

## 第一部份 研討會緣起及目的

美國有鑒於 2007 年次貸金融風暴，2008 年 9 月雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）倒閉，房地美（Freddie Mae）、房利美（Fannie Mae）被美國政府接管，AIG 保險公司、花旗、摩根大通（Morgan Stanley）、美國商銀、富國銀行等財務急遽惡化，經風險傳播蔓延引發世界金融危機，造成全球金融海嘯，金融市場狀況急遽惡化，導致全球消費疲弱，失業率上升，造成全球經濟危機。

金融監理機構根據當時現有的監理政策理論顯然未能預見這場危機到來，危機到來以後也未能對危機的程度和持久度做出準確判斷，提出解決問題、幫助產業擺脫危機的可行辦法。

由於過去的危機一般只發生於一個國家或一個地區，政府可以採取寬鬆的貨幣政策讓貨幣貶值、提高出口，靠外部需求的拉動走出危機。

這次危機則同時發生在已開發國家間，問題從量變引起質變，各個已開發國家高失業率、產能過剩的問題不能靠以鄰為壑的貨幣貶值政策解決，如果沒有新的政策思路和對策，這場危機將會曠日廢時，難以擺脫。

事後各方檢討金融危機成因，其中不乏指向金融監理不足、存在監理漏洞，以及對部分金融商品的監理寬鬆態度等因素。

爲了強化金融機構監理、建立金融市場規範、消費者與投資人保護、提高政府機關處理金融危機之政策工具、促進國際監理標準之提升，避免重蹈覆轍，處理金融危機所凸顯的金融監理問題，並重建消費者與投資人的信心。

美國乃於 2010 年 7 月 21 日通過美國金融改革法（Financial Stability Act），此法案係 1929 年美國經濟大蕭條以來最全面的金融改革法案—又稱「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法」（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）。

DFA 改革涉及各金融領域，從加強總體審慎監理、提高重要大型金融機構之監理標準、建立新的問題機構退場機制，賦予主管機關可以有效處理大型重要問題機構的工具，乃至於加強消費者保護，設立消費者保護專責機構、增加房貸市場規範，並強化有關衍生性商品、避險基金、信用評等機構、證券化商品等各方面之監理，修補過去監理漏洞與監理不足之處。

聯邦準備銀行依據法案授權，於 2011 年年底提出了強化規範及監理大型金融控股公司及系統性重要非銀行金融企業之規定草案，其內容廣泛，所處理事項包括資本、流動性、信用曝險、壓力測試、風險管理與及早糾正措施。

該草案適用對象為合併資產達 500 億美元以上之美國金融控股公司，及其他經 FSOC (The Financial Stability Oversight Council, FSOC) 指定之系統性重要非銀行金融企業。

在「強化審慎規範與及早糾正措施」規定草案 (Enhanced Prudential Standards and Early Remediation Requirements for Covered Companies) 中，Fed 提出多項措施，包括：

## 一、風險性資本與槓桿規定

此項規定分二階段實施。

第一階段，適用機構需遵守 Fed 於 2011 年 11 月發布之資本計畫規定，發展年度資本計畫，執行壓力測試，並於預期及壓力情境下維持適足資本，包括第一類風險性資本比例應高於 5%。

第二階段，Fed 將依據 BCBS 訂定之架構方法，發布額外風險性資本實施規定。

## 二、流動性規定

相關措施亦分數階段實施。

第一階段，依據 2010 年 3 月跨機關發布之流動性風險管理準則，適用機構需遵守流動性風險管理量化標準。

該等標準規定企業應辦理內部流動性壓力測試，及制訂內部流動性風險管理量化標準。

第二階段，Fed 將依據 Basel III 流動性規範，發布流動性量化規定。

## 三、壓力測試

適用機構應依照 Fed 設定之 3 種經濟及金融市場情境，每年辦理壓力測試，並公布測試結果摘要 (包括企業特定資訊)。

此外，企業需每年自行辦理一至數次壓力測試，並公布測試結果摘要。

#### 四、單一交易對手信用限額

適用機構對於單一交易對手之信用曝險應限制於企業法定資本一定比率內。最大型金融企業之信用曝險需遵守更嚴格之限制。

#### 五、及早糾正規定

及早糾正措施應落實於全部適用企業，俾利早期處理財務缺失。

Fed 訂定多項糾正措施觸發條件，例如資本水準、壓力測試結果及風險管理缺失。

依情況嚴重度會採行不同之糾正措施，包括就資產成長、資本分配、管理高層薪酬、籌資或出售資產等事項予以限制。

美國 Fed 主席 Bernanke 提出總體審慎監理原則要項如下：

- 一、監控整個金融機構及金融市場，而非個別金融機構或單一部門之鉅額或大幅增加暴險。
- 二、透過風險管理實務作業、財務槓桿操作、金融市場或商品變動情形，評估潛在系統風險。
- 三、分析金融機構彼此間或金融機構與金融市場間潛在外溢風險，如業務高度相關金融機構間之共同曝險。
- 四、確保每一具系統性重要金融機構所受到監管程度，應與其倒閉時威脅金融體系之程度相稱。

## 五、減少因資本要求、會計準則及其他相關法規或規範引起之順景氣循環。

這場國際研討會於 2013 年 5 月 8 至 10 日假美國芝加哥舉行，本次主題為「具系統性重要金融機構監理問題」，本報告以下即就上列主題擇要整理與談人報告內容，並就與談人所提內容研讀其他相關背景資料，就較重要者於本報告加以補充，以利完整掌握國際金融監理最新理念，最後提出個人心得與建議，供交流分享。

## 第二部份 會議重點及主要內容

### 壹、Ben S. Bernanke, 演說內容摘要

#### 美國聯準會主席 (Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System)

#### 一、金融體系的監測 (Monitoring of the Financial System)

美國聯準會主席 Bernanke 以金融體系的監測 (Monitoring the Financial System) 為主題發表演說，內容摘錄如下：

Bernanke 主席說明金融危機發生後，聯準會配合 Dodd-Frank 法案及 Basel III 的採用，已經作了許多法規及監理角色的調整，以促進金融的穩定。但是本次演講主題，則是在聯準會傳統的監理及貨幣政策領域外，大家平常比較不注意的領域 - 持續的金融體系監測 (On-Going Monitoring the Financial System)。

聯準會近幾年來，投入了相當多的資源及精力於金融體系監測，這部分的任務主要由聯準會的「金融穩定政策及研究辦公室」(Office of Financial Stability Policy and Research) 領導，整個聯邦準備體系也都深入參與。

監測所得資訊，則作為聯準會及公開市場操作委員會 (FOMC) 決策的依據。

建置這套監測系統的背景，主要是配合金融法規及監理的重點從傳統著重在個別金融機構或個別市場健全的個體審慎監理 (Microprudential)，轉變至著重系統性觀點的總體審慎監理 (Macroprudential)；

依據 Dodd-Frank 法，由幾個聯邦及州政府主管機關組成「金融穩定委員會」(The Financial Stability Oversight Council, FSOC)，各主管機關在 FSOC 中討論影響金融穩定的風險，並想辦法減少這些風險。

而聯準會以宏觀審慎角度所提供之監測資訊，在 FSOC 會議中，扮演相當重要的角色。

Bernanke 主席特別提及「引爆點」(triggers) 及「脆弱性」(vulnerability)的不同，在任何危機中，都有一個「引爆點」，它指的是引起危機的特定事件，例如在 2007 至 2009 的金融危機中，次貸證券(Subprime Mortgages)持有者遭受損失就是一個引爆點。

而危機中所指的「脆弱性」(vulnerability)則是金融體系中既存的屬性，在危機發生時會產生推波助瀾的效果；

例如高度財務槓桿、資產負債到期日的落差(Maturity Transformation)、相互關聯性(interconnectedness)以及複雜性(Complexity)等，這些都會在動盪發生後產生放大的效果。

如果沒有這些「脆弱性」，當「引爆點」引燃後，只會對特定的公司、投資人或特定的資產造成損失，但不會造成整個金融危機。

例如，次貸出問題後，如果不是因為相關資產大量地被證券化，又層層轉包銷售，以及過度使用短期融資市場，其實應該不會造成太大的影響。

Bernanke 主席說明這個金融監測體系當然也會用來發現「引爆點」，例如資產泡沫，但是金融市場的動盪是不可避免的，要找出「脆弱性」(vulnerability)才是重點，才能確保金融體系具有抵抗力(Robust)。

而且找出特定的「脆弱性」之後，則可以輔以監理措施，例如要求銀行增提更多的資本或流動性等，使得整個系統更能夠抵抗個別衝擊。

## 二、監理漏洞 (A Focus on Vulnerabilities)

美國鑑於金融改革法案陶德 - 法蘭克華爾街改革和消費者保護法案 (Dodd-Frank 法案) 目標在於透過補強過去金融監理制度不足之處，處理金融危機所凸顯的金融體系問題和監理漏洞。

過去存款機構以外之金融中介機構，如證券化工具、金融海嘯凸顯過去金融機構與投資人諸多風險管理不當，包括過度依賴短期大額融資、財務槓桿程度過高、房貸與商用不動產承貸標準下降、放款集中度過高、投資人

過度依賴信評、金融機構未能充分掌握公司整體含資產負債表表外項目之曝險等。

貸款後證券化模式之盛行亦衍生諸多問題，該模式因風險移轉特性，造成原始貸款承辦機構放款標準寬鬆浮濫、傳統授信徵審管理標準與程序式微，雖降低融資成本，卻也衍生出貸款承作實務惡化、證券化商品設計複雜、信評機構因利益衝突或模型錯惡而評等偏誤，誤導投資人等問題，而最終端的投資人亦未審慎評估風險，過於依賴信用評等，況且，即使投資人擬自行評估風險，資訊揭露亦不足且很難取得。

### 三、聯準會金融體系監測計畫 (The Federal Reserve's Financial Stability Monitoring Program)

聯準會金融體系監測的重點則有四大部分，包括：

- 1.系統性重要金融機構(Systemically Important Financial Institutions, SIFIs)
- 2.影子銀行(Shadow Banking)
- 3.資產市場(Asset Market)
- 4.非金融部門(Nonfinancial sector)

聯準會主席 Bernanke 分別說明如下：

#### (一)系統性重要金融機構(Systemically Important Financial Institutions, SIFIs)

SIFIs 係指那些當發生失敗或財務困難時，會影響整個金融穩定，甚至對實體經濟造成損害的金融機構。

系統重要性金融機構往往要大，但是規模大小並不是用來判斷一家公司是否具有系統性重要地位的唯一因素，還必須綜合考量其他因素，包括與其他金融體系的相互關聯性

(interconnectedness)，營運的複雜性及透明度，承擔風險的性質及程度、使用槓桿的程度、依賴短期批發資金的程度、跨國營運的程度等。

此次金融風暴所凸顯問題之一在於多元監理下，主管機關未能有效監督具系統性重要的金融機構、掌握金融體系的整體風險，及評估大型金融機構倒閉的潛在系統性影響。

為因應該等問題，DFA 設立跨部會的金融穩定監督委員會 (FSOC)，以監測與處理系統性風險，填補多元監理下的監理漏洞，及強化跨部會協調與資訊交換。

在陶德 - 法蘭克法案 (Dodd-Frank Act) 下，一些大型的金融控股公司會被視為 SIFIs，除此之外，金融穩定監督委員會 (FSOC) 也被授權可以指定特定非銀行的金融機構為系統性重要公司。

聯準會對 SIFIs 的監理包括運用傳統的資本適足率工具，但這些措施通常是回顧型態 (Backward Looking) 的工具，無法反映公司受到非預期、快速變化的情境。

於是聯準會採用了「壓力測試」(stress testing) 工具，要求銀行模擬經濟快速反轉、或房產價格快速下跌的狀況。

受規範公司應每年按 FED 設定的經濟金融市場情境，假設一套非常不利的經濟和金融發展，進行監理性壓力測試，並公布測試結果。

各機構並須於年中再自行辦理 1 次以上的壓力測試，及公布測試結果。

聯準會與其他金融主管機關合作，對受規範金融機構實施壓力測試，以評估該等機構是否具足夠資本，吸收經濟衰退時之財務損失。

FED 將於壓力測試前，公布至少 3 種情境 (基本、嚴峻與非常嚴峻等 3 種情境)，假設各情境的經濟與金融變數 (如實質 GDP、失業率、股價、不動產價格等) 情形。

該等壓力測試結果應作為金融機構修改其生前遺囑計畫與調整資本結構之參考，並作為早期矯正措施的門檻之一。



受規範公司每年應另行自辦 2 次壓力測試，而中型存款機構（指規模 100 億元以上的銀行控股公司、存貸機構、州立案銀行）則每年應另自辦 1 次壓力測試。

金融機構應估算所列項目在不同壓力情境下，至少 9 季的發展情況（估計包括損失、淨收益、備抵呆帳、資本、資本比例等項目）。

金融機構須訂定壓力測試的內控規則，並由董事會核准確認。金融機構應公布該等壓力測試之結果，另 FED 也鼓勵公司將測試結果納入資本規畫之參考。

這種壓力測試有很多個優點，包括它是屬於前瞻型 (Forward Looking) 的資訊，可以預測銀行面臨極端經濟轉變的狀況。

另外，因為聯準會也會把各個銀行的壓力測試結果一起分析比較，可以得知各個銀行在面臨何種風險時會產生的集體反應 (Collective Susceptibility)。

針對大型金融機構的比較分析已經成為聯準會越來越重要的一般性監管工具。

還有，聯準會也會把壓力測試結果公布，在危機發生時可以增加投資人的信心，在一般時期也可增強市場監督力量，促使銀行加強管理風險的能力。

壓力測試也可用來測試銀行面對特定風險的脆弱性，例如流動性風險及利率風險。聯準會會收集並比較銀行的流動性資訊，去評估銀行管理流動性的策略。

除了壓力測試外，聯準會也會搭配其他市場基礎的資訊，例如股票價格或信用違約交換 (Credit Default Swap, CDS) 的價格等，去瞭解市場對個別公司的評估。

聯準會也用運用網絡分析 (Network Analysis) 去瞭解金融機構間的相互關聯性 (interconnectedness)，例如共同持有同類資產，或是共同的交易對手等。

這些網絡分析的目的是去找出會影響系統穩定的結點 (nodes)，並用以分析什麼情況下，例如特定公司的財務困難，可能會傳遞並影響到整個網絡。

## (二) 影子銀行 (Shadow Banking)

影子銀行是在傳統受監管的銀行體系外，提供金融中介服務的機構或市場，它們可提供信用中介、到期期間轉換、流動性以及風險移轉等功能。

這些機構通常從批發市場取得短期資金。

在金融危機發生時，這些影子銀行通常伴隨有高度的財務槓桿及到期日缺口。

當時的操作模式是，將貸放給家庭或企業、不具流動性的貸款，把它證券化售到市場，影子銀行則利用短期資金，例如發行資產擔保商業本票(Asset-backed commercial paper)或透過附買回票券(repo)操作所得資金，去取得這些拿到高度信用評等的證券化商品。

而短期資金的提供者則通常包括貨幣市場基金，這些貨幣市場基金的投資人通常期待他們投入的資金能夠保本。

這些交易的結果是，最終的投資人並不瞭解他們投資標的資產品質。

他們被 triple A 信用評等吸引，也期望創始機構能夠提供協助。

當投資人對所持有之資產失去信心，這些信用評等及創始機構也顯然都不能提供任何協助時，投資人很快地集體退出市場。

他們的退出使得整個金融體系融資壓力大增，影響許多公司的償債能力，最後對整個經濟體系產生嚴重損害。

另外，證券商在進行證券市場中介業務時，也是在影子銀行領域扮演很重要的角色。

證券商爲了要幫自己或客戶的證券部位取得融資，常與許多規避風險的投資人進行附買回交易(repo)。

這些交易通常是以所取得的證券進行抵押擔保，以取得短期資金。

當這些擔保品的價值產生疑慮時，資金提供者通常會要求增提擔保品，甚至退出市場，不再予以融資。

而證券商如果沒辦法增提擔保品，或從其它管道取得資金，就只好在市場拋售證券，使得資產價格更爲下跌。

如此更加深了去槓桿化(deleveraging)及資產清算的循環。

### (三) 資產市場 (Asset Markets)

Bernanke 主席說明聯準會特別注意許多類的資產市場交易狀況，包括公部門或私部門發行的固定收益商品、股票市場、不動產市場、原物料貴金屬商品交易市場、及結構型證券市場。包括國外市場亦是聯準會的關心重點。

聯準會特別關心不尋常的價格，例如歷史新高或新低的股票本益比。

聯準會也會使用各種不同實證模型和方法去分析債券市場的信用風險利差。再加上成交量、流動性及市場功能運作的資訊、市場參與者及外部觀察者的分析，去瞭解資產市場的變化。

當一些資產市場的價格悖離歷史趨勢太多時，或者有急劇的變化時，通常值得注意有無不穩定的因素發生。

就金融體系的穩定而言，這些資產市場交易的分析只是第一步，還必須配合財務槓桿程度、到期日的配合、資產的流動性、對整體金融市場狀況的敏感性去綜合考量。

例如在 2000 至 2001 年網路泡沫發生後，並沒有發生大規模的系統性風險，但是 2007 至 2009 年的不動產資產下跌及房屋貸款品質惡化卻造成金融危機，主要原因是因為前者的風險被廣泛的分散了，而後者的風險則相當集中，再加上金融商品的推波助瀾，終於造成金融恐慌，資產拋售，以及信用市場的崩潰。

### (四) 非金融部門 Nonfinancial Sector

Bernanke 主席說明聯準會的金融監測體系也包括對非金融部門的監測，包含家計部門及企業部門。

研究顯示高財務槓桿的家計或企業部門比較無法因應所得或財富的劇烈變動。一個高財務槓桿的經濟體系容易產生「金融加速效應」(Financial Accelerator Effect)，在財務壓力增加時，就會更快解雇員工、削減支出。

聯準會利用各種存量指標(stock measures，例如所得財富及槓桿程度)及流量指標(flow measures，例如負債對所得比例)，去評估對景氣循環或財富減少的暴險程度。

#### 四、結論 (Conclusion)：

對單一金融機構的有效監管和監督，以確保金融體系的健全營運，將始終是至關重要的，聯準會未來也會持續發展更系統化的方式去密切關注整體金融體系的脆弱性。

為此目標，我們正在積極推行一項財務監控計劃，以擴大研究和數據收集。

聯準會的金融監測體系已經成為聯準會、聯邦公開市場委員會 (FOMC)、FSOC 重要的參考資訊。

我們將繼續努力提高我們的監理能力，偵測和解決金融體系中的漏洞。

## 貳、Thomas J. Curry 演說內容摘要

### 美國貨幣監理署監理官 (Comptroller of the Currency, OCC)

1837年由於信貸投機所引發大恐慌，導致在美國歷史上最長的蕭條。

其後，美國為監管金融機構制定了國家銀行法，作為主管機關監理全國金融機構之法源依據，明文規定銀行的資本要求。

經過幾個景氣繁榮和蕭條的經濟循環週期後，因監理寬鬆引發金融危機後，金融主管機關開始致力於審慎監理工具，結束寬鬆監理的時代。

安全和穩健成為金融監理最重要的目標，目前主管機關正致力於金融監理改革，由寬鬆監理轉為緊縮監理。

陶德 - 法蘭克法案，為美國金融史上一次重大金融監理改革，對美國及國際金融市場發展影響深遠。

陶德 - 法蘭克法案後續所需要制定至少 200 多項法規，發表 70 幾分研究報告，制定過程漫長且複雜，直接影響到金融機構和金融主管機關，執行這些任務是金融主管機關當務之急。

從危機中學到一個明顯的教訓，就是資本適足所扮演的重要性。

遵循巴塞爾銀行監督委員會 III (Basel Committee on Banking Supervision)，針對大型銀行提高資本適足率與資本品質都制定了更高的標準。

依巴塞爾資本協定引入槓桿比率補充風險基礎資本要求，確保大型的銀行和金融機構，有足夠高品質的資金部位來因應所面臨的風險。

雖然監管機構負責監理的金融體系各別不同，但我們必須了解不同類型的機構之間的風險傳遞，可能導致另一個金融危機和事件。

美國的金融監理制度長久以來維持著多元化的監理架構，雖然美國的金融監理架構看似多頭馬車，但是各主管機關之間的監理權限是各具功能性，亦即不論是金融商品或業務都是依照其功能來監管。

陶德 - 法蘭克法案 (Dodd-Frank Act) 新設立的金融穩定監督委員會 (FSOC)，負責監控與處理系統性風險，填補多元監理下的監理漏洞，消除監理重疊，並強化跨部會協調與資訊交流，促進各監理機構之間的合作。

OCC為確保能夠立即採取有效監理行動，新聘監理官聘用過程已經重新設計，提高監理專業技能門檻，任用前尚須進行培訓計劃，以確保符合金融監理專業的業務需求。

OCC亦正在評估替代監理官培訓計劃的可行性，以引進金融專業人才。

我們的監理專家也提供風險判斷的管理意見給銀行管理階層，以確保監管資源能適當的分配在銀行體系，使風險能及時解決。

我們已經發現，這些專家在協助監督的過程中，提供了顯著的貢獻，所以我們正在加強他們所扮演的監理角色。

我們將部署跨界的專業人才，依監理結果衡量和驗證風險曝險程度。

我們也繼續加強數據收集，提升分析工具和技術。

所有OCC監理官員將利用，額外更精細的分析工具和銀行所提供更詳細的報告、外部資源，包括市場數據，以確定基準風險和追蹤預警指標，並提供受監理的金融機構參考，例如OCC去年首次發布的「半年度風險預測」報告，前揭報告的主要目的是定期監控銀行風險管理的執行成效。

我們期望，大型金融機構能落實執行內部稽核功能和提高風險管理功能，能達到符合健全標準（strong），獨立董事必須強力確保法規遵循（compliance）。

壓力測試雖然是一個重要的監管工具，但無法提供管理能力的強度或銀行組織文化的健全程度以及公司治理情形，和風險管理的有效性以及內部控制執行情形。

OCC將與其他金融監管機構合作，以防止下一次金融危機。

## 參、Edward DeMarco 演說內容摘要

### 美國聯邦住宅金融局代理主任

#### Acting Director, Federal Housing Finance Agency

銀行結構與競爭會議係探討，處理有關金融體系和監管架構的監理問題。

今年的主題，系統性重要金融機構的監管問題，顯然是一個非常有趣和重要的議題。

房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac），是2008年引發金融機構系統性風險的潛在因素。

他們是相互聯結遍及整個金融體系的大公司，不可分割的抵押貸款市場的運作，受市場紀律的程度相當有限，雖然主管機在2008年7月，頒布法律，加強監管，但在主管機關監管權力不足的制度下，僅能解決現有的一些顧慮。當時，美國早已處於次級抵押貸款債券危機中，很不幸的，很短的時間後，終於引發金融危機。

在2008年9月雷曼兄弟公司倒閉，房地美和房利美這兩家公司因經營不善被美國政府接管，金融海嘯湧現，全球經濟均遭波及，為避免造成系統性風險，由財政部提供財政援助，迄2009年底危機漸除。

我希望經歷房地美和房利美的教訓所學到的經驗，能研發出一套不動產抵押貸款監控系統，俾能有效降低系統性風險，這個模型就是仰賴市場私有資金。

在探討今天的主題之前，先針對房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）說句話，從剛剛發布的第一季業績，很顯然這兩家公司已各自開始呈現持續性較強的獲利能力，感謝這兩家公司的管理團隊和員工，在這次金融風暴期間，所做的努力和貢獻，並開始償還財政部所墊付之資金，這當然是一件好事。

#### 一、政府在住房金融市場扮演的角色功能（Role of the Government in Housing Finance）

我在思考最根本的問題，房地產融資改革的關鍵問題究竟是什麼，幅度到底有多大，聯邦政府的角色功能。

政府所扮演的角色功能，應該是在市場出現潛在失靈的情況下，政府才須考慮出面解決，造成市場失靈的二個原因就是不動產擔保放款備抵呆帳提列不足以及流動性不足。

如果不動產抵押貸款市場普遍認為備抵呆帳提列不足以及資金短缺流動性不足，貸款額度必定會緊縮。政府因應潛在市場失靈可以採取的方法很多種，從建立標準化和更透明化著手；在一定的市場條件下，提供流動資金或信貸額度支持，提供政府擔保，可以消除市場的不確定性。

另一個潛在市場失靈通常認為是與購屋者有關的外部因素。政府的一般做法，提高市場需求，提供某種類型的補貼或其他援助，以鼓勵和促進購屋，以提高住宅自有率。

購屋者有關的外部因素，由政府直接補貼，以協助首次購屋頭期款，或降低抵押貸款成本，或放寬核貸資格條件，或由不動產金融市場提供補貼的方法解決。政府房地產金融市場之外的其他政策也可用來解決。其中最著名的就是房貸扣除利息所得稅。

我可以花很多時間討論那段歷史，但為簡單起見，讓我提出兩點討論：

第一，針對某些借款人可能無法獲得貸款購買房子，而由聯邦住宅局FHA，退伍軍人協會VA出面保證，或由政府信用擔保計劃直接保證，亦或公共政策目標補貼資金，在當時的目標就是要鼓勵購買自己的房子，以提高住宅自有率。

房利美提供證券化工具，以擴大進入資本市場取得某些政府信貸計劃。

第二，政府資助企業（GSEs），房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）的設立是為了促進不動產抵押貸款流動性，並提供穩定的不動產抵押貸款。

他們將抵押貸款放款案件連結到資本市場。

房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）是原貸款金融機構（mortgage originators），將不動產抵押貸款債權證券化後，出賣給資本市場的投資人。

不動產擔保放款證券化係以不動產為抵押物供擔保之貸款債權變成證券化的型態，資產證券化係透過資產彙總的方式，創造不同證券化產品，並藉由第三人之保證加強信用，分散證券投資人的風險；美國於1970年代蓬勃發展不動產抵押貸款債權證券化，因當時貸款利率上升及利率變動幅



度增大，使資金流向債券市場及短期金融市場，原本扮演美國主要住宅貸款的金融機構面臨資金短缺及流動性不足，導致經營困難。美國證府爲了振興住宅金融市場及改善儲蓄金融機構流動性之不足，乃由聯邦全國抵押協會

（Federal National Mortgage Association, FNMA）、聯邦房屋貸款抵押公司（Federal Housing Loan Mortgage Company, FHLMC）、政府全國抵押協會（Government National Mortgage Association, GNMA）三大政府機構收購金融機構所承做之住宅貸款，並進行標準化使之成爲群組，再加上政府的信用保證，發行不動產抵押貸款債權證券，公開賣給投資大眾。

不動產抵押貸款債權證券化的基本特性，採用本金攤還法、違約風險低及提前還款風險的不確定性。

不動產抵押貸款債權證券化的基本架構：

1. 出賣架構：由債權創設人將抵押貸款債權賣給中介機構，再由中介機構將取得之債權發行不動產抵押貸款債權證券，轉賣給投資人。本架構形同債權創設人將債權資產完全移轉出去，已於資產負債表上徹底清除，其投資人對債權創設人無法行使追索權，亦不得要求債權創設人保證證券本息之支付。

2. 擔保負債架構：債權創設人將抵押貸款債權設定權利質權給中介機構，向中介機構借款，而中介機構就取得有質權擔保的新債權。中介機構將附有質權擔保的新債權，向投資人募集資金，本架構債權創設人未將不動產抵押債權移轉出去，故該資產仍停留在負債表上。此類證券投資人通常具有追索權。

房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）是私人依法設立的金融機構，由政府提供特定的利益，負責執行政府賦予公共的使命。

政府資助企業（GSE）一般的觀念就是可以以較其他私營公司低的利率融資，資金成本低，可以獲得重大的利益。其中一部分的利益是要以較低利率條件貸款給借款人，但多年來，曾被社會大眾提出質疑，究竟提供多少利益給與管理層及股東。

## 二、目前家庭住宅金融市場 (Today`s Single-Family Housing Finance Market)

在2007年私營不動產擔保貸款證券化市場的崩潰，留下了一個由政府承擔的住宅抵押貸款案件，該債權截至2012年年底，尚有10兆美元的借款餘額尚未償還。其中約有13%抵押貸款案件是透過政府保證案件，房利美 (Fannie Mae) 和房地美 (Freddie Mac) 所擁有或保證的案件占52%，其餘約35%的案件並不是由聯邦政府提供擔保。

由於不動產擔保貸款證券中之案件，因本金利息隨時在異動，若以證券發行人基礎統計，由政府提供保證的比例是90%以上。

聯邦住宅局 (FHA) 和傳統由政府信託計劃，通常是用來解決信貸市場經營不善或實現公共政策目標。

由民營資金承擔信貸風險兩大方式：

一種是發行人基礎法，以不動產抵押貸款擔保證券 (MBS) 或其他金融機構保證之證券，信用風險由一定水位資金承擔。

另一種證券化基礎法，是發行證券或結構化，由市場參與者預付資金方式，吸收信用風險。

這兩種方法都可以用來吸收民間短期資金。

住房擔保放款金融體系的結構性改革，兩種方法都有優點和缺點，需要予以充分考量。

### (一) 發行人基礎法 (Issuer-Based Approach)

發行人基礎法，通常是由金融機構保證本金和利息償還給投資者。

在這種模式下，發行人是以前股東的資本作擔保。

通常這種方法是假定，由政府提供擔保，對發行的證券做加強擔保。會有一筆費用必須支付給聯邦政府作為保證費。

由政府提供保證只適用於證券發行，並非針對發行人的

股權作保證。

他們往往假設有私人提供保險的抵押貸款案件，不動產貸款自備款較低。

雖然這聽起來像是一個新的概念，但它卻類似於房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）模型。

由企業發行的不動產擔保證券MBS，發行公司由財政部所提供財務支持，發行公司股東未從這種支持中受益。

在住房金融市場，由政府提供擔保之證券，具高度流動性，價格亦較佳，以反映擔保價值。這將確保住房擔保市場一個可靠的資金來源。

但是，這種方法無法提供該等擔保放款，信用風險以市場基礎定價之金額。

這種證券依賴聯邦監管機構來衡量風險，而不是私人投資者，並設置一定資本水位來吸收損失。

### 1. 政府的風險定價（Pricing the government's risk exposure）

有些人建議針對政府保證應設置精算公平的價格。

精算公平價值的概念來自保險市場的風險，如預期壽命死亡率可以合理計算。

這一概念是否適用於抵押貸款市場，如果政府風險值定價過低，未來的損失會被傳遞到市場參與者

### 2. 房屋貸款額度的超額分配（Over-allocation of credit to housing）將會刺激房屋價格的上漲。

### 3. 風險定價的經營模式假設監管結構處於適當水平（Viability of the business model if risk pricing and the regulatory structure is set at appropriate levels）

從私募資金的角度來看，政府支持企業（GSE），可以使銀行較容易取得資金，也有顯著較低資本要求。

發行人為基礎的方法與政府保證，是為未來住房融資的一個選項。

我們有經驗，建立政府保證結構，建立監管機制，以解決這些挑戰。

我們在過去也經歷過這些機制的失敗，我們可以從這些經驗學習和進一步改進。

## (二) 證券化基礎法 (Securities-Based Approach)

證券化基礎法與發行人基礎的做法一樣，在證券化為基礎的方法，信貸風險不是被證券發行人的股權吸收，信貸風險將經由資本市場由投資人吸收。

標準數據的定義 - 如果要發展一個更具流動性的市場，投資者會希望標準數據在各種不同風險特徵的情況下有相對價格。

貸款品質保證 - 投資者會想要確定，貸款案件品質良好，否則有什麼補救措施，並確保這些補救措施的可執行性。

服務標準和協議 - 投資者想知道服務規則，違約發生時，後續服務將如何處理，問題處理績效差權益如何保障。

資訊揭露 - 投資者將需要持續取得相當數量的個人房貸資訊，對信用風險準確的定價。

建立證券化基礎的方法，才是資本市場不動產信用風險證券化和定價的基礎設施。

證券為基礎的方法，將允許機構專注於抵押貸款的信貸風險，投資者對證券為基礎的方法，視為一種有價值的風險轉移工具。

### 1. 抵押貸款的價格波動比政府保證更大 (More volatility in the price of mortgage credit than with a government guarantee)

沒有政府的保證，抵押貸款市場將有更大的波動。

例如，如果經濟狀況惡化，在某些地區，如果借款人有較低

的自備款或其他風險特點，隨著市場條件惡化，這些區域的信貸將被緊縮。

但是，這種類型的波動是市場紀律的一種形式，為市場潛在風險較高的指標。

## 2. 非政府保證的次級市場可能無法適用於所有借款人(A non-government guaranteed secondary market might not be available for all borrowers)

要建立一個非政府擔保的市場，借款人的特點似乎需要具有較大的同質性。

這樣的市場，將涵蓋企業目前承作大部分業務，但這樣的市場可能無法，包含目前由企業提供融資所有的借款人。

有了更具透明度，將可提供借款人明確的資格條件。

傳統由政府擔保計劃仍然存在，以滿足不同的政策目標。

對於借款人無法完全地進入次級市場，我們需要獲得存款保險機構的資金，挹注抵押貸款業務。

了解每個借款人及特殊情況是銀行，儲貸協會，信用合作社的金融中介功能的重心。

聯邦住房貸款銀行提供銀行、儲貸協會和信合社取得到期轉型資金，以協助融資抵押貸款業務順利推展。

## 三、聯邦住宅金融局的策略計劃 (FHFA's Strategic Plan)

建立一個新的次級抵押貸款市場的基礎設施，各個相關組成部分：

### (一) 開發一個通用的證券化平台 (Developing a common securitization platform)

該平台最終將取代企業目前的證券化基礎

設施的後台功能。

## (二) 模型合約架構考慮的元素 (Considering elements of a model contractual framework)

證券化平台建置標準化合約架構。

## (三) 數據標準化 (Data standards)

住房金融改革未來發展方向，數據標準化是最基本非常重要的。

企業戶 - 抵押貸款業務標準化，貸款業務統一化，估價標準化，和進行中不動產擔保放款業務作業統一化。

## (四) 服務及其他標準化 (Servicing and Other Standards)

聯邦住宅金融局 (FHFA)，致力於發展服務標準化，透過統一計劃，並繼續尋找其他可用的標準化資料。

最後，我們已經採取使私募資金回流到抵押貸款市場的步驟。

自接管以來，企業保證費用穩步上升50個基點左右，約接管前的兩倍。

增加企業保證費用的一個重要動機是，將信用風險定價接近私募資金供應者的需求。

在風險分擔方面，2013年的信貸風險分擔交易，我們設定的目標為房利美 (Fannie Mae) 和房地美 (Freddie Mac) 尚未償還本金餘額300億美元。

我們規定每個企業必須進行多種類型的風險共擔交易，來達到這個目標。

例如，我們希望看到交易，包括擴大不動產抵押貸款保險，信用聯結證券；

優質/次級證券，也許還有其他的結構。

#### 四、Conclusion

引導私募資金進入抵押貸款市場相關規定尚未形成共識。

我已經在這裡提供兩大類方法，以吸引私募資金進入市場，取代房利美（**Fannie Mae**）和房地美（**Freddie Mac**）所提供之相關業務。

在每個方法中，私人投資者將得到先前政府保證定價和承擔風險的補償。

基於發行人的方法，採用了一套專門法規吸引市場資金。

該資本金將確保不動產抵押貸款證券化**MBS**持有人能收取本金及利息。

由私人公司提供擔保證券，可以進一步由政府加強擔保，投資者將支付政府設定保證費用。

第二種方法係證券基礎法，依靠標準化和透明度，以吸引市場資金。在這種方式下，資本池的安全性結構是用來吸收損失。

一個規模夠大的次順位擔保債券，投資者應該完全不必承擔信用風險損失。

在這兩種方法中，資本額要足以承擔抵押貸款的信用風險，重點是這種風險定價必須是具有效性。

## 肆、William M. Isaac, 演說內容摘要

### 五三區域銀行董事長

#### Chairman of the Board of Director, Fifth Third Bancorp

Mr. Isaac 於 1978 年，34 歲時，被卡特總統任命為聯邦存款保險公司董事，後於 1981 年被雷根總統任命為美國聯邦存款保險公司主席後，直到 1985 年底超出了原本任期（六年）兩年。

自從離開 FDIC，一直在金融機構擔任顧問，並曾擔任多家金融公司的董事，目前則擔任一區域性銀行(Fifth Third Bancorp)總裁。

Mr. Isaac 以其經歷 1978 至 1992 年間低經濟成長、高通貨膨脹(停滯性通貨膨脹)的經驗，當時的基本放款利率飆升至 21.5%，失業率攀升至 11%，有 3,000 家銀行倒閉。

儲貸協會受存款保險機構保障之存款負債遠大於授信資產嚴重資不抵債，儲貸協會流動性不足，被併入聯邦存款保險公司，由美國納稅人吸收 1,500 億美元的損失。

Mr. Isaac 認為 2008-2009 金融風暴時期的經濟情況，其實比 1980 年代要好得許多；但 1980 年時期卻沒有發生像這次金融風暴中造成群眾恐慌及經濟復甦緩慢的現象。

這一次只有 400 家左右的銀行和儲貸協會經營失敗，與 20 世紀 80 年代同期的 3,000 家好多了。

毫無疑問，在 2008-2009 年的金融危機和疲軟的經濟復甦，與監管政策有很嚴重關係。

Mr. Isaac 特別指出，監理法規中採用了「助長循環的會計制度」(pro-cyclical accounting)是一個重要因素。

Mr. Isaac 認為，在經濟蓬勃發展時期，例如 2004 至 2007 年間，才是需要要求銀行增提資本及準備，緊縮授信以減緩成長的時候。

但在經濟表現不佳的時候，例如過去 5 年，主管機關應該是要鼓勵體質健全的銀行增加借貸業務，而不是不斷要求更多的資本、增加一堆更嚴格的規範，這樣只會增加更多未來的不確定性，而阻礙經濟復甦。



## 市場價值會計( Mark to Market Accounting)

美國是在 1930 導入市價會計，後來羅斯福總統問當時財政部長 Henry Morgenthau 如何能使銀行增加融資以幫助美國恢復經濟，他們當時提出的結論是市場價值會計是阻礙銀行融資的一個嚴重障礙，因此決定採用歷史成本會計。

但在 1990 年代初期，美國證管會(SEC)要求美國財務會計準則委員會(FASB)推動改採「市場價值會計」( Mark to Market Accounting)，當時聯準會、財政部及聯邦存款保險公司(FDIC)均持反對意見。

當時的財政部長尼古拉斯·布雷(Nicholas Brady)在 1992 年 3 月 24 日還寫信給美國財務會計準則委員會(FASB)，提到市場價值會計會造成更嚴重、更頻繁的信用緊縮(Credit Crunch)情況，因為某一資產價格的暫時性下跌，就會造成銀行資本的減少，而且不可避免的造成銀行提供融資額度受到限制。

Mr. Isaac 認為所謂的公允價值會計(Fair Value Accounting)，既不「公允」(Fair)，也沒有創造「價值」(Value)，更無法真正記錄反應(Account)實際營運績效。

在市場價值會計(Mark to Market Accounting)制度下，即使在市場機能無法有效運作的情況，例如在 2008-2009 年間，銀行也必須用當時的市場價值記錄銀行資產的價值，這造成了銀行體系在那段時期蒸發了 5,000 億美元的資本，同時也使銀行融資額度減少了 4 兆美元，因此造成了那段時期金融市場的混亂。

## 巴賽爾資本協定(Basel Capital Accord)

Mr. Isaac 也認為巴賽爾資本協定(Basel Capital Accord)也是一個重大原因。

因為巴賽爾資本協定依賴大量的複雜的模型去評估風險及設定銀行的資本適足率，但這些模型都是採用歷史數據(Backward Looking)。

這些依照歷史數據產生風險模型並沒辦法看到街頭轉角後會發生的事。

這些風險模型也造成了助長循環的現象。它使得景氣擴張或衰退的期間都會拉長。

Mr. Isaac 也認為政府會操弄這些 Model 去影響融資的分配。

例如 1980 年代主管機關在政治環境壓力下，特別減少住宅貸款及政府融資的資本計提比重，這也是後來金融風暴發生的核心部分。

Mr. Isaac 也強調，他並不是反對這些資本模型，只是這些模型不能用來取代智慧、經驗及對銀行經營的合理判斷。

這些模型必須輔以銀行健全經營及主管機關的務實監理 (Hands-on Supervision)。

依 Mr. Isaac 的觀點，銀行的資本適足率只須設定在最低標準，例如百分之八，但是需要檢查人員隨時評估銀行的資產、公司治理程序，包括董事會的監督、管理當局的能力及法規的遵循。

Mr. Isaac 也提到，當全世界都用同一套標準時，本身也是一個風險。很多人可能會認為統一的世界標準可以避免銀行向管理鬆散的方向靠攏，這是件好事。

但是如果這個世界性的標準是依據世界各國的公因數去制定，則可能造成都是採用同樣的助長循環政策，或是同時忽略了或誇大了某項風險因素，甚至同時忘記了考慮一些重大的總體經濟因素。

## **市場監督(Market Discipline)**

Mr. Isaac 認為銀行的倒閉是一定會發生的，重點是如何讓銀行去承擔適當風險以協助經濟發展，但這些風險不會造成集體倒閉或金融恐慌。

Mr. Isaac 也認為 Dodd-Frank 超過 2,500 頁的立法，相關超過 20,000 頁的子法還有 Basel III 的採用都沒辦法解決問題、或者消除太大不能倒銀行。

重點是要放在更強的市場監督(Market Discipline)、更具效能的主管機關，包括政治意願及金融技能，能在看到危機時採行具體行動避免影響整個體系，而不是一大堆無意義的法規。

## **危及金融體系安全的警訊**

Mr. Isaac 也提出了三項他認為可能會危及金融體系安全，必須特別注意的警訊，包括：

**第一項風險集中程度，包括地區性的集中、產業的集中或產品線的集中。**

例如在 1980 年代，德州的銀行曾經是全國獲利最高的銀行，但因為業務都集中在德州的商用不動產及能源貸款，後來市況反轉後就一蹶不振。

**第二項是流動性風險，貝爾斯登(Bear Stearns)及雷曼兄弟(Lehman Brothers)都有相對很好的資本適足率，但是因缺乏流動性而失敗。**

**第三項是過度依賴資本證券市場，包括在資產面及融資面都是一樣。資本證券市場在過去常發生無法有效運作的現象，未來也會繼續發生。**

蘇聯佔全世界經濟的比重不高，但 1990 年代的危機造成 Long Term Capital Management(持有大量的蘇聯債券部位)的倒閉，也足以影響了全世界的金融危機。

另外，金融機構大量包裝、證券化所持有的貸款或其他資產，並出售到證券市場，這種大量依賴在批發市場取得短期融資的經營模式，也值得主管機關特別注意。

在增加市場監督方面，Mr. Isaac 提到增加普通股的資本比例，並不是個好主意。

它除了會降低資本報酬率外，也會使銀行取得資金的能力受限，影響經濟成長。

另外普通股股東通常容忍風險程度較高，不像債券持有人，能在銀行承受過多風險時，宣佈銀行違約(declare an event of default)，Mr. Isaac 建議可考慮設定銀行普通股加上長期債

券、次順位債券，佔總資產的比例不得低於 20%，這樣當銀行發生問題時，需要動用到存款保險公司或納稅人要花錢買單的機會就小很多了。

另因為債券持有人不納入存款保險，當銀行承受過多風險時，這些債券持有人會面臨損失的危險，也較能發揮市場監督的力量。而且，當一家風險高的銀行要發行債券時，可能必須支付相當高的利率，這直接提供了銀行管理當局、董事會、投資人及主管機關相當強烈的風險訊息，甚至，銀行可能沒辦法順利發行長期債券，也剛好可以控制這些銀行的規模。

## 伍、各研討會演說內容摘要

### Panel of Industry Experts Addressing Regulatory issues associated with SIFIs

本單元係各大學教授、金融界專家學者、金融業者及金融主管機關之代表所發表之學術論文、研究報告、工作報告及具系統性重要金融機構相關規定之內容摘要。

#### 一、全球銀行資金拆借成本(Bank Lending and Funding Costs: Evidence from GlobalBanks)

##### (一)評論 (Comments— An international dimension to liquidity effects:)

Charles M. Kahn—University of Illinois at  
Urbana-Chicago

1. 本時段探討2007年凍結以不動產為擔保之商業本票（ABCP）後，對金融市場以美元計價的貸款之影響，貸款利率提高，包括銀行聯貸案（Syndicated Loans）。
2. 2011年歐洲主權債務（sovereign debt）危機期間，11個歐元區銀行美元貸款業務量相對減少。
3. 換匯交易市場的流動性增加。

(二) 美元資金拆借交易 (Dollar Funding and the Lending Behavior of Global Banks)

Victoria Ivashina ,Harvard University

David S. Scharfstein, Harvard University

Jeremy C. Stein, Board of Governors of the Federal Reserve System

1. 本時段探討歐債危機期間銀行為持有美元部位，資金操作之結果，增加借入歐元再以換匯交易換成美元之需求。

2. 提高換匯交易成本。

3. 銀行流動性風險提高，美元貸款的利率提高。

4. 違反利率平價理論 (violation of Covered Interest Parity, CIP)。

(三) 資產擔保商業票據凍結全球銀行流動性爭奪 (How Do Global Banks Scramble for Liquidity ? Evidence from the Asset-Backed Commercial Paper Freeze of 2007)

Viral Acharya, NYU

Gara Afonso, FRB of NY

Anna Kovner, FRB of NY

1. 本時段探討全球銀行業為取得美金部位所面臨資金拆借風險，在美國營業的外資銀行美金部位的短

缺問題。

2. 銀行資金拆借風險，波及到美國大型企業的借款。

3. 動結以不動產為擔保之商業本票（ABCP）造成外資  
銀行承作美元聯貸案件放款利率提高。

#### （四）歐洲主權債務危機期間流動性之衝擊

（Liquidity Shocks, Dollar Funding Costs and the Bank Lending Channel during the European Sovereign Crisis）

1. 在 2011 年歐洲主權債務危機（the European sovereign debt crisis）期間，歐洲銀行在美國金融中介的功能受到了限制。

2. 依數據分析研究結果，外資銀行在美國分支機構的業務運作：

（1）歐洲銀行的美國分行面臨必須依靠吸收存款維持營運，資金主要來源是從美國貨幣市場基金（money market funds）取得。

（2）大額定期存款流失的分支機構更須依靠母公司的資金支援，美元資金淨供應轉為淨接收。

(3) 由於美國資金流動性減少，從母公司所支應的資金，不足以彌補，該等分行因此減少對美國企業貸款。

## 二、信用評等 (Credit Ratings)

### (一) Competition in Lending and Credit Ratings

1. 在良好的架構下，銀行和公共貸款人之間的競爭，增加評等機構提供準確的債券評等的誘因。
2. 在沒有競爭（壟斷）的環境，評用評等機構為迎合品質低的邊際客戶，該等客戶較喜歡制式化的信用評等。
3. 優質的客戶喜歡翔實的評等，但在貸款業務競爭的時代也無法選擇。
4. 依模型分析結果，評等機關可以減弱資本供給衝擊的影響，並針對信用評等提供了一個策略性定價理論。

### (二) An Equilibrium Model of Credit Rating

#### Agencies



1. 信用評等結果會影響投資者的選擇，也影響發行人獲得資金及違約風險。
2. 信用評等機構對違約風險有順週期性的影響。
3. 在流動性緊縮的環境下，信用評等機構提高違約的機率。
4. 信用評等標準往往是順週期性的。

(三) Bank Ratings: What Determines Their Quality?

1. 大型銀行信用評等結果平均而言是更積極正面的評等，特別是針對提供證券化業務銀行。
2. 有促使永遠存在大到不能倒 (too-big-to-fail) 的銀行。
3. 巴塞爾協議對銀行不同投資等級之風險權數，實證結果與違約機率無重大關連。

### 三、信用市場 (Credit Markets)

(一) Loan on Sale: Credit Market Seasonality, Borrower Need and Lender Rent Seeking

1. 依據來自企業貸款市場數據證實，企業借款成本確實有季節性。
2. 企業借款在春季下旬和秋季 (5月/6月和10月) 價格比冬季和夏季 (1月/2月和8月) 便宜 15 個基點。

3. 在一個不完全競爭性的市場中，銀行可能知道季節性的規則，將針對可以等待的借戶與不可等待的借戶間，以一個有效方式訂出差別價格。

#### (二) Dynamic Threshold Values in Earnings-Based Covenants

1. 本項研究係在探索借款契約書的整個生命週期，契約淨值的變化。
2. 聯貸案合約指定改變合約淨值者占 45%，以收益為基礎的淨值契約，在整個貸款週期是日趨緊縮的。
3. 緊縮合約的趨勢，是將借款人具有更高的風險性包含在借款契約中。

#### (三) The Total Costs of Corporate Borrowing: Do not Ignore the Fees

1. 費用占企業借貸總成本的一個重要組成部分。
2. 美國 80% 聯貸案件都有超過至少一項的費用支付，費用負擔很容易超過利息支付。

#### (四) Evaluating Interest Rate Adjustment Costs

1. 如果營業收益引起的變化，較存款利率調整的成本高，銀行將會調整利率。
2. 存款利率的變動，是由於大幅調整成本的影響。

### 四、貨幣政策宏觀審慎監理與金融穩定 (Monetary Policy, Macroprudential Policy and Financial Stability)

## (一) Comments

### 1. 宏觀審慎監理政策和系統性風險

(Macroprudential policies and systemic risk)

「宏觀審慎監理政策」的主要目標，監控系統性風險的形成。系統性風險包括：結構性的系統性風險 (Structural) 或週期性的系統性風險 (Cyclical)。

### 2. 金融中介模型 (Modeling financial intermediation)

金融中介槓桿週期理論動態模型，該模型係以淨值和金融中介機構的槓桿作用變量來代表經濟的動態。

## (二) Risk Channel of Monetary Policy

1. 長時間低利率政策，經由銀行過度承擔風險，可能對金融穩定產生負面的影響。
2. 貨幣利率政策和銀行承擔風險具有負相關關係。
3. 實證分析所提供的證據，2007 年金融危機爆發期間，貨幣利率政策和銀行風險承擔之間的負相關關係相當顯著，符合論據，反對長期低利率政策。

## (三) Intermediary Leverage Cycles and Financial Stability

1. 強化金融中介功能旨在透過政府對金融機構注資來強化金融中介功能並刺激區域經濟發展，包含對中小企業提供融資。

2. 金融中介機構創造更高的產量，消費量的增長，和較低的消費波動，但必須承擔系統性的清償能力和流動性風險。
3. 加強金融中介機構的風險管制，影響系統性風險定價，在風險定價成本較高條件下，造成系統性危機的可能性降低。

#### (四) Imperfect Information, Lending Standards and Capital Requirements

1. 在資訊不完全下銀行經營可能會產生信貸寬鬆-緊縮的情節，驅動理性的過度樂觀 (rational overoptimism)。
2. 資本的要求 (Capital Requirements) 應該是隨時間變化的，銀行在樂觀時期應緊縮。

### 五、政府支持企業與企業不動產擔保放款市場前景 (GSEs and Mortgage Markets of the Future)

#### (一) 抗景氣循環週期資本架構 (Countercyclical Capital Regime: A Proposed Design and Empirical Evaluation)

1. 在 2008 年大蕭條 (the Great Recession) 的推動下，金融監理單位制定反景氣循環週期資本架構 (countercyclical capital regime)，主要係針對抵押貸款資產。
2. 這一制度實行於 2002 年，在 2003-2005 年房價泡沫的前期房利美的資本要求急劇增加；在泡沫下降的過程中，應該執行反循環週期資本架構。

3. 住房危機暴露順景氣循環 (pro-cyclical) 資本要求的缺陷，依反景氣循環週期資本架構，房利美對所需增加額外的資本，一直無力或嚴重受阻礙，資本額無法到位，實際上就等於造成數倍長期資本的重大損失。
4. 為能符合更高的資本要求，必須提高價格或保證金，以產生足夠的資本回報。
5. 如果廣泛應用於不動產抵押貸款市場，反景氣循環週期資本架構可以顯著減少不動產融資的需求量，從而減輕房價泡沫的嚴重性。
6. 依反景氣循環週期資本架構，在任何危機發生前就需要有足夠的資金支應。
7. 巴塞爾資本協議 III 建議反景氣循環週期緩衝資本，對風險加權資產緩衝資本最低限制為 2.5% 的額外資本
8. 風險加權資產 (risk-weighted assets ,RWA) 應按相同金額提高資本。

(二) 住宅貸款金融改革：抵押貸款證券化 (Housing Finance Reform: Mortgage Securitization Utility)

1. 抵押貸款證券化目標，在不景氣期間保持不動產抵押貸款業務的流動性 (maintain flow)，普遍減少週期性的信用貸款業務 (cyclical of credit)。
2. 提高整個證券化市場業務規模。

3. 固定利率不動產貸款業務 (Fixed rate mortgages)，在公平價格條件下，仍然具吸引力。
4. 標準化的證券化收益是有意義的。
5. 政府承擔住房融資的最後風險。
6. 政府對住宅房貸款補貼應該透明化 (transparent)。
7. 對等風險承擔，鼓勵私營部門參與者(貸款人，證券化公司，私人保險公司)和政府。

(三) 壓力測試 (Supervisory Stress Tests, Model Risk and Model Disclosure: Lessons from OFHEO the Office of Federal Housing Enterprise Oversight)

本案例係以聯邦住宅企業監督局對房利美 (Fannie Mae) 和房地美 (Freddie Mac) 風險基礎資本計提壓力測試結果：

1. 雖然壓力測試可以提供有價值的參考數據，但都面臨嚴重的模型風險。
2. 真正必須努力的是透過不斷的開發提高模型的有效性，來降低模型風險。
3. 監管性壓力測試，充分揭露壓力測試模型和參數，可能會導致金融機構，嘗試利用模型賭注而非專注於風險管理系統。

六、陶德法蘭克法案第二章清理策略概論 (Title II Resolution Strategy Overview)

(一) Title I - Financial Stability：金融穩定

爲了達到循序清理機制的目標，依陶德 - 法蘭克法案Title I之規定，受規範所有「系統性重大非銀行大型金融機構」，必須提報「生前遺囑」(Living Wills)，描述在破產法規範下如何清理。

(二) Title II - Orderly Liquidation Authority：循序清理權機制

依據陶德 - 法蘭克法案 Title II 之清理計畫，遭逢具系統性重大金融機構經營失敗之情況下，爲挽救或逐步結束陷入困境之金融機構而不傷害存戶或金融體系，並且不須動用納稅人稅金的藍圖。

當金融機構破產時將觸發清理計畫，該計畫將協助金融機構在受控制的方法下，以最小的公眾成本和最短的系統中斷時間進行清理。

清理計畫提供關鍵資訊及資料以協助管理階層和其他相關人員控制業務的相關構成要素，並且維護金融機構必要營運以保護客戶和業務價值。

清理計畫提供主管機關必要的資訊，以使主管機關在特定規範之制度下，能使用可取得之清理工具進行規劃，評估和進行干涉。

循序清理權機制 (Orderly Liquidation

Authority)：

(1) One-Day Stay on Derivatives Netting

銷售或處分存款特許經營權，以確保存款人可於事件發生後一個工作天內取得其受保存款，並且最大化銷售或處分此類資產所取回之淨現值，及最小化實現清理後之損失金額之策略

(2) 流動性可由有序清理基金支應 (the Orderly Liquidation Fund)

(3) 接管控股母公司 (Single

Receivership-Parent Company Entry)

單一的接管模式，只接管母公司，持續關鍵服務維持核心業務線資產價值之最大化。清理損失金額最小化之策略。

(4) 損失吸收與資本重組 (Loss Absorption and Recapitalization)

(5) 移轉接管資產至過渡控股公司

(Transfer receivership assets to bridge holding company)

(6) 損失估計 (Hypothetical Loss Estimate)



(7) 評估資產價值 (Market Based Asset Valuations)

(8) 辦理賠付

七、不動產抵押貸款市場發展 (Mortgage Market Developments)

(一) 資產證券化與固定利率擔保放款 (Security and the Fixed-Rate Mortgage) 23

1. 固定利率抵押貸款 (Fixed-rate mortgages ,FRMS) 佔美國抵押貸款市場的主導地位，與家庭風險管理，貨幣政策和系統性風險有著重要影響。

2. 固定利率抵押貸款證券化是該項業務供應的一個關鍵驅動。

3. 資產證券化對固定利率抵押貸款特別重要，因為預付款和貸款利率風險嵌入在這些放款案件中。

(二) 法拍程序延誤和消費信貸績效 (Foreclosure Delay and Consumer Credit Performance)

1. 追索時程延長必須付出許多相關的成本。

2. 追索時程延長對信用卡業務績效有影響。

3. 拍賣抵押品對貸款人須付出更高的損失。

4. 對於個人借款戶，擔保品被拍賣，因為減少放款本金及利息負擔，家庭收支會產生積極的財務效益。

### (三) 鄰近法拍屋造成房價下跌幅度 (Estimates of the Size and Source of Price Declines Due to Nearby Foreclosures)

1. 數據顯示，從 2007 年至 2009 年間，在舊金山房地產交易市場，法拍屋會造成附近地區不動產價格下跌。
2. 法拍屋刊登後房價便開始下跌，並非由於拍賣不動產房價才下跌。
3. 新上市的法拍屋對鄰近正常出售房屋銷售價影響，依統計距離在 0.1 公里內有法拍屋的售價較無法拍屋的正常出售房價便宜 1%。

### (四) 工作遷移 (Moving to a Job: The Role of Home Equity, Debt and Access to Credit)

數據統計，房屋淨值為負的房主遷移的機率較高，尤其是當地失業率高的地區，總體而言，對勞動市場的流動，房屋淨值為負並不是一個重要的障礙。

## 八、銀行與央行間之互動 (The Response of Banks to Central Bank Programs)

- (一) The “Greatest ” Carry Trade Ever?  
Understanding Eurozone Bank  
Risks-----28

1. 本節係在探討歐元區銀行在 2007-2012 年金融危機及主權債務危機期間，銀行為因應債券贖回所須之流動性，所操作之“利差交易”（Carry Trade）行爲。
2. 銀行承擔過大風險，資本不足的銀行利用政府擔保，操作監管套利，並獲得央行融資。

## （二）Who Borrows from the Lender of Last Resort?

1. 中央銀行自設立以來，在金融危機期間，扮演資金最後融通者的角色，是央行的關鍵功能之一。
2. 在金融危機和避免信用緊縮的環境下，為維持金融體系之正常運作，這種干預具有高度社會公益。

## （三）Did TARP Recipients Get a Competitive Advantage? An Empirical Study on Competition in Banking

不良資產救助計劃（Troubled Asset Relief Program (TARP)）

1. 2008-2009 年金融危機期間，美國財政部以大量資本溢助流動性不足的銀行，目的就是要提高金融體系的穩定性，並提高信用額度。
2. 政府的救援機制讓金融機構降低其融資成本，使他們能夠提供更低的價格，從而較競爭對手具系統重要性的競爭優勢及市場競爭地位。

- 3.不良資產救助計劃在競爭市場可能會被扭曲，造成資源配置不當，與金融穩定性的潛在影響。

## 第三部份 心得及建議

在全球化連動情勢日益加劇之情況下，金融危機是無法完全避免的，若僅著重於個別金融機構之監理，是無法維持整體金融系統之穩定，但經由危機後檢討與監理政策的不斷加強，雖然無法透過制度的設計完全防範金融危機之發生，但利用各項指標之監控，提高金融機構風險承擔能力及流動性緊急應變能力，應可有效控制系統性風險發生。本次奉派出國的主要任務為學習美國監理機關處理具系統性重大金融機構的監理問題，並藉此分享與交流，可謂受益良多，謹將心得及建議臚列如后：

### (一) 總體審慎金融監理之規畫

#### 1. 2008 年金融危機凸顯系統性風險與系統性重要金融機構監理的重要性

##### (1) 若主管機關僅著重個別機構的監理而疏於處理系統性重大金融問題，無法確保整體金融體系的穩定

美國聯準會為改善過去缺乏從總體角度觀測金融體系風險，為彌補金融監理漏洞，依陶德-法蘭克法案由幾個聯邦及州政府主管機關組成「金融穩定監督委員會」(The Financial Stability Oversight Council, FSOC)，各主管機關在 FSOC 中討論影響金融穩定的風險，並想辦法減少這些風險，及加強各主管機關間之協調。而聯準會以宏觀審慎角度所提供之監測資訊，在 FSOC 會議中，扮演相當重要的角色。

##### (2) 強化「金融監理聯繫小組」功能加強國內跨機關合作因應系統性風險

總體審慎金融監理，加強系統性風險之處理與預防、促進市場紀律及增進各主管機關間之協調、資訊聯繫與整合審議，達到金融穩定的目標，為當前國際金融監理改革最新領域，也是金融監理趨勢，監理制度與國際接軌應是未來發展的目標。

目前我國已有由金管會、中央銀行、農委會農金局、存保公司等組成之「金融監理聯繫小組」，每季定期召開會議，研討金融相關議題。建議監理聯繫小組未

來持續運作，參酌 FSOC 所設定之目標與搭配支援等，強化聯繫小組的功能，充分發揮跨部會合作，補強監理缺口，並加強分析系統性風險，採取必要整合性處理措施，維持金融穩定。

### (3) 持續關注美國相關規範的進展

由於 DFA 僅為一框架型之法律，如何落實該法案內容，仍有待美國金融監理當局在未來密集制定各項規範。未來這些規範如何落實以及對金融機構的影響，值得持續關注，以作為相關決策參考。

鑑於金融監理之各項議題亦與本公司承保風險業務息息相關，本公司宜鼓勵同仁，利用公務之餘，多加深入瞭解其內涵及後續發展，並加強培訓同仁此等領域之專業知識，俾能及時辨識或偵測金融體系之潛在風險，據以研議本公司業務興革之參酌。

## (二) 各項監控指標資料之蒐集及分析

### 1. 建立系統性風險衡量機制

建立系統性風險衡量機制，是總體審慎監理中重要之一環，如何有效評估系統性風險，或可考慮透過定期性壓力測試，也就是以設定不同之經濟參數來檢視個別金融機構之健全性，包括資本適足性、流動性及資產品質對於系統性危機之敏感度。

本次經驗讓我體悟出，要強化我國金融監理效果，必須先根據我國實際的經濟條件，建立適合我國金融監控之理論模型，再依各金融機構業務條件，分別推算出個別監控指標。

至於建立適合我國金融監控之理論模型，可考慮與學術研究機構或其他專業單位配合，透過學術研究或經驗交流之方式，一方面可以加強同仁之專業領域，亦可獲取各方專家的意見，又可達到宣導國際金融監理理念之目的。

### 2. 各項監控指標資料之蒐集及分析

#### (1) 持續關注美國相關規範執行情形

Bernanke 主席最後總結說明，對單一金融機構的有

效監管和監督，以確保金融體系的健全營運，並持續發展更系統化的方式去密切關注整體金融體系的脆弱性。為達此目標，聯準會正在積極推行一項財務監控計劃，以擴大研究和數據蒐集。聯準會的金融監測體系已經成為聯準會、聯邦公開市場委員會（FOMC）、FSOC 重要的參考資訊。值得持續關注，以作為相關決策參考。

## **(2) 加強辦理要保機構申報資料正確性之查核及分析**

確認金融機構所申報之資料、檔案之正確性，作為風險參考指標，相當重要，除透過電腦檢核檔案內容之正確性外，並作邏輯性及跨檔案間之交叉檢核，以確保財務及業務資訊之正確性。

資訊蒐集與分析，是金融風險監控過程中重要的一環，針對各金融機構財務、業務性之資料，隨時監控其是否有異常之交易或重大之變動，並適時予以關切，有其必要性。

## **(三) 查核專業技能之提升**

面對未來金融工具推陳出新及金融市場結構複雜化，對於金融監理各領域，如金融市場風險、信用風險、作業風險及流動性風險等，各項專業知識之學習，各種價值評估模型之學習與運用，以提升財務資訊判讀之能力。