

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加 Bank of America Merrill Lynch  
舉辦之亞洲主權財富基金及  
中央銀行客戶訓練課程心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：姚佳慧 / 三等專員

派赴國家：美國紐約

出國期間：99年6月1日至99年6月5日

報告日期：99年8月24日

## 摘要

本篇報告係針對此次 Bank of America Merrill Lynch 主權財富基金及中央銀行客戶訓練課程之上課內容，擷取對本行業務有助益之主題，在本文第貳至第伍章節加以說明。由於此次上課期間正值歐洲主權債務危機如火如荼發展之際，講師與學員對此議題頗為關注，因此本次報告針對歐債危機之探討有較多著墨，其內容包含剖析歐洲主權債務危機之前因後果，以及就歐盟及國際間所採取之因應措施，做全面性之說明與分析，並汲取次貸風暴及歐債危機教訓，檢討金融體系風險管理之缺失及應改進事項。最後第陸章節為本篇報告之結論與建議。

此次報告所提出之建議事項如下：全球金融體系在歷經次貸風暴及歐洲主權債務危機後，仍顯脆弱不堪。全球資本市場有如驚弓之鳥，稍有利空消息，便引發金融市場劇烈震盪。鑒於投資人對於歐洲主權債務危機和全球經濟復甦前景仍感擔憂，當前最重要之政策挑戰在於如何不影響經濟復甦之前提下，恢復金融市場信心。首先，歐盟應解決歐洲銀行業風險暴露之不確定性，降低銀行系統性風險。其次，全球執政者應實施利於經濟成長之中期財政整頓計畫，以有效降低財政赤字，恢復金融體系信心。最後，近期國際間所提出之風險管理及金融改革建議，可供本國金融機構及本行等主管機關參考，藉以提升風險管理及金融監理水準，以防危機再次發生時蒙受巨額之損失。

## 目錄

壹、前言.....	3
貳、歐洲主權債務危機之成因.....	4
參、歐盟對主權債務危機之因應措施.....	8
肆、歐洲主權債務危機之發展與影響 .....	13
伍、次貸風暴及歐洲主權債務危機對風險管理之啟示.....	16
陸、結論與建議.....	26
參考文獻.....	28
參考網站.....	28

## 壹、前言

本次訓練課程係由 Bank of America Merrill Lynch 主辦，上課成員主要來自於亞洲區主權財富基金和亞洲各國中央銀行。為期五天之課程內容涵蓋全球經濟展望預測、金融市場分析及投資策略運用等議題，範圍相當廣泛。主辦單位安排的講者主要來自該行全球研究部門及相關交易部門主管，並邀請普林斯頓大學及哥倫比亞大學經濟學教授蒞臨演講，課程安排豐富緊湊，惟受時間所限，課程內容多針對主題或市場做原則性介紹。

此次與會學員主要來自台灣、新加坡、香港、韓國、大陸、馬來西亞、越南、斯里蘭卡、巴基斯坦等亞洲及中東國家之央行及政府資產投資公司共 28 人，學員之工作職務多以外匯交易員及風控管理者居多。課程期間，學員彼此經驗交流，受益良多。

本篇心得報告第一部分主要針對近期發生之歐洲主權債務危機做全面之回顧與分析，包含歐債危機之成因探討、因應措施說明、及該危機之發展與影響。第二部分就次貸風暴及歐洲主權債務危機對風險管理之啟示加以論述，最後第三部分為本報告之結論及建議。

## 貳、歐洲主權債務危機之成因

美國次貸風暴自2007年發生至今已快3年，對世界經濟所造成之影響無遠弗屆，其損失也是自1930年經濟大蕭條後所僅見。全球經濟歷經長時間之癒合下逐步復甦，金融市場亦漸趨穩定。然而，2010年希臘主權債務危機突然爆發，並向歐洲其他國家擴散，全球三大信評機構先後調降希臘、葡萄牙和西班牙之主權債務評等，導致歐元持續貶值，市場對主權債務危機之蔓延日益擔心。

事實上，美國、英國、日本與歐洲之主權債務危機皆相當嚴重，日本甚至遠比歐洲部分國家嚴重<sup>1</sup>，然主權危機率先在歐元區爆發，與歐元區經濟體系先天結構性之缺陷有關，美國次貸風暴的發生只是加速歐洲主權債務危機之暴露與爆發過程。雖然歐盟已推出7,500億歐元之大規模救助方案，惟主權債務危機發展前景仍令人擔心。歐洲主權債務危機儼然成為衝擊全球市場復甦之一大隱憂。

### 一、希臘主權債務危機為導火線

自2009年下半年以來，全球經濟復甦漸趨穩定，但歐元區希臘主權債務問題卻逐漸浮現。該年年底希臘財政部長宣布2009年財政赤字對GDP比為13.7%，公共債務對GDP之比達

---

<sup>1</sup> 請參閱附圖一。

113%，遠超過歐盟所規定之3%與60%上限，市場開始出現恐慌，希臘公債CDS價格急劇上升。2010年4月希臘政府宣布如在今年5月前得不到救援貸款，將無法為即將到期之200億歐元公債再融資。由於市場擔心希臘政府對其公債違約，投資人開始大規模拋售希臘公債，希臘主權債務危機終於爆發。

同時間，西班牙、愛爾蘭、葡萄牙和意大利等財政赤字和公共債務比較嚴重之國家<sup>2</sup>，亦遭受信用危機衝擊，投資人將資金自歐洲撤移，市場對主權風險之擔憂外溢至歐洲銀行部門<sup>3</sup>，貨幣市場開始出現流動性短缺及金融體系不穩定之現象，希臘主權債務危機開始向歐洲其他國家蔓延。

附圖一：G6國家與PIIGS五國之政府債務占GDP比率

**G-6 and PIIGS Sovereign Debt Crisis?**  
General Government Debt as a Percentage of GDP

	2007	2010	2011
<b>United States</b>	62%	92%	100%
<b>Japan</b>	167%	197%	204%
<b>Germany</b>	65%	82%	85%
<b>United Kingdom</b>	47%	83%	94%
<b>France</b>	70%	92%	99%
<b>Italy</b>	112%	127%	130%
<b>Spain</b>	42%	68%	74%
<b>Greece</b>	104%	123%	130%
<b>Portugal</b>	71%	91%	97%
<b>Ireland</b>	28%	81%	93%

Source: Bank of International Settlements

<sup>2</sup>請參閱附圖二。

<sup>3</sup>請參閱附圖三。

附圖二：希臘等國之政府債務及財政赤字占GDP比率

	Population	Govt Debt YE 2009	Govt Debt/ % GDP (2010)	Budget Def/ % GDP (2010)	Interest/ % Govt Rev
Italy	60.25mm	€ 1,834.8 Bil	116.70%	5.00%	10.60%
Spain	45.99mm	€ 721.7 Bil	66.30%	10.10%	6.20%
Greece	11.30mm	€ 298.9 Bil	124.90%	12.20%	21.40%
Portugal	10.63mm	€ 140.8 Bil	84.60%	8.30%	7.90%

資料來源:Bloomberg

附圖三：PIIGS五國及英國之外債(2009年12月31日止)分布統計表

單位：10億美元

Bank of America  
Merrill Lynch

Most of peripheral debt is held by  
Eurozone banks, followed by the UK

	Total foreign claims	Eur Banks	Germany	France	Portugal	Spain	UK	US	Australia	Japan
Greece	236	189	45	75	10	1	15	17	0	6
Portugal	286	241	47	45	N/A	86	24	5	0	4
Spain	1146	851	238	220	28	N/A	114	53	2	28
Italy	1418	1033	180	551	5	47	77	54	0	53
Ireland	867	635	184	60	22	16	188	59	0	30
UK	3569	2131	501	342	10	409	N/A	497	124	199

## 二、 歐元區體制存在先天結構性缺陷--貨幣統一但財政獨立

歐債危機形成之另一因素與歐元區體制存在先天結構性缺陷有關。歐元區實施統一貨幣政策後，貨幣政策決策權集中於歐洲央行，歐元區各成員國因此失去了貨幣政策的兩個重要經濟刺激工具：匯率及利率。

歐元區各成員國雖然仍擁有財政政策決策權，卻並沒有統一與嚴格之財政政策規範加以約束。因此，各國政府為促進本國經濟成長及社會福利，在無法動用利率及匯率政策進行經濟調整之情況下，完全需依靠積極性之財政手段來應付經濟問題。

雖然歐盟規定成員國之財政赤字不得超過本國GDP的百分之三，以及主權債務總額不得超過本國GDP的百分之六十，然而，多數國家之主權債務比率早已超越歐盟的規範。2008年美國爆發大規模金融危機，歐洲各國為走出經濟衰退泥沼，大都採取了大規模之擴張性財政政策來刺激本國經濟，導致主權債務風險快速累積，並衍生為可能危及全球經濟發展之主權債務危機。

## 三、 歐元區經濟缺乏財政協調與合作救助機制，削弱個別國家對付金融危機之能力



歐盟與歐元區之決策機制極為複雜，所有救助行為都必須經過各國國會通過，重大問題決策還須經全民公投通過後才能確定。因此，在重大危機爆發時，歐元區很難做出即時的反應，並提出整體性之相應對策，從而延誤解決時機，並導致危機不斷惡化，進而增加解決危機之困難度。

## 參、歐盟對主權債務危機之因應措施

### 一、實施歐洲金融穩定機制

#### (一) 7,500億歐元救援方案

希臘主權債務危機發生後，為避免危機蔓延，導致災難性後果發生，歐盟與國際貨幣基金(IMF)於今年 5 月 10 日達成協議，成立總計 7,500 億歐元之歐債危機救援機制，以供籌資困難之歐元區國家作為應急的低利貸款。救援機制由三部分組成，一是歐元區 16 國從金融市場上籌資 4,400 億歐元，二是由歐盟 27 國提供 600 億歐元，此外，IMF 亦提供至少 2,500 億歐元援助。

其中 4,400 億歐元援助貸款方案之運作方式係成立一個特殊目的機構「歐洲金融穩定機構(The European Financial Stability Facility, EFSF)」，該機構設立於盧森堡，歐元區 16 個成員國皆成為該機構股東，各國持股比率相當

於他們對歐洲央行之資本認購比率。當歐元區成員國陷入債務危機，而無法從金融市場上順利籌資時，EFSF 將根據其他成員國提供之貸款擔保，以發行債券的形式在金融市場上籌資，提供給陷入危機的成員國即時資金，並附加嚴格的財政緊縮規範作為融通的條件。

## (二) 歐洲央行動員歐盟各國買進歐元債券，維持債券次級市場之流動性

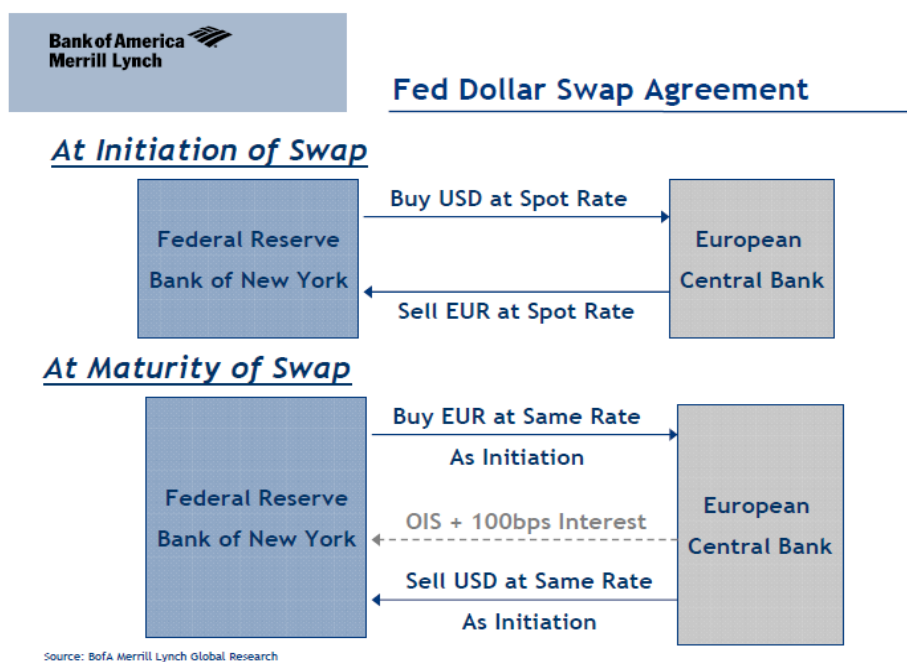
為避免歐元區公債價格下跌，截至 6 月底，歐洲央行已購買近 590 億歐元之希臘、西班牙、葡萄牙、愛爾蘭及義大利等國政府債券，其中 250 億元為希臘主權債務。同一時間，歐洲央行亦增加對銀行之短期貸款，降低銀行貸款條件，以緩解貨幣市場上流動性短缺之情形。

## 二、美國聯準會(Fed)宣布恢復與歐洲等主要央行之換匯機制，以確保其他央行能獲得充足之美元。

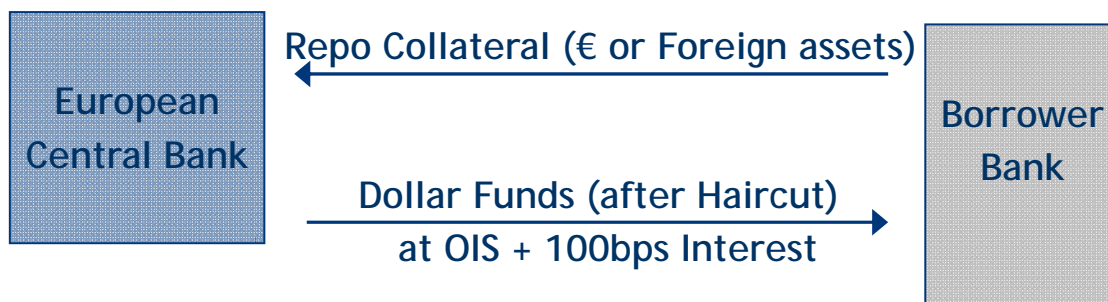
歐債危機爆發時，由於銀行業之主權債務曝險存在不確定性，市場上也充滿猜疑與不信任的氣氛，銀行對於同業間拆借紛紛趨向較為謹慎的態度，大家僅願意與歐洲央行進行短期融通，導致同業間產生顯著的融資壓力，較長天期之 Libor 隔夜指數交換(OIS)利差再次擴大。為緩解這些融資壓力，除歐洲央行運用公開市場操作，增加市場之流動性外，

美國聯準會亦再度啟用外匯互換額度，以滿足市場上美元之需求<sup>4</sup>。

附圖四：Fed與ECB之換匯機制



15



ECB Add- on Haircuts on Repo Collateral (%) (above usual haircuts)

8% - \$ based collateral

Additional initial margin for FX rate risk:

12% - one week operations

20% - 84 day operations

<sup>4</sup> 請參閱附圖四

### 三、 歐盟針對歐洲銀行業進行壓力測試

歐盟7月份對歐洲地區91家銀行實施壓力測試，藉此評估銀行業者能否承受經濟衰退和公債下跌之風險。歐盟寄望利用此次壓力測試結果提高銀行財務之透明度，證實銀行確實擁有充裕的資本可以承受任何一個歐洲國家發生主權違約的情形，以消弭外界對歐洲銀行體質之疑慮。

#### (一) 壓力測試之模擬情境

壓力測試主要是模擬下列三種情境：

- 1.總體經濟自 2008 至 2009 年嚴重經濟衰退中溫和復甦之標準情境。
- 2.總體經濟面臨二次衰退之不利情境。
- 3.歐元區面臨主權債務危機引發殖利率上升之不利情境。

#### (二) 壓力測試公布之結果

2010年7月23日歐洲銀行監理委員會(CEBS)公布歐元區91家銀行壓力測試結果，僅有7家銀行未能通過，分別為德國Hypo Real Estate Holding AG、希臘農業銀行Agricultural Bank of Greece SA及西班牙5家儲蓄銀行(Unnim, Diada, Espiga, Banca, Civica, and Cajasur)。上

述7家銀行未能通過壓力測試，主要原因為其第一類資本（Tier 1）占資產之比率，在CEBS所假設之3種模擬情境下，未達到6%，合計尚有資金缺口達35億歐元。

#### 四、歐洲各國實施財政緊縮政策

不同與美國，在此次歐洲主權債務危機中，歐盟國家並未採取擴張性財政政策來穩定金融市場，相反地，歐盟要求所有成員國都須在2011年開始大力削減財政預算赤字。各成員國亦已達成共識，將賦予歐盟更大的預算管理權，各成員國預算草案應先經歐盟和其它成員國審查後才能得到本國議會批准，歐盟有權對違反預算規則的成員國實行更加嚴厲的制裁。

為此，希臘、西班牙、葡萄牙及義大利等債台高築的國家，為穩定投資人信心及因應歐盟要求，皆提出減少財政支出及增加稅收等財政赤字改善方案。此外，財政狀況相對較好的德國亦宣佈自2011年開始，逐步退出現行的經濟刺激措施，將實行緊縮財政政策，除大幅削減社會福利開支、取消稅收優惠等措施外，還將裁減約1.5萬名公務員，同時未來4年內公務員將不會調薪。

## 肆、歐洲主權債務危機之發展與影響

### 一、希臘等國成功發債，籌資需求暫獲緩解

希臘自從接受歐盟及國際貨幣基金之金援紓困後，7月份首度重返金融市場籌資，初試啼聲，就獲得熱烈迴響，成功發售總額16.25億歐元之26周國庫券，此次發債殖利率低於5%之歐盟紓困貸款利率，顯示市場對希臘償債能力之信心增強。

另西班牙於7月6日及7月15日分別成功發行60億歐元10年期公債及30億歐元15年期公債，葡萄牙7月14日發售16.8億歐元公債亦引發市場申購熱潮。目前暫可放心的是，上述國家成功發債籌得資金，讓今年到期之公債不致違約，籌資需求暫獲緩解，危機惡化之可能性逐漸縮小。

### 二、主權債務危機肆虐，歐洲銀行業者二度面臨融資緊縮，不利金融穩定

為解決歐洲銀行業融資壓力窘境，歐洲央行與美國聯準會已聯手採取相關提高流動性之措施，然而，歐元區銀行業仍選擇將資金存放於歐洲央行之隔夜存款機制，而美國聯準會與主要中央銀行間之外匯互換機制雖被重新啟用，實際上卻很少被使用。再者，次貸風暴後，歐洲銀行業對於資產負

債表之清理速度較美國與英國為慢，銀行持續存在體質脆弱、產能過剩及盈餘不佳等問題，加深投資人對於銀行體質及獲利能力之擔憂，進而將資金撤出歐洲市場，不利於歐洲銀行業的資金取得。

此外，歐洲銀行業尚面臨債券到期之再融資壓力。歐洲主權債務風險爆發後，因市場動盪，使得金融債券及非金融機構公司債於初級市場之發行之量下降，甚至低於雷曼破產時期之發行之量。據S&P信評公司評估，從2010年下半年至2013年，歐洲將有3.03兆美元（2.5兆歐元）之公司債到期，屆時將面臨債務展期之再融資壓力。

### 三、歐洲銀行壓力測試結果優於預期，市場反應不一

由於壓力測試結果優於各方預期，引發投資人質疑其可信度，認為歐洲銀行壓力測試條件過於寬鬆。部份市場人士認為，該壓力測試未納入單一歐洲國家無法履行債務之可能情境，僅衡量銀行交易帳損失，卻忽略銀行持有至到期日之銀行帳潛在損失，難以真實呈現受測銀行之財務體質。

然而，另一派市場人士則認為，壓力測試結果公佈後，銀行之主權債權部位更加透明，亦顯示多數銀行資本尚稱充裕，足以抵抗經濟衰退與主權風險，有助於恢復投資人信心。壓力測試結果公佈後，銀行業CDS價格跌至3個月以來低

點，歐洲銀行股亦同步大漲，顯示投資人對於歐洲各銀行足以承擔風險之信心增強。

#### 四、歐洲各國採取緊縮財政政策，不利經濟復甦

歐盟各政府為避免主權債務危機蔓延，加快擲節措施，力圖減少結構性赤字之舉動，引發部分國家的反對意見及擔憂。例如美國擔心在脆弱的全球經濟復甦過程中，歐盟區提早結束經濟刺激政策，轉而採取財政緊縮政策，可能會延遲全球經濟復甦腳步。另一方面，因美國對歐盟雙邊貿易一直處於逆差狀態，伴隨著歐元貶值及財政緊縮政策，導致歐盟國家進口需求減少，將使逆差持續擴大，不利於美國經濟復甦。

國際貨幣基金(IMF)亦警告，歐元區各國為解決債務問題，採取財政緊縮政策，將使歐元區未來3年經濟成長率難以達到2%，另市場因主權債務風險而呈現緊張狀態恐導致經濟復甦放緩。就中長期而言，歐元區將面對財政強化和結構僵化之壓力，恐導致失業率長期居高不下。



## 伍、次貸風暴及歐洲主權債務危機對風險管理之啟示

次貸風暴發生前，金融環境一直處於黃金時期，市場呈現低利率、低波動及高報酬之特性，風險似乎處於比較低的水準。同時期，金融機構發展以風險值(VAR)來估算風險損失，並設計出複雜之風險模型，認為在高財務槓桿下，藉由風險移轉，風險上限還是得以控制。然而，在次貸風暴發生後，此種以計量為基礎之現代風險管理方法顯露出嚴重之危機，也說明了管理風險比判斷數字來的複雜，如果在本質上無法精確掌握正確性，而試圖以數學公式來捕捉風險，結果可能適得其反。

過去金融機構所使用之風險管理模型及方式，在此次危機後，凸顯許多不足之處，而主管機關及政府機構投資人雖然在危機中常被要求扮演救火隊的角色，卻也須面對危機風暴後所產之各種風險。因此，如何在此次危機中汲取教訓，提升風險管理品質，是金融機構與主管機關風險管理學上重要之課題。

### 一、金融機構之風險管理省思

金融風暴後，國際間紛紛就當前風險管理實務出現之問題進行檢討與興革。其中，由7大先進國家及9大金融監理機構組成之「高階監理機構團體 (Senior Supervisors Group,

SSG)」，於2009年10月發布之「2008年全球金融危機對風險管理之啟示（Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008）」，分析金融機構風險管理實務之現有問題及提出相關建議，頗具參考價值，應可作為本國金融機構及主管機關風險管理改革之借鏡。謹就該報告及其他研究所提出之問題與建議，歸納彙整如下：

### （一）金融機構風險管理實務之現有問題

- 1.部分高階主管無意願或無能為力訂定、衡量及遵守該機構可容忍之風險水準。
- 2.公司制度鼓勵高度承擔風險以創造收益之員工與部門，並在機構內部賦予其較高之地位與影響力，而忽略風險控管人員所扮演之重要角色。
- 3.由於資訊設備不足，且各單位資訊系統未能加以整合，影響風險辨識及衡量之有效性。
- 4.未體認貨幣市場共同基金與借券交易兩項重要之資金來源，在市場壓力下，可能對其流動性造成重大之衝擊。

### （二）金融機構風險管理之改進方向

#### 1.管理與風險之監控

- (1) 董事會及高階主管應加強督導風險管理作業功能。
- (2) 管理高層應依據風險管理原則決定風險胃納程度，明確訂定個別商品及總體業務之風險限額。
- (3) 風控長對於風險管理事務應被授予獨立且適當之權力。
- (4) 風險管理範圍應該涵蓋前台之交易人員。
- (5) 市場、信用及作業等不同風險之管理應適當整合，切勿各自獨立運作。

## **2.報酬與風險之平衡**

- (1) 管理階層應依據風險胃納來監控、報告、衡量及管理風險曝險程度。
- (2) 報酬評估應考量其所對應之風險。
- (3) 員工薪酬計畫應將資本與流動性成本一併納入考量，除與員工長期績效連結外，並宜建立遞延薪酬核發制度。

## **3.風險管理能力之建立**

- (1) 金融機構應能獨立辨識、衡量、整合及監控所有資產或交易中潛藏的風險，不宜過度依賴外部專家意見。

(2) 強化整合客戶信用風險之能力，以利衡量總合風險及辨識風險集中度。

(3) 建置健全之交易對手風險管理系統，強化對交易對手進行壓力測試之能力。

(4) 加強資訊設備投資，強化處理鉅額及複雜交易之能力。

### (三) 銀行風險管理實務分析--高盛之風險管理文化

高盛 (Goldman Sachs) 為此次風暴中極少數能及早抽身並化危機為商機之金融機構。華爾街金融機構都在思考，高盛為什麼能及早抽身並即時迅速調整其金融策略，是因為有神準的交易員？還是有洞燭先機的風控人員及風控模型？根據研究分析，真正讓高盛在此次風暴中表現亮眼之最大功臣應該為該組織中根深蒂固之風險管理文化。

深究高盛之風險管理文化，非常重視風險與報酬間之對稱關係，其特性歸納如下：

1. 風險與報酬必須由同一個承作交易之部門或人員承擔。
2. 風控人員職責在於協助交易部門完整且持續地辨識了解風險，提供準確的風險評估報告，並進行有效的溝通。
3. 長期堅持交易人員及風控人員必須定期互相輪調，以強化

前中台之溝通合作，有效提升全體部門之風險管理意識，並使所有高階主管對風險管理皆能有深刻之瞭解與重視。

再者，高盛能躲過這場浩劫，在於風險管理之兩道防線同時發揮效果：

1. 第一道：交易員能在市場開始產生微妙變化時，主動提出風險升高之質疑。
2. 第二道：風控人員能即時檢視公司相關整體部位，就可能產生之風險，全面評估及進行壓力測試，並有效與交易部門及高階主管溝通，就後續之操作策略調整，進行討論，尋求共識。

由上可知，高盛因能勇敢正視問題，嚴格落實風險管理準則及全面評估可能曝險，即時執行停損及調整後續操作策略，方能在此次危機中，成為少數未受巨大衝擊之金融機構。

## 二、中央銀行風險管理與金融穩定

此次金融危機發生，全球金融體系面臨崩潰邊緣，金融體系「晴天借傘，雨天收傘」之順循環(pro-cyclical)行徑，導致資產價格暴起暴落，造成金融不穩定之現象，繼之傷害實體經濟。經歷此次金融危機慘痛教訓，國際間紛紛強調金融穩定之重要性，開始反省過去針對金融不穩定事件之處理策

略，並轉而主張中央銀行必須積極因應資產及信用泡沫等風險，認為中央銀行不僅要具備風險分析的能力，還要能夠對風險的性質做出成熟的判斷，以維持金融系統的穩定。

### **(一) 中央銀行新權責--建立系統性風險管理能力，將促進金融穩定目標納入職責範圍**

金融海嘯對各國央行之啟示為，物價穩定不一定能保證金融穩定。鑒於金融體系本身具有不穩定性質，對實質經濟具有傷害性，央行單是維持物價穩定仍不足夠，貨幣政策仍須關注金融穩定目標，否則金融危機可能一再重演。因此，中央銀行必須建立系統性風險之監測與分析能力，並與貨幣政策之規劃與執行作有效的整合，以達金融穩定之目的。

### **(二) 中央銀行促進金融穩定之工具--總體審慎政策 (macroprudential policy)**

近期國際間經常呼籲各國央行應建立或強化總體審慎政策架構，以因應危及金融穩定之事件。所謂「總體審慎政策」，依據國際清算銀行(BIS)及金融穩定委員會(FSB)之定義，係指基於整體金融體系之穩定，以及考量金融體系與實體經濟之相互影響關係，運用管制及監理等工具來紓緩金融體系順循環之特性，並降低系統性風險，以促進金融穩定。

總體審慎政策工具包含了資本提列、具前瞻性的呆帳準備、流動性要求及基於整體風險考量，限制各項貸款條件等。總體審慎政策之執行與金融監理之權責密不可分，同時也與強調個別金融穩定性之個別審慎政策(microprudential policy)不同，惟為了促進一國經濟金融之穩健發展，兩者缺一不可。

### 三、政府債務風險管理與國家風險評估

#### (一) 政府債務風險管理

此次歐洲主權債務危機反映政府健全債務管理之重要性，適當之政府債務規模及風險管理策略，對於經濟復甦及金融市場穩定至關重要。

政府債務組合通常包含複雜及具風險性之財政結構，會對政府之資產負債表及國家財政穩定性帶來持續性之風險。因此，政府應督導公部門執行穩健之債務風險管理。雖然政府之債務管理制度並不是主權債務危機發生之唯一原因，但政府債務組合之期限結構、利率和貨幣組成，經常是導致危機惡化之主因，尤以高風險之債務管理操作，往往在經濟遭受不利的金融衝擊時，更加不堪一擊。

所以，從此次主權債務危機可意識到，當一國政府運

用寬鬆貨幣政策及大量財政赤字解決流動性危機及刺激經濟成長時，應在投資成長、結構調整、防範政府債務風險及預防未來通膨之間尋求最佳平衡點，以避免為下一個危機埋下隱憂，並確保後危機時代之經濟發展穩健復甦。

## （二）國家風險評估

同樣的，此次主權債務危機再次造成金融市場之動盪不安，引發投資人對國家風險之重視，也凸顯主管機關與金融機構加強國家風險管理之重要性與必要性。主管機關應協助金融機構提升國家風險管理能力，加強對國家風險之監督與管理。

1. 國家風險之定義：所謂國家風險，係指由於某一國家或地區之經濟、政治或社會發生變化，致該國家或地區之借款人或債務人沒有能力或拒絕償付債權人債務，或使債權人遭受其他損失之風險。國家風險可能經由一國或地區之經濟財政狀況惡化、政治和社會動盪、資產被國有化或被徵用、政府拒付對外債務、外匯管制或貨幣貶值等情況發生。
2. 國家風險評估因素：包含國家之經濟結構表現、政府財務實力與公共債務負擔狀況、外債流動性及金融穩定性等。



### 3. 國家風險衡量指標：

一般來說，常用來衡量國家風險的指標包括政府債務占GDP比率、財政盈餘(赤字)占GDP比率、政府利息支出占政府收入比率及外債占GDP比率等。

然而，各項指標之衡量標準並非放諸四海皆準，尚須與其他經濟條件一併考量。以歐盟規範為例，歐盟要求歐元區國家之財政赤字不得超過本國GDP的3%，主權債務總額不得超過本國GDP的60%，此標準值之設定係歐盟基於歷史經驗的歸納，認為只要合理運用，應可以有效防範主權債務風險。惟當初設定此一標準之目的在於促使歐元區成員國將財政赤字及債務比率維持在大致相同之水準，以便協調成員國之利率與匯率水準，不能算是放諸四海皆準之準則。否則，日本政府債務佔GDP比率已接近200%，不僅超過60%之臨界值，也遠超過希臘之負債水準，加以美國、英國及德國等先進國家之債務比率也都已超過60%，然而，這些國家並未因此而引發主權債務危機。

因此，如何界定一國政府債務風險之安全臨界值是一項複雜之工程，除應全面深刻了解個別衡量指標之經濟意涵外，尚須根據經濟結構、經濟成長率、居民收入分配及消費水準、金融體系發展與深化程度、公債市場發展狀況、

財政收支情況、政府管理效率、公債結構、財政與貨幣政策目標等因素一併綜合考量，方能合理推估一國政府債務風險之安全臨界值。

#### 四、金融監理機關之金融改革建議

此次金融危機讓我們意識到國際金融架構仍有許多不足之處尚待興革，惟有致力改革，俾能確保日益整合之全球性金融體系趨於穩定。近期國際間陸續提出多項金融改革提議，或可作為我國金融監理機構思考未來金融改革之參考，其建議歸納如下：

- (一) 金融監理機構應加強總體審慎監理
- (二) 提升銀行體系之資本品質及水準
- (三) 督促金融機構強化風險管理
- (四) 改革金融機構薪酬制度
- (五) 強化資產證券化及店頭市場(OTC)衍生性金融商品之監督管理
- (六) 加強對信用評等機構之監督及透明度

## 陸、結論與建議

全球金融體系在歷經次貸風暴及歐債危機後，仍顯得脆弱不堪，歐美國家經濟復甦前景依然黯淡，令投資人擔憂。雖然歐債危機在希臘等國獲得歐盟援助，以及公布歐洲銀行壓力測試結果後，似有消退跡象，惟這些債台高築的國家在沒有實質降低債務比率以及國內經濟未真正步入軌道之情況下，金融市場仍難以恢復以往信心。因此，在這種不確定的背景下，最重要之政策挑戰在於如何不影響經濟復甦之前提下恢復金融市場信心。

首先，在歐元區，為恢復市場信心，維持金融穩定，充分協調之政策執行非常重要，除了讓歐洲金融穩定機制能充分運作以外，尚須解決歐洲銀行業風險暴露之不確定性，提高不公開財務報表及非上市歐洲金融機構之透明度，降低銀行系統性風險。另對於未通過壓力測試之銀行，除繼續提供流動性支持外，尚須制定可信之解決方案，確保該等銀行有足夠之資本準備以應付危機發生。

其次，在全球經濟復甦方面，執政者應著重實施有利於經濟成長之可信的中期財政整頓計畫，以有效降低財政赤字，並應加速金融體系改革，健全金融市場體質，以恢復投資人信心。

最後，此次金融危機突顯國家風險、信用風險、流動性風險及系統性風險管理之重要性。雖然我國因為金融體制與歐美有別，證券化程度也未如歐美國家發達，因此金融體系在此次金融危機中受創較為輕微。惟隨著金融體系發展國際化，區域性之風險外溢往往會影響全球金融體系動盪不安，進而影響本國金融穩定。因此，近期國際間所提出之眾多風險管理及金融改革建議，或可作為本國金融機構，本行及行政院金融管理委員會等金融監理機構之參考，藉以提升風險管理及金融監理水準，強化金融體系穩定，以防危機再次發生時蒙受巨額之損失。

參考文獻：

1. Senior Supervisors Group (2009), “Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008,” October 21.
2. International Monetary Fund (2010), “Central Banking Lessons from the Crisis,” May 27.
3. Jorion, P., “Risk Management Lessons from the Credit Crisis,” European Financial Management, Forthcoming.
4. International Monetary Fund (2010), “World Economic Outlook Update,” July.
5. International Monetary Fund (2010), “Global Financial Stability Report,” 7 July.

參考網站：

1. BofA Merrill Lynch Global Research  
<http://www.ml.com/>
2. International Monetary Fund  
<http://www.imf.org/>
3. Federal Reserve Bank of New York  
<http://www.newyorkfed.org/>
4. European Central Bank  
[http://www.ecb.int /](http://www.ecb.int/)