

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：研究)

英格蘭銀行因應全球金融危機之措施、成效與退場策略

~ 兼論危機之教訓與啟示

服務機關：中央銀行

出國人職稱：四等專員

出國人姓名：黃麗倫

出國地點：英國倫敦

出國期間：99年9月12日~99年9月26日

報告日期：99年12月

目 錄

壹、前言.....	1
一、研究目的.....	1
二、研究過程.....	2
三、研究報告內容.....	3
貳、全球金融危機對英國經濟金融體系之衝擊.....	4
一、資產價格大幅下滑.....	5
二、金融市場緊俏、信用緊縮.....	6
(一) 銀行大幅進行去槓桿化.....	6
(二) 貨幣與信用成長大幅下降.....	7
(三) 銀行融資成本彈升.....	8
三、金融市場惡化衝擊實體經濟.....	10
(一) 民間需求大幅萎縮.....	10
(二) 經濟衰退、失業率上升.....	11
(三) 金融體系與實體經濟的不利反饋循環.....	13
參、BoE 因應危機之措施.....	14
一、BoE 英鎊貨幣市場操作架構之目標與變革.....	14
二、危機前後 BoE 資產負債表的變化情形.....	15
(一) BoE 資產負債表規模急遽膨脹.....	15
(二) 資產負債表結構的變化.....	16
三、提供流動性保障.....	17
(一) 資產負債表內的流動性保障機制.....	18
(二) 資產負債表外的流動性保障機制.....	19
四、執行貨幣政策.....	22
(一) 2007 年夏~2009 年 3 月：調整貨幣政策操作架構...22	
(二) 2009 年 3 月以來：資產購買機制.....	24
肆、危機因應措施的政策效果.....	27
一、穩定金融市場的效果.....	27
(一) 銀行間拆款市場回穩、銀行融資成本下跌.....	28
(二) 股市回升、房價止跌.....	29
二、促進信用成長之效果.....	30

(一) 銀行調降貸放利率的幅度不大	31
(二) 銀行放款成長不明顯	31
三、對通膨的影響	32
(一) 量化寬鬆政策目標：維持通膨率於目標水準	32
(二) 對量化寬鬆引發通膨疑慮之回應	33
(三) 近期英國物價的走勢	34
伍、大規模危機因應措施所衍生之問題與對策	36
一、建立風險控管程序	36
二、避免過度依賴信用評等、進行獨立的擔保品分析	37
三、定期檢視擔保品折扣率的合理性	37
陸、退場策略	39
一、流動性保障措施方面	39
(一) 暫時性措施將如期退場	39
(二) 永久性措施納入英鎊貨幣市場操作架構	39
二、貨幣政策方面	42
(一) 先自量化寬鬆政策退場	42
(二) 恢復自願準備金目標制度	43
三、BoE 資產負債表內容方面	43
(一) 規模較危機前略為增加	43
(二) 握有的擔保品種類更為多樣化	44
柒、本次危機之教訓與啟示	45
一、金融體系缺失方面：改革金融監管法規	45
二、金融主管當局缺失方面：成立總體審慎架構	45
(一) 成立負責個別機構風險的「審慎監管局」	46
(二) 成立負責系統性風險的「金融政策委員會」	46
捌、對我國之啟示	48
一、我國央行的危機因應措施發揮重要穩定功能	48
二、危機期間推出的量化寬鬆措施已順利退場	50
三、近期英國金融改革內容值得我國借鏡	50
(一) 增強對民間資產的獨立分析能力	50
(二) 賦予央行因應系統性風險更多的總體審慎工具	51

壹、前言

一、研究目的

2008 年的全球金融危機，暴露出英國銀行業過去十年高度槓桿操作、過度依賴批發型資金所累積的脆弱性，使得英國金融市場情勢急速惡化，資產價格大幅下跌、銀行融資管道結凍，迫使銀行進行大規模的去槓桿化程序，緊縮對民間部門的放款。銀行為健全資產負債表的集體行動，卻衝擊實體經濟活動，總體經濟環境不佳又回過頭損害資產價格，促使銀行再緊縮放款，形成金融體系與實體經濟之間的不利反饋循環，與日本經濟失落十年的場景如出一轍。

為促進金融穩定、激勵經濟，除英國政府挹注銀行資本、擔保銀行債務外，BoE（Bank of England）亦展開一連串行動，包括擴大長期附買回操作，推出美元附買回操作、特殊流動性機制、貼現窗口機制¹等流動性保障提供措施；調降利率、滿足銀行大幅上調自願準備金目標的需求、放寬準備金付息標準，以及推出資產購買方案等貨幣政策措施。

筆者於民國 99 年 9 月間奉 派赴英國執行民國 99 年度出國研究計劃—「金融危機下英國之公開市場操作與其穩定金融之相關措

¹ BoE 的貼現窗口機制，是提供銀行以流動性較差、風險較高的證券，向 BoE 換入高品質政府公債的證券交換管道，與我國央行的貼現窗口不同；我國央行的貼現窗口，係提供銀行向央行融資的管道，比較類似 BoE 的操作性常備融資機制。

施」，藉由這次行程瞭解 BoE 於危機期間持續推出流動性保障措施，以及調整貨幣政策操作內容的背後原因，分析這些措施是否有效發揮穩定金融、促進信用成長的預期效果，探究 BoE 如何處理這些危機因應措施所衍生的風險，探討 BoE 如何分別進行流動性措施與貨幣政策的退場，以及觀察英國政府如何記取本波危機帶來的慘痛教訓。藉由英國步入危機的教訓、BoE 的因應過程，以及英國政府正視系統性風險的精神，或可供我國借鏡或引以為鑑。

二、 研究過程

本次行程除參加 BoE 中央銀行業務研究中心（Centre for Central Banking Studies, CCBS）所舉辦之「流動性預測」（Liquidity Forecasting）研討會外，並透過本行倫敦代表辦事處的安排，順利拜訪 BoE，與直接參與擬訂、執行危機期間有關措施的金融穩定董事會審慎政策與規範小組資深經理 David Aikman 與英鎊貨幣市場經理 Olaf Weeken 訪談，更深入瞭解 BoE 推出各項措施的背景與動機；行程期間亦拜訪蘇格蘭皇家銀行，與政策與策略部門主管 Bill Rickard 及短期市場部門主管 Peter Lightfoot 訪談，瞭解金融機構對 BoE 措施與相關操作架構改革的意見。渠等金融界先進均熱心協助筆者，在此深表感謝！

三、 研究報告內容

本文共分為八大部分，除此前言外，第貳章簡述全球金融危機對英國經濟金融體系之衝擊；第參及第肆章依序說明 BoE 因應危機之措施及其效果；第伍及第陸章則探討因應措施所衍生的問題及其對策，以及後續的退場策略；第柒章討論英國從危機中所獲致的教訓；最後為英國的經驗對我國之啟示。

貳、全球金融危機對英國經濟金融體系之衝擊

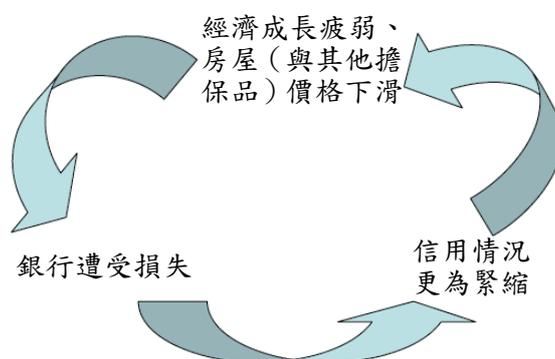
危機發生前的十年，全球信用大幅擴張，使得包括英國在內的許多國家，銀行部門資產負債表內的兩項關鍵脆弱性不斷被惡化：

- 1、銀行過度槓桿操作：相較於資本規模，銀行的資產規模迅速擴充，且銀行不斷將業務延伸至基本價值、信用品質與流動性均充滿不確定性的資產。
- 2、取得容易且便宜的批發型融資，鼓舞銀行大量進行以短期批發型資金來融通長期資產的操作。

2007 年夏季美國次貸問題所引發的金融市場動盪，暴露出金融體系的這兩項脆弱性；2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟公司宣告倒閉，使得問題惡化成襲捲全球的金融危機，與全球金融市場緊密相連的英國自然不能幸免於這場金融風暴。

英國的資產價格大幅下跌、貨幣市場利率急遽彈升、批發型資金市場凍結，資產價格的減損與流動性的乾涸迫使銀行紛紛緊縮放款，進行去槓桿化（deleveraging）；信用緊縮（credit crunch）進而使得民間消費與投資萎縮，實體經濟受創促使資產價格進一步下滑，銀行再度遭受損失，信用緊縮狀況更為惡化，再度回過頭來傷害實體經濟，形成金融體系與實體經濟之間不利的反饋循環（feedback loop，圖 1）。

圖 1 英國出現不利的反饋循環

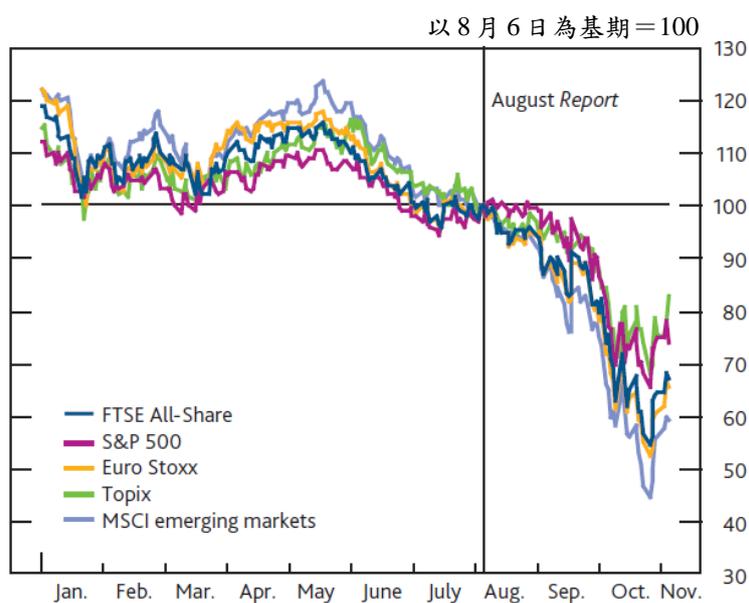


資料來源：Giev (2008)。

一、 資產價格大幅下滑

受金融海嘯之衝擊，主要國際股市紛紛大幅下滑（如圖 2）。以英國為例，其股價（FTSE）下挫的幅度為近一個世紀來之最，2008 年 11 月 5 日股市的收盤價，與半個月前比較重挫 23%；與 2007 年 7 月比較，則下跌近 40%。

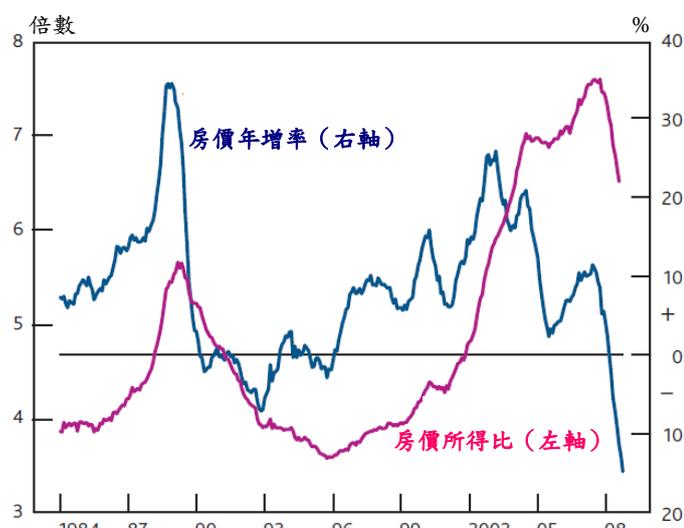
圖 2 2008 年國際股價之變動情形



資料來源：BoE's *Inflation Report*。

不動產價格下挫的幅度亦相當嚴重。2008 年 10 月英國住宅不動產價格與一年前相較，下跌約 15%，至於房價所得比則跌至 4 年以來的最低點（見圖 3）；商業不動產市場亦快速惡化，2008 年 9 月的價格與 2007 年 6 月的高點相較，下挫了近 25%。

圖 3 英國住宅不動產價格之變動情形



資料來源：同圖 2。

不動產價格的下跌在這波金融市場動盪中，扮演一個相當重要的角色，因為許多銀行的資產是以住宅或商業不動產為擔保，不動產價格的下跌造成銀行擔保品價值的減損，銀行因借款人違約而可能遭受損失的幅度因而擴大。

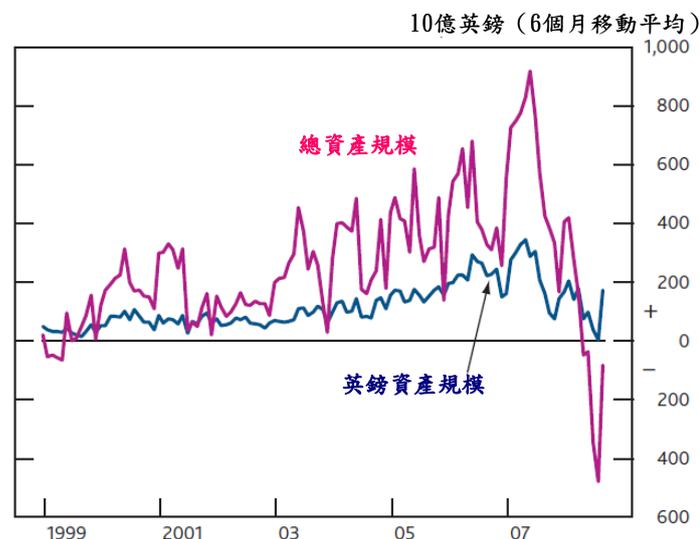
二、 金融市場緊俏、信用緊縮

(一) 銀行大幅進行去槓桿化

面對資產價格大幅縮水，以及市場流動性因金融情勢緊張而乾涸

的窘境，銀行紛紛囤積流動性，並藉由新增資本、減少放款或出售資產來進行去槓桿化，資產規模因而急遽萎縮（見圖 4）。

圖 4 英國銀行部門資產規模的變動情形



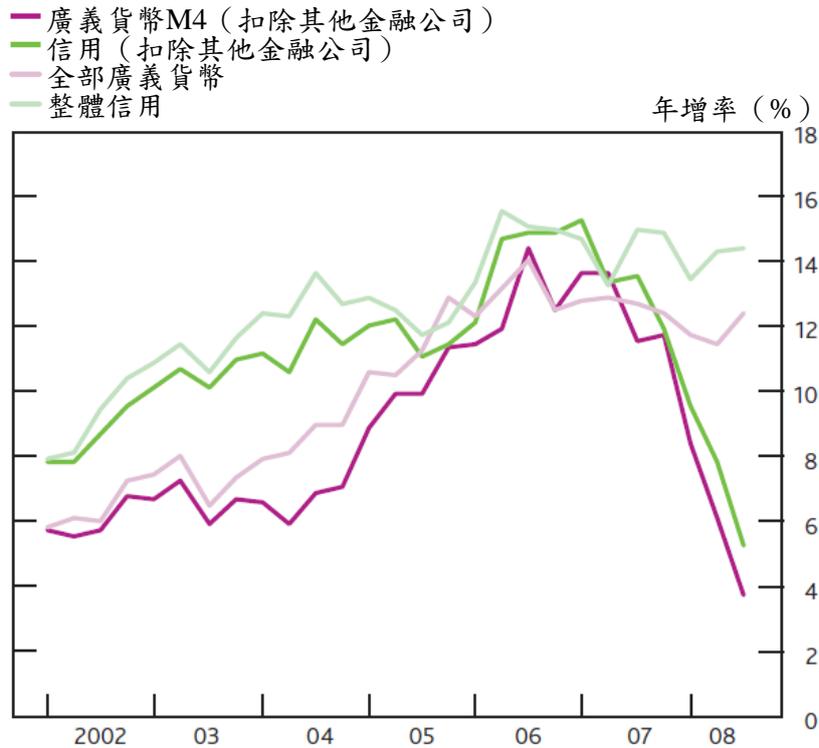
資料來源：同圖 2。

（二）貨幣與信用成長大幅下降

去槓桿化過程使得貨幣與信用成長大幅下降。觀之圖 5，雖然整體廣義貨幣 M4 與信用年成長率仍呈現持穩的態勢；不過，這主要是因為金融危機以來，專為銀行中介資金的其他金融公司，其交易頻率提高，這兩項指標未能真實反映家計部門與企業的借貸情形。

扣除其他金融公司交易的貨幣與信用年增率，即呈現信用市場緊縮的真實情況；圖 5 顯示，英國國內銀行信用的年增率由 2007 年第 1 季的 15%，大幅下降至 2008 年第 3 季的 5.2%，廣義貨幣的年增率亦急遽下降。

圖 5 英國廣義貨幣與民間信用成長情形



資料來源：同圖 2。

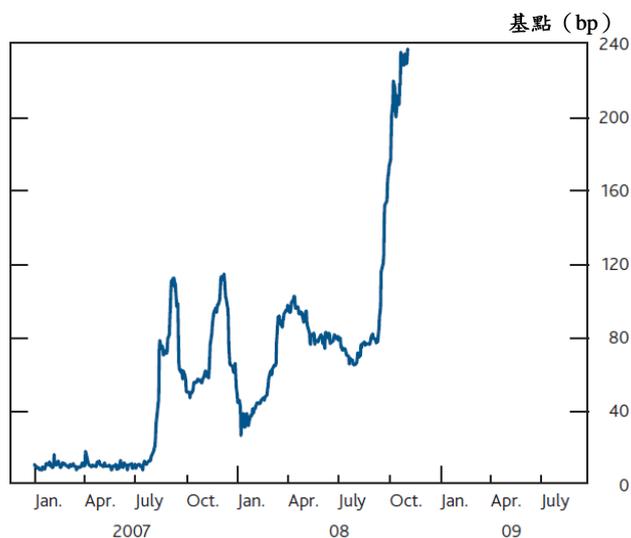
2008 年銀行放款急速下降的主要原因，在於總體經濟展望的惡化及其所引發之銀行損失可能更嚴重的恐懼，進一步限縮信用的供給，同時打擊市場對金融機構經營模式可持續性的信心。不惟如此，部分機構的倒閉，尤以雷曼兄弟公司為甚，使得市場對其他國際性金融機構能否存活的焦慮大為增加，導致民間部門取得銀行貸款的可得性進一步下降，且貸款期限也跟著縮短。

(三) 銀行融資成本彈升

銀行的融資管道變的更加昂貴，銀行間短期無擔保利率大幅跳升，例如 3 個月期銀行間英鎊拆款利率與市場預期的 BoE 政策利率

(Bank Rate) 之利差，從 2008 年 9 月的約 80 個 bp，跳升至 11 月的超過 200 個 bp (見圖 6)。

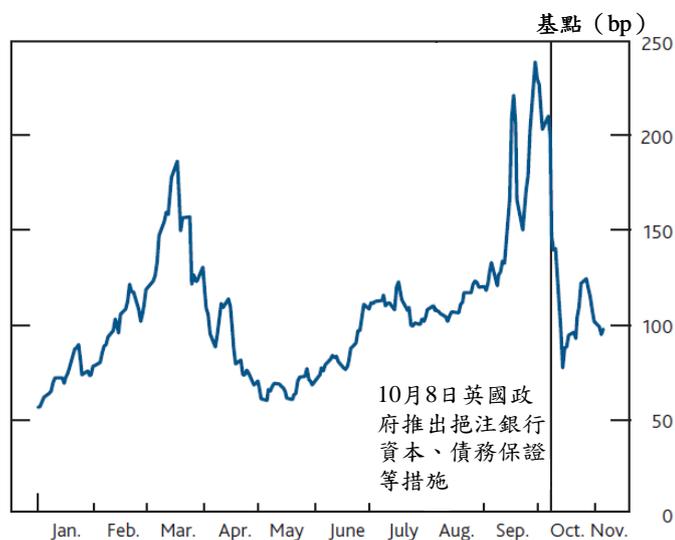
圖 6 3 個月期英鎊銀行間利率與預期政策利率之利差



資料來源：同圖 2。

批發型融資市場的發展情勢亦暴露出銀行融資結構的脆弱性，因而使得大型金融機構的信用違約交換利差急遽跳升 (見圖 7)。這些發展均使得銀行取得融資更加困難。

圖 7 2008 年英國主要銀行的信用違約交換利差



資料來源：同圖 2。

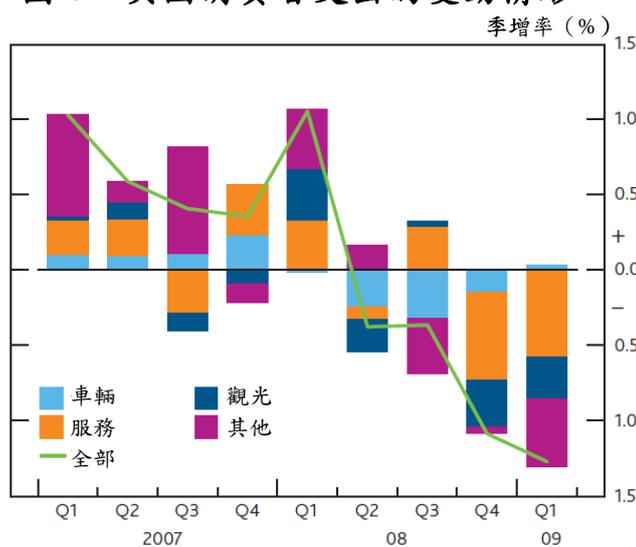
三、 金融市場惡化衝擊實體經濟

信用緊縮使用英國的實體經濟大受衝擊。資產價格下滑與銀行貸放趨緊，提高家計部門與企業的債務利息支出對所得的比率，迫使他們在籌資能力受限的情下，還須撥出更多的所得來償還債務；在信用條件一再被壓縮的情況下，消費支出與企業投資均大幅萎縮，英國經濟終於在 2008 年第 2 季開始陷入衰退。

(一) 民間需求大幅萎縮

資產價格下跌、銀行貸放趨緊、實質所得下滑，以及就業前景不佳促使家計部門增加儲蓄等因素，造成英國的消費支出急速萎縮，萎縮幅度在 2008 年第 4 季與 2009 年第 1 季達到最大（見圖 8）。

圖 8 英國消費者支出的變動情形

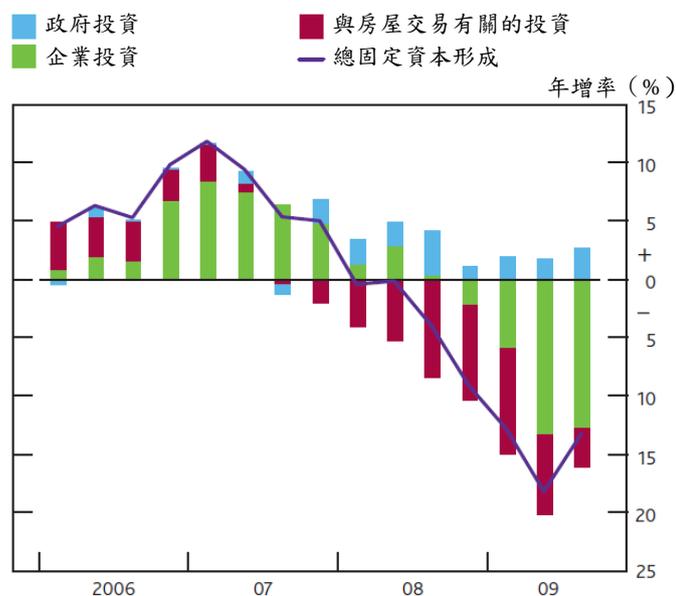


資料來源：同圖 2。

民間投資方面，自 2008 年第 1 季起民間投資轉呈衰退，萎縮幅

度逐季擴大，至 2009 年第 2 季投資年增率下跌達 20%，其中又以占整體投資六成的企業部門，投資萎縮的幅度最大（見圖 9）。

圖 9 英國民間投資的變動情形



資料來源：同圖 2。

(二) 經濟衰退、失業率上升

在民間需求不振的情況下，英國經濟於 2008 年第 2 季進入衰退期，產出規模急遽萎縮（見圖 10）；其中製造業產出下滑主要反映了國內與國外需求的萎縮，服務業產出下跌則反映了本波金融危機對金融體系的直接衝擊與間接影響。

經濟成長萎縮衝擊勞動市場，導致失業率大幅上升。英國失業率由 2008 年第 1 季的 5.2% 急遽上升至 2009 年第 3 季的 7.9%，為近 13 年來的最高水準（見圖 11）。

圖 10 英國產出的變動情形

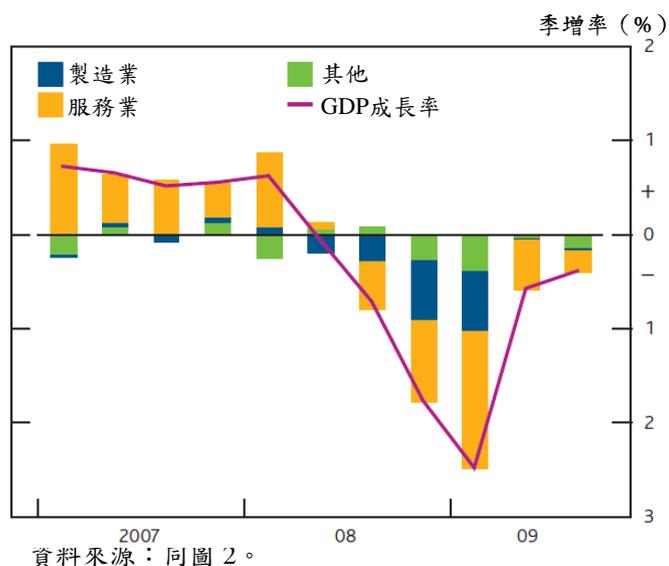
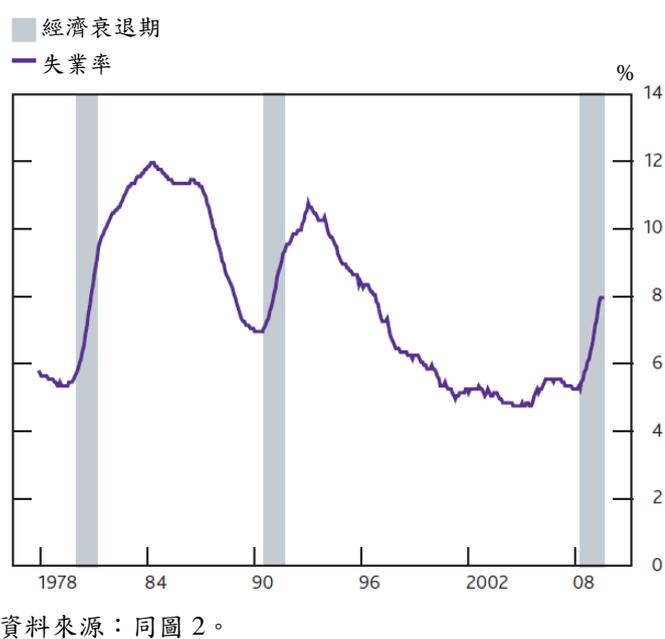


圖 11 英國失業率的變動情形

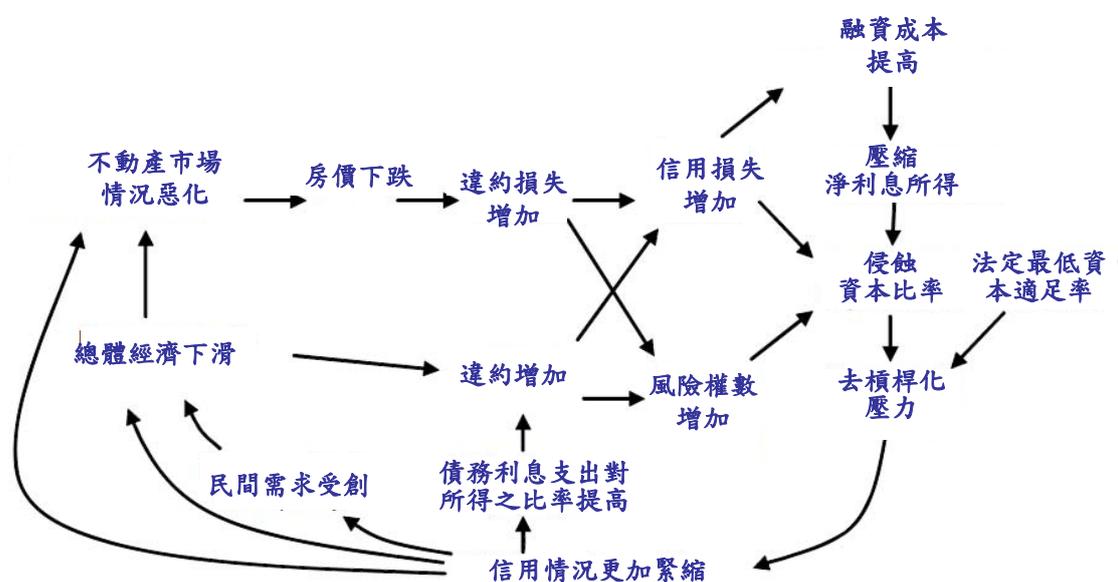


在英國政府積極推出一系列金融穩定與激勵經濟措施之努力下，英國經濟終於在 2009 年第 4 季重返復甦軌道，結束本次持續 6 季之久的經濟衰退期（2008 年第 2 季~2009 年第 3 季）。總計這次經濟衰退使得英國經濟萎縮 6.4%，失業率上升約 2.7%。

(三) 金融體系與實體經濟的不利反饋循環

一如日本經濟失落十年的經驗，造成近期英國經濟急遽惡化的主要原因，亦是金融體系與實體經濟不斷相互影響的不利反饋循環（見圖 12）。

圖 12 受不利的反饋循環影響，英國經濟急遽下滑



資料來源：同圖 1。

資產價格的下挫使得銀行的資產負債表惡化，迫使銀行進行大規模的去槓桿化程序，造成家計部門與企業融資管道受阻的信用緊縮狀況，進而重挫民間需求，導致經濟衰退；總體經濟環境不佳回過頭來損害資產價格，再展開新一輪的不利反饋，如此不斷循環加快經濟金融環境惡化的速度。

參、BoE 因應危機之措施

為因應全球金融危機對金融體系與實體經濟之衝擊，英國政府推出一系列的援助措施，來直接處理銀行資產負債表結構性弱脆的問題，其中包括挹注銀行資本以增強市場對銀行的信心，以及對銀行發行的無擔保債券提供政府保證，協助銀行取得融資。

另外，BoE 也積極展開一連串行動，除了採調降利率與擴大供應流動性等傳統工具外，BoE 亦推出特殊流動性機制與資產購買方案（即所謂的量化寬鬆）等非傳統性措施。本章將對 BoE 於金融危機期間採行之措施有系統地加以說明。

一、BoE 英鎊貨幣市場操作架構之目標與變革

BoE 英鎊貨幣市場操作架構具有雙重目標：

- 1、藉由維持市場利率與 BoE 的政策利率趨於一致，來執行貨幣政策；
- 2、藉由提供銀行流動性保障（liquidity insurance），來降低銀行流動性與支付服務中斷而產生的成本。

欲瞭解 BoE 如何因應本波金融危機，區分上述這兩項目標的不同相當重要。就英國貨幣政策而言，2009 年 3 月是重要的轉折點，

在此之前，貨幣政策之執行在於調整原有的貨幣政策操作架構；之後，則是以調整政策利率與達成資產購買目標，這兩種方式共同進行。就流動性保障而言，整個操作過程的發展雖持續不斷；不過，進展的速度在 2008 年 9 月金融危機擴大後加快；最後的發展則是 BoE 將危機期間所推出的部分措施，納為永久性操作架構的一環。

二、 危機前後 BoE 資產負債表的變化情形

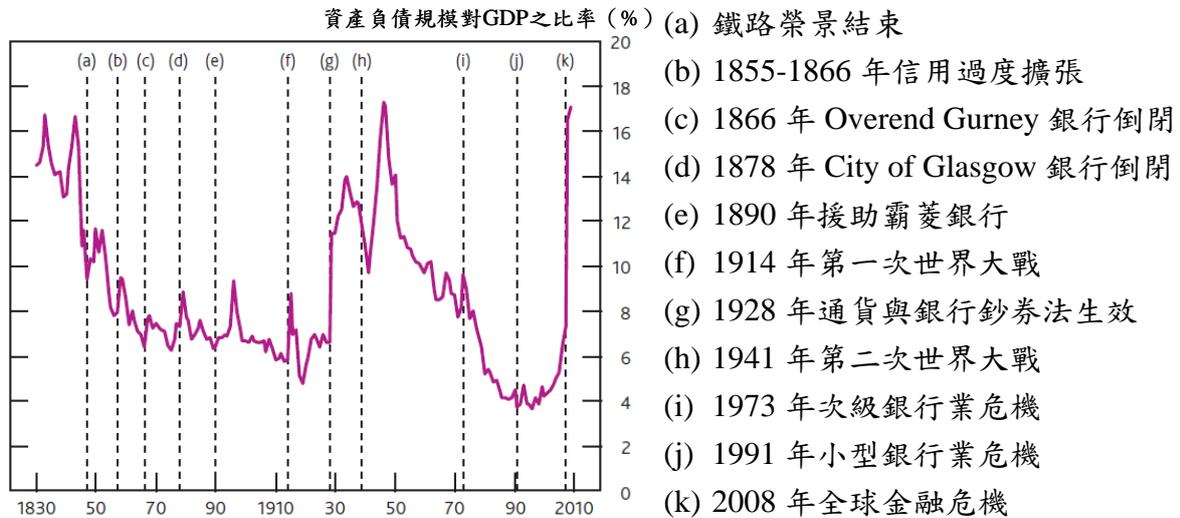
為維持物價穩定與金融穩定，BoE 於金融危機期間採行一系列特殊措施；欲深入瞭解這些措施，須先瞭解 BoE 如何運用其資產負債表來執行貨幣政策，並提供銀行體系流動性保障。

（一） BoE 資產負債表規模急遽膨脹

BoE 的資產負債規模相對 GDP 的比率，即使在扣除特殊流動性機制（Special Liquidity Scheme，SLS）²後，依舊擴大至兩個世紀以來的高點，此一比率等同於 19 世紀拿破崙戰後、兩次世界大戰、1930 年代經濟大蕭條等時代的水準（見圖 13）。若加計 SLS 這個資產負債表外項目，BoE 資產負債對 GDP 的比率則約高達 25%。

² SLS 機制內容於下一小節說明。

圖 13 歷年來 BoE 資產負債規模的變動情形



資料來源：Cross, Fisher & Weeken (2010)。

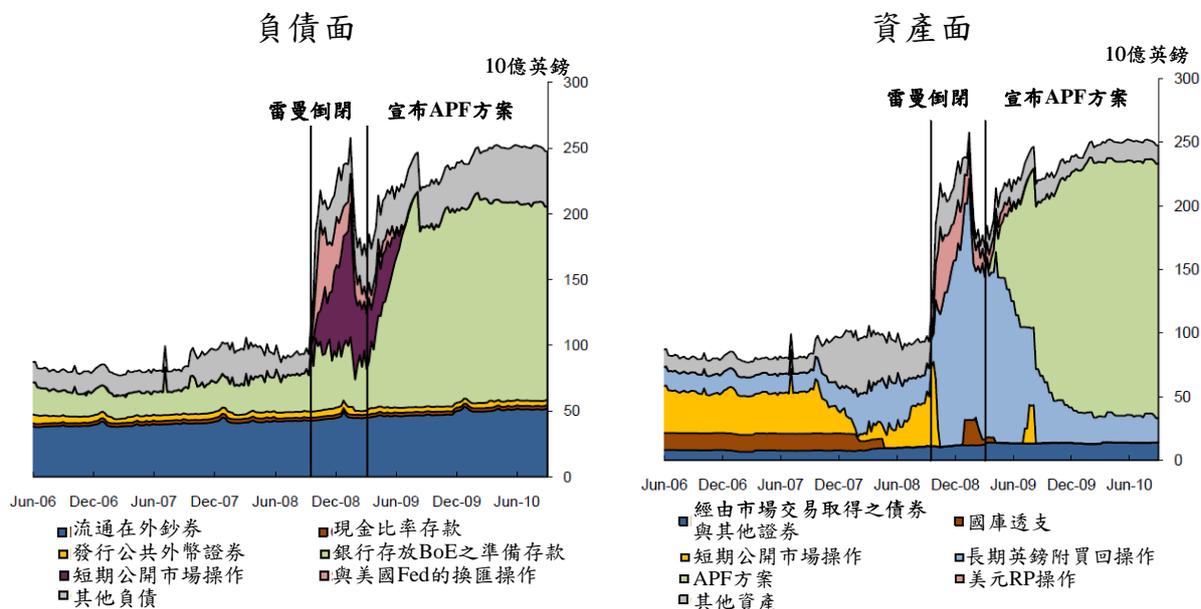
(二) 資產負債表結構的變化

根據圖 14，可見 BoE 資產負債表結構在 2008 年 9 月雷曼兄弟公司倒閉致金融危機擴大後，發生顯著的改變。就負債面而言，最主要的項目仍為中央銀行貨幣（亦即流通在外鈔券與銀行存放在 BoE 的準備金等兩項）；惟危機擴大後，銀行的準備金大幅擴增，並新增與美國 Fed 換匯及發行 BoE 票券等兩項負債項目。

就資產面而言，在 2009 年 3 月 BoE 宣布資產購買方案（Asset Purchase Facility, APF）前，BoE 透過公開市場附買回操作所握持的資產，是對應負債面的主要項目；不過在 APF 宣布後，資產面結構產生重大變化，經由英鎊貨幣市場操作（短期及長期公開市場操作）所取得的資產大幅減少，俾允許 BoE 進行資產購買方案，直接挹注

流動性至實體經濟。

圖 14 BoE 資產負債表結構的變動情形



* 發行公共外幣證券：BoE 取得外匯存底的方式，係以自己的名義在國際資本市場發行公共外幣證券。

現金比率存款（Cash Ratio Deposit）：BoE 規定平均英鎊負債超過 5 億的銀行與房屋抵押貸款協會須提存現金比率存款；BoE 不支付本項存款利息。

資料來源：Parry (2010)。

三、 提供流動性保障

BoE 提供流動性保障之操作與機制，為其因應金融危機的核心措施；如同其他國家的央行，BoE 推出一系列措施來提供銀行流動性保障，俾鞏固市場對英國銀行體系的信心。

BoE 提供流動性保障的措施，如依其影響資產負債表的方式，可區分為表內措施與表外措施兩大類。茲分述如下：

（一）資產負債表內的流動性保障機制

1、擴大3個月期附買回操作³

為因應 2007 年底短期貨幣市場的緊俏情勢，BoE 宣布調整長期英鎊附買回操作內容：提高 3 個月期附買回操作的額度，並擴大合格擔保品的範圍，從原本的只收高品質主權債務證券，擴大納入 AAA 等級的住宅抵押貸款證券（residential mortgage-backed securities, RMBS）與擔保債券（covered bonds）。

起初，擴大擔保品的長期附買回操作約提供銀行每月 100 億英鎊的流動性，直至 2008 年 9 月金融危機擴大，BoE 再次提高長期附買回操作的額度，增加操作頻率，並進一步將商業不動產貸款擔保證券與公司債納為合格擔保品。

根據圖 14 可見，BoE 透過長期英鎊附買回操作所握持的資產，在 2008 年 9 月大幅調整 3 個月期操作內容後，規模快速擴增，至 2009 年 1 月的高峰時，該項資產達 1,800 億英鎊。

2、美元附買回操作（換匯協議）

鑑於全球美元市場的流動性壓力日增，BoE 於 2008 年 9 月 18 日加入主要國家央行提供隔夜美元資金的行動。為此，BoE 與美

³ BoE 改革 3 個月期附買回操作之詳細內容，請參閱林曉伶(2010)。

國 Fed 建立換匯機制以取得美元資金，起初的額度為 400 億美元。美元市場的情勢到 9 月底雖略為緩和，但市場仍擔憂美元資金的取得問題，尤其較長期資金為然；BoE 因此推出 7 天期的美元操作。

2008 年 10 月中旬，BoE 與其他國家央行共同宣布擴大美元流動性的提供，將原本固定額度、複數利率的競標操作，改為無額度限制、固定利率的競標操作；BoE 並額外推出 1 個月期與 3 個月期的美元供應操作，俾使銀行能自 BoE 借得任何額度的美元資金。在美元供應操作的高峰期，BoE 共借出 860 億美元的資金。

2009 年中，美元市場的壓力明顯舒緩，BoE 與其他國家央行宣布將逐步退出美元供應操作。當金融市場功能持續改善，BoE 聯合其他國家央行確定於 2010 年 1 月底終止與 Fed 的換匯協議；2010 年 5 月，全球金融市場因歐元區債務問題再度動盪，BoE 及其他國家央行重啟與 Fed 的換匯協議，惟迄今沒有一家英國的銀行動用此一機制。

(二) 資產負債表外的流動性保障機制

本波金融危機期間，BoE 陸續推出特殊流動性機制 (SLS) 及貼現窗口機制 (Discount Window Facility, DWF) 這兩項流動性提供機

制，以提供銀行更多的流動性保障。由於 SLS 與 DWF 係以擔保品交換的方式進行，因此交易內容不會出現在 BoE 的資產負債表上，且對整體銀行體系的準備金部位亦無任何影響；不過，即使如此，這兩項機制仍為 BoE 因應危機的重要措施。

1、 推出暫時性的特殊流動性機制

BoE 於 2008 年 4 月推出 SLS，希望藉由允許銀行以流動性暫時變差的房貸抵押擔保債券等有價證券，向 BoE 換取高品質的國庫券，來改善銀行體系的流動性狀況。由於 SLS 旨在處理銀行因 2007 年部分資產擔保債券市場無預警停擺，造成銀行部分資產頓失流動性的問題，因此，只有在 2007 年底即已出現在資產負債表上的資產才是符合充當 SLS 的合格擔保品。銀行動用 SLS 須向 BoE 支付一定的費用。

SLS 證券交換的交易，可以持續展期，期限最長為 3 年，較其他央行流動性提供措施的保障期間來的久。BoE 推出 SLS 之際，將存續期限設定為 6 個月，亦即計畫在 2008 年 10 月終止 SLS；之後，因金融危機於 9 月擴大，BoE 因而延長 SLS 的存續期限至 2009 年 1 月，換言之，SLS 的最後一筆交換操作，將於 2012 年 1 月到期，該時點也就是 SLS 終止的日期。

在關閉 SLS 窗口後，BoE 於 2009 年 2 月公布 SLS 的操作結

果；總計 BoE 共借出面額約 1,850 億英鎊的國庫券，並換入名目價值約 2,870 億英鎊的有價證券為擔保品，這些擔保品大多為 RMBS 或以房貸為擔保的債券。鑑於 BoE 所借出的國庫券規模龐大，SLS 操作所產生的損失將由英國政府吸收。

2、 建立常備性的貼現窗口機制⁴

BoE 利用 SLS 的若干特色，設計了一套全新、永久性的流動性保障機制 DWF，並於 2008 年 10 正式推出。銀行得利用 DWF 向 BoE 借入英國政府債券，至於可充當合格擔保品的標的範圍相當廣泛⁵，換券費用則依擔保品的種類與換券規模而定，俾避免銀行濫用此一機制的道德風險問題，同時亦可減輕 BoE 所承受的風險，保護其資產負債表。

DWF 旨在向處在流動性壓力情境下的銀行提供流動性保障，而非用來處理償債或生存能力有疑慮的銀行，因此，對於銀行申請使用 DWF，BoE 得權衡是否接受。在一般情況下，銀行借入政府債券的期限為 30 天，最長可達 364 天。

另外，BoE 於 2010 年 7 月 19 日宣布，將擴大 DWF 合格擔保

⁴ 貼現窗口機制操作之詳細內容，請參閱林曉伶(2010)。

⁵ 除了可作為短期公開市場操作合格擔保品的高品質證券外，RMBS、資產擔保證券等有買賣市場的債務證券，沒有買賣市場的房貸抵押證券，以及對手銀行自行承作的證券化商品等風險較高的證券，均為 DWF 的合格擔保品。

品範圍，納入銀行對個人及非銀行機構所承作的放款；這項計畫預計在 2011 年生效。

四、 執行貨幣政策

就貨幣政策而言，2009 年 3 月是重要的轉折點，在此之前，貨幣政策之執行旨在調整原有的貨幣政策操作架構；之後，則是以調整政策利率與達成資產購買目標這兩種方式共同進行。

(一) 2007 年夏～2009 年 3 月：調整現有的貨幣政策操作架構

2009 年 3 月宣布量化寬鬆政策前，BoE 是以調降政策利率，並利用英鎊貨幣市場操作架構所具備的彈性來執行貨幣政策，以達成穩定經濟之目標。

1、 調降政策利率

BoE 於 2007 年 12 月起，加入其他國家央行聯合降息因應危機，政策利率由 5.75% 一路降至 2009 年 3 月 0.50% 接近零水準。總計在不到 1 年半的時間內，調降利率 9 次，總降幅達 5.25 個百分點（見圖 15）。

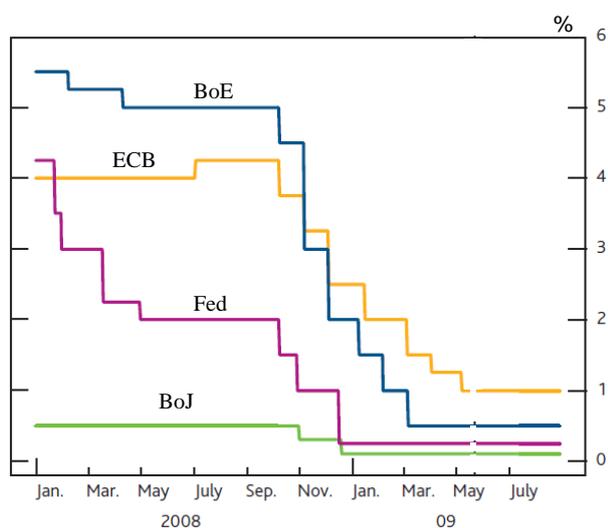
2、 準備金大幅增加

為因應金融市場緊俏的情勢，銀行紛紛大幅上調自願準備金

目標，整體銀行的準備金目標由 2007 年 7 月的 160 億英鎊，擴增至 2008 年 12 月的 450 億英鎊高點，規模成長近 3 倍（圖 16）。

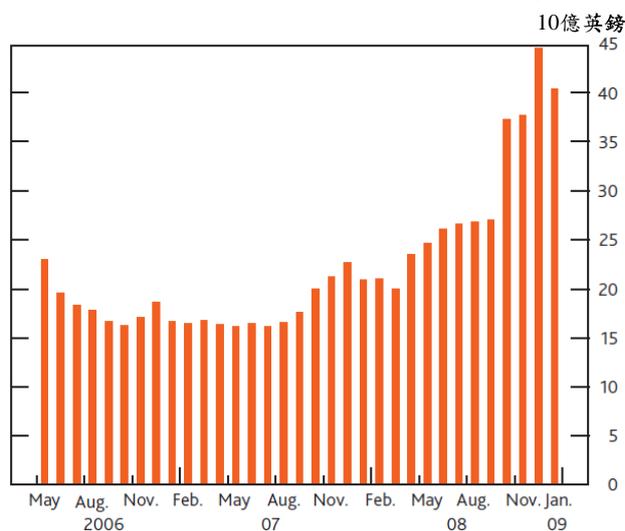
為滿足銀行大量的準備金需求，BoE 不僅擴大公開市場操作的規模；而為了避免懲罰握持過多準備金的銀行，BoE 亦多次擴大準備金計息的目標區間⁶，以確保整個銀行體系可以握持額外的準備金，毋須擔心會受到準備金利息減少的懲罰。

圖 15 BoE 與主要央行調降政策利率



資料來源：BoE, *Quarterly Bulletin*。

圖 16 BoE 總準備金目標變動情形



資料來源：同圖 15。

3、發行英格蘭銀行票券

為使準備金供給等於總自願準備金目標，BoE 須從銀行體系收回過剩的準備金，然而 BoE 於 2008 年秋季因應金融危機惡化所

⁶ 銀行將準備金維持在自願準備金目標的一定區間內（由 BoE 訂定），BoE 將對銀行的實際準備餘額依政策利率給息，不過若實際準備高於或低於目標區間，將會受到損失利息的懲罰；高於區間上限的超額準備，或低於區間下限的不足準備，BoE 將依政策利率計息，並自銀行可得的準備金利息中扣除。

推出的擴大長期附買回操作，所釋出的準備金數量已超過 BoE 現有工具收回準備金的能力。因此，BoE 推出英格蘭銀行票券 (Bank of England Bill) 這項新工具，以吸收過多的長期準備金。

英格蘭票券為非貨幣性負債，BoE 約每週發行，票券期限為 1 個月。在 2009 年 1 月 8 日英格蘭票券發行的高峰，BoE 於單日發行的金額超過 1,000 億英鎊。

整體而言，在 2007 年夏季至 2009 年 3 月這段期間，BoE 執行貨幣政策的操作架構大致維持不變。

(二) 2009 年 3 月以來：資產購買機制 (APF)

2009 年 3 月 5 日的貨幣政策會議，BoE 將政策利率調降至 0.5%，並認定此一利率水準已趨近利率下限。因此，為提供更進一步寬鬆的貨幣政策環境，BoE 宣布資產購買方案，以創造準備金的方式來融通購買資產所需的資金，亦即一般所稱的量化寬鬆政策，有別於 1 個月前所公布，由財政部發行國庫券融通的 500 億英鎊資產購買方案⁷。

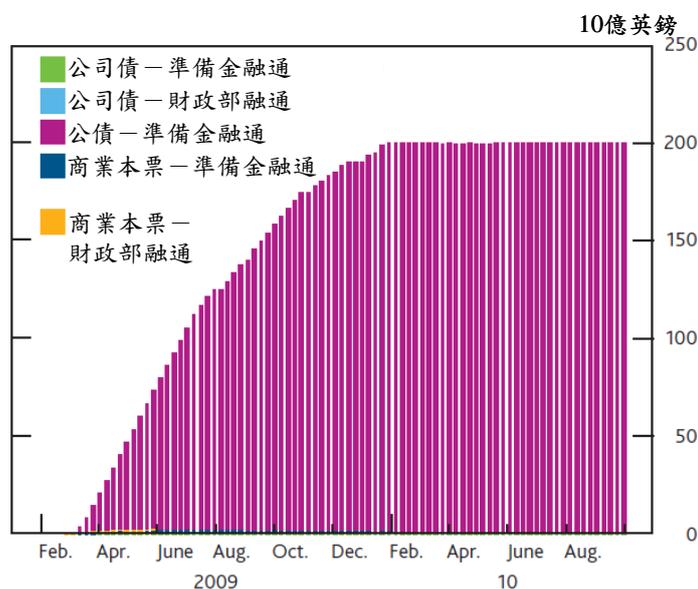
資產購買方案的規模起初為 1,500 億英鎊，2009 年 8 月上調為 1,750 億英鎊，11 月再增加為 2,000 億英鎊。2010 年 2 月初，BoE 已

⁷ 2009 年 2 月 6 推出的第一階段 500 億英鎊資產購買方案，主要目的在於改善公司債市場的運作情況，以協助企業融資，其資金係由財政部提供，故操作不會影響整體銀行的準備金，亦即不影響 BoE 的貨幣市場操作，其操作不具貨幣政策目的。

藉由資產購買機制完成購入 2,000 億英鎊資產的任務（見圖 14），其中絕大部分為英國政府公債（見圖 17）。

從 2010 年 2 月購入資產規模達 2,000 億英鎊的目標後迄今（12 月），BoE 於例行政策會議上均維持 2,000 億英鎊的購買目標不變。

圖 17 BoE 執行資產購入方案之情形



資料來源：同圖 15。

為了融通購入民間資產所需的資金，BoE 向銀行體系釋出大量額外的準備金，數量遠超過銀行為達自願準備金目標之所需，因此，BoE 暫停實施英鎊貨幣市場操作架構內的部分措施：

1、 銀行暫停設定自願性準備金目標

銀行原本應該在下一個提存期開始前，向 BoE 申報下一提存期的準備金目標；2009 年 3 月量化寬鬆政策推出後，銀行暫時毋

須設定自願性準備目標。

2、 BoE 對銀行所有的準備金依政策利率付息

BoE 原本對無法將實際準備餘額控制在目標區間內的銀行，訂有罰息的規定⁸。量化寬鬆政策實施後，BoE 為維持市場利率與政策利率趨於一致，因此對銀行持有的所有準備金均依政策利率付息，暫停準備金目標罰息之規定。

3、 暫停短期公開市場操作

鑑於銀行體系的準備金係由資產購買量來決定，且銀行的所有準備金均可依政策利率計息，因此 BoE 暫停短期公開市場操作。

4、 暫停發布流動性預估資訊

基於預估流動性對於公開市場操作之重要性，BoE 原本每日例行會向外界揭露流動性預估資訊。2009 年 3 月後，由於 BoE 暫停短期公開市場操作，預估流動性的重要性大為降低，BoE 因而暫停揭露此一資訊。

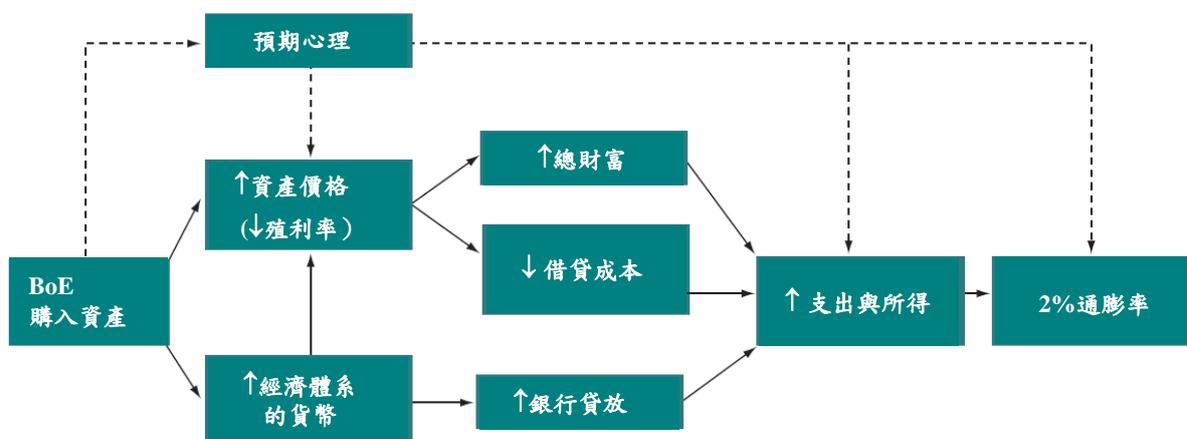
⁸ 詳註 5。

肆、危機因應措施的政策效果

BoE 的流動性保障提供措施，以及資產購買方案是否達到穩定金融與提振經濟的政策效果？根據一些金融指標來看，流動性保障措施確實有助於穩定金融，並給予 BoE 更多時間來因應金融危機的衝擊。

然而，資產購買方案能否藉由預期心理、提升資產價格及降低利率，進而增加財富並降低借貸成本、促進信用成長，來提高消費與所得，俾使實際通膨率接近 2% 的通膨目標水準（見圖 18），則仍存在爭議。

圖 18 央行購入資產的政策效果傳遞機制



資料來源：Benford,..et al (2009)

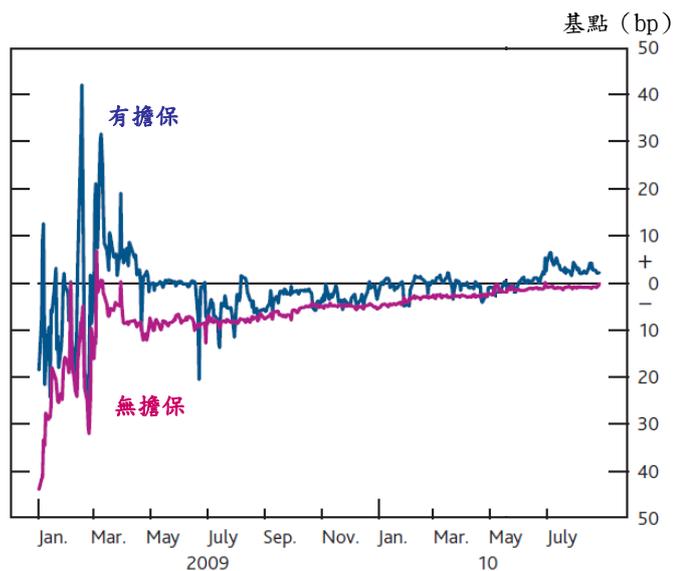
一、穩定金融市場的效果

由銀行間市場利率回穩、銀行融資成本下降，以及金融資產商品價格止跌回穩來看，BoE 的措施確實發揮穩定金融的效果。

(一) 銀行間拆款市場回穩、銀行融資成本下跌

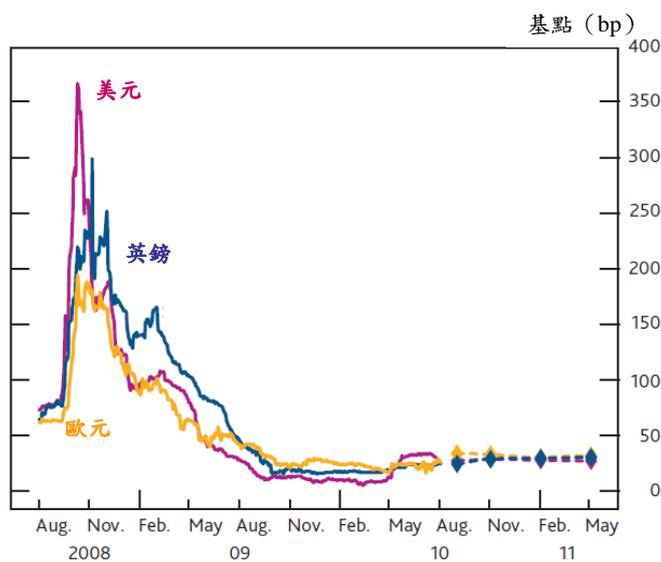
銀行間隔夜拆款利率的波動性大幅降低，隔夜拆款利率與 BoE 政策利率的利差縮減，走勢逐漸趨於一致（見圖 19）。

圖 19 英鎊隔夜拆款利率與 BoE 政策利率之利差



資料來源：同圖 15。

圖 20 英鎊、美元與歐元銀行間利率與預期政策利率之利差

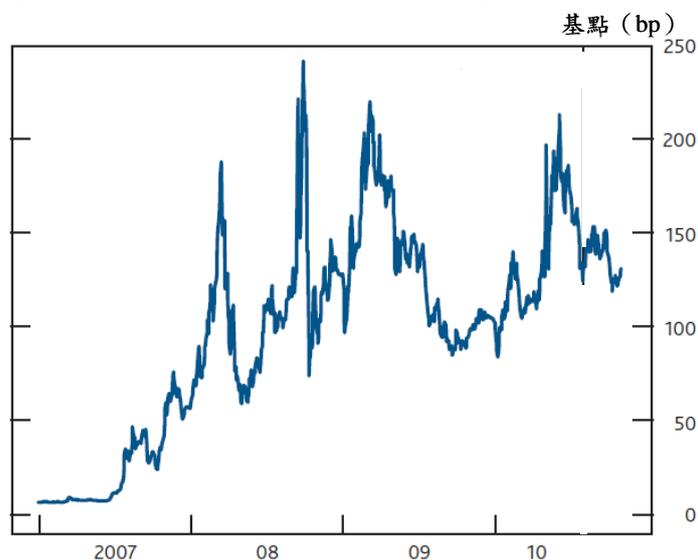


資料來源：同圖 2。

銀行批發型融資成本持穩，3 個月期英鎊銀行間利率與預期政策

利率之利差大幅回降（見圖 20），主要銀行的信用違約交換利差亦迅速縮減，惟 2010 年 4 月因歐洲債信問題而又大幅跳升（見圖 21）。

圖 21 英國主要銀行的信用違約交換利差



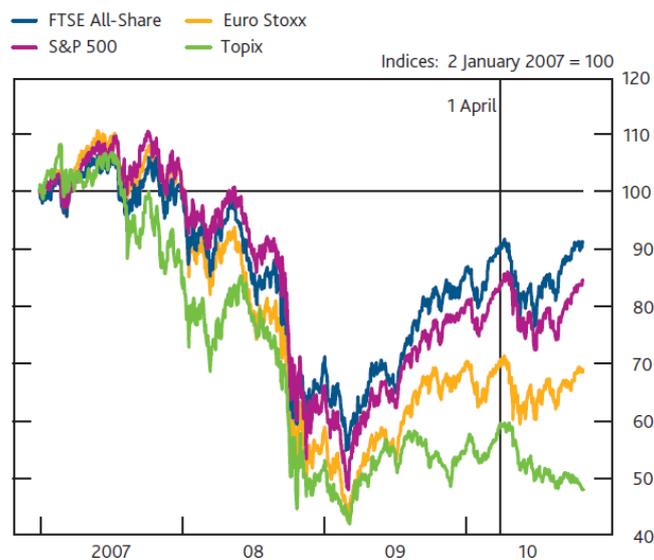
資料來源：同圖 2

（二）股市回升、房價止跌

2009 年初英國股市（FTSE）開始持穩回升，到 2010 年初股價幾乎已回到 2008 年金融危機擴大前的水準；惟 2010 年 4 月受歐債危機的影響，股市走勢又再度不穩（見圖 22）。

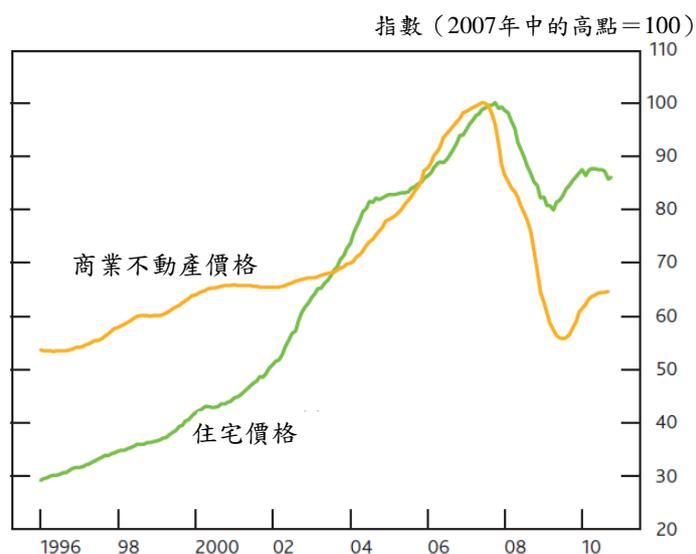
商業不動產與住宅價格自 2009 年止跌回穩，惟仍未回到危機發生前的水準，尤其商業不動產的價格仍較 2007 年中的高點跌了 35%（見圖 23）。

圖 22 英國與國際股價回升



資料來源：同圖 2。

圖 23 英國不動產價格走勢



資料來源：同圖 2。

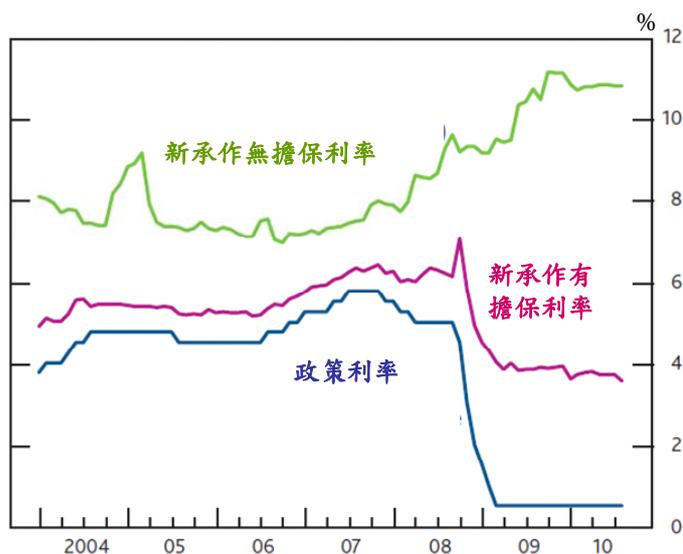
二、 促進信用成長之效果

由銀行調降貸放利率及對企業與家計部門放款的情形來看，BoE 的措施對於促進信用成長的助益似不明確。

(一) 銀行調降貸放利率的幅度不大

雖然 BoE 大幅下調政策利率，然而銀行對家計部門放款所索取的利率卻未等幅下降，甚至出現利率走高的情形（見圖 24）。

圖 24 銀行新承作放款利率與 BoE 政策利率走勢



資料來源：同圖 18。

(二) 銀行放款成長不明顯

自全球金融危機發生後，英國銀行業對企業英鎊貸款的年增率持續下滑，最後出現萎縮的情況；2010 年第 3 季與去年同期相較約萎縮 3%（見圖 25）。

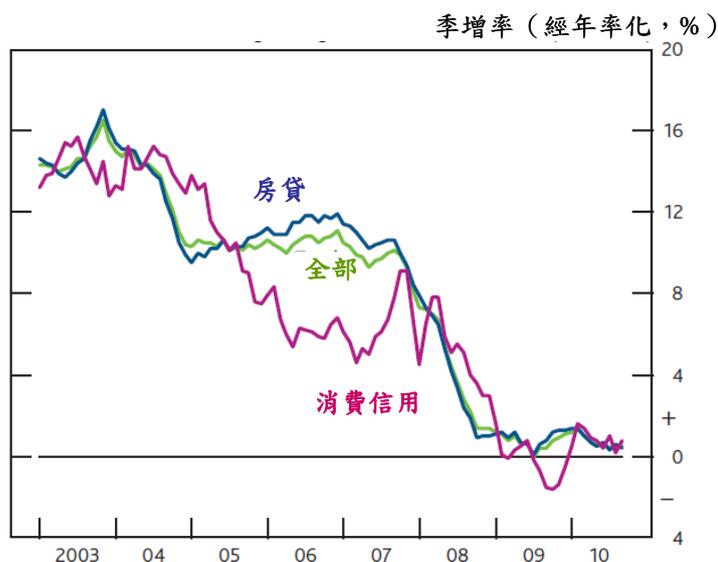
至於銀行業對家計部門的放款雖在 2009 年下半年略微回穩，但在進入 2010 年後，成長力道依舊微弱（見圖 26）。

圖 25 英國銀行業對非金融機構英鎊貸款的成長情形



資料來源：同圖 2。

圖 26 英國銀行業對家計部門的放款情形



資料來源：同圖 2。

三、對通膨的影響

（一）量化寬鬆政策的目標：維持通膨率於 2% 的目標水準

BoE 於 2009 年 3 月決定推出資產購買方案的原因之一，是基於

未來消費者物價指數 (Consumer Price Index, CPI) 年增率很可能跌破 2% 的目標水準，因此 BoE 希望藉由購入民間資產，透過預期心理、財富管道與信用管道來激勵民間支出與投資，進而促使 CPI 回升至 2% 的目標水準。

(二) 對量化寬鬆引發通膨疑慮之回應

量化寬鬆政策最惹爭議的一點，就是會不會帶來通膨失控的結果。若干經濟學家及市場人士憂心，量化寬鬆的結果可能只是促使經濟略微恢復，但隨之而來的則是失控的通膨。

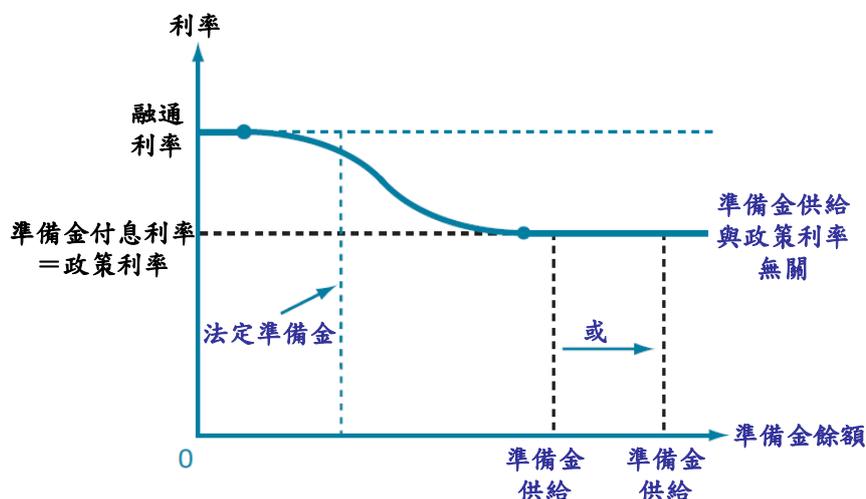
對於這種說法，BoE 回應指出，諸多持這類主張的分析基礎，是建立在對貨幣乘數 (money multiplier) 的粗略瞭解；若大量增加的銀行體系準備金並未使得銀行放款顯著成長，那麼實在很難想象過量的通膨效果從何而來⁹。

BoE 並以美國紐約 Fed 的研究報告來支持其觀點。Keister & McAndrews (2009) 主張，對銀行準備金付息的措施，阻隔了貨幣數量與政策利率之間的關係，貨幣乘數效果因央行依市場利率對準備金付息的行動而受阻。換言之，在 BoE 對銀行所有準備金付息的情況下，就有如在「提供利率下限制度」(floor system，見圖 27) 的環

⁹ Rule(2010)。

境下執行貨幣政策，此時龐大的準備金數量不會干擾 BoE 追求實現通膨目標的貨幣政策。

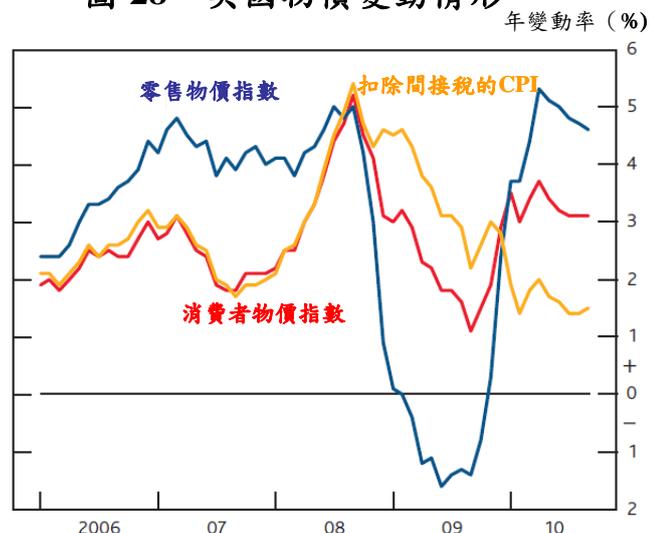
圖 27 貨幣政策執行的利率下限制度



(三) 近期英國物價的走勢

英國 CPI 走勢確如 BoE 於推出量化寬鬆政策之際所憂慮的，呈現一路下滑的情況，到 2009 年 9 月年增率僅 1.1%，不過隨後又立即跳升，12 月已達 2.9%，2010 年更是維持在 3% 以上的水準（圖 28）。

圖 28 英國物價變動情形



資料來源：同圖 2。

BoE 將通膨率跳升的主因，歸因於增值稅（Value-Added Tax, VAT）稅率恢復至 17.5%，以及英鎊貶值所致，並表示鑑於英國政府將調升 VAT 稅率至 20%，且進口物價將繼續上漲，通膨率很可能在 2011 年繼續維持在高於 2% 的水準。

伍、大規模危機因應措施所衍生之問題與對策

BoE 因應這波全球金融危機所推出的各項措施，不僅使其資產負債表規模擴增，並改變資產負債表的組成結構（詳圖 14），因而對 BoE 資產負債表所承受的風險帶來重大改變。

BoE 擴大長期附買回操作合格擔保品的範圍，以及建立特殊流動性機制與貼現窗口機制等措施，使得 BoE 資產負債表內及表外的資產項目，均納入資產擔保證券（asset-backed securities）、擔保債券（covered bonds）等風險較高的資產。

BoE 為避免承擔過高的風險，因而建立一套風險控管程序、設立擔保品管理小組、進行獨立的擔保品分析，並定期檢視擔保品折扣率（haircut）的合理性等，來增強管理這些新風險的能力，俾保護其資產負債表的品質。

一、 建立風險控管程序

BoE 針對貨幣市場操作及各項流動性機制所取得的擔保品，建立一套風險控管程序，其中包括設立擔保品管理小組；該專門小組延攬金融業界的專家，另外，BoE 於必要時亦會徵詢外部專家的建議。

二、 避免過度依賴信用評等、進行獨立的擔保品分析

BoE 已公佈的擔保品合格標準，普遍採用信評機構的信用評等結果，然而，在實際進行附買回操作或執行流動性機制時，BoE 會進行獨立的評估作業，且基於獨立評估結果，BoE 可拒收交易對手所提供的擔保品，即使該項擔保品的信用等級符合 BoE 所公佈的合格標準。

相反的，在某項擔保品的信用等級被降至不符 BoE 所公佈的合格信評標準時，BoE 在考量降級行動的背後因素及擔保品的品質後，得允許該項擔保品繼續保有其合格性。

另外，對於執行資產購買方案所持有的公司債，雖然 BoE 已要求公司債發行者須符合一定的信用等級，不過 BoE 同樣會進行獨立的信用風險分析。

三、 定期檢視擔保品折扣率的合理性

BoE 用以減輕擔保品風險的一項重要工具，就是擔保品折扣率的設計與調整。折扣率是依據各項資產的特徵而訂，設計用意在於保護 BoE 避免因交易對手違約而蒙受損失；此外，BoE 特別考量銀行壓力測試未含蓋的項目，例如結構商品所可能產生的衝擊情境，包括突發的違約風險(jump-to-default Risk)¹⁰。

¹⁰ 突發違約風險係指提交擔保品的交易對手，在幾無預警的情況下突然違約的風險。

對於已訂定的折扣率，BoE 會定期檢視其合理性，例如，為反映近期金融市場的波動，BoE 已調整主權債務擔保品的折扣率。再者，鑑於近年來市場價格每日的波動性變大，BoE 逐日進行擔保品再評價作業，若評價後發現擔保品的市價經折扣率調整後，已不足覆蓋 BoE 的曝險部位，BoE 將要求交易對手提供更多的擔保品。

另外，為處理資產擔保證券市場無流動性、市價無法取得的問題，BoE 自行建立一套評價方法。

陸、退場策略

隨著金融情勢恢復正常、經濟回到成長正軌，BoE 於危機期間所採行的非常規措施須逐步退場。在流動性保障措施方面，部分暫時性措施將終止，部分措施則納為永久性的常規架構；在貨幣政策方面，BoE 將先從量化寬鬆退場，再重啟自願準備金目標制度。

執行退場策略後，BoE 資產負債表的負債結構將回到危機前，以通貨及銀行準備金這兩項央行貨幣為主的結構，不過 BoE 的資產規模將較危機前略為增加，且 BoE 所持有的擔保品種類將更為多樣化。

一、流動性保障措施方面

(一) 暫時性措施將如期退場

BoE 於危機期間所推出的各項流動性保障措施，屬於暫時性的措施將如期退場。例如，為因應市場異常壓力所推出的美元附買回操作，在壓力減輕的情況下已停止操作；至於為因應市場流動性壓力遽升、國庫券需求大增所推出的特殊流動性機制，也將如期於 2012 年 1 月終止。

(二) 永久性措施納入英鎊貨幣市場操作架構

BoE 推出「擴大長期附買回操作」及「貼現窗口機制」之際，即

計劃將這些措施納為英鎊貨幣市場操作架構的一環，以提高 BoE 紓緩金融市場壓力的能力，同時藉由操作內容之設計，來避免銀行的道德風險問題。

另外，為了增加銀行審慎管理流動性的誘因，同時在金融壓力期間提供銀行更多的流動性保障，BoE 決定改革「擴大長期附買回操作」架構，並於 2010 年 6 月正式推出「釘住政策利率的長期附買回操作」（Indexed Long-Term Repo Open Market Operations）。

1、 釘住政策利率的長期附買回操作

(1) 操作目的

這項操作的主要目的在於，在不扭曲銀行審慎管理流動性的誘因之下，提供銀行體系流動性保障，同時極小化 BoE 資產負債表所承擔的風險。

(2) 操作內容

藉由這項操作，銀行可利用兩項不同的擔保品組合向 BoE 借入資金；第一項擔保品內容包含 BoE 短期操作所接受的合格擔保品（小範圍的擔保品組合），另一項擔保品內容則含蓋高品質的債務證券（大範圍的擔保品組合）。

BoE 將本項操作的融資利率釘住其政策利率，參與投標的銀行則依兩組不同的擔保品組合分別投標，表明願意以多少利率（政策利率＋銀行自訂的加碼幅度）向 BoE 融資。若大範圍擔保品組合所收得的加碼幅度，與小範圍所收得者，兩者之差距擴大，則顯示金融市場的壓力增加，此時 BoE 的策略是提高分配予大範圍擔保品組合的借出額度；由於 BoE 是以較高的利率借出資金，這將對道德風險產生某種程度的壓制作用。

（3）設計優點

本項操作的優點在於，藉由比較兩種範圍不同擔保品組合所得到投標利率，BoE 可衡量金融市場情勢，同時利用分配借出額度的裁量權，BoE 可迅速紓緩金融市場甫浮現的流動性壓力。

另外，BoE 將本項操作的利率釘住其政策利率，有助於 BoE 降低本身的市場風險曝險程度，同時讓參與操作的銀行毋須考慮政策利率的未來走勢。

2、貼現窗口機制

不同於長期附買回操作係由 BoE 決定操作時點與規模，貼現窗口機制的主動權在銀行，銀行決定向 BoE 借入多少額度，至於融資利率與條件則依照 BoE 事先訂定的規則。

融資利率依擔保品的種類及融資額度大小而定，隨著融資額度增加或擔保品流動性較差，融資利率則愈高；然而，即使在融資額度低時，貼現窗口機制的訂價設計會使得銀行在民間市場無壓力的情況下，向 BoE 借入資金的價格更為昂貴，以避免流動性保障機制產生道德風險。

二、貨幣政策方面

在異常寬鬆貨幣政策的退場方面，BoE 可藉由調升政策利率、出售已買入的資產，或結合兩者的方式，逐漸緊縮貨幣政策；執行退場的關鍵則在於時點的判定，BoE 須審慎拿捏退場時點，以避免太早退場反使經濟再度惡化，而太晚退場又恐引燃通膨危機。

BoE 總裁 Mervyn King 於本年 6 月指出：「當退場的時機來臨時，BoE 最有可能藉由提高政策利率、同時搭配有秩序地出售資產來進行，最後留下政策利率作為貨幣政策的有用工具」¹¹，CCBS 認為 BoE 未來的退場順序很可能是：先自量化寬鬆政策退場，再恢復自願準備金目標制度。茲分述如次：

（一）先自量化寬鬆政策退場

在量化寬鬆退場方面，BoE 所面臨的難題是如何在不干擾政府債

¹¹ King(2010)。

務管理操作的情況下，逐步出售規模相當於 GDP 之 14% 的政府公債。

（二）恢復自願準備金目標制度

在此，BoE 面臨的關鍵任務是恢復時點的決定。若 BoE 等到所有量化寬鬆政策購入的資產皆出售後，才重啟準備金目標制度，有可能需耗上數年的時間，不過延遲恢復可能會對 BoE 的隔夜拆款市場操作造成損害；然而，若要立即恢復，那麼 BoE 須從銀行體系收回龐大的準備金，這可能會使得市場流動性出現緊張的情勢。

三、BoE 資產負債表內容方面

隨著 BoE 出售資產、量化寬鬆政策退場、流動性保障操作規模因金融市場穩定而減少，以及公開市場操作收回過剩的流動性，BoE 的資產負債表規模將逐漸縮減，最後 BoE 資產負債表的負債結構將會回到危機前，以通貨及銀行準備金為主的負債結構。

不過，與危機前相較，BoE 資產負債表內容將出現下列兩項變化：

（一）規模較危機前略為增加

經過這次危機的教訓並因應金融監理局（Financial Services Authority, FSA）的新流動性管理規定¹²，銀行將可能自願性的永久提

¹² 英國金融監理局於 2009 年 10 月公布新的流動性管理規定，加強銀行的流動性管理能力。詳細改革內容可參閱林曉伶（2010）。

高握持的準備金部位。另外，BoE 為配合 FSA 的新流動性管理規定，放寬銀行開設準備金帳戶、使用英鎊貨幣市場操作措施的資格，因而新增約 200 家的銀行作為 BoE 的交易對手。

這些改變均將使得未來 BoE 的資產負債表規模略高於危機前的水準。

(二) 握有的擔保品種類更為多樣化

由於長期附買回操作的合格擔保品範圍擴大，以及貼現窗口機制加入常備架構，BoE 表內及表外所握持的擔保品種類將更多樣化。

柒、本次危機之教訓與啟示

本波金融危機除了暴露出金融體系過度複雜，存在高度槓桿操作、高度相關、高流動性風險及影子銀行部門等問題外，亦突顯政府欠缺一套有效處理問題機構的機制，以及金融主管當局嚴重低估系統性風險，缺乏一個總體審慎監理架構的缺失。針對這些問題，英國政府展開金融法規的改革，並大刀闊斧重整金融監理政策架構。

一、金融體系缺失方面：改革金融監管法規

針對金融體系的問題，英國政府自 2009 年起展開一系列的金融改革，包括強化資本與流動性管理規定、將影子銀行納入監管範圍、對金融機構的高流動性風險融資行為課稅，以及計畫要求系統性重要的銀行立生前遺囑（living wills）等，期督促銀行更加注意本身的營運風險，並避免再發生金融機構太大而不能倒的棘手事件。

二、金融主管當局缺失方面：成立總體審慎架構

針對金融主管當局低估系統性風險的問題，英國政府於本年 6 月決定放棄過去「三頭馬車」（Tripartite Standing Committee），由財政部、BoE 及 FSA 共同負責金融穩定事務的管理架構，改為財政部及 BoE 的雙峰（twin peaks）管理模式，解決 BOE 及 FSA 部份責任主導權分界不明的缺失。

BoE 將承接 FSA 監管個別金融機構的責任，並負起監控系統性風險的任務，接下維持金融穩定的新職責。新金融監理架構的轉換工作預計於 2012 年完成，改革的主要內容包括：

(一) 成立負責個別機構風險的「審慎監管局」

英國政府將新成立「審慎監管局」(Prudential Regulation Authority, PRA)，隸屬於 BoE 的分支單位，負責存款機構、保險公司及投資銀行的監管任務。BoE 總裁將為 PRA 的主席，現任 FSA 執行長將接下 PRA 執行長乙職，同時成為 BoE 負責審慎監管的新副總裁；另外，BoE 負責金融穩定的副總裁將兼任 PRA 理事會的委員。

(二) 成立負責系統性風險的「金融政策委員會」

英國政府將在 BoE 內成立「金融政策委員會」(Financial Policy Committee, FPC)，負責掌管總體審慎監理。FPC 將負起監視可能危及整個經濟體系穩定的總體經濟事件與金融事件，同時將被授予因應各項風險的總體審慎工具¹³；FPC 將擁有命令 PRA 執行其決策，對所有機構採行管制措施的權力。

FPC 主席將由 BoE 總裁擔任，其他委員包括 BoE 分別掌理貨幣

¹³ BoE 於 2009 年起展開總體審慎工具的研究工作，並於同年 11 月公佈「The Role of Macroprudential Policy」諮詢報告，尋求外部意見。據筆者與 BoE 人員的訪談，BoE 正研擬總體審慎工具內容，並將送交國會立法，成為 BoE 可茲運用的政策工具。

政策及金融穩定的兩位副總裁、負責審慎監管的新副總裁、新成立的「消費者保護與市場管理局」的主席，幾名外部成員及財政部代表。

捌、對我國之啟示

本波全球金融危機對我國金融體系帶來的直接衝擊雖然有限，然而，透過危機恐懼氛圍的傳染管道與歐美進口需求銳減的貿易管道，也間接影響我國金融體系，以及經濟活動呈現小幅衰退。

我國央行一如 BoE 及其他國家央行，亦於危機期間採行相關措施以維持經濟金融的穩定，並在情勢回穩後有效執行退場策略；對於金融危機所暴露的金融體系問題，主管當局亦檢視並強化金融機構的資本與流動性管理規定。他山之石，可以攻錯，BoE 增強對民間資產的獨立分析能力，避免過度依賴信評機構，以及英國政府強化系統性風險的控管，這些經驗頗值得我國借鏡。

一、我國央行的危機因應措施發揮重要穩定功能

我國央行於 2008 年 9 月全球金融危機擴大之初，迅即推出「擴大附買回操作機制」，將操作對象自銀行、票券公司、郵政公司及具公開市場操作指定交易商資格之證券公司，擴大至一般證券公司及保險公司，操作期限由 30 天延至 180 天，將合格擔保品範圍擴大至央行定期存單（CD）、金融債券等，並允許金融機構得主動申請承作附買回交易（見表 1），以提供金融機構更多的流動性保障，有效協助金融體系恢復穩定。

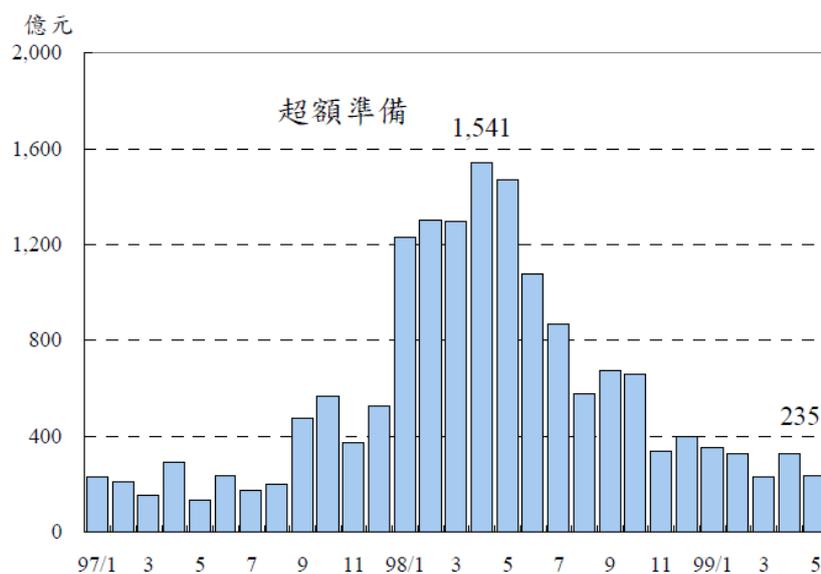
此外，為充分提供金融機構流動性，央行並自 2009 年上半年起採行「量化寬鬆政策」，銀行體系的超額準備大幅增加，從危機前的新台幣 200 餘億元擴增至 2009 年 4 月 1,541 億元的最高點(見圖 29)，有效紓解了銀行體系對流動性短缺的恐慌，確保銀行放款持續成長，有助於早日促使經濟回到正常的成長軌道。

表 1 我國央行「擴大附買回操作機制」與原操作機制之比較

	原附買回操作機制	擴大附買回操作機制
操作對象	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司(具公開市場操作指定交易商資格者) (得直接與央行操作)	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司 5. 保險公司 (保險公司與未具公開市場操作指定交易商資格之證券公司，得透過指定交易商間接與央行操作。)
操作期間	30 天以內	180 天以內
操作利率	參酌市場利率及央行存單發行利率訂定	參酌市場利率及央行存單發行利率訂定
合格標的	依央行法第 26 條及第 27 條之規定辦理，但以央行可轉讓定期存單(NCD)及政府債券為主。	依央行法第 26 條及第 27 條之規定辦理，但以本行定期存單(CD 及 NCD)及政府債券為主。
操作方式	央行公告操作。	1. 央行公告操作。 2. 金融機構得向央行申請核准後承作。

資料來源：中央銀行 2008 年 9 月 25 日「理監事聯席會議決議」新聞稿。

圖 30 我國銀行體系超額準備之變動情形



資料來源：中央銀行 2010 年 6 月 24 日「理監事聯席會議決議」新聞稿。

二、 危機期間推出的量化寬鬆措施已順利退場

伴隨我國經濟於 2009 年第 4 季亮麗復甦，央行已完成「量化寬鬆政策」的退場（見圖 30）；至於「擴大附買回操作機制」，鑑於該機制在危機期間有效發揮穩定金融的效果，央行於本年 12 月 15 日公布生效的「中央銀行公開市場操作作業要點」，將該機制納為本行因應緊急經濟金融情勢的工具之一。

三、 近期英國金融改革內容值得我國借鏡

（一） 增強對民間資產的獨立分析能力，避免過度依賴信評機構

鑑於信用評等機構是本波全球金融危機及近期歐洲主權債務危機惡化擴大的重要原因之一，IMF 等國際機構均呼籲，各國主管當局

應重視金融監管法規普遍採納信評機構所給定信用等級的問題，並應儘可能降低對信評機構的依賴¹⁴。

為記取危機的教訓、並呼應國際組織的建議，BoE 強化自行獨立分析民間資產的能力，大幅降低對信評機構的依賴程度。我國央行似可參酌 BoE 的作法，檢視現行擔保品規定或金融監管法規是否有過度依賴信評機構信用等級的情形，以及擔保品折扣率的設計能否及時反映金融市場的變化，並強化央行就相關民間資產進行獨立分析的能力。

（二） 賦予央行因應系統性風險更多的總體審慎工具

相較於英國近期始著手建置監控系統性風險的總體審慎監管架構，我國早於 2004 年 8 月成立「金融監理聯繫小組」，整合金管會、央行、農業金融局及中央存款保險公司（必要時並邀財政部參與），就金融相關議題充分溝通，已具有總體審慎監管架構之雛型。

惟若缺乏有效的總體審慎工具，一個運作良好的溝通整合平台恐仍不易及時處理甫浮現的系統性風險。鑑於此，我國或可借鏡英國政府擬賦予 BoE 更多總體審慎工具來降低系統性風險的作法，強化央行在促進金融穩定時所亟須的總體審慎工具。

¹⁴ Kiff (2010)。

對於近期國際間所論及之總體審慎工具，包括反循環資本提列（countercyclical capital charge）¹⁵、具前瞻性的呆帳準備（forward-looking provisioning）¹⁶、系統性資本提列（systemic capital charge）¹⁷、流動性要求（liquidity requirements）¹⁸，以及基於整體風險的考量，限制各項貸款條件¹⁹或調整保證金比率等，或應具體研議採行的可行性。

¹⁵ 景氣好時，要求增加資本提列，景氣轉差時，則可動用這些資本，適度解決金融機構不當槓桿操作的問題。

¹⁶ 若預期未來的貸款回收情況可能轉壞，則事前提列較多的呆帳準備。

¹⁷ 基於整體風險的考量，針對特定部門要求反循環的資本提列，亦即僅針對金融機構某一業務行為（如房地產貸放）要求提列更多資本，或可動用先前提列之資本。

¹⁸ 基於整體風險考量，針對金融機構的特定或全部資產，調整應提的流動準備。

¹⁹ 例如在貸款成數（loan-to-value ratios）方面，可訂定上限或伴隨景氣循環來調整成數上限，以解決房價過度上漲的問題。

參考資料：

李榮謙、黃麗倫（2010），「總體審慎政策之意涵、工具與策略」，
國際貨幣金融資訊簡報第 189 期，中央銀行內部參考資料，
未發表。

林曉伶（2010），「英國流動性管理制度之改革」，公務出國報告，
1 月。

黃玲慧（2007），「英格蘭銀行對英鎊貨幣市場之改革」，公務出國
報告，12 月 10 日。

蕭翠玲（2009）「英國調整貨幣政策操作及支持借貸以因應經濟金融
危機」，國際貨幣金融資訊簡報第 167 期，中央銀行內部參
考資料，未發表。

Bank of England Website：<http://www.bankofengland.co.uk>

Bank of England (2010), “The Framework for the Bank of England’s
Operations in the Sterling Money Market,” updated Dec..

_____ (2008), *The Framework for the Bank of England’s
Operations in the Sterling Money Market*, Jan.

_____, *Inflation Report*, Nov. 2008, Feb., May, Sep., Nov.
2009, Feb., May, Sep., Nov. 2010.

_____, *Quarterly Report*, Q1-Q4 2009, Q1-Q3 2010.

Benford, James, Stuart Berry, Kalin Nikolov & Chris Young (2009),
“Quantitative Easing,” BoE’s Quarterly Bulletin Q2.

Cross, Michael, Paul Fisher & Olaf Weeken (2010), “The Bank’s balance
sheet during the crisis”, Bank of England *Quarterly Bulletin*.

- Fisher, Pual (2009), “The Bank of England’s Balance Sheet: Monetary Policy and Liquidity Provision during the Financial Crisis,” Speech by the Executive Director Markets and Member of the MPC of BoE, Nov. 19.
- Gieve, John (2008), “The Credit Crunch and the UK Economy,” Speech by the Deputy Governor of BoE at the Family Office Leadership Summit, Sept. 22.
- Keister, Todd, Antoine Martin & James McAndrews (2008), “Divorcing Money from Monetary Policy,” FRBNY *Economic Policy Review*, Sept..
- Keister, Todd & James McAndrews (2009), “Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?,” Staff Reports No. 380, Federal Reserve Bank of New York, July.
- King, Mervyn (2010), BoE's Governor Speech at the Mansion House Dinner, June 16.
- Kiff, John (2010), “Reducing Role of Credit Ratings Would Aid Markets,” IMFSurvey Magazine, Sept. 29.
- Parry, William (2010), “The Bank of England’s Balance Sheet and Monetary Operations,” Centre for Central Banking Studies of BoE, Sep. 20.
- Rule, Garreth (2010), “Future of Liquidity Forecasting,” Centre for Central Banking Studies of BoE, Sep. 20-24.
- _____ (2010), “Demand For Bank Reserves,” Centre for Central Banking Studies of BoE, Sep. 20-24.