

第一篇 流動性管理政策

目 錄

壹、前言.....	1
貳、歐元區流動性管理政策.....	2
一、ECB對流動性風險管理之看法.....	2
二、Basel III對流動準備之規範及歐盟實施概況.....	5
參、ECB因應歐債危機之措施及其影響.....	13
一、ECB貨幣政策操作原則.....	13
二、ECB因應歐債危機措施.....	14
三、ECB因應歐債危機措施之初步成效.....	20
四、ECB因應危機措施對金融市場的影響.....	21
肆、我國央行強化金融機構流動性管理之措施.....	26
一、控管期距缺口.....	26
二、提高最低流動準備比率至 10%，並改為按日計提.....	26
三、請本國銀行填報「核心存款」.....	26
伍、心得與建議.....	27
一、心得.....	27
二、建議.....	28
參考資料.....	30

壹、前言

2007 年全球金融危機暴露金融機構流動性風險管理之缺失，金融機構疏忽流動性風險管理可能導致信用緊縮，進而影響全球經濟成長。國際組織已就流動性風險發布許多建議作法，其中，Basel 銀行監理委員會於 2010 年 12 月發布全球一致的流動性風險管理新規範，各國監理機構亦著手修改相關法規，強化金融機構之流動性風險管理。

由於金融機構的流動性管理會影響貨幣市場的穩定與支付系統的運作，進而影響央行的貨幣政策傳遞效果，因此，央行有必要在流動性管理上扮演積極角色。本文將說明歐洲中央銀行（European Central Bank, ECB）對流動性風險管理之看法，以及 Basel III 對流動準備之規範及歐盟實施概況；此外，2010 年爆發的歐債危機，已成為全球經濟成長的最大變數，由於歐元區缺乏統一的財政部，外界寄望 ECB 採取措施以緩和歐債危機，因此，ECB 因應危機的貨幣政策操作措施，亦為本次研討會之重點，本文將一併探討相關措施及其影響。

本篇報告共分為伍章，第壹章為前言；第貳章概述歐元區流動性管理政策；第參章說明 ECB 因應歐債危機之措施及其影響；第肆章簡介我國央行強化金融機構流動性管理之措施；第伍章為心得與建議事項。

貳、歐元區流動性管理政策

2007 年全球金融危機發生之初，儘管許多金融機構資本充足，但仍因流動性問題而面臨經營困境，並導致危機蔓延至金融市場，加劇危機的嚴重程度。此次金融危機突顯金融機構流動性風險管理之重要性，因此，各國監理機關與國際組織針對流動性風險管理進行改革，並研議新版流動性管理規範。本章將就 ECB 針對銀行流動性風險管理之看法，以及 Basel III 對流動準備之規範及歐盟實施概況，依序說明。

一、ECB 對流動性風險管理之看法

ECB 於 2008 年 11 月公布的「歐洲銀行業流動性壓力測試與緊急籌資計畫」報告中，以專章陳述央行對銀行業流動性管理之看法，茲摘陳重點如次：

(一) 金融危機突顯流動性風險管理的重要性

「以短支長」係銀行業務的先天特性，其負債主要來自客戶存款或貨幣市場基金提供的資金，可隨時變現；但資產則以放款為主，不易於短期內處分變現。因此，流動性風險管理為銀行經營的重要課題。

但流動性風險具有外部性，常透過如拆款市場交易等諸多管道波及其他銀行，甚至整體金融市場。本次金融危機發生前，由於市場流動性充裕，銀行偏好以短期批發型資金融資長期資產，銀行亦能輕易展延 (roll over) 短期資金，無須憂心籌資來源枯竭的問題。惟金融危機爆發後，銀行的短期籌資來源瞬間中斷，出現流動性問題，且流動性風險透過交易對手擴及其他資產，並衝擊整體金融市場。

金融危機突顯流動性風險管理的重要性，除銀行須審慎管理外，央行與金融監理機構亦應注重銀行的流動性管理。

(二) 流動性風險將衝擊央行貨幣政策效果

目前多數央行最重要的貨幣政策執行工具就是公開市場操作。央

行透過買賣票券調節市場資金，引導市場利率接近政策利率水準，因此貨幣市場的穩定攸關央行的公開市場操作能否順暢運作，一旦銀行的流動性問題破壞整體貨幣市場的穩定，將衝擊央行的貨幣政策效果。以歐元區為例，ECB 透過再融通操作提供銀行資金，銀行再透過貨幣市場拆放資金，重新分配資金。一旦某家銀行出現流動性問題，引發的傳染效果可能波及其他交易對手，並透過下列 3 種方式，破壞貨幣市場的交易效率與穩定度：

1. 資訊不對稱

某家銀行的流動性問題，可能引發外界對於其他銀行流動性狀況的猜測，提高批發型市場的不確定性。由於銀行彼此缺乏信任，進而推高籌資成本，並增加資金流量的不確定性；嚴重時，甚至可能引發貨幣市場流動性完全消失或發生銀行擠兌情況。

2. 交易對手

近期銀行籌資係以拆款市場與貨幣市場為主，易擴大流動性風險的傳染程度；某家銀行的流動性風險會透過交易對手，逐漸蔓延至整個金融市場。

3. 資產賤價出售

銀行面臨流動性風險時，被迫賤價出售資產取得流動性，在資產價格急速下跌的情況下，可能導致市場崩盤，進一步減弱銀行承擔流動性風險的能力。

一旦貨幣市場出現流動性問題，貨幣市場利率的波動度亦隨之提高，銀行體系的流動性不確定性大幅增加，則 ECB 難以正確估計市場所需的資金數量，為穩定市場利率，ECB 須提高微調操作（fine-tuning）的頻率，使得貨幣政策操作的難度增加；此外，央行肩負支付系統順暢運作的責任，銀行的流動性問題將會妨礙支付系統的順暢運作。

基於上述理由，政府部門有必要針對銀行的流動性風險管理提出相關法規與通報要求；尤其是在可能發生總體流動性衝擊的情況下，政府部門介入流動性風險管理，有助達成金融穩定。

(三) 銀行流動性風險管理的架構與央行的角色

為使央行具備因應銀行體系流動性危機的能力，以評估危機可能造成的衝擊，俾採取適當的因應措施，並降低央行資金可能面臨之風險，央行須取得銀行流動性風險管理的正確資訊以作出正確判斷；ECB 建議銀行流動性風險管理之理想架構應符合下列要件：

1. 量身訂作

個別金融機構的流動性風險殊異，銀行應根據自身需求設計自己的流動性風險管理制度、壓力測試與流動準備。

2. 加強管理資金集中銀行

市場多層次交易架構往往有集中的傾向，資金集中的銀行發生流動性危機所引發的傳染效果高於小型銀行。因此，央行應注重比例原則，更加關注資金集中銀行的流動性風險管理、壓力測試與緊急籌資計畫。

3. 風險基礎

流動性問題發生時，央行的最後貸款者角色，相當於對銀行與貨幣市場提供「隱形保險」，惟這反而誘使銀行疏於管理流動性，增加銀行的流動性風險與道德風險。因此，銀行流動性管理的理想架構應是能真實反應可能曝險之風險基礎 (risk-based)，不僅是基於總體審慎的因素，亦為降低道德風險。

4. 前瞻性

央行應隨時掌握銀行的即時流動性曝險部位與流動性狀況。由於流動準備報表往往是根據資產負債表或現金流量的歷史資料編纂而成，因此參考價值有限；銀行應預測未來的流動性曝險，

提供央行前瞻性的數據。

5. 涵蓋與流動性風險有關的所有資金來源

攸關流動性風險的資金來源，不論是資產、負債、資產負債表外項目、各種幣別，均須納入流動性風險管理的範圍。

6. 一致性

流動性風險管理架構應同時適用一般情況與危機情況，以降低銀行的遵循成本。

總而言之，央行須重視銀行的流動性風險管理架構，俾令央行在流動性風險管理中採取積極的預防性行動：

1. 著重預防措施

為避免流動性問題衝擊貨幣市場，央行應著重預防措施，避免發生系統性的流動性危機，因此央行須精確掌握個別金融機構的流動性狀況。英國金融家 Walter Bagehot 曾言：「市場風聲鶴唳之際，一家銀行的倒閉將引發銀行連鎖倒閉潮，而最佳的預防方法就是趁早揪出元兇。」

2. 清楚揭示取得央行流動性的條件

流動性危機時期，若因技術、法律或程序因素，導致銀行無法及時動用央行資金或其他市場資金等緊急籌資來源，則緊急籌資來源的效用將大打折扣。因此，央行須清楚條列取得央行流動性的先決條件。

3. 銀行的緊急籌資計畫不應包含央行的緊急操作措施，僅可納入央行的傳統操作工具如公開市場操作或常備機制。

二、Basel III 對流動準備之規範及歐盟實施概況

本次金融危機暴露金融機構流動性風險管理的缺失，強化流動性風險管理成為國際共識。本節將說明 Basel III 有關流動性管理之規範、歐盟的實施情況，以及流動性管理規範對 ECB 貨幣政策的影響。

(一) Basel 委員會公布全球一致的流動性管理規範

2008 年 9 月，Basel 銀行監理委員會 (BCBS) 公布「健全流動性管理與監理原則」；2009 年 12 月，BCBS 發布「流動性風險衡量、標準與監控的國際架構」之諮詢文件，擘畫強化流動性風險管理的全球架構之實施方式，並提高全球監理的一致程度；2010 年 7 月 26 日，BCBS 的上級機構---央行總裁與監理機構主管 (Group of Governors and Heads of Supervision, GHoS) 終於對新的全球流動性管理規範取得共識。

該提案要求跨國大型銀行應遵守流動性覆蓋比率 (Liquidity Coverage Ratio, LCR) 與淨穩定資金比率 (Net Stable Funding Ratio, NSFR) 兩項最低流動比率，這分別為短、長期流動標準，並提出許多監控流動性風險的工具，包含期距缺口、籌資集中度、未質押資產的金額以及相關的市場監控工具。全球一致的流動性規範有助提高金融機構防禦流動性風險的能力，並縮小資產負債間的期限結構差距，降低單一機構發生流動性危機引發系統性風險的機率。

(二) 歐盟公布CRD IV與CRR

2010 年 12 月 16 日，Basel 銀行監理委員會公布新的監理架構--Basel III。歐盟執委會根據Basel III，於 2011 年 7 月 20 日公布第 4 版的資本要求指令 (Capital Requirements Directive IV, CRD IV) 與資本要求法規 (Capital Requirements Regulation, CRR) 的提案，待立法通過後，將取代現行實施的資本要求指令第 2 版與第 3 版 (CRD II, CRD III)。由於歐盟將是全球率先實施Basel III的區域，且Basel III的規範僅針對跨國大型銀行，但CRD IV的規範將涵蓋所有歐盟的銀行與投資公司，預估將有 8,200 家銀行與超過全球 50%的資產受到影響。

有關第 4 版資本要求指令---CRD IV與CRR之特色如下：

1. 單一法規

先前歐盟實施 Basel I、Basel II 時，均僅公布 CRD，並無公布 CRR，成員國遵從 CRD 中的原則制定法規，因此各國法規內容殊異。

為加速歐洲整合的速度，建立金融服務業的單一市場（Single Market），歐盟認為 27 個成員國必須實施相同的法規，以利各國金融監理機關同時採取一致的措施，降低銀行從事管制套利（regulatory arbitrage）的動機，同時提高經濟效率與達成金融穩定。因此，這次歐盟除公布第 4 版的 CRD，亦首次制定全歐統一使用的法規（Single Rulebook）---CRR。惟第 4 版的 CRD 仍允許各國主管機關擁有部分的自主權，可針對國內銀行業獨有的風險，設定外加的資本比率，簡述如下：

(1) 調高房地產授信的相關風險權重

由於房貸是歐洲銀行業的核心業務，多數房貸於期滿前都是銀行資產負債表上的項目，但由於各國銀行承作房貸業務的方式迥異，因此授權各國監理機關彈性調整空間。

(2) 提高反景氣循環的資本緩衝水準

各國可根據國內經濟情勢，自行提高反景氣循環的資本緩衝水準。德國央行總裁 Jens Weidmann 表示，ECB 的政策利率水準係為確保整體歐元區的物價穩定，並不適合做為防範單一成員國資產泡沫的工具，因為資產泡沫往往肇因於信用過度擴張，透過反景氣循環的資本緩衝水準能達到更好的效果，且能彌補歐元區貨幣政策的侷限，讓 ECB 的貨幣政策專注於控制物價穩定。

(3) 要求更高的自有資本比率

對於風險較高的銀行，監理機關可要求其提高自有資本比率。

(4) 可提前實施

原則上，CRD IV 的實施時間表與 Basel III 一致，惟成員國若希望儘快實施 Basel III，可提前實施。

2. 比例原則

銀行適用 CRD IV 應符合比例原則，並依銀行規模與對金融體系可能造成的風險，決定不同的適用程度，否則將會嚴重威脅小型金融機構的生存。舉例而言，全球監理機構建議不應過度依賴信評機構的評等，應自行發展內部評等模型，惟這將對小型金融機構與投資機構的經營造成重大挑戰。

歐盟預計於 2012 年夏季完成立法，並於 2013 年 1 月 1 日起實施 CRD IV 與 CRR。

(三) 歐盟未來的流動性風險管理

根據 CRD IV 與 CRR，歐盟將採用 Basel III 針對流動性風險設定的兩項新標準：流動性覆蓋比率與淨穩定資金比率，實施時間分別為 2015 年與 2018 年，與 Basel 委員會的規劃一致。

1. 流動性覆蓋比率 (LCR)：

$LCR = \text{高品質流動資產} / \text{未來 30 天內淨現金流出}$ ，LCR 須大於或等於 100%。

(1) 目的

銀行隨時持有的高品質、未質押的流動性資產數量，應高於或等於未來 30 天內的資金淨流出，以確保因系統性風險或銀行個別問題導致的流動性緊俏時，銀行的流動性緩衝足以因應資金進出失衡的情況。

(2) 高品質流動資產範圍

分為兩級，各自適用不同權數

- i. 第一級 (Level 1) 資產：現金、公債與存放於央行的準備金，適用 100% 的權數。
- ii. 第二級 (Level 2) 資產：信評 AA- 以上的公司債與資產擔保債券，適用 85% 的權數。

(3) 歐盟現階段的規範

i. 定期呈報

CRR 中並未針對「高品質流動性資產」提供明確定義，僅詳列金融機構應定期呈報的資訊，目的係提供歐洲銀行業管理局 (EBA) 分析研究，以制訂合格流動性標準，以及避免正式實施後，可能引發的負面效果。

ii. 不符標準時，應立即通報

若金融機構未符合 LCR 的規定，應立即通報主管機關，並提出改進計畫。在未符合 LCR 的規定之前，金融機構須每日於營業時間結束後，呈報主管機關，以掌握金融機構的調整情形，除非該金融機構的情況特殊，主管機關始能放寬無須每日呈報；跨國銀行集團所屬的個別金融機構均須符合 LCR 的規定，惟若跨國銀行集團符合特定條件，且獲得相關成員國的主管機關同意，則所屬的個別金融機構可免除適用 LCR 的規定，僅須計算該銀行集團的 LCR 是否符合規定。

(4) 業界對未來實施 LCR 的疑慮如下：

i. 負債權重設定

針對不同負債設定的權重，應如何反映金融危機期間資金流失的速度。

ii. 高品質流動資產的定義不明

歐盟執委會要求歐洲銀行業管理局於 2015 年 1 月 1 日前提出「流動性資產」的統一定義。

iii. 高品質流動資產的範圍狹窄

儘管 Level 1 資產目前包含現金、存放於央行的準備金與公債，但 ECB 發現，由於合格的資產範圍狹窄，可能引發部分負面效果：

- a. 影響部分資產的價格，如優質銀行債券已因不屬於 Level 1 資產，而面臨不易發行的困境。
- b. 危機發生之際，由於銀行持有相同的公債，若同步變現，將導致公債的賣壓。
- c. 違反資產多元化的概念。
- d. 降低銀行放款意願，對實體經濟產生不利衝擊。

2. 淨穩定資金比率 (NSFR)：

NSFR=可動用的穩定資金來源/所需之穩定資金來源，NSFR 應大於 100%。

NSFR 要求銀行以存續期間 1 年以上的籌資來源作為非流動性資產的資金來源，以控制銀行短期籌資占整體籌資的比重。由於 Basel 委員會目前尚未確定淨穩定資金比率的諸多細節，因此歐盟將遵循 Basel 委員會未來提出的計畫。

(四) LCR 與 NSFR 對銀行資產負債表結構的影響

ECB 分析，由於 Basel III 流動性規定要求銀行持有流動性較高的資產，並發行較長天期的債券，此將同時改變銀行的資產與負債結構，其可能影響如下：

1. 30 天與 1 年期的金融工具較受歡迎

由於 LCR 與 NSFR 刻劃出具體的時間點，分別為 30 天與 1 年，

因此銀行未來持有的資產類別與籌資來源，將明顯受到這兩個時間標準的影響；新規定可能引發金融創新，客製化符合 LCR 與 NSFR 時間長度要求的金融商品。

2. 非流動性資產的市場規模下降

LCR 要求銀行持有高品質的流動性資產，如：高評等公債、資產擔保債券與公司債，當銀行提高上述資產的持有數量時，勢必降低非屬流動資產的低信評公債、公司債、金融債與放款的金額，相關資產的市場規模可能萎縮。

3. 降低短期籌資比重

銀行將嘗試降低 LCR 的分母項，亦即「淨現金流出」。如降低短期批發型籌資的比重、提高存款比重，減少資產負債表外的融資業務，並增加長天期證券如資產擔保證券的發行比重，用以取代無擔保金融債券。

4. 長天期流動性融資工具的需求增加

NSFR 會提高銀行對長天期流動性融資工具的需求：

(1) 提高 NSFR 的分子項，亦即「可動用的穩定資金來源」。

- i. 增加 Tier 1 資本，減少短期批發型籌資，以提高股權比重。
- ii. 透過發行長天期債券等方式，將批發型籌資的天期延長至 1 年以上。

(2) 降低 NSFR 的分母項，亦即「所需的穩定資金來源」。如增加高品等債券的持有數量，降低低信評債券。

5. 銀行籌資成本增加

提高長天期籌資比重將增加銀行的長期籌資成本，銀行勢必轉嫁成本給客戶，多少會衝擊實體經濟活動；惟降低短天期籌資比重，可降低銀行受到短期市場波動風險的衝擊。因此，主管機關有必要維持長期籌資市場的順暢運作。

(五) Basel III 流動性管理規範對 ECB 貨幣政策的影響

1. 提高銀行參與 ECB 再融通操作的意願

由於央行準備金符合 LCR 中高流動資產的標準，將提高銀行參與 ECB 再融通操作的意願。不過，ECB 配合擴大公開市場操作的規模，將會排擠貨幣市場交易，降低銀行彼此交易的動機。

2. 提高銀行參與較長期再融通操作 (LTRO) 的意願

由於 30 天內到期的流動性無助改善 LCR，因此銀行將減少參與主要再融通操作，增加 LTRO 的需求。ECB 認為，其貨幣政策操作架構極具彈性，可配合市場資金需求的結構性改變，隨時進行必要的調整，不致影響貨幣政策操作效果。

3. 貨幣市場利率曲線趨陡

LCR 的規定可能降低銀行使用短天期籌資的意願，短天期貨幣市場的成交量減少，且由於長天期籌資需求增加，勢必推升長天期貨幣市場利率，貨幣市場利率曲線趨陡可能影響 ECB 貨幣政策的傳遞效果。

4. ECB 可能面臨擔保品品質惡化的問題

由於 Basel III 流動性資產的範圍遠小於 ECB 的合格擔保品，銀行傾向保留最高品質的資產在帳上，以非 Basel III 的合格資產作為 ECB 再融通操作的擔保品。

ECB 表示，儘管央行看似是最有條件承擔大規模流動性風險的金融機構，惟風險承擔的能力有其限度，且不應成為銀行「管制套利」的對象，而央行的操作架構是否應具備協助銀行符合流動性法規的功能，仍待討論。ECB 將密切觀察擔保品品質是否有下降的問題，並適時調整風險權數。

參、ECB 因應歐債危機之措施及其影響

2010 年初，由於市場憂心希臘的財政問題，導致該國公債殖利率大幅上揚；同年春天，歐債危機逐漸擴大至愛爾蘭與葡萄牙等其他財政問題國家；至 2011 年，危機範圍更擴及歐元區第 3 與大 4 大經濟體——義大利與西班牙，金融市場質疑其償債能力。這些國家的公債市場幾乎陷入停擺，持有相關國家公債的銀行，亦由於市場擔憂其財務體質，而被拒於拆款市場之外，無法取得資金，拆款市場交易量大幅下滑，嚴重破壞 ECB 貨幣政策的傳遞功能。ECB 因而採取一系列措施，緩和歐債危機。

本章將就 ECB 貨幣政策操作原則，以及 ECB 因應歐債危機採行之措施、成效與對金融市場的影響，逐一論述。

一、ECB 貨幣政策操作原則

(一) 以銀行體系為主

歐元區以間接金融為主，銀行放款占企業融資的 8 成，與英、美等國以資本市場為主的情況，有顯著不同。因此，ECB 貨幣政策操作著重強化銀行融資管道。

(二) 區分利率政策與流動性管理政策

2008 年金融危機以及 2010 年的歐債危機，ECB 的貨幣政策操作重點均在於資金的數量，而非資金的價格，因此 ECB 積極進行公開市場操作以提供銀行體系大量流動性，而非積極調降利率。ECB 一再強調，其流動性管理政策與利率政策之間，兩者互相獨立。

(三) ECB 對非傳統貨幣政策的看法

1. 量化寬鬆與利率政策可互為獨立

量化寬鬆為外界最為熟知的非傳統貨幣政策。一般認為，央行實施量化寬鬆的先決條件為利率水準為零，否則當政策利率高於零時，銀行持有超額準備金會產生成本，無法完全發揮量化

寬鬆的效果。

但近期研究發現，利率為零並不一定是實施量化寬鬆的先決條件。當央行對準備金付息時，央行可明顯區隔流動性管理政策與利率政策。由於銀行持有準備金的成本與利率水準互為獨立，政策利率接近零已不再是央行持有大量準備金的先決條件。央行的流動性管理政策可配合銀行準備金需求的改變隨時調整，利率水準的決定亦無須擔憂準備金成本，而歐元區的情況正是如此。

2. 非傳統貨幣政策可針對個別市場的問題對症下藥

以歐元區為例，由於拆款市場交易凍結，個別銀行的資金需求分歧，ECB 被迫扮演資金中介者的角色，並依個別銀行的資金需求提供流動性，同時延長操作天期，放寬擔保品條件，提供銀行穩定的資金來源，協助傳統的貨幣政策發揮效果。

惟非傳統貨幣政策容易造成經濟失衡的程度惡化，且其成本往往超過效益，當市場情況恢復正常時，央行應讓非傳統貨幣政策退場。

二、ECB 因應歐債危機措施

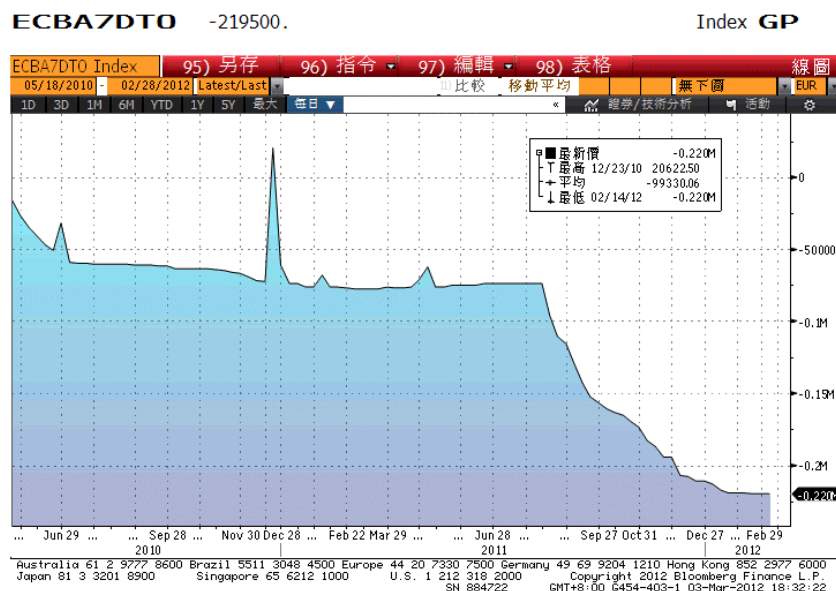
隨著歐債危機惡化，歐元區拆款市場的交易量急遽下滑，導致貨幣政策的傳遞效果遭到嚴重破壞，ECB 因而採取一系列的措施，減輕歐債危機的衝擊。

(一) 證券市場計畫 (Securities Markets Programme, SMP)

2010 年 5 月 10 日實施證券市場計畫，於次級市場買斷歐元區問題國家的政府公債，惟為避免通膨上揚，以及違反里斯本條約中 ECB 不可融通成員國債務的規定，ECB 每週透過微調操作 (fine-tuning) 中的定期存款機制 (fixed-term deposit)，進行等額的流動性沖銷操作；因此，ECB 一再強調，SMP 並非量化寬鬆政策。及至 2012 年 2

月底，SMP 餘額達 2,195 億歐元，但隨著 ECB 兩度實施 3 年期的再融通操作，目前已停止買進公債（圖 1）。

圖 1 ECB 證券市場計畫執行概況



資料來源：Bloomberg

(二) 2011 年 10 月 6 日宣布執行兩次 12 個月期之 LTRO

實施日期分別為 2011 年 10 月 27 日與 12 月 22 日，採固定利率、全額供應流動性的方式；10 月 27 日提供銀行體系約 561 億歐元，惟 12 月 22 日之操作後由 36 個月期之 LTRO 取代。

(三) 第 2 階段擔保債券購買計畫 (CBPP2)

2011 年 10 月 6 日宣布實施第 2 階段擔保債券購買計畫 (CBPP2)，預計規模 400 億歐元，期間 1 年，截至 2011 年 3 月 1 日，其餘額為 75 億歐元。

(四) 與他國央行聯手提供外幣流動性

1. 2010 年 5 月 10 日，ECB 重啟與 Fed 之換匯協定，其後並兩度延長期限。
2. 2011 年 11 月 30 日，ECB 與 Fed、加拿大央行、英國央行、日本央行及瑞士央行聯手提供外幣流動性，並調降美元流動性交換利率 50bp。

(五) 調降政策利率

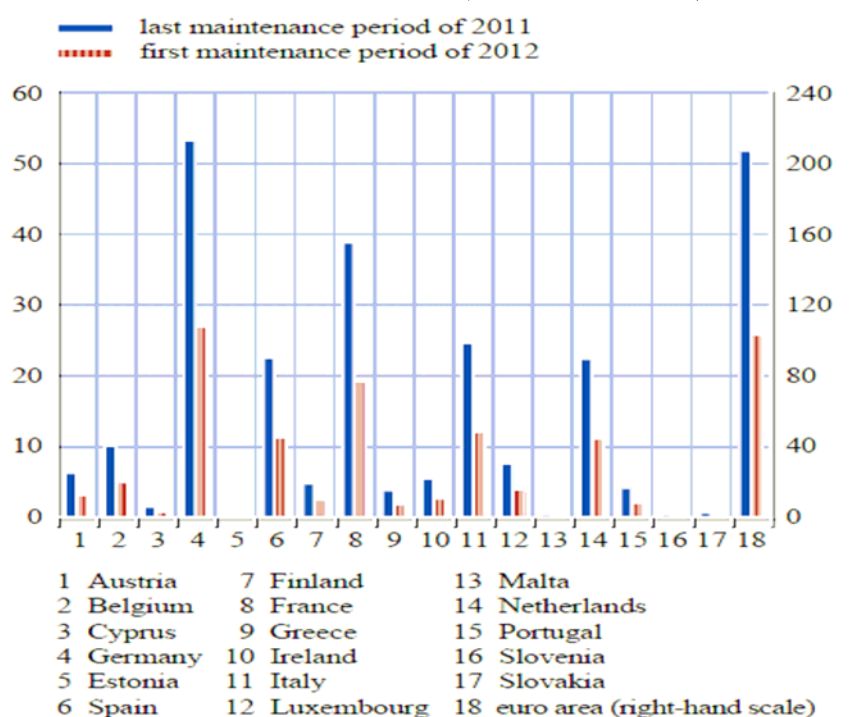
ECB 認為歐元區經濟有陷入衰退之風險，遂於 2011 年 11 月 9 日與 2011 年 12 月 14 日兩度調降主要再融通利率一碼，累計調幅為 50bp，調降後，主要再融通利率為 1%。

(六) 暫時調降存款準備率

2011 年 12 月 8 日宣布，自 2012 年 1 月 18 日起，存款準備率由 2% 調降為 1%，整體準備金金額由 2 千億歐元減少至 1 千億歐元（圖 2）。

ECB 認為，既然歐元區金融市場呈現超額流動性，實無設定存款準備率的必要。調降存款準備率一方面能增加銀行可使用的擔保品，另一方面，由於銀行可取得的準備金利息收入減少，將提高有餘裕資金銀行參與貨幣市場交易的動機。

圖 2 歐元區存款準備金大幅下降



資料來源：ECB

(七) 推出兩次 3 年期再融通操作

2011 年 12 月 8 日宣布實施兩次 36 個月期之 LTROs，分別於同年

12月22日與2012年2月28日實施，避免金融市場之大幅波動破壞貨幣政策傳遞管道。3年期再融通操作的最大特色，係銀行可於1年後提前還款，提高銀行資金調度的彈性。

1. 實施動機

(1) 提供銀行業穩定的長期資金

3年期資金讓銀行無須擔憂流動性不足的問題，且銀行有充裕的時間安排資金落點，降低去槓桿化的衝擊，提高資產負債表的管理效率。

(2) 銀行面臨大量債券到期

2012年第1季歐元區銀行業共有2,300億歐元的債券到期，銀行業面臨龐大的籌資缺口。

2. 操作結果

(1) 2011年12月22日：釋出4,890億歐元，523家銀行參與。

(2) 2012年2月28日：釋出5,295億歐元，800家銀行參與。

(3) ECB資產負債表大幅膨脹，由2007年2月9日之1.13兆歐元上升至2012年3月9日之3.01兆歐元（圖3）。

圖3 ECB資產負債表持續膨脹



資料來源：Bloomberg

3. 外界看法：

知名經濟學家、英國倫敦政經學院教授 Charles Goodhart 表示，ECB 推出 3 年期再融通操作實為高明之舉。一方面，此舉不致引發德國對印鈔票引發通膨的疑慮；另一方面，ECB 亦成功回應外界要求其實施量化寬鬆措施的建議，達到提供大量資金給銀行體系的目的。

但亦引發諸多批評。批評人士認為，儘管 3 年期再融通操作降低銀行體系的厚尾風險 (fat-tail risk)，但流動性措施無法正本清源改善銀行的體質，反而延後銀行清理資產負債表的時機，讓部分體質不佳的金融機構利用 ECB 的資金苟延殘喘，進而延緩經濟復甦的時間。

面對外界批評，ECB 表示，貨幣政策有其侷限，央行身為最後貸款者本應提供大量的流動性穩定市場，以提供政府充裕的時間，進行必要的結構性改革，及採取措施改善國內銀行業體質。

(八) 擴大擔保品範圍

1. 實施動機：

ECB 發現，大型銀行有許多的合格擔保品，但對於扮演中小企業融資重要管道的中小型銀行，卻常常面臨合格擔保品不足的問題。正常情況下，小銀行即便無法參與 ECB 的操作，亦可透過拆款市場向大銀行拆入資金，但歐債危機爆發之後，歐元區部份國家的拆款市場交易接近凍結，大銀行參與 ECB 的操作取得資金後，囤積流動性，不再參與拆款市場交易，中小型銀行因而無法取得資金。因此，ECB 在推出 3 年期再融通操作之際，亦同時放寬擔保品的條件，以協助中小型銀行取得資金。

2. ECB 的擔保品範圍擴大如下：

(1) 降低特定種類資產證券化商品 (ABS) 之信評門檻

由於 ECB 操作的目的係為激勵放款，ABS 亦為銀行放款的證券化產物，因此允許 ABS 與符合特定標準的銀行放款作為擔保品，有助支撐實體經濟，並協助銀行取得流動性。

(2) 允許歐元區成員國央行將符合特定標準之銀行放款暫時列為擔保品

銀行放款作為擔保品的標準由成員國央行自行規定。ECB 執委會於 2012 年 2 月 9 日核准法國、義大利等 7 個成員國央行提出的銀行放款擔保品標準，接受更多銀行放款作為擔保品。

3. 實施風險：

(1) ECB 採取提高折價成數與成員國央行自行承擔擔保品跌價損失的方式，控管擴大擔保品範圍可能帶來的風險

央行擴大擔保品範圍時，常會面臨資產負債表風險增加的問題，此時惟有提高折價成數，始能合理控制央行的風險。ECB 設定的擔保品折價成數最高逾 2/3，形成「超額擔保」(over-collateralization) 的情況。ECB 估計，本次擴大擔保品範圍約可納入 6~7 千億歐元的資產，惟由於折價成數高，粗估約僅增加 2 千億歐元的資金，且由於成員國央行須自行承擔擔保品跌價的風險，因此更須切確掌握國內經濟情況，以確保擔保品的品質無虞。

(2) 擔保品市場的分級化

個別成員國放寬擔保品的標準，可能加劇歐元區銀行體系的兩極化發展，並加速擔保品市場的多層 (multi-tiered) 架構：銀行保留最優質的資產作為拆款市場的擔保品，品質稍差的作為 ECB 的擔保品，最差的資產則提供給成員國央行。

(九) 自 2011 年 12 月 14 日起，暫時停止提存期末的微調操作

金融危機發生前，微調操作為提存期末 ECB 穩定貨幣市場利率

的重要工具；金融危機後，由於金融體系充斥大量超額流動性，歐元區的隔夜拆款利率---EONIA 長期偏離主要再融通操作利率，ECB 認為，可暫時停止該項操作。

三、ECB 因應歐債危機措施之初步成效

(一) 滿足銀行對長天期資金的需求

ECB 兩次 3 年期再融通操作總計提供超過 1 兆歐元的資金，因而主要再融通操作與 3 個月期操作提供的流動性大幅降低，顯示在市場不確定性仍高的情況下，銀行希望能鎖住天期最長的穩定資金來源。

(二) 避免發生嚴重的信用緊縮

ECB 總裁德拉吉多次公開表示，3 年期 LTRO 避免歐元區發生嚴重的信用緊縮，成功舒緩歐元區銀行體系的流動性問題，無須擔憂體質健全的銀行會因流動性問題而倒閉，並恢復市場對歐元區的信心，近期擔保債券市場之成交量回升，因歐債危機大量撤退美國的貨幣市場基金，亦重新持有歐元計價的資產。

此外，2 月 9 日放寬銀行放款可作為擔保品的規定之後，參與 3 年期 LTRO 的銀行數目，由第一次的 523 家大幅增加為第二次的 800 家；ECB 認為，這顯示更多的中小型銀行能參與再融通操作，有助提振銀行對中小企業的放款。

(三) 協助銀行改善資本品質

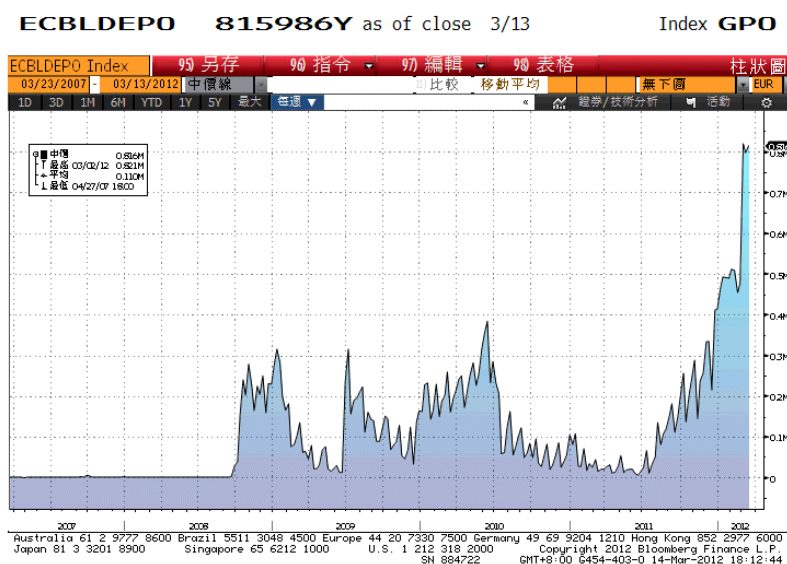
銀行利用 ECB 的資金償還舊債，並藉此增加自有資本比率，健全資產負債表；歐洲銀行業管理局表示，ECB 的大量注資有助銀行提高資本品質，降低銀行業去槓桿化的衝擊。

(四) 大量資金停泊於 ECB 的存款機制，銀行放款增加有限

儘管 3 年期再融通操作的目的是提振放款，但根據高盛的調查，僅 7% 的銀行會將資金用於放款，顯示銀行重視資金的安全勝於收

益，多數資金都回存 ECB 的存款機制。及至 2012 年 3 月 13 日，ECB 存款機制的規模高達 8,160 億歐元（圖 4），創下歷史新高。儘管外界有所批評，惟 ECB 表示，取得 LTRO 資金的銀行，與使用存款機制的銀行，並不相同，且銀行取得資金與從事放款間存在時間落差。

圖 4 大量資金停泊於 ECB 的存款機制



資料來源：Bloomberg

(五) 避免歐債危機持續惡化

西班牙公債與義大利公債殖利率明顯下降，短天期公債殖利率率先下滑，而中長期殖利率亦全面走跌。根據 ECB 的資料，2011 年 12 月，西班牙銀行業增加 250 億歐元的公債部位。

惟歐債危機尚未全面解決之前，銀行提高問題國家公債的持有部位，可能會因為該國評等的波動，影響自身的評等。

四、ECB 因應危機措施對金融市場的影響

(一) 「全額供應流動性」之操作方式，不利貨幣市場正常化

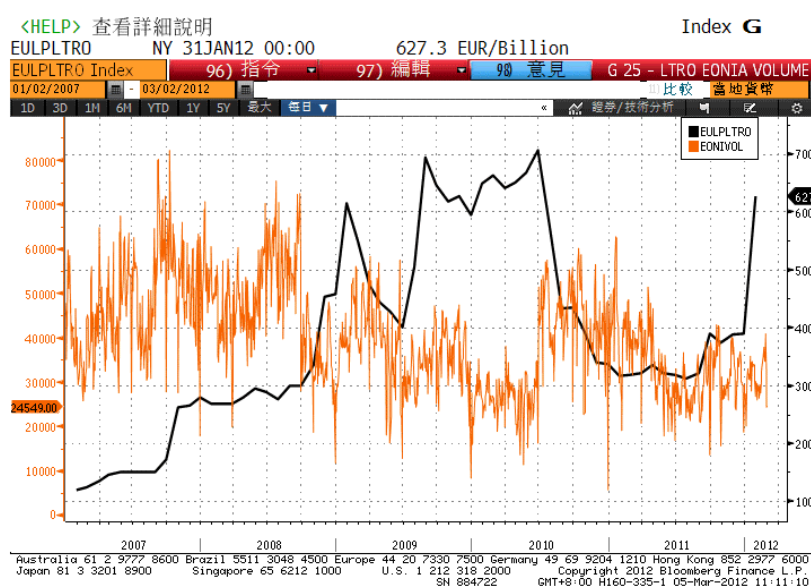
歐債危機爆發後，由於銀行擔心交易對手的信用風險，降低參與拆款市場交易的意願，1 星期以上天期的交易近乎凍結，拆款市場重分配資金的功能遭到嚴重破壞，ECB 不得不積極介入，以控制短期利率走勢，並確保銀行流動性不致枯竭。

一直以來，ECB 面對危機的態度就是協助銀行取得流動性，以維護貨幣政策傳遞管道的有效性。因此，ECB 採用「全額供應流動性」(full allotment) 的方式，盡可能滿足銀行資金需求。由於是由銀行決定央行應提供的流動性數量，ECB 再融通操作的金額因而大幅增加，亦導致歐元區銀行體系出現超額流動性，EONIA 持續走低。

然而，ECB 扮演的資金分配角色與低政策利率水準，導致拆款市場的交易量進一步萎縮，且超額流動性導致 EONIA 偏離主要再融通利率，反而更接近歐元區的利率區間下限——隔夜存款利率水準。而銀行拆借資金須承擔交易對手的信用風險，在市場利率水準如此接近 ECB 隔夜存款利率的情況下，銀行寧可直接將餘裕資金存入 ECB 的存款機制，拆借資金的意願大幅降低。

2009 年，ECB 推出 1 年期全額供應流動性操作後，EONIA 的日平均成交量逐漸下跌。之後隨著市場流動性減少，EONIA 緩步上揚，由於銀行囤積流動性的成本增加，才帶動貨幣市場交易回升，預期 3 年期再融通操作可能再度導致 EONIA 的成交量走跌 (圖 5)。

圖 5 LTRO 與 EONIA 成交量



資料來源：Bloomberg

ECB 研究發現，超額流動性與隔夜貨幣市場利率的成交量高度

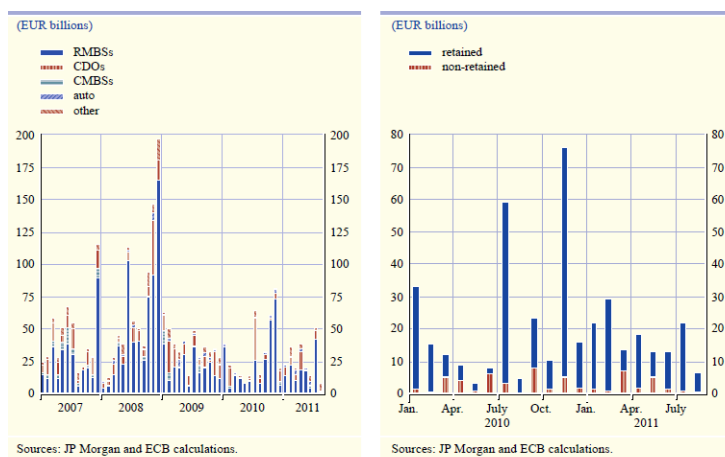
負相關，相關係數為-0.74，亦即當超額流動性最高時，隔夜貨幣市場的成交量最低；此外，由於央行取代同業成為銀行的交易對手，銀行會以更保守的方式管理流動性，降低信用曝險。因此，銀行對其他金融機構的放款量亦呈現同步下滑的趨勢。

基於前述的研究結果，ECB 認為，一旦金融市場可正常發揮貨幣政策傳遞管道的功能，央行若維持這些提供大量流動性的措施，將會扭曲貨幣市場的功能。

(二)擴大擔保品範圍使 ABS 的發行模式改變

2007 年 8 月以前，歐元區的資產證券化市場蓬勃發展，但隨著金融危機的爆發，資產證券化業務陷入一片死寂。由於 ECB 放寬擔保品標準，允許 ABS 作為再融通操作的擔保品，資產證券化市場再度恢復生機，金融機構大量創造 ABS，以取得 ECB 提供的流動性。2008 年第 4 季，ABS 發行量創下歷史新高，然而僅有少數的 ABS 係真的出售給投資人。2009 年起，ABS 發行量逐年下降，主因 ECB 擔保品條件轉趨嚴格，相較之下，ABS 的吸引力已不如資產擔保證券。儘管如此，銀行對 ECB 提供之再融通操作擔保品，ABS 金額由 2006 年的 1 千億歐元，上升至 2010 年初的 5 千億歐元，約占所有擔保品的 25%（圖 6）。

圖 6 歐元區 ABS 發行與交易概況



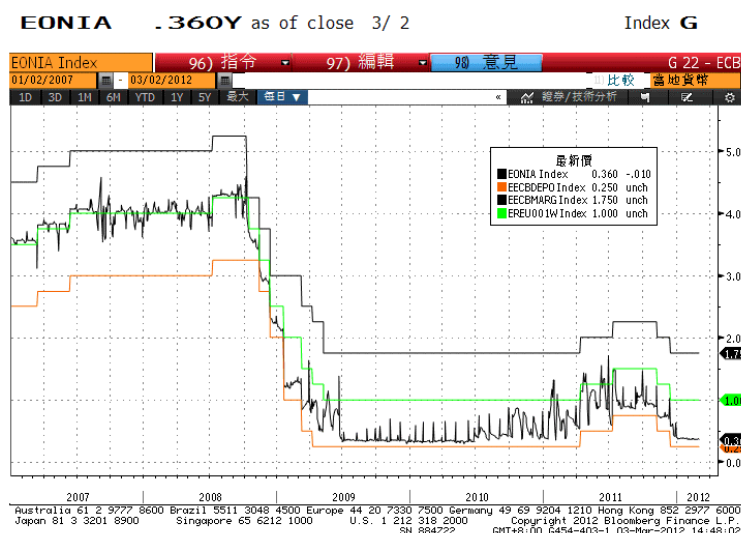
銀行發行 ABS 之模式亦有重大改變，從最初的貸款並出售 (originate-to-distribute) 轉變為貸款並保留 (originate-to-retain)，證券化業務成為銀行向央行申請流動性的備援機制，而不再是市場的籌資工具。

(三) 金融體系超額流動性成為常態

1. 貨幣市場利率偏離主要再融通利率

儘管 ECB 一再表示其政策利率水準始終維持於 1% 以上，並未如英、美等國實施接近零的政策利率，因此其非傳統貨幣政策措施的目的並非為降低實質利率水準，惟大量流動性充斥市場，EONIA 已不像過去貼近主要再融通利率，反而更接近利率區間的下限—隔夜存款利率 (0.25%)，而隔夜存款利率取代主要再融通利率成為實際上的政策利率 (圖 7)。

圖 7 ECB 利率區間與 EONIA



資料來源：Bloomberg

2. 提高流動性沖銷操作的重要性

ECB 指出，過去歐元區銀行體系是結構性的流動性短缺，ECB 無須煩惱流動性沖銷的問題，但後危機時代，由於金融動盪，央行仍須提供大量資金支撐銀行體系，金融體系往往呈現超額流動

性，央行流動性沖銷操作的重要性將逐步提高。

目前 ECB 每週固定實施定期存款操作，沖銷證券市場買進計畫衍生的流動性。隨著 ECB 買進更多問題國家的公債，1 週期的流動性沖銷操作規模亦逐漸增加（圖 8），部分 ECB 官員擔心遲早會出現無法全數沖銷的問題，惟多數官員認為，只要超額流動性的現象持續存在，且 ECB 持續以主要再融通利率作為 1 週期定期存款操作的沖銷利率水準，不會降低銀行參與的意願，惟若流動性狀況回到合理水準，則可能出現銀行投標不足的情況。

圖 8 ECB 定期存款規模大幅增加



資料來源：Bloomberg

肆、我國央行強化金融機構流動性管理之措施

金融危機突顯流動性風險管理的重要性，我國亦對金融機構流動性管理規定進行相關修正，說明如下。

一、控管期距缺口

央行於 2007 年修正「流動性查核要點」，增列銀行及全國農業金庫需控管「未來 0-30 天新台幣資金流量期距缺口」；2011 年 7 月，信用合作社亦須控管未來 0-30 天資金流量期距缺口，超過參考值者，應即通報央行業務局，說明原因及相關改進措施。

二、提高最低流動準備比率至 10%，並改為按日計提

為強化金融機構流動性風險控管，央行經參酌主要國家作法及我國金融實務，2011 年 7 月修正流動性相關規定，自同年 10 月 1 日起，金融機構流動資產與各項負債比率之最低標準(最低流動準備比率)由 7% 提高為 10%，並由按月改為按日計提。金融機構未達最低標準者，應立即通報本行或受託查核機構，說明原因及因應措施，以利主管機關即時掌握金融機構流動性狀況。

三、請本國銀行填報「核心存款」

為提高銀行重視穩定資金來源，央行於 2011 年 2 月函請本國銀行按季填報「新台幣核心存款統計表」，併納入報表稽核項目。

伍、心得與建議

一、心得

(一) 歐盟 CRD IV 強調實施 Basel III 之流動性新規應符合比例原則

由於 CRD IV 法規適用全歐盟銀行，但 Basel III 的流動性新規僅針對跨國大型銀行，因此歐盟認為應根據金融機構的營業性質、規模與複雜度，調整流動性新規的實施技術標準（technical standard），避免造成小型金融機構的營運困境。

(二) ECB 積極參與流動性管理

2012 年 1 月 25 日，ECB 公布針對 CRD IV 草案的相關書面意見，其中一再強調，Basel III 建議，銀行監理主管機關應與央行會商流動性管理的實施方式。由於歐盟提出的 CRD IV 草案中，將流動性新規的實施方式全權交由 EBA 訂定，忽略 ECB 的角色，ECB 因而針對 CRD IV 提出修正意見。

(三) ECB 貨幣政策操作架構頗具彈性，僅須配合市場資金狀況，靈活調整長短天期操作比重

2008 年金融危機後，部分歐元區金融機構已無法自拆款市場取得資金，完全仰賴 ECB 提供的流動性，ECB 因而大幅提高長天期操作的比重，目前長短天期操作的比重已由原本的 1：2 調整為 2：1，由於 ECB 近期兩度實施 3 年期的再融通操作，長天期操作比重將進一步上揚。

歐債危機發生前，ECB 慣例於提存期底進行隔夜天期的微調操作吸收市場多餘流動性，鮮少使用固定利率定期存款機制，但目前為沖銷買進公債衍生的流動性，該機制已成為沖銷操作的主要措施。如同 ECB 其他的微調操作措施，該機制同樣具有彈性天期、機動運用的特色。

綜觀 ECB 的貨幣政策操作架構頗具彈性，該行於歐債危機使用

的非傳統貨幣政策措施，多半係既有架構中的貨幣政策工具，ECB 僅須配合市場資金情況，靈活調整。

二、建議

(一) Basel III 流動性規定對我國銀行業的衝擊有限，惟可考慮 CRD IV 中提議的比例原則

2011 年 6 月 30 日，金融監理聯繫小組會議決議，除未來 Basel 另有規定外，屆時我國銀行均應遵循 Basel III 的流動性規定。

由於我國長年貿易順差，超額儲蓄率偏高，銀行體系資金充裕，2012 年 1 月實際流動準備率為 30.57%，且優質流動資產占 9 成以上，至 2012 年 2 月底，全體金融機構持有央行定存單總計 6.97 兆元，必要時，可支應相關金融機構緊急流動性需求。顯示未來我國即使實施 Basel III 的流動性規定，對銀行業的衝擊亦將有限。

惟亦可考慮 CRD IV 中提議的比例原則，針對金融機構的營業規模與性質作差異化管理，避免屆時全面採用 Basel III 的流動性規定，衝擊小型金融機構的營運。

(二) 央行似可持續參與流動性國際監理標準之研訂

2012 年 9 月第 31 次金融監理聯繫小組會議決議，請金管會成立 Basel III 工作小組，同時邀請央行共同研議建立本國銀行 LCR 及 NSFR 兩項流動性量化指標。由於銀行的流動性管理會影響貨幣市場的交易，進而影響貨幣政策傳遞效果，因此央行似可持續參與相關流動性管理的法規修正，並評估流動性新規定對貨幣政策可能造成的影響。

(三) 彈性調整定存單發行天期

歐債危機之前，ECB 操作主要以 7 天期與 3 個月期的再融通操作為主；歐債危機爆發後，因應市場增加對長天期資金的需求，ECB 彈性調整操作天期，兩度實施 3 年期再融通操作。

央行現行定存單天期有 30 天、91 天、182 天期，目前並逐月標售

1 年期定存單。根據「中央銀行公開市場操作要點」，央行定存單發行天期最長可達 3 年，操作上亦頗具彈性。未來央行可因應金融情勢需要，適時考慮增發其他長、短天期定存單。

參考資料

1. ECB網站<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
2. 莊能治（2012），「澳洲與與紐西蘭流動性監管制度及實施成效」，中央銀行公務出國報告，2月。
3. 左昭明（2012），「歐洲央行因應金融危機之政策措施與操作策略」，中央銀行公務出國報告，1月。
4. ECB, “The Euro Money Market Survey 2011”, Dec. 2011
5. European Commission, “Capital Requirements Directive”, July. 2011
6. European Commission, “Capital Requirements Regulation”, July. 2011
7. ECB, “The ECB’s Non-standard Measures –Impact and Phasing-out”, *Monthly Bulletin*, July 2011
8. ECB, “EU banks’ liquidity stress testing and contingency funding plans”, Nov. 2008.
9. 本次研習會課程資料。