銀行表外資產揭露須更透明化

銀行為規避法規限制，採行證券化籌資（originate and distribute）經營模式的風險過度集中，雖有賴金融監理單位加強金融監控與檢討改進，但更應規定銀行揭露其表外資產負債表之風險部位，讓投資者更清楚銀行經營業務所承受之風險。

(4) 建立危機管理機制

北岩銀行流動性危機突顯英國欠缺危機管理機制，英國存款保險制度亦不能確保存款人的信心；缺少破產法，無法於危機發生當時，有效隔絕有存款保障存款帳戶之安全。

另外值得一提的是，央行對問題銀行緊急融通消息走漏，引發存款擠兌的現象，亦引發央行緊急融通應否保密的爭論。就各國央行的實務作法觀察，大多數央行為避免引起民眾恐慌，多採秘密方式進行緊急融通。最後，金融監理機構低估北岩銀行金融危機發生機率，以及英國央行過度憂慮緊急融通的道德風險，亦同時指出英國此次危機處理的隱憂。

(5) 國際間各國金融主管機關在風險評估及處理金融危機時，應加強合作與協調，並進行跨國的金融監控，不僅以國際統一準則監控跨國的特別風險，亦須及時指出跨國間相互依存之潛在風險。

(6) 英國銀行公會建議央行降低其常設性融通利率 25bp 或 50bp，目前之常設性融通利率為央行政策利率加碼 100bp。銀行界認為現行利率太高，銀行利用該融通窗口之意願不高。美國 Fed 的主要融通利率原先依聯邦資金利率目標加碼 100bp，次級房貸風波發生後，Fed 率先於 8 月 17 日調降前述利率 50 bp，並鼓勵銀行多多利用貼現窗口，並一再重申不會影響銀行信譽；利率調降後，多家

大型銀行已向央行借取貼現窗口資金，支援需要資金之銀行，此種間接金援的方式，亦可有效疏解金融體系的流動性危機。

2. 對各國央行貨幣政策的啟示

英國所經歷之慘痛教訓，及所習得之寶貴經驗，是一種值得加以研討之個案，亦屬本文探討英國北岩銀行事件對央行貨幣政策啟示的研究重點。就上述英國檢討北岩銀行事件所產生之建議內容觀察，對各國央行貨幣政策的啟示如下：

(1) 改善流動性管理及建立危機管理機制，對各國央行而言，備屬重要。

(2) 在金融危機發生時，央行應專注於干預操作的結果與後果，而不能只依循規定進行干預。因此，央行作為最後貸款者，無論公開市場緊急操作或緊急金援問題銀行，在準確掌握時間與速度方面，對平息金融危機非常重要。

(3) 歐洲央行、美國 Fed 及英格蘭銀行，在今夏金融危機發生之際，對央行最後貸款

者衍生道德風險議題所釋出的訊息截然不同，同屬先進國家央行，但其訊息卻有一絲衝突性。歐洲央行、美國 Fed 不否認道德風險問題，但供應無限資金紓解市場緊張氣氛，及有效維持市場秩序，皆屬該兩大央行的最優先目標；反觀英格蘭銀行，反而頻頻辯解道德風險。事實證明，央行最後貸款者角色不須一味規避道德風險，不能在金融問題已嚴重危及金融體系崩潰、或導致經濟快速衰退時，才採取行動（註 7）。

(4) 全球化之下金融商品與資金之移動速度頗快，跨國間之相互依存及相互影響程度至深，任何風吹草動易使市場信心潰散，快速蔓延。因此各國央行或金融主管當局應加強國際間的跨國合作與協調，及早偵測及緊密監控潛在的跨國風險，並研擬跨國危機處理合作機制。

(5) 央行應否擁有金融監理權限的議題再度浮上檯面，鷹派人士強烈主張應賦予央行金融監理權限。

五、結 語

英國北岩銀行事件震驚全球金融市場，該行發生流動性危機之近因係受到美國次級房貸事件的波及，及 2007 年初該行股價下滑；其遠因則來自該行過度依賴批發性資金市場使然，一旦全球批發性資金市場停滯，骨牌效應下立即影響銀行的資金來源。北岩銀行承擔過渡風險的經營策略所引發之流動

性問題，固應由其董事會及管理團隊所負責，但單一個案事件有不利整體金融安定之虞時，央行有責在「科學與藝術」或「藝術與技術」之間做出睿智的抉擇，快速平息金融危機。

值得強調的是，美國次級房貸事件因市場信心潰堤且迅速蔓延所引發之銀行危機、

流動性危機及證券化商品與結構性商品危機，表面上個別危機是獨立的，但加總起來就是央行的業務危機，而維持金融安定復屬央行責無旁貸的天職。英國央行與歐洲央行及美國 Fed 均在同一時間面臨金融危機，後二者的作法贏得市場喝采，英國央行則飽受攻擊，並經歷前所未有的教訓。英國由殷鑑不遠的教訓中習得應該改進之處，包括應改善流動性管理、加強複雜商品的評價、充分揭露銀行表外資產的風險部位、及建立危機管理機制等。

世界各國央行可由英格蘭銀行的慘痛經驗，獲取重大啟示，包括(1)改善流動性管理及建立危機管理機制；(2) 在金融危機發生時，央行應專注於干預操作的結果與後果，而不能只依循法規規定進行干預；(3)準確掌握時間與速度，對平息金融危機非常重要；(4)中央銀行因應金融危機所採行措施，不須一味規避道德風險，不能在金融問題已嚴重危及金融體系崩潰、或導致經濟快速衰退時，才採取行動；(5)各國央行或金融主管當局應加強國際間的跨國合作與協調，及早偵測及緊密監控潛在的跨國風險，並研擬跨國危機處理合作機制；(6)央行應否擁有金融監理權限的議題再度浮上檯面。

北岩銀行並非本身內部的單獨事件引發危機，係受到全球金融市場的大環境拖累；亦非資本不足，而係流動性不足使然。再者，貨幣市場並非沒有資金，而是不確定性

風險升高，銀行為求自保，惜售、囤積的結果，使拆款市場利率飆升，期限縮短，三個月期市場成為有行無市的嚴重窘狀。現在檢驗金融危機的結果，可能言之過早，但英國央行最新發表之通貨膨脹報告均下修 2007 年及 2008 年之經濟成長預測，顯示金融危機已造成經濟成長減緩，同時指出利率可能下降。

回顧金融歷史，不管法規多聰明或有多嚴格，金融危機未曾歇止。事實上，在高度競爭的金融市場仍可能出現主管當局不樂見之金融問題或危機，但不可能完全消滅金融市場的所有風險及採行零缺失的完美機制，市場零缺失管制反過來會阻礙市場的競爭力與創新發展。英美兩國的金融法規設計明顯不同，美國的金融法規優先保護消費者，英國法規則強調金融自律精神，優先協助市場健全運作及降低銀行成本，因而將英國推向世界最大金融中心的地位，此種較為寬鬆之金融管理，在此次金融危機中確也付出代價，動搖其國際金融中心的地位。

總之，北岩銀行個案實質上已造成北岩銀行、英國央行及倫敦為世界最大金融中心之聲譽受損，其中尤以央行的公信力損傷最為嚴重，輿論並一致公推英格蘭行為今夏金融危機之最大輸家。英格蘭銀行處理北岩銀行危機個案的經驗與教訓，正足以警惕全球央行，同時也是學習央行業務，特別是金融危機處理的個案教材。

附錄一、全球金融危機之流程

2007 年夏季，一個美國金融市場之單一事件，在風險不斷蔓延，不確定性不斷升高，特別是資產證券化市場及衍生性結構性商品，導致消費者信心潰散，一發不可收拾，將整個金融危機擴散至其他金融機構，並由國內蔓延至國外，最終導致全球信心渙散之金融危機，包括股市下挫，及信用緊絀之流動性危機。附圖繪示今夏以來全球金融危機發生之流程，可粗略分三大階段加以說明如下：

（一）美國次級房貸逾放比升高

美國次級房貸在長期低利率環境中一枝獨秀，帶動美國房市榮景。但隨著經濟好轉及通膨壓力威脅下，Fed 多次調升聯邦資金利率目標，導致絕大多數抵押貸款利率節節上漲，遠超出借款者當初借款時所能承受之利息負擔；益因資金寬鬆，為衝業績，次級房貸之貸放條件異常寬鬆，信用不佳之借款者亦能輕鬆借取資金，進行房地產投資自用或投機獲利。在借款者無力履約償付貸款後，造成逾放比升高，美國房市榮景不再。

（二）證券化市場推波助瀾，風險擴散，市場不確定性升高

事實上，單一高逾放比事件的衝擊應屬有限，往昔亦曾因銀行不良債權比率 (NPL) 過高，而導致銀行經營困難，經濟成長減緩

之歷史紀錄，但其衝擊層次與今夏之次級房貸高逾放比不同。其主要原因包括：

1、2001 年至 2004 年 6 月全球金融市場在各國央行為刺激國內需求，相繼調低利率下，使短期利率與中長期利率皆維持在偏低水準，債券投資之殖利率水準已偏離投資者長期所習慣之傳統常態，爰導致全球的投資者汲汲追逐高收益、高風險的投資，在高需求帶動下，金融機構透過 conduits 或 SIV（special investment vehicles）之金融創新工程，研發推出許多高複雜度、不透明、又層層蕾絲精裝的證券化商品及結構性商品。一般投資者並不了解前述商品之複雜度及風險所在，亦無法進行個人化之資產評價，乃機械式地只依賴信用評等公司的信用評等資訊，以致在市場風聲鶴唳時，引發信心危機，並迅速蔓延，而愈演愈烈，難以收拾。

2、另一方面，在證券化市場蓬勃發展發酵下，美國次級房貸之貸放機構不再高度仰賴傳統形式較穩定之存款資金挹注放款需求，反而將放款出售經由證券化之高難度金融工程，將放款重新包裝後發行擔保資產證券，出售予投資者，進而募集資金作為銀行放款之資金來源。此種證券化籌資（originate and distribute）之經營模式，終究為今夏的金融危機灑下種子，亦使單純之高逾放比事件

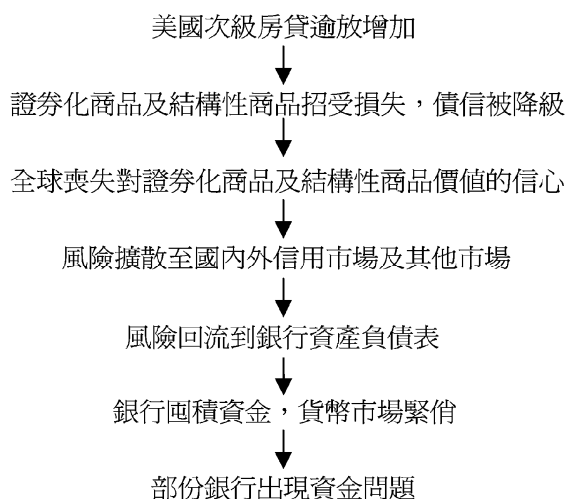
波及大西洋兩岸的證券化市場，造成市場信心潰散的全球性流動性危機。

（三）銀行囤積資金、惜售

金融機構是脆弱的，經不起任何風吹草動，此種特質更突顯為何促進金融安定是央行的天職，因為央行身居經濟活動的心臟中樞，有能力也是唯一能扮演最後貸款者角色的機構，央行責無旁貸應供應足夠的流動性，才能維持市場順利運作。今夏危機引發

之高度不確定性，包括不知道銀行虧損或資金缺口究竟有多大，亦不知道危機在何時、何地會結束，甚至不知道交易對手的風險在哪裡、有多高，而導致銀行囤積資金、惜售、調高拆款利率、縮短拆款期限等種種反常的行為，使市場資金異常緊俏，實係流動性危機之主要緣由。其實市場並不缺金，只是多數銀行進行防禦性之自保行為，而加重資金緊俏之惡化程度。

金融危機流程圖



資料來源：Bank of England(2007), Financial Stability Report, Oct. 2007, Issue No.22 °

附錄二、英格蘭銀行 2006 年 5 月以來 之貨幣政策操作新架構^(註 8)

英格蘭銀行自 2004 年起歷時 2 年餘改革其貨幣市場操作，其目的在加入自己的創意，建構完成一套適合英國的智慧型利率區

間操作架構及常設性窗口操作機制，新制已於 2006 年 5 月實施，俾提昇該行之流動性管理架構效率化、安全化、彈性化，在簡單、

透明、易懂的操作架構與公正、具競爭力的英鎊貨幣市場的市場導向運作下，能成功執行貨幣政策委員會之決策，促使隔夜拆款利率緊沿著貨幣政策委員會決定之附買回利率變動。

英格蘭銀行貨幣市場操作改革後之新架構包括新採平均準備制度、縮小公開市場操作頻率與期限、及兩段式利率區間寬幅三大方向：

（一）新採平均準備制度：

改採平均準備制度對英格蘭銀行而言係一項全新的創舉，惟其實務迥異於國際慣例。該行之平均準備制度不具法源基礎，是一種行政命令；準備目標則為一區間範圍，而非法定應提準備之特定金額。實務操作上，由銀行自行設定準備目標，央行則設定（1%的目標範圍。央行對合乎準備目標者付息，未達目標者則有罰責。擴大參與央行貨

幣市場操作的合格對象，亦係英格蘭銀行的重點改革工作，以有效改善往昔侷限於少數清算銀行使用央行工具，反而造成市場利率波動的不利現象。

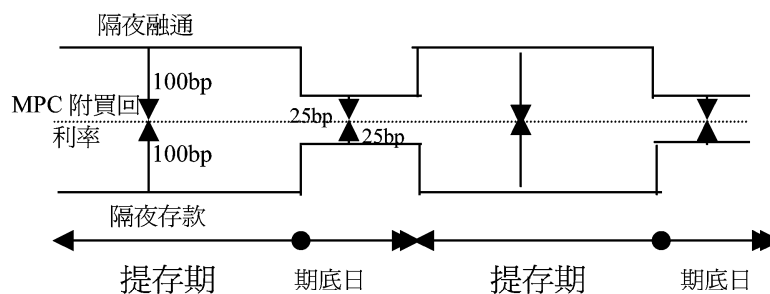
（二）縮小公開市場操作頻率與期限

英格蘭銀行此次改革亦大幅縮小公開市場操作頻率，由往昔之一日數次改為一週一次，提存期底則佐以微調操作。

（三）兩段式利率區間寬幅

利率區間操作之上下限差距仍維持上下對稱 100 基本點之方式，但提存期底之常設性窗口操作之上下限利率則大幅縮小為上下對稱 25 基本點（見下圖），此種兩段式利率區間之操作方式亦迥異於他國央行只有一種利率區間之方式，英格蘭銀行宣稱希望其創新的改革措施能進一步成為他國央行學習仿效的對象。

英格蘭銀行之兩段式利率區間操作圖



資料來源：作者自行彙整資料後繪圖。

附 註

- (註 1) 2007 年 6 月底之放款總餘額為 96,040 百萬英鎊。
- (註 2) 2007 年 6 月底之抵押融資總餘額為 87,393 百萬英鎊。
- (註 3) 8 月 8 日歐元地區之隔拆利率在極短時間內，由 4% 飆高至 4.6%。
- (註 4) 係指三個月拆款利率與三個月期國庫券利率之差距。
- (註 5) 參考 Gonzalez-Paramo, Jose Manuel (2007)。
- (註 6) 財政部等三單位已於 10 月 9 日公佈「Banking Reform-Protecting Depositors: discussion paper」，請各界提供改革建議，並發表意見。
- (註 7) 參考 Summers (2007)。
- (註 8) 參考黃富櫻(2006)。

參考資料

- 黃富櫻(2006)，「由英格蘭銀行新近貨幣市場操作改革談國際間央行貨幣政策操作策略之新趨勢」，國際金融參考資料第 51 輯。
- Bank of England (2007), Financial Stability Report, Issue No. 22, October 2007.
- Economist (2007), “Lessons of the fall: How a financial darling fell from grace, and why regulators didn't catch it”, October 18th, 2007.
- Economist (2007), “Credit crunch: Central banks have played a starring role”, October 18th, 2007.
- Economist (2007), “Only human: The turmoil in financial markets has posed hard questions for central banks-Their reputations are now staked on their answers”, October 18th, 2007.
- Economist (2007), “When the credit dries up ”, November 15th, 2007.
- Gonzalez-Paramo, Jose Manuel (2007), “The role of information and communication in central bank policy: The experience of the recent financial turmoil”, Keynote address at SUERF Conference on “Tracking Financial Behavior: Where do Macro and Micro Meet?”, Milan, 3 December, 2007. http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071203_1.en.html
- Summers(2007), “Beware the Moral Hazard Fundamentalists”, Financial Times, Sep. 24.
- Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority.

(本文完稿於 96 年 11 月，作者為本行經濟研究處研究員)