

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：考察)

ECB 與歐元區金融穩定機制之探討 —兼論德國房價變化與金融穩定

服務機關：中央銀行

出國人職稱：辦事員

出國人姓名：邱莉婷、郭恬吟

出國地點：德國法蘭克福、盧森堡

出國期間：102.9.1—102.9.14

報告日期：102.12.6

目錄

壹、 前言	1
一、 考察目的.....	1
二、 考察過程.....	1
三、 報告內容.....	2
貳、 ECB 貨幣政策架構下的穩定金融機制.....	3
一、 非常規性公開市場操作機制概述	3
二、 超長期融通操作(VLTRO).....	6
三、 直接貨幣交易(OMT).....	10
四、 緊急流動性援助(ELA).....	18
五、 歐元體系擔保品之架構調整與發展趨勢	21
參、 歐元區金融穩定機制之運作及成效	33
一、 EFSF 與 ESM 之成立.....	34
二、 EFSF 與 ESM 之資金來源.....	35
三、 ESM 強化財務健全性之措施	41
四、 EFSF 與 ESM 之援助計畫.....	42
五、 實施成效.....	46
肆、 德國房價變化與金融穩定	48
一、 德國房屋市場背景概述.....	48
二、 德國房地產價格之上漲.....	49
三、 房價及不動產授信風險為德國總體審慎監理之一環	56
伍、 結論與建議	60
一、 結論.....	60
二、 建議.....	62
參考資料	65
附錄 1、歐元體系公開市場操作常規性措施.....	69
附錄 2、歐元體系擔保品常規性架構.....	70

壹、前言

一、考察目的

本次考察計畫主要係探討「歐洲金融穩定相關機制(ESM 及 EFSF)、ECB 貨幣政策操作如何協助穩定金融，以及德國房價變化與金融穩定」之議題。金融海嘯後，央行除擔任最後融通者之傳統角色外，職責更擴大至為國家及重要金融機構提供流動性及償付能力之保證(Willem H. Buiters(2012))。然而，歐債危機凸顯歐元區經濟體各自為政與金融體系結構差異極大之問題；歐元區如何維持整體金融穩定，以及 ECB 貨幣政策操作架構如何協助穩定金融，攸關全球金融體系之穩定，更是各國央行應持續關注的議題，值得深入探討。此外，由於不動產價格之波動對於金融穩定亦有重要影響，本次考察亦探討近期德國房價上漲與金融穩定之相關議題。

二、考察過程

本次參訪機構對本行出國人員之提問提供許多寶貴意見，透過直接互動，有效釐清問題、交換意見，並取得重要參考資料，對深入了解本次考察主題有極大助益。本次考察感謝 ECB 國際關係與合作處(International Relations and Cooperation Division) 為本行出國人員安排 1 日行程，與 7 位資深官員進行訪談¹，感謝 ESM 財務長 Christophe Frankel 與本行出國人員親自進行訪談，此外亦特別感謝本行倫敦辦事處

¹ 包括與 ECB 金融市場與擔保品處(Financial Markets and Collateral Division)、貨幣市場與流動性業務處(Money Market and Liquidity Division)、公開市場操作處(Market Operations Framework Division)、貨幣政策策略處(Monetary Policy Strategy Division)及國際關係與合作處(International Relations and Cooperation Division)之官員。

盡心安排 DZ Bank、Commerzbank、Deutsche Bank、EIB 多位資深主管與本行出國人員進行的個別訪談會議。

三、報告內容

本文旨在研究歐元區之金融穩定機制，包括歐元區受限於多項制度面缺失，短時間難以有效改善下，歐盟因而建立防火牆機制，以防範個別國家之風險迅速擴散，以及 ECB 貨幣政策架構與操作機制，如何在兼顧歐元區金融市場流動性狀況下，降低單一貨幣政策對兩極化經濟體系所造成的影響。此外，亦將探討德國房價變動與金融穩定之相關議題。

至於 ECB 近期宣布 2014 年 10 月將完成的「銀行業資產審查計畫」，以及 2014 年 11 月 ECB 將成立的金融機構「單一監管機制」(Single Supervisory Mechanism, SSM)與後續可能成立的「單一清理機制」(Single Resolution Mechanism, SRM)等²，雖不在本文討論範圍，但亦為穩定歐元區內金融情勢之重要措施，未來值得進行後續研究。

本篇報告主要分為五個章節，首先說明本文研究目的與重點，接著依序探討 ECB 貨幣政策操作如何協助穩定金融、歐元區金融穩定機制之運作及成效，以及德國房價變動與金融穩定相關議題，最後提出結論與建議。

² ECB 於 2013 年 10 月宣布實施銀行業資產審查及壓力測試計畫(comprehensive assessment)以審查歐元區 128 家銀行，ECB 預計將於 2014 年 10 月完成審查，並自 2014 年 11 月起對銀行實施「單一監管機制」(SSM)，由 ECB 直接監管歐元區重要的信貸機構。ECB 總裁 Draghi 表示，希望透過審查計畫，強化市場對歐元區銀行體系健全性及其資產品質的信心，並在實施 SSM 之前，了解各家銀行資產負債表可能的風險；此外，Draghi 亦表示，建立對問題銀行之單一清理機制(SRM)，為歐元區銀行業聯盟的重要支柱。上述機制詳情請參閱 ECB Banking Supervision 專區，或 ECB 於 2013 年 10 月 23 日發布之「ECB SSM Press Briefing」。

貳、ECB 貨幣政策架構下的穩定金融機制

ECB 在單一貨幣政策架構下之常規性機制，有助於平衡歐元區內不均衡的金融體系，包括：主要再融通操作(Main refinancing operations, MROs)、長期融通操作(Longer-term refinancing operations)、微調操作(Fine-tuning operations)、結構性操作(Structural Operations)、直接購買(出售)計畫(Outright Purchases/Sales)等，詳見附錄 1。

然而，金融危機期間，上述機制無法有效提供金融機構流動性並穩定市場緊張氣氛，ECB 因而實施多項非常規性機制以穩定金融狀況。本章將就金融危機期間，ECB 之非常規性公開市場操作機制，以及放寬擔保品措施說明，尤其將針對超長期融通操作(Very Long-term refinance operation, VLTRO)、「直接貨幣交易」(Outright Monetary Transactions, OMT)及「緊急流動性援助」(Emergency Liquidity Assistance, ELA)進行討論。

值得一提的是，危機期間 ECB 執行的多項非常規性措施，均係透過授權歐元區成員國央行自行訂定政策之分權化機制，以維持歐元區內的金融穩定，有效強化貨幣政策傳遞之效果，並在單一貨幣政策體系下，因應歐元區內經濟金融情勢差異甚大之問題。

一、非常規性公開市場操作機制概述

金融危機期間引發的恐慌，使歐元區貨幣市場利率變動極大，跨境拆借金額急速萎縮，以致於部分銀行無法於貨幣市場取得流動性，而造成短期的流動性短缺，影響貨幣政策傳導機制。ECB 認為因危機期間貨幣市場效率不彰，使得 ECB 單一架構下的貨幣政策，無法有效傳導並影響銀行信用、放貸利率及資產價格。

為因應上述狀況，ECB 於常規性公開市場操作措施外，實施多項非常規機制以穩定貨幣市場利率，提高銀行流動性部位，相關措施如下³：

(一) 固定利率、全額分配之融通操作(Fixed-rate, full allotment liquidity provision)

常規性的主要再融通操作為 ECB 挹注市場流動性的重要措施，其承作天期為 1 週以內，並為避免引導市場利率，常規性操作多以浮動利率承作；然 2008 年 10 月間，ECB 為因應金融危機，設定再融通操作的固定利率，由合格交易對手申報承作金額的方式挹注市場資金，隨著金融危機及歐債危機的爆發，此固定利率亦由 2008 年 10 月的 3.75% 下滑至 2011 年的 1.25%，並有效引導貨幣市場利率下降。

(二) 固定利率長期融通操作(Longer-term liquidity provision)

ECB 自 2004 年起開始承作常規性的長期融通操作，以浮動利率方式承作天期最長 3 個月期的融通操作；然金融危機發生後，ECB 為降低貨幣市場利差，促使銀行增加放款，自 2009 年 6 月起實施 1 年期固定利率 LTRO，2011 年底歐債危機惡化後，ECB 更於 2011 年 12 月 8 日宣布實施 2 次 3 年期固定利率 VLTRO，並同時放寬合格擔保品，以使銀行更易取得低成本流動性；下節將針對 3 年期固定利率 VLTRO 部分詳加說明。

(三) 證券直接購買計畫(Outright purchases of specific debt securities)

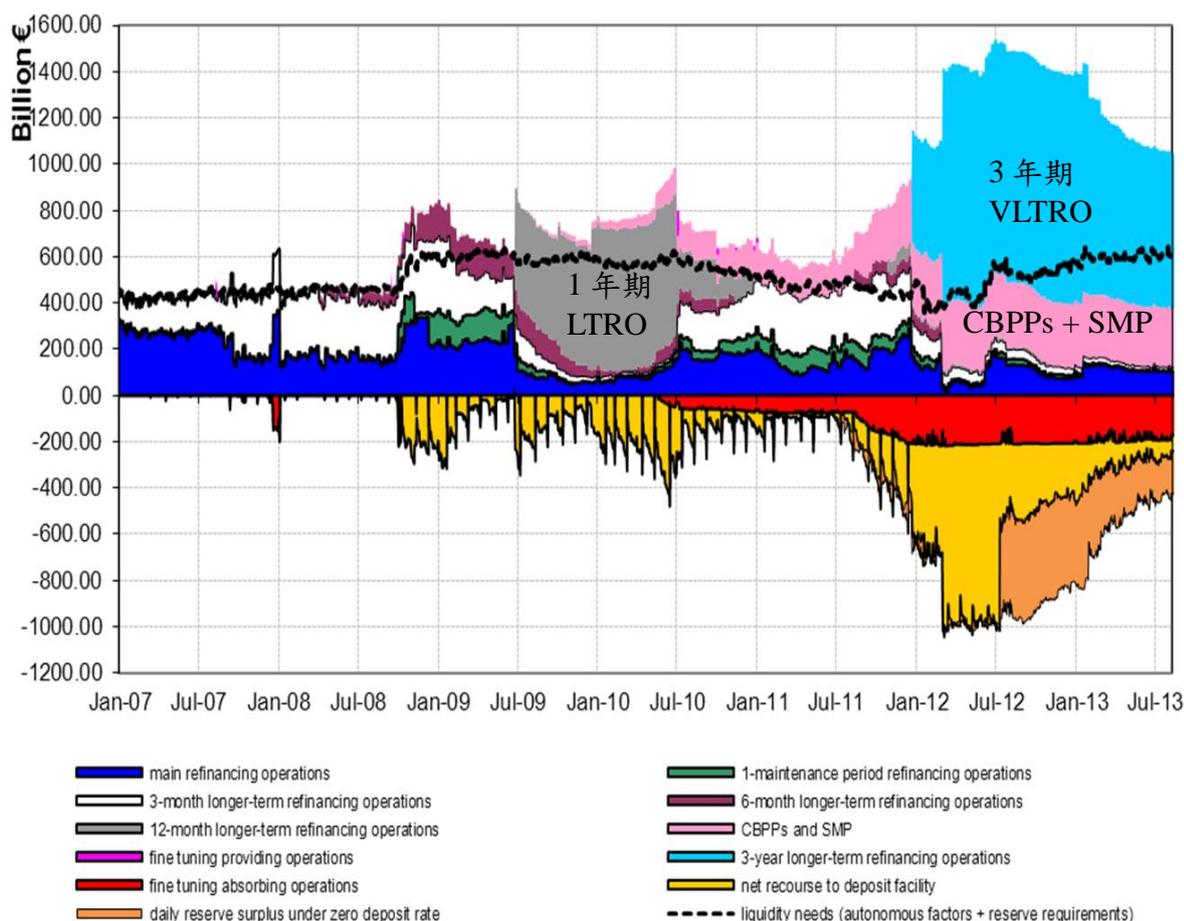
證券直接購買計畫雖列為 ECB 公開市場操作架構下，惟金融危機前 ECB 甚少操作；自金融危機爆發後，ECB 相繼宣布執行多項直接購買計畫，包括 2009 年 5 月宣布購買 600 億歐元的歐元計價擔保債券(covered

³ 主要取材自 ECB (2010), “The ECB’s Response to the Financial Crisis,” Monthly Bulletin, Oct.

bond)，2010 年 5 月宣布證券市場計畫⁴ (Securities Markets Programme, SMP)，並於 2012 年 9 月宣布直接貨幣交易⁵(OMT)。其中，OMT 宣布後快速降低市場對歐元解體的恐慌情緒，為較有效之機制，第 3 節將針對 OMT 機制的建立，以及 OMT 與 SMP 所進行的強化措施，進行比較。

圖 1 為 ECB 各項政策操作及資產負債表規模，由圖顯示近 5 年多項非常規性操作急劇拉高 ECB 資產負債表，尤其是固定利率長期融通操作(包括 1 年期 LTRO 與 3 年期 VLTRO)及證券直接購買計畫的操作部位較大，為本章說明重點。

圖 1、ECB 政策操作及歐元體系資產負債表規模狀況(單位：10 億歐元)



資料來源：ECB

⁴ 證券市場計畫(SMP)係透過於次級市場買斷債券之方式緩解歐債主權危機之衝擊，該計畫於 2012 年 9 月 6 日由直接貨幣交易(OMT)取代。

⁵ 直接貨幣交易(OMT)之操作及成效請詳見本章第 3 節。

二、超長期融通操作(VLTRO)

ECB 於 2009 年 5 月宣布實施 1 年期固定利率 LTRO 後，銀行申請情況踴躍；2011 年底歐債危機惡化後，ECB 於 2011 年 12 月 8 日實施 2 次 3 年期 VLTRO，將未到期的 1 年期 LTRO 轉為 3 年期 VLTRO，同時並放寬合格擔保品，使得因歐債危機而短缺流動性的銀行，可以透過與 ECB 交易而取得流動性⁶。

(一)VLTRO 之操作機制

3 年期的 VLTRO 與 2009 年宣布實施的 1 年期 LTRO 相同，均為固定利率，以融通期間的「主要再融通利率」(MROs 利率)之平均⁷，作為 LTRO 貸款之承作利率。其他 VLTRO 的操作特色如次：

1. 允許提前還款：VLTRO 允許銀行於融通 1 年後提前還款。可提前還款之特性，加上 VLTRO 之承作利率為融通期間的「主要再融通利率」之平均，銀行因而可評估預期利率走勢及資金成本，以決定是否提前償還 VLTRO。
2. 擴大融通之擔保品範圍：為讓資產品質欠佳的中小型銀行得以透過 VLTRO 取得資金，ECB 同時擴大融通之擔保品範圍，包括調降特定種類 ABSs 之信評門檻，並訂定額外信用債權 (Additional Credit Claims, ACCs) 架構⁸，放寬各會員國央行可依該國特性，訂定不同的擔保品標準。

⁶ VLTRO 內容主要取材自 Credit Suisse (2012), “Wider ECB collateral & LTROs,” Fixed Income Research, Feb.

⁷ VLTRO 之承作利率會隨著 MROs 利率調整，自 2011 年 12 月第 1 次 VLTRO 開始實施至今，ECB 多次調降 MROs 利率，此利率已由 2011 年 12 月的 1% 降至 2013 年 11 月的 0.25%。若銀行承作 VLTRO 期間，第 1 年之 MROs 利率為 1%，第 2 年與第 3 年 MROs 利率下降至 0.25%，則屆期 LTRO 承作利率為 3 年 MROs 利率之平均(0.5%)；若銀行於第 2 年底提前還款，則承作利率為前 2 年 MROs 利率之平均(0.625%)。

⁸ ACCs 架構及其所放寬之擔保品範圍詳見本章第五節。

其中，在 ACCs 架構下各會員國央行可以更寬鬆之擔保品融通該國銀行。例如，銀行貸款若要符合歐元體系(Eurosystem)之合格擔保品資格，其違約機率須低於 0.4%；然而在 ACCs 架構下，銀行貸款之違約機率僅須低於 1.5%即可作為合格擔保品。因此，ACCs 架構被認為可有效針對該國金融情勢，挹注銀行流動性；然為控管風險，ECB 規定 ACCs 下的擔保品折價率須提高，並設立防火牆機制，要求此部分融通操作損失應由各會員國央行自行承擔。

(二) VLTRO 之實施成效

ECB 分別於 2011 年 12 月 21 日挹注 4,892 億歐元、2012 年 2 月 29 日再挹注 5,295 億歐元。其中，第 2 次 VLTRO 的操作，ECB 核准歐元區 7 國央行⁹的 ACCs 提案，因此第 2 次 VLTRO 包含銀行貸款作為擔保品的交易；ECB 原估計此計畫約可取得 6 至 7 千億歐元的銀行貸款做為擔保品，並有助於銀行寬鬆信用，然而銀行放寬授信的成效未如預期。

兩次 VLTRO 的操作，總計承作超過 1 兆歐元的資金，顯示銀行對長天期的資金需求強勁，承作國家以西班牙、義大利及法國銀行業規模最高（圖 2），此項操作曾急劇擴大歐元體系的資產負債表規模。隨著 2012 年 3 月 2 日 LTRO 貸款規模達 1.1 兆歐元之高點，歐元體系資產總額亦於 2012 年 6 月 9 日達到約 3.09 兆歐元之高峰。

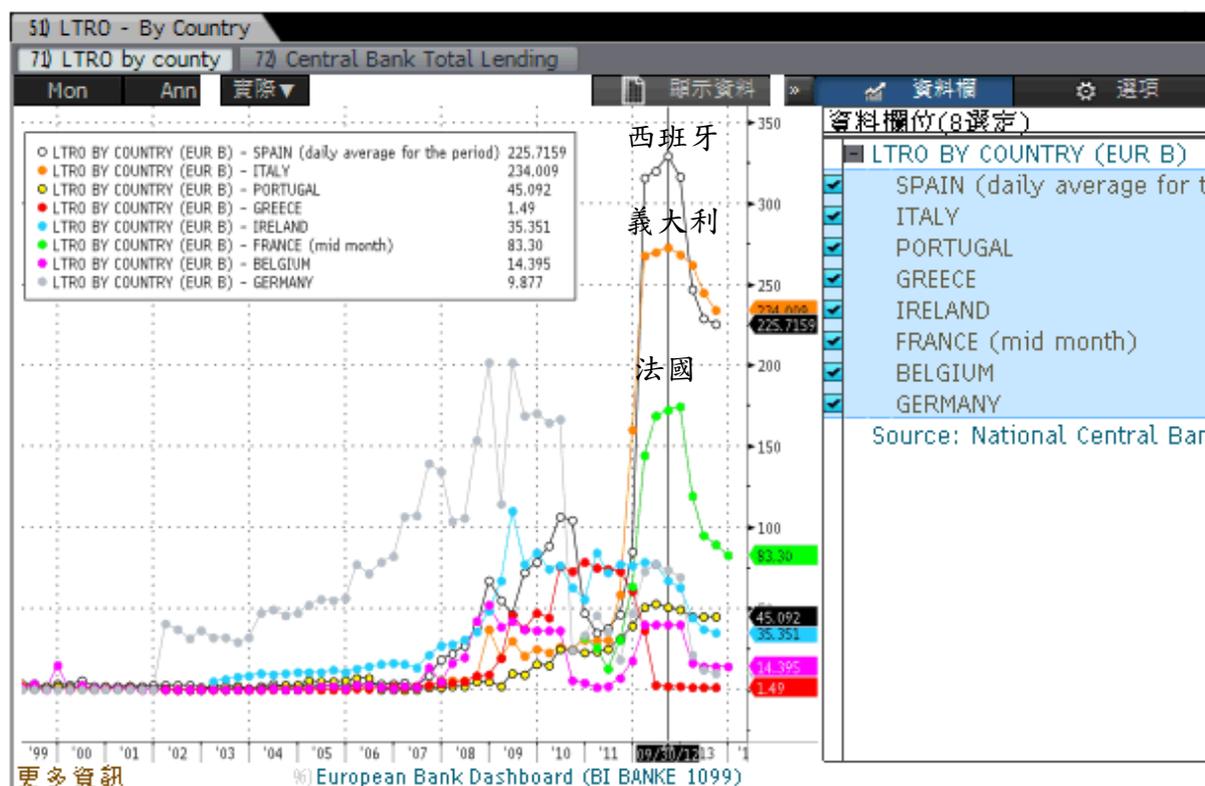
LTRO 與 VLTRO 的操作雖未使銀行寬鬆信用，但有效降低歐洲隔夜拆款利率(Euro Overnight Index Average, EONIA)等貨幣市場利率，並使歐元區銀行的超額準備大幅增加，2012 年初歐元區銀行體系的超額準備曾超過 8,000 億歐元的規模，尤其核心國家的銀行業流動性狀況良好。在

⁹ 包括愛爾蘭、西班牙、法國、義大利、塞普勒斯、奧地利、葡萄牙等 7 國。

流動性漸趨寬裕下，義大利、西班牙與法國等國之銀行業紛紛開始提前償還 LTRO 貸款，顯示該等國家金融業流動性狀況已漸趨穩定。

此外，ECB 自 2006 年起成立「貨幣市場連繫小組」(Money Market Contact Group, MMCG)¹⁰，由 ECB 公開市場操作處召集 20 位代表歐元區商業銀行之小組成員定期討論歐元區貨幣市場發展議題。所涉議題包括，歐元區貨幣市場與短期利率指標之發展、ECB 貨幣市場調查 (ECB Money Market Survey) 資料之探討、流動性監管及貨幣政策對貨幣市場之影響等重大議題。在金融危機期間，面對貨幣市場功能不彰下，ECB 透過 MMCG 與金融業者積極溝通並監控貨幣市場機制，為 ECB 能即時穩定貨幣市場緊張情勢之原因之一。

圖 2、歐元區各國承作 LTRO 與 VLTRO 狀況(單位：10 億歐元)



資料來源：Bloomberg

¹⁰ 詳情請參閱 ECB Money Market Contact Group 專區。

(三) VLTRO 之未來可能發展趨勢

2013 年初，由於提前償還 VLTRO 的規模漸增，使銀行體系的超額準備減少至約 2,500 億歐元的水準，接近 2,000 億歐元的分水嶺。ECB 曾表示，若超額準備減至 2,000 億歐元時，歐元區貨幣市場利率可能會開始向上彈升，並向主要再融通利率靠攏。

ECB 總裁 Draghi 認為，銀行提前償還 VLTRO 貸款是市場恢復信心和融資狀況好轉的訊號。然而，提前還款將使 ECB 貨幣政策之寬鬆程度下降，進而改變市場對於未來流動性的預期，並影響貨幣市場的利率期間結構。此外，許多國家的銀行，實際上仍在依靠 ECB 的資金以應付流動性需求，因此 ECB 可能將被迫採取措施以應對貨幣市場資金緊縮的情況。

ECB 有多項政策工具可供選擇，說明如次：

1. 調降主要再融通利率：ECB 最直接的做法是將主要再融通利率調降至 0.25%¹¹，這項措施可以有效壓低短天期市場利率，但也將壓縮再融通利率(即 ECB 支付給銀行的存款利率)與隔夜拆款利率間的利差，並降低銀行業者於拆款市場自行放貸的誘因，不利於隔夜拆款市場的復甦。
2. 將存款利率由零調至負值：ECB 對負利率仍有疑慮，同時負利率將加重銀行業者的負擔，因銀行需為存放在 ECB 的資金支付利息。
3. 採取量化寬鬆直接購買資產：ECB 已決定保留此政策工具，直至歐元區出現嚴重通縮時才使用。

¹¹ ECB 於 2013 年 11 月 7 日宣布調降主要再融通利率至 0.25%。

4. 停止收受金融機制存款機制：ECB 每週收受金融機構存款的機制，係為抵消 SMP 債券購買計畫的過剩資金，若取消此項沖銷措施，恐引發外界指責 ECB 脫離控制通貨膨脹的職責。
5. 提供新一輪的 VLTRO 貸款：此選項為眾多選項中副作用最小者。Commerz Bank 的經濟分析 Schubert 表示，「ECB 可能會調降 VLTRO 利率，使固定利率低於 0.5%，此項機制也等同對市場發出明確的信號，表示 ECB 政策利率將長期維持在低水準。」

2013 年 11 月 7 日 ECB 宣布調降再融通利率至 0.25%，並表示直至 2015 年以前，ECB 都將盡量滿足銀行之流動性需求，市場因而對 ECB 進行第 3 次 VLTRO 的看法更加堅定。

此外，2014 底 ECB 將公布銀行壓力測試結果及所需之增資金額，加上 2 批 VLTRO 貸款餘額將於 2015 年初到期，使得歐元區貨幣市場在未來 2 年皆有機會面臨資金緊縮壓力。因此，金融業者認為，ECB 有可能於 2014 年初，展延前 2 次的 VLTRO 貸款，同時提供第 3 批 VLTRO，以提供銀行充足之流動性。依據 2013 年 11 月 11 日路透調查結果，19 家受訪交易商中的 14 家預期 ECB 將再次進行 3 年期 VLTRO，其中 8 家認為執行期間應在 2014 年第 1 季。

三、直接貨幣交易(OMT)

OMT 計畫¹²的功能旨在降低歐元區內金融情勢差異甚大之狀況，使貨幣政策效果可維持一致，並可達成風險分攤的效果。在操作機制方面，OMT 與 ECB 自 2010 年 5 月 10 日開始執行的 SMP 相似，均是透過

¹² OMT 內容主要取材自 ECB (2013), “Outright Monetary Transactions, one year on,” Speech by Benoît Cœuré, Sep 及 劉雨芬(2013), 「歐債危機之因應措施暨未來可能之發展」, 國際金融參考資料第六十五輯, 6 月。

於次級市場買斷歐元區債券的方式降低主權債務危機對貨幣政策傳遞管道影響之措施。OMT 的機制解決部分 SMP 機制的缺失，2012 年 9 月 6 日 ECB 宣布實施 OMT 時，亦宣告終止 SMP。

(一)OMT 實施背景

OMT 的實施背景源自 2012 年 7 月間，當時，受恐慌情緒影響，市場投資人認為歐元將出現解體或重新訂價(redenomination risk)的風險，並認為義大利與西班牙將在短期內違約，因而急劇推升該國公債殖利率，使得此兩國 10 年期公債與德國公債利差，較上年同期急升 200bp，並繼而影響市場對兩國金融業的信心，使兩國銀行面臨存款大量流失的困境；另一方面，德國、荷蘭等歐元區核心國家卻因此面臨資本大量流入，而出現資產價格膨脹的風險，德國 2 年期公債殖利率更一度轉降為負利率。

上述現象顯示市場恐慌情緒，嚴重加劇歐元區各國金融市場分歧狀況，使各國家計部門與企業的借款成本差異擴大，分歧狀況並因銀行與主權國家債務之關係密切而更趨嚴重(例如，當銀行無法於拆款市場跨境借款時，可能將拋售該國公債，因而嚴重影響該國公債的殖利率曲線)，使得 ECB 的貨幣政策效果，無法在各國產生一致的影響。

ECB 執委 Benoît Cœuré 認為，當時義大利正進行財政改革，西班牙也正進行就業市場與銀行業的改革，因此長券殖利率急升的狀況並非源自於各國財政或總體經濟的基本面惡化，而係受市場恐慌情緒影響，造成會員國公債殖利率異常波動，影響貨幣傳遞機制。因此 ECB 設立 OMT 機制，希望透過買入次級市場公債之方式，消除金融市場對歐元解體的恐慌。

(二) OMT 操作機制與成效

OMT 的操作為自次級市場直接買進歐元區成員國的公債，主要購買標的為 1-3 年期公債，且購債規模無上限。OMT 計畫由會員國主動提出申請，且會員國需遵守歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)¹³經濟改革計畫(macroeconomic adjustment program、precautionary program)之條件，ECB 對是否購買公債以及買入的價格及數量，有最後准駁權。

OMT 機制形同提供歐元解體或重新訂價等最糟情境下的保險機制。OMT 宣布後儘管並未進行任何操作，市場對歐元解體或重新訂價的擔憂已消除，各項指標均可反映 OMT 之成效：

1. 主權債信

希臘、西班牙、義大利、愛爾蘭、葡萄牙等國公債利差由 2012 年夏季的高峰回穩；以希臘為例，2012 年中其 10 年期公債與德國公債利差超過 2,500bp 的高峰，惟 OMT 宣布後其利差持續下滑至 2012 年底達 1,000bp 的水準。此外，各國 CDS 價格亦在 OMT 宣布後下跌(圖 3)。

2. 銀行與企業借款成本

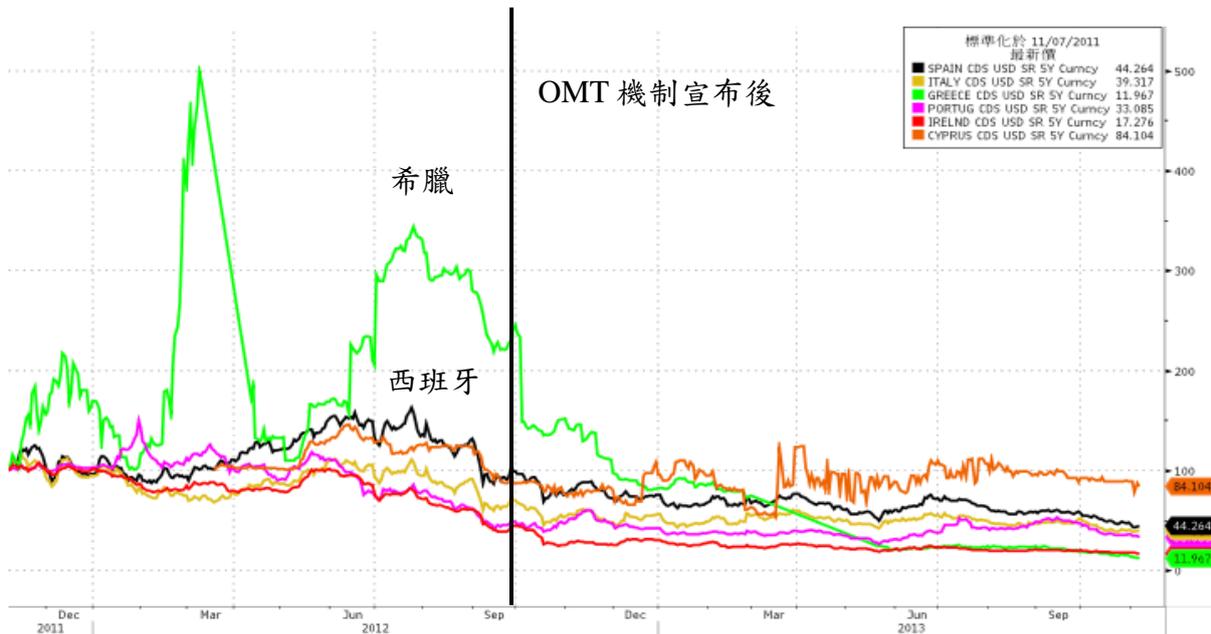
銀行恢復自銀行間市場及資本市場籌資，跨境與境內交易的 ENOIA 及 REPO 利差下降、EONIA 及 REPO 成交量上升，且南歐國家銀行業存款回流(自 2012 年 8 月至 2013 年 8 月止已回流約 2,100 億歐元)。此外，企業的借款成本下降，義大利與西班牙等國家的公司債利差亦大幅下滑。

¹³ 歐洲穩定機制(ESM)之說明詳見第三章。

3. Target 2 餘額

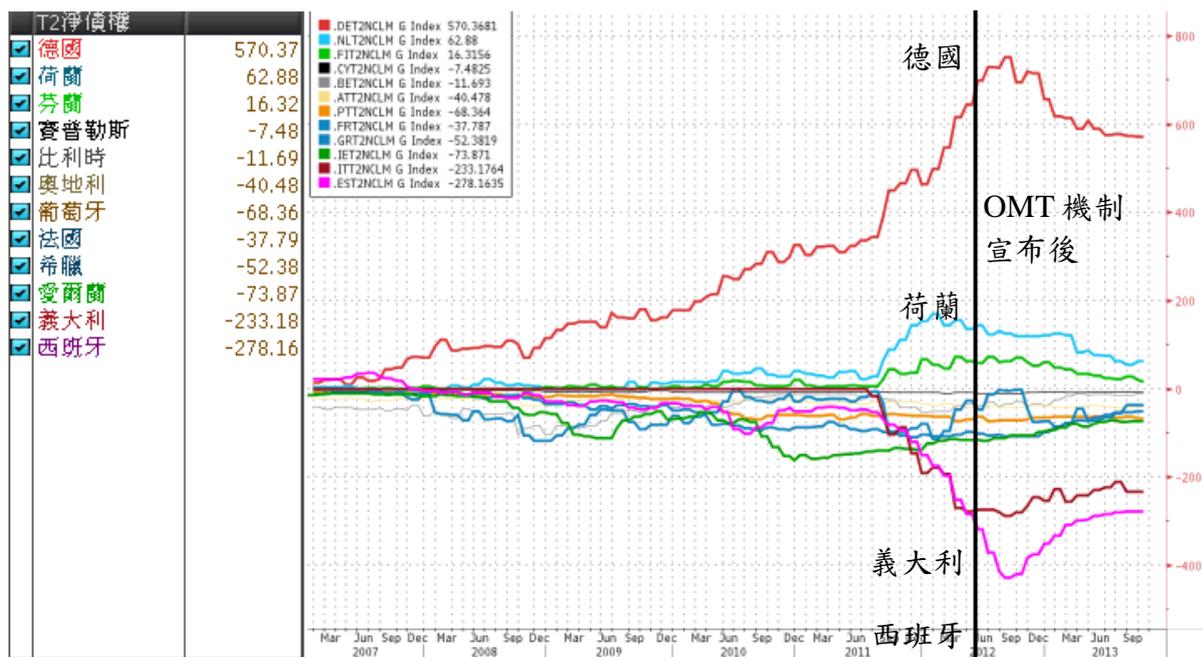
Target 2 餘額由 2012 年高點的 1 兆歐元下滑至 2013 年 8 月的 3,000 億歐元，已降至 2011 年底 ECB 宣布實施 3 年期 LTRO 時的水準(圖 4)。

圖 3、希臘、西班牙、義大利、愛爾蘭、葡萄牙之 5 年 CDS 價格



資料來源：Bloomberg

圖 4、各國對 Target 2 的淨資產(單位：10 億歐元)



資料來源：Bloomberg

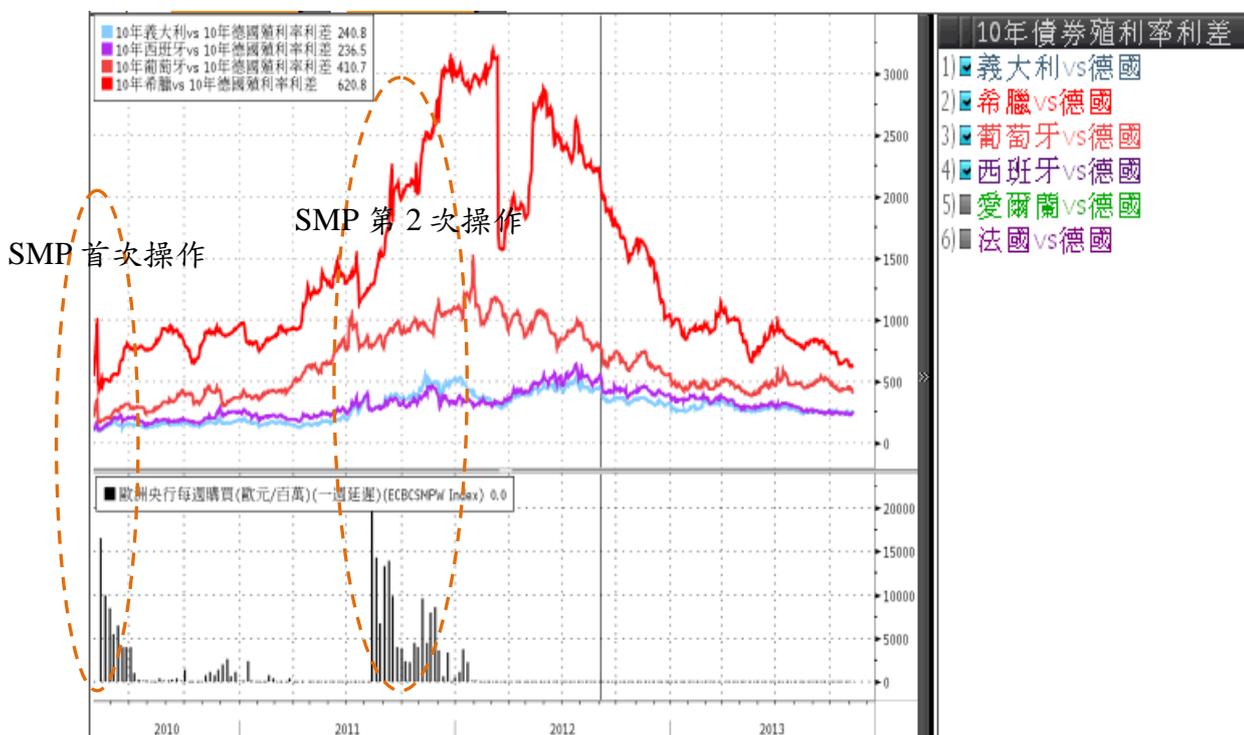
(三) OMT 與 SMP 之比較

1. SMP 機制與成效簡述

SMP 為 ECB 於 2010 年 5 月 10 日開始實施的計畫，與 OMT 相似，均是透過於次級市場買斷歐元債券的方式降低主權債務危機對貨幣政策傳遞管道的影響；該計畫於 2010 年 5 月 10 日起購入債券，於 2011 年 5 至 8 月曾暫停，然隨著 2011 年 8 月歐債問題加劇，ECB 於義大利及西班牙政府分別宣布新的經濟改革措施後，再度執行 SMP 操作直至 2012 年 2 月止，最高購買規模曾達到 2,190 億歐元。

由 SMP 操作狀況及各國公債與德國公債利差觀之，2010 年 5 月 ECB 初次執行 SMP 操作時，希臘、葡萄牙等國的公債利差隨著債券購買計畫而下滑；然而，2011 年後 ECB 再次執行 SMP 操作時，則未見明顯成效，希臘、葡萄牙等國的公債利差反而上升(圖 5)。

圖 5、SMP 操作規模(下圖)與希、葡、義、西等國對德國公債利差(上圖)



資料來源：Bloomberg

2. OMT 相對 SMP 的改良機制

儘管 OMT 與 SMP 均為由次級市場買入歐元區會員國公債，然而 OMT 之成效明顯優於 SMP，主要原因如次：

(1) ECB 放棄買入 OMT 公債後的債權優先權，且 OMT 無購債上限

相對地，SMP 的債務購買規模受限，且其買入之債權具優先性，因此 ECB 透過 SMP 買入公債並不致對 ECB 造成大幅損失，僅會影響其他民間投資者的債權順位，對民間投資者較為不利，以致於影響到 SMP 操作成效。

(2) OMT 要求會員國政府應同時向 ESM 申請並啟動經濟改革計畫

SMP 並未引入類似的改革要求，歐債危機期間最令市場擔憂的即為各會員國政府只仰賴 ECB 的貨幣性援助，並未積極改善財政與經濟結構，因此 OMT 改革機制的建立，將使各會員國政府必須與 ECB 共同扮演穩定該國經濟金融狀況的角色，使 OMT 成為一項較有效的危機處理機制。

(3) OMT 的透明程度較 SMP 為高

相對於 SMP 並未公布買入債券的組成成份，未來若 OMT 開始執行，ECB 將每月公布 OMT 買入公債的國別。

SMP 與 OMT 的比較如表 1，綜合而言，由於 OMT 多項改良機制，預期除其短期成效較 SMP 為佳之外，長期也將成為歐元區針對個別會員國，穩健處理危機以穩定金融的重要措施。

表 1、SMP 與 OMT 之比較

操作機制	SMP	OMT
期間	2010 年 5 月至 2012 年 2 月執行	2012 年 9 月宣布，目前尚未執行
操作標的	歐元區各國公債	歐元區各國公債(1-3 年期)
操作規模	約 2,000 億歐元	無規模上限
啟動要件	ECB 可自行啟動	由會員國提出申請
改革條件	無	會員國需通過 ESM 的經濟改革計畫
債權優先	有	無
透明度	不公布購入的債券組成	將每月公布買入公債的國別

資料來源：ECB 網站

(四)OMT 之檢討

儘管 OMT 有效降低金融市場的恐慌情緒，然而 OMT 機制仍須接受下列問題的檢驗：

1. 買入公債是否將降低各國改革誘因

Harald Benink and Harry Huzinga(2013)認為，實施 OMTs 雖可緩解短期市場風險，但也降低透過市場機制促使會員國改革的壓力。

ECB 強調，各會員國向 ECB 申請 OMT 機制前，需先申請通過 ESM 的改革計畫，因此其後續的財政或經濟改革將會受 ESM 或 IMF 的監督。此機制的設定可降低道德風險，避免因執行 OMT 而降低各國改革的動力；然而，也因為這項機制，使得財政陷入困難的國家於申請時有所顧忌，目前仍未有會員國提出申請。另提出申請的會員國執政者將面臨很高的政治風險，依據歐盟及 IMF 現有援助計畫的經驗，會員國通常係在無法避免的狀況下才會提出申請。

此外，ECB 執委 Benoît Cœuré 表示，長期公債的價格較容易受到該國財政狀況影響，因而為市場機制督促該國政府改革的目標，短期公債則通常較易受市場狀況等因素影響；因此，OMT 限制購買 3 年以內短期公債的機制，既可有效消除市場恐慌情緒，亦兼顧市場之監督機制。

2. 買入公債是否使 ECB 面臨資產負債表風險

一旦 ECB 執行 OMT 操作買入會員國公債時，須承擔該公債的所有風險。目前 OMT 限制購買 3 年以內標的，已限制利率風險的承受部位；然而，當極端情況發生(如會員國倒閉時)，歐元體系將必須共同分擔 OMT 買入公債部分的違約風險。

ECB 表示，為恢復貨幣政策傳導效果的一致性，因應不同國家或不同地區間的經濟金融狀況，所產生的風險移轉是必然且內生的，換言之，資產負債表風險為 ECB 執行貨幣政策時無法避免的結果。例如 ECB 日常與銀行進行 RP 操作以挹注流動性的措施，其流動性在各國間移轉的情況是依賴市場供需而定(內生)，且流動性分配的分散化有助於達成物價穩定(必然)，OMT 操作會產生的風險移轉亦如是。此外，OMT 雖承擔高風險但也會帶來相對應的高報酬，當 OMT 計畫成功得使該會員國公債價格回升時，ECB 及歐元體系亦將因此獲得回報。

3. 買入公債是否違反歐元區禁止貨幣政策融通財政的規定

由於 OMT 操作會直接影響各會員國政府發行債券的狀況，因此被質疑是否違反歐元區禁止貨幣政策融通財政的規定。

ECB 表示，OMT 操作並非無條件以降低公債殖利率為目的，僅有因金融市場恐慌使得公債殖利率出現異常波動時，ECB 才會執行 OMT，當公債價格回復基本面，ECB 即會停止干預；因此 OMT 並不會

發生貨幣政策融通財政之情形，且其操作機制須搭配 ESM 之改革計畫，此將有效降低申請國以 OMT 操作援助財政赤字之誘因。

四、 緊急流動性援助(ELA)

ELA¹⁴為歐元區單一貨幣政策下，為因應各國不同經濟金融情勢，以維持金融穩定之重要措施，其功能與 OMT 相近。ELA 允許各會員國央行在歐元體系的合格擔保品架構外，另行決定擔保品之範圍，以提供流動性給短期面臨資金週轉困難但仍有償債能力的金融機構。

(一)ELA 之操作機制

ELA 雖由各會員國央行建立，其風險亦由各會員國央行承擔，但各國總規模上限、貸款條件仍須 ECB 核准，其操作機制如下：

1. 申貸機構

當歐元區成員國銀行的信用品質急劇惡化，以致無法成為 ECB 的合格交易對手；或當該銀行欠缺足額之歐元體系認可的合格擔保品，以致無法自 ECB 取得融通時，可利用 ELA 之機制向歐元區會員國央行融資。本次 ECB 訪談人員公開市場操作處之資深官員 Daniel Gybas 表示，ELA 之操作不限該會員國央行之合格交易對手，原則上各會員國央行可透過 ELA 挹注流動性給該國銀行業或外國銀行業之分支機構，亦或可由多國央行合作共同挹注流動性。

2. 審查條件

ELA 係採個案審查方式，其貸款條件由各會員國央行訂定，惟須經歐盟與 ECB 核准。

¹⁴ 主要取材自 ECB (2013), “ELA Procedures,” October 及 Buiter, W. H., (2012), “Is the Eurozone at Risk of turning into the Rouble Zone?” Citi Global Economic View, February.

3. 申貸成本

為降低道德危機，ELA 融資利率具懲罰性質，申貸利率須按 ECB 貸款利率(Marginal Lending Facility, MLF)¹⁵加碼，最低須加碼 100bp，據投資銀行估計，各國承作 ELA 之利率約在 2.5% 以上。

(二)ELA 承作部位之揭露

歐洲主權債務危機期間，銀行大幅動用 ELA 之機制。初期，各會員國央行並未獨立揭露 ELA 操作部位，而與其它項目共同顯示於各會員國央行資產負債表中的「其他資產」或「其他權益」項下；以愛爾蘭中央銀行為例，ELA 操作部位即是登錄在「其他資產」¹⁶項下。此外，ECB 亦未揭露各會員國央行承作 ELA 的部位與其它資料，ECB 執委 Benoît Cœuré 表示，此舉係為避免使用 ELA 之銀行遭受汙名化，進而連帶影響該國金融體系之設定。

然而，自 2012 年 4 月起，ECB 將 ELA 部位揭露於歐元體系資產負債表中的「對信貸機構的其他債權」(other claims on credit institutions)項下，儘管此項目內仍包含其他債權，惟已可依據其變動金額約略計算出 ELA 部位的上限規模。另按本次 ECB 訪談人員公開市場操作處之資深官員 Daniel Gybas 表示，2014 年後 ELA 的資訊揭露可望漸趨透明化。

(三)ELA 之風險分擔機制

原則上，ELA 的機制係由各會員國央行針對該國經濟金融情勢，提供流動性予金融機構，其操作之曝險與損失由各會員國央行自行承擔，歐元體系不予以分擔。

¹⁵ ECB 的 MLF 利率自 2011 年 7 月的 2.25% 下滑至 2013 年 11 月的 0.75%。

¹⁶ 愛爾蘭央行將 ELA 規模揭露於「其他資產」項下的「AIB/plc ICAROM Interest Bearing Loan」項目中。

然而，ELA 操作出現大規模損失的情況，僅有在申貸銀行失去償債能力，同時會員國央行所收受的擔保品價值已大幅減損時方會出現；當上述情況發生時，該會員國可能早已面臨巨大的經濟或金融危機，以致該國央行無力單獨承擔風險與損失，而將向歐盟或 ECB 申請援助。因此，實際上，ELA 操作之損失與風險仍然由歐元體系共同負擔。

ECB 為防範各國因濫用 ELA 而承擔過高風險，要求各國央行需訂定承作 ELA 的總規模上限，該總額上限需由 ECB 管理委員會核准。以愛爾蘭及希臘為例，其 ELA 總規模最高可達該國 GDP 之 28% 及 16%。

至於 ELA 是否存在套利空間，Deutsche Bank 的 Christian Gau 表示，ELA 的利率雖具懲罰性質，但因擔保品範圍寬鬆，因此確實存在套利空間；惟由於銀行必須通過 ECB 及該國中央銀行之審核方可動用 ELA，因而可避免套利情形。

(四) 危機時間 ELA 之操作與成效

依 Bloomberg 資料¹⁷顯示，曾經承作過 ELA 的國家包括：希臘、愛爾蘭、德國、比利時、西班牙、塞普勒斯與斯洛維尼亞等國。

2012 年間，希臘與愛爾蘭的金融機構面臨資金困境，因而大幅申請 ELA 操作，使得歐元體系整體承作 ELA 的部位超過 2,000 億歐元，並於 2012 年 5 月達到高峰(圖 6)。2013 年後，ELA 承作規模滑落至 1,000 億歐元以下，主要係因 ECB 於 2012 年 12 月重新將希臘公債納入為合格擔保品，使希臘銀行業可直接透過 ECB 取得較低利率的資金，加上愛爾蘭的 Anglo Irish 銀行因重整清算¹⁸，因而降低其 ELA 部位；另隨著塞普勒

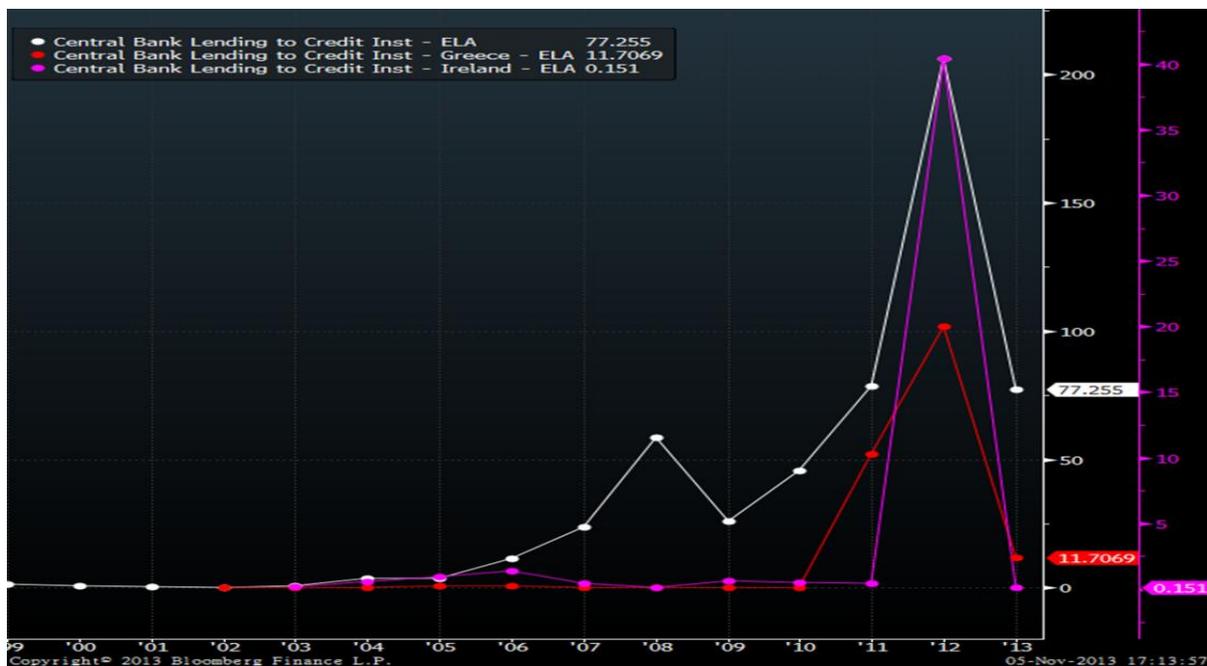
¹⁷ Bloomberg 顯示的 ELA 部位，係為 ECB 資產負債表的「A6」項目：「對信貸機構的其它債權」。「A6」項目由多項交易部位組成，其中包含 ELA 部位，由於 ECB 並未公布 ELA 的詳細資訊，市場多以此項目作為 ELA 的代理變數。

¹⁸ 當時，愛爾蘭央行將 Anglo Irish Bank 提供的 ELA 擔保品(愛爾蘭政府發行的承兌

斯爆發金融危機，其央行承作 ELA 的部位亦在 2013 年間上升至約 890 億歐元的水準。

上述 ELA 部位雖非各國央行提供的精確數目，但整體而言可反映歐元區各國於 2011 至 2013 年間金融情勢的緊張狀況；ELA 雖無法解決危機，但可更彈性得因應各國狀況，提供金融機構流動性，在危機期間可降低系統性風險擴散。2013 年後，隨著歐元區金融機構資金緊張的情勢已稍緩解，ELA 整體承作金額已下降。

圖 6、ELA 整體規模、希臘與愛爾蘭分別承作規模 (單位：10 億歐元)



資料來源：Bloomberg

五、歐元體系擔保品之架構調整與發展趨勢

歐元體系之擔保品架構，係採綜合擔保品制 (pooling system)，亦即金融機構提交一籃子資產予歐元體系作綜合擔保，該擔保資產池可適用於歐元體系各項貨幣政策操作。ECB 除每兩年定期參酌交易對手對於擔保品之實際運用狀況，並因應新金融商品之發展，檢視及調整歐元體

匯票)轉換為政府公債，曾招致 ECB 執委 Stark 批評此舉等同貨幣政策融通財政。

系之擔保品架構外，亦視金融市場狀況，適時調整合格擔保品要件及風險控管措施，俾在債權確保之前提下，提供市場充足之流動性。

金融危機爆發後，為挹注市場流動性，ECB 陸續擴大合格擔保品範圍，另一方面，為確保其債權，亦採取相應的風險控管措施，而該等措施均影響合格擔保品之規模，以及金融機構提交擔保品之情形。以下將就 ECB 為因應金融危機所採取之擔保品架構調整措施，以及歐元體系合格擔保品之規模與提列情形，予以說明¹⁹。

(一) ECB 因應金融危機所採取之擔保品架構調整措施

1. ECB 放寬合格擔保品條件之措施

(1) 第一階段（2008 年~2010 年）

2008 年 9 月金融危機爆發後，歐元區貨幣市場之流動性急劇萎縮，ECB 遂於 2008 年 10 月宣布擴大合格擔保品範圍，以協助金融機構取得流動性。2008 年 10 月 15 日，ECB 宣布暫時放寬合格擔保品之措施至 2009 年底為止，內容如次：

- a. 自 2008 年 10 月 22 日起，市場性及非市場性合格資產之信評門檻由 A-（ECAI²⁰信用層級 2）調降為 BBB-（ECAI 信用層級 3），且所有信用評等為 BBB- 的擔保品資產，均應適用 5% 之單一評價折扣率；惟資產擔保證券（Asset-Backed Securities, ABSs）之信評門檻仍維持於 A-。

¹⁹ 主要取材自 ECB(2013),“The Eurosystem Collateral Framework Throughout the Crisis,” Monthly Bulletin, July.

²⁰ ECAI(External Credit Assessment Institutions)即外部信用評等機構，ECAI 信評與其對應的信用層級，詳見附錄 2。

- b. 自 2008 年 10 月 20 日起，交易對手於歐元體系之定期存款得作為合格擔保品（本措施原訂實施至 2009 年 1 月 20 日止）。此外，歐元體系的合格擔保品範圍，擴大至授信機構所發行，且於 ECB 所認可之非規範市場（non-regulated market）交易的債務工具，而以該等債務工具作為擔保品者，須適用 5% 之單一評價折扣率。至於次順位的市場性債務工具，如有合格保證人保證且符合適格性要件者，亦可作為合格擔保品，其須適用 10% 之單一評價折扣率，惟若係採理論價格評價者，則應額外適用 5% 之評價折扣率。
- c. 自 2008 年 11 月 14 日起，歐元體系接受發行人隸屬 EEA、於歐元區發行及交割，以美元、英鎊或日圓計價的市場性資產為合格擔保品，但須適用 8% 之單一評價折扣率。

上述暫時性措施原訂於 2009 年底結束，惟 ECB 鑒於市場對流動性之需求依然殷切，部分措施仍有持續實施之必要，爰於 2010 年將其中兩項措施納入歐元體系合格擔保品之標準架構：2010 年 4 月，ECB 將歐元體系合格擔保品之信評等級門檻，維持於暫時性措施所訂之 BBB-（ECAI 信用層級 3）；此外，自 2011 年 1 月起，歐元體系合格交易對手之定期存款，亦被列為標準的合格擔保品項目。至於其他在金融危機期間暫時放寬的擔保品條件，則依原訂計畫退場。

(2) 第二階段（2011 年）

自 2011 年 3 月起，歐元體系要求所有的合格 ABSs 於發行時，至少須有兩個 AAA 之外部信評（亦即次佳的外部信評亦須達到 Fitch 或 S&P 之 AAA 或同等的信評等級），然而，自 2011 年下半年起，歐元區主權債券市場情況顯著惡化，為維持貨幣市場流動性，並促使歐元區銀行持續放款予家計單位及企業，2011 年 12 月 8 日，ECB 宣布進一步採行非

傳統性貨幣政策（包括 2011 年 12 月及 2012 年 2 月兩次將長期再融通操作期限延長至 3 年等），並輔以擴大合格擔保品範圍之措施，以避免銀行因缺乏合格擔保品資產，而無法自歐元體系取得長期資金。歐元體系擴大合格擔保品範圍之措施包括：

- a. 自 2011 年 12 月 19 日起，調降特定 ABSs 之信評門檻。2011 年 12 月 8 日，ECB 宣布接受至少具有兩個 A-之外部信評（次佳的外部信評亦達到 Fitch 或 S&P 之 A-或同等之信評等級，即 ECAI 信用層級 2），且符合一定條件之住宅貸款或中小企業貸款為合格擔保品。
- b. 2012 年 2 月 9 日起，歐元體系允許歐元區會員國央行將符合特定適格性要件的優質信用債權（即銀行放款）暫時納入合格擔保品範圍，此即額外信用債權（Additional Credit Claims, ACCs）架構。在此機制下，會員國央行需自行訂定 ACCs 擔保品之適格性要件及風險控管措施，經 ECB 核准後，方可正式實施。此外，ECB 每半年亦需檢視 ACCs 擔保品之實際運用情形，並於必要時加以調整。

(3)第三階段（2012 年）

ECB 原先預期 ACCs 機制實施後，會員國央行可收受總價值約 2,000 億歐元之信用債權，並挹注金融市場流動性，惟此預期目標於 2012 年間均未達成。鑒於金融危機仍未減緩，且為鼓勵銀行增加對家計單位及企業之放款，ECB 決議再次擴大合格擔保品範圍，以確保金融部門可自歐元體系取得所需之資金。

2012 年 6 月 20 日，ECB 再度調降特定 ABSs 作為擔保品的信評門檻及合格要件，將以下 ABSs 亦納入合格擔保品範圍，惟為符合風險控管之要求，新納入的合格 ABSs 應適用較高的評價折扣比率：

- a. 至少有兩個達 A-之外部信評（至少有兩個 Fitch 或 S&P 之 A-或同等之信評等級，即 ECAI 信用層級 2），以汽車貸款、租賃、消費金融或商用不動產為擔保之 ABSs，此類證券之評價折扣比率為 16%。
- b. 至少有兩個 BBB-之外部信評（至少有兩個外部信評為 Fitch 或 S&P 所訂之 BBB-或同等級者，即 ECAI 信用層級 3），以住宅貸款、中小企業貸款、汽車貸款、租賃及消費金融為擔保之 ABSs，此類證券之評價折扣比率為 32%。

2012 年 10 月 17 日，ECB 再次將以外幣（歐元以外的幣別）計價之市場性債務工具納為合格擔保品。此外，對於歐元區會員國所發行或全額保證的特定市場性債務工具，若該會員國遵守財務援助計畫所訂條款，ECB 得暫時排除該等債務工具之信評門檻限制，並接受該等國家之政府債券作為合格擔保品。由於 ECB 及歐元區會員國央行均參與擬定及監控財務困難國家之援助計畫，故應具足夠能力評估與其公共債務有關之信用風險，過去幾年內，歐元體系亦致力削弱信用評等於擔保品架構及風險控管措施所扮演的角色，以避免突如其來且大幅度的信評變化，影響擔保品的合格要件。

2. ECB 強化擔保品風險控管之措施

(1) 分層訂定評價折扣比率

ECB 於 2010 年進行兩年一度的擔保品架構例行審核，依據擔保品最新的風險評估及實際運用情形，調整合格擔保品要求及風險控管措施，此包括：將市場性及非市場性資產之信評門檻維持於投資等級水準（BBB-或 Baa3），並另外分層訂定信評等級介於 BBB+至 BBB-範圍之

擔保資產的個別評價折扣比率，以取代過去一概適用的單一評價折扣比率。

(2) 實施 ABSs 貸款資料填報計畫 (ABSs loan-level data reporting initiative)

2010 年 4 月，ECB 要求金融機構填報 ABSs 的貸款組成資訊，以提升 ABSs 資產池之透明度，維持投資者對 ABSs 市場之信心，並強化 ECB 對 ABSs 之瞭解與風險評估，進而研擬 ABSs 擔保品之應用及改革計畫。歐元體系將 ABSs 貸款資料填報計畫 (ABSs loan-level data reporting initiative)，視為引導 ABSs 市場邁向標準化及結構單純化的關鍵進程，並可有效協助 ABSs 市場回復正常功能。

2010 年 12 月 16 日，ECB 決議將 ABSs 貸款組成資訊之填報，納入合格擔保品之永久標準架構，ECB 率先將住宅抵押貸款擔保證券 (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBSs) 列入填報範圍，並陸續將其他 ABSs 納入。2011 年 4 月，ECB 將商用不動產抵押貸款擔保證券 (Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBSs)，以及與中小企業放款相關交易之擔保證券，亦列入填報範圍。

2012 年 7 月，ECB 正式宣布 ABSs 貸款組成資訊應強制填報，並列示相關填報細節與要求，進而於 2012 年 11 月歐元體系貨幣政策操作的一般性規定文件 (General Documentation) 中，增列 ABSs 填報規定，自 2013 年 1 月 3 日起生效。此外，鑒於對 ABSs 之瞭解增加，2013 年 7 月 18 日 ECB 宣布，對於符合填報要求的 ABSs，其作為合格擔保品之信評門檻，由至少應有兩個 AAA 之外部信評 (Fitch 或 S&P 所訂之 AAA 或同等級者)，調降為至少應有兩個 A-之外部信評 (Fitch 或 S&P 所訂之 A-或同等級者，即 ECAI 信用層級 2)。

2013年9月19日 ECB 宣布，自2014年4月1日起，金融機構以信用卡應收帳款為擔保之 ABSs 作為擔保品者，亦應符合 ECB 所訂之 ABSs 資訊填報要求。

(3) 限制金融機構以自身發行之無擔保金融債券作為合格擔保品

2013年3月 ECB 宣布，自2015年3月起，由交易對手本身或其利害關係人所發行，經政府保證的無擔保金融債券，或以含有該等債券作為擔保的債券，不得作為歐元體系貨幣政策操作之合格擔保品，此措施旨在確保歐元區貨幣政策操作的交易對手均受到公平對待，並簡化相關法規限制。

(二) 歐元體系合格擔保品之規模與提列情形

1. 合格市場性資產擔保品規模

金融危機爆發後，ECB 陸續擴大合格擔保品範圍，以確保貨幣政策傳遞機制順利運作，進而提升金融市場流動性。該等放寬合格擔保品架構之措施，導致合格市場性資產之規模於2007年至2010年間大幅成長。自2007年起至2012年止，合格市場性資產流通在外之名目金額成長超過46%；在資產組成方面則未有太大變動。截至2012年底為止，合格市場性資產之組成仍以中央及地方政府債券為最大宗（約占40~50%），其次依序為無擔保金融債券（約占20%）、擔保債券（略高於10%）、公司債（約占10%）、其他市場性資產（約占7.4%），以及ABSs（約占6.1%）。

在合格非市場性資產方面，因非市場性資產之種類較市場性資產繁多，僅有在金融機構提交該等資產作為合格擔保品時，歐元體系方可獲得相關資訊，故合格非市場性資產（例如信用債權）並無系統性而精確

的統計資料。因此，本節將就歐元區合格市場性資產之資料，探討歐元體系合格擔保品之規模與發展趨勢。

(1) 中央及地方政府債券

中央及地方政府債券因流動性高且風險易於控管，故向來為合格市場性資產中規模最大且最具代表性者，2007 年至 2011 年間，合格的中央及地方政府債券金額成長 37%（增加 1.75 兆歐元），惟自 2011 年起，合格的中央及地方政府債券金額大致持平。

(2) 合格無擔保金融債券

合格無擔保金融債券之金額，為合格市場性資產中第二大者（僅次於政府債券）。合格無擔保金融債券之金額於 2010 至 2011 年間減少，2012 年又再度上揚，此波動主要係源自於：

- a. 依據 ECB 於 2008 年 10 月所訂之暫時性措施，ECB 可接受特定非規範市場的無擔保金融債券作為合格擔保品，此項條件於 2011 年中止，惟於 2012 年 1 月 1 日恢復生效，並納入歐元體系合格擔保品的永久標準架構中。
- b. 某些歐元區政府對於授信機構發行之債券提供保證，以支持其金融體系順利運作，並解決部分銀行之籌資問題，這些政府保證的無擔保金融債券於 2008 年末發行時屬於合格擔保品，而該等債券多於 2010 年間政府保證期限屆滿時到期。

(3) 擔保債券

雖然 2012 年歐元區擔保債券之發行金額較 2011 年縮減 27%，流通在外的合格擔保債券總額仍持續成長，自 2007 年至 2012 年底，合格擔保債券總額自 1.2 兆歐元增加至 1.7 兆歐元，合格擔保債券為所有合格市

場性資產中第三大者，主要原因如次：首先，2009年7月，ECB實施擔保債券購買計畫（Covered Bond Purchase Programme），致使遵照擔保債券發行規則的歐元區國家日增，而這些新發行的擔保債券亦符合歐元體系的合格擔保品要件。其次，由於擔保債券之發行者得以擔保債券作為合格擔保品，且擔保債券適用之折價比率較ABSs低，故擔保債券常被銀行視為ABSs的良好替代品，導致其發行金額增加。

(4) ABSs 及公司債

自2007年至2010年，合格的ABSs及公司債金額分別成長近2倍（ABSs金額自0.7兆歐元成長至1.3兆歐元，公司債金額自0.8兆歐元成長至1.5兆歐元）。在ABSs方面，即使ABSs市場功能存在缺陷，ABSs之發行金額仍未見減少，主要係因ABSs之發行者得以ABSs作為合格擔保品。然而，ECB為減緩收受ABSs作為合格擔保品之風險，遂採行多項ABSs擔保品之風險控管措施，例如ECB於2011年間對ABSs擔保品採行較嚴格的信評要求（自2011年3月起，要求所有合格的ABSs於發行時，至少須具有兩個Fitch或S&P所訂之AAA或同等級之外部信評），以及訂定較高的評價折扣比率等，導致2011年合格ABSs擔保品之金額下滑。

2. 金融機構提交歐元體系之擔保品金額及組成情形

過去6年間，金融機構提交歐元體系作為合格擔保品的金額大幅增加，而擔保品組成情形亦有改變。整體而言，自2007年至2012年，金融機構提交之市場性及非市場性資產擔保品金額平均每年增加約16%。其中以2008年及2009年增幅較大（2008年增加38%，2009年增加25%），2009年至2010年間則略為下降，主要係反映金融機構的流動性需求減少，惟金融機構留存歐元體系作為擔保品的總額大致不變。

就名目金額而言，自 2007 年至 2012 年，金融機構平均每月提交歐元體系的擔保品評價淨額（已扣除評價折扣比率）自 1.1 兆歐元上升至 2.5 兆歐元，其中 2009 年及 2010 年已突破 2.0 兆歐元，2011 年則降至 1.8 兆歐元。然而，2011 年 10 月 ECB 宣布實施 VLTRO 政策，2011 年 12 月首次 3 年期的 VLTRO 政策付諸施行，挹注金融市場 4,890 億歐元的流動性。為取得該等資金，金融機構提交較多擔保品予歐元體系，2011 年第 4 季金融機構提交之擔保品月均額達 2.0 兆歐元。2012 年 2 月，ECB 執行第 2 次 VLTRO，2012 年金融機構提交歐元體系之擔保品月均額再創新高，較 2011 年成長 35%。

若以各項資產占有所有合格擔保品的權重觀之，2007 年至 2012 年間，中央及地方政府債券、擔保債券及公司債，係屬權重變化相對穩定者，於擔保品總資產池所占比重分別均維持於 16%、14%及 5%。相對而言，同期無擔保金融債券之比重自 32%下降至 14%，非市場性資產之比重自 10%增加至 26%，而 ABSs 所占比重自 2007 年之 16%增加至 2008 年之 28%，其後於 2009 至 2011 年間維持於 20%~24%，2012 年則降至 14%，波動較大。

以下將就金融機構提交歐元體系之各類擔保品金額及組成變化，予以說明分析：

(1) 中央及地方政府債券

自 2007 年至 2012 年，金融機構以中央及地方政府債券作為擔保品之金額自 2,300 億歐元增加至 4,580 億歐元，主要係因金融危機期間，歐元區邊緣國家的政府債券價格下滑且信評遭調降，導致該等證券於私部門附買回及隔拆市場作為擔保品之金額下滑，金融機構爰將政府債券轉

而提交歐元體系作為合格擔保品，使政府債券作為歐元體系合格擔保品的金額增加。

(2) 無擔保金融債券

金融機構以無擔保金融債券作為歐元體系合格擔保品之金額，於 2007 年約 3,710 億歐元，至 2009 年攀升至 5,620 億歐元的高峰，其後於 2012 年又降至 3,540 億歐元。其間，金融機構以無擔保金融債券作為合格擔保品之金額曾於 2011 年大幅下降，主要係因 2008 年歐元體系接受特定非規範市場的無擔保金融債券作為合格擔保品之暫時性措施，於 2011 年 1 月 1 日落幕，加以資產價格下跌、信評遭調降等因素，導致無擔保金融債券之發行較為困難。2012 年 1 月 1 日，上開措施恢復實施，金融機構以無擔保金融債券作為擔保品之金額再次上揚。

(3) 擔保債券

自 2007 年至 2012 年，金融機構以擔保債券作為合格擔保品之金額持續上升，自 1,630 億歐元增加至 4,540 億歐元。擔保債券不僅為許多歐元區金融機構直接籌資的重要來源，其作為歐元體系擔保品的比率亦日漸增加。

(4) ABSs、公司債及其他市場性資產

自 2007 至 2010 年間，ABSs 作為擔保品之金額自 1,820 億歐元增加至 4,900 億歐元，2012 年則降至 3,850 億歐元。至於公司債及其他市場性資產作為擔保品之金額則自 2007 年之 930 億歐元增加至 2012 年之 1,730 億歐元。

(5) 非市場性資產

非市場性資產作為歐元體系擔保品之金額逐年穩定成長，自 2007 年

之 1,090 億歐元增加至 2012 年之 6,330 億歐元。非市場性資產包含定期存款及信用債權，原係暫時屬合格擔保品的定期存款，自 2011 年 1 月 1 日起轉為永久性的合格擔保品；此外，自 2012 年起，歐元體系將額外的信用債權亦納為合格擔保品，此均為非市場性資產作為合格擔保品的金額大幅上升之因素。

參、歐元區金融穩定機制之運作及成效

ECB 於 2011 年發布之報告「The European Stability Mechanism」指出，由於歐元區財政狀況分歧，「穩定與成長協定」(Stability and Growth Pact)無法維持；然而，歐元區緊密之經貿關係，使一國之危機易擴大至整個歐元區。2010 年歐洲爆發主權債務危機即為一例，當時部分國家之財政危機迅速擴散並影響至整體歐元區，引發金融機構的系統性風險。此危機主要係肇因於多項制度面缺失：包括歐元區各國經濟結構差異顯著、歐元區僅有貨幣整合卻缺乏有效的財政協調、歐元區部分國家以低利舉借大量外債並破壞「穩定與成長協定」等問題，再加上歐元區金融機構多持有大量歐元區內之主權債券，使歐洲主權債務危機演變成歐元區金融體系危機。

在制度面缺失難以短時間解決的情況下，歐盟亟思如何建立防火牆機制，以防範個別國家風險迅速擴散。因此，2010 年 5 月歐元區多項暫時性緊急援助機制成立，包括「歐洲金融穩定基金」(European Financial Stability Facility, EFSF)、「歐洲穩定機制」(European Financial Stability Mechanism, EFSM)，另外 IMF 也同意提供援助，使當時可援助規模達到 7,500 億歐元，歐元區主權債務危機遂於 2010 年下半年起逐漸緩和。

然而，為維持歐元區長期金融穩定，歐盟理事會於 2011 年決議成立歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)，並自 2013 年 7 月 1 日起取代多項暫時性機制，以作為穩定歐元區金融情勢的防火牆機制。本章將比較永久性援助機制 ESM 及臨時性機制中規模最大的 EFSF，就其轉換過程及主要功能進行探討²¹。

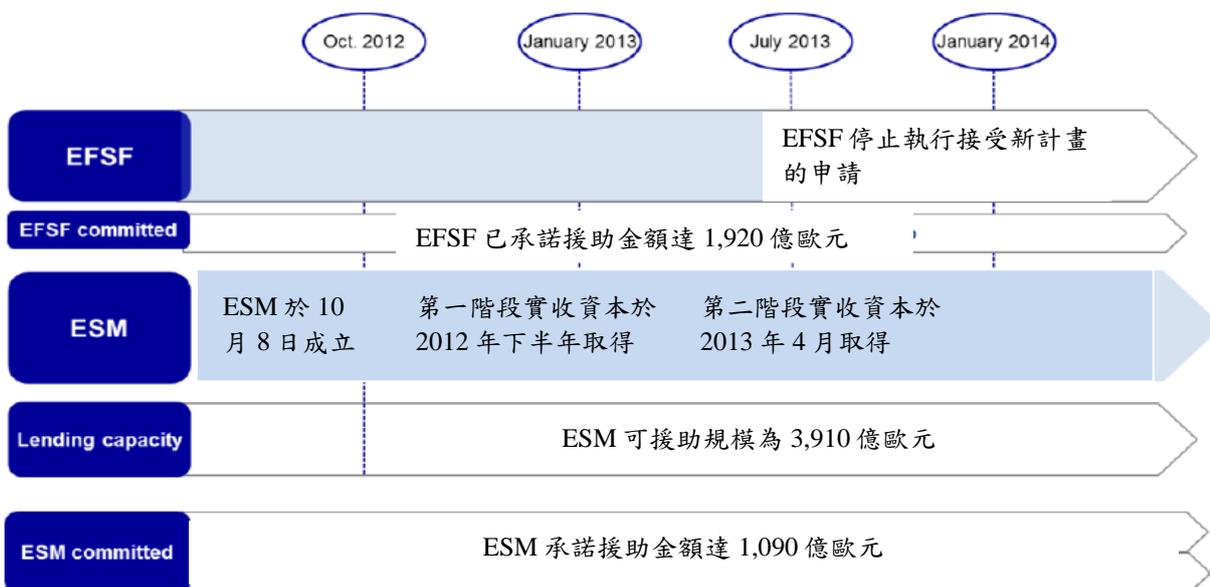
²¹ 主要取材自本次考察 ESM 提供之書面資料及 EFSF (2013), “Frequently Asked Questions on the European Financial Stability Facility,” May 及 ESM (2013),

一、 EFSF 與 ESM 之成立

2010 年 5 月 9 日歐盟經濟暨財政理事會 (Economic and Financial Affairs Council, Ecofin) 同意設立 EFSF，EFSF 係註冊於盧森堡之特殊目的公司，其董事成員由歐元區各國財長、歐洲議會及 ECB 成員組成，為維持歐元體系內金融穩定的暫時性機制。

ESM 為由歐元區成員國財長於 2011 年 6 月遵循國際法簽訂正式合約所成立的政府間國際組織(Inter-Governmental Organization, IGO)，該機構自 2013 年 7 月 1 日起接替 EFSF，之後 EFSF 即停止新的援助計畫，至於已進行援助之計畫(包括：愛爾蘭、葡萄牙與希臘等計畫)仍由其負責執行，並持續發債融資至計畫結束；至於西班牙、塞普勒斯與後續援助計畫則由 ESM 負責執行，ESM 及 EFSF 之轉換機制概況如圖 7。

圖 7、ESM 與 EFSF 之轉換



資料來源：ESM

ESM 與 EFSF 的重要差異在於機構性質、存續期間、資本結構、放貸能力與償債順位等(如表 2)；本章將分別比較兩機構之資本結構及援助計畫，並說明 ESM 強化財務健全性之措施。

表 2、EFSF 與 ESM 之差異

	EFSF	ESM
機構性質	遵循盧森堡法律成立的特殊目的公司	遵循國際法成立的國際組織
存續期間	暫時性機構(2010/7 ~ 2013/7)	永久性機構(2013/7~)
資本結構	總負債：180 兆歐元 由歐元區成員國提供擔保	總負債：616 億歐元 法定資本：7,000 億歐元
放貸能力	現行計畫保證援助之規模 為 1,920 億歐元	5,000 億歐元
債權順位	與市場一般債權人相同	僅次於 IMF

資料來源：ESM

二、EFSF 與 ESM 之資金來源

EFSF 與 ESM 可由發行債票券、參與 ECB 的再融通操作以及於拆款市場借貸取得資金，兩者資金來源顯著不同之處在於資本組成。其中 EFSF 目前的資金來源均為負債，所發行之債票券由歐元區成員國提供擔保，現行總保證上限約為 7,800 億歐元；ESM 的資金來源則包括資本及負債兩項，由歐元區成員國擔任 ESM 之股東，因此具有較高的財務健全度。以下將分述兩者之資金來源差異：

(一)EFSF 與 ESM 之負債組成

EFSF 與 ESM 所發行之債票券均可做為 ECB 再融通操作的合格擔保品，且其債票券分級屬於政府機構類別²²(Sovereign, Supranational, Agency,

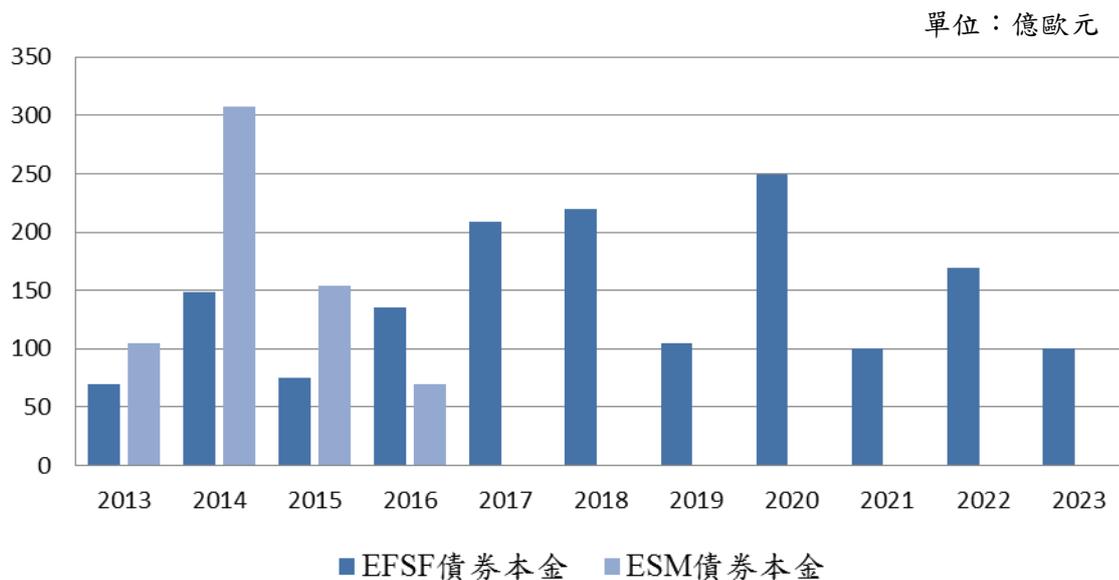
²² EFSF 已被 BoA、Citi、Barclays、J.P. Morgan 等機構歸類為 SSA 類別，ESM 預期也將被歸類為此類別。

SSA type)，近期信評機構對兩機構之評等亦均列為最高信評等級(Fitch AAA、Moody's Aa1)。

1. EFSF 之負債組成

目前 EFSF 共發行 35 檔債票券，發行總額約 1,800 億歐元，平均發行成本為 1.67%，平均發行年限則為 6.17 年，EFSF 之發行在外債券分布如圖 8。投資者以歐元區金融機構為主(占 51%)，亞洲投資者居次(占 21%)，其成立後，由於發債計畫頻繁，債券之交易量與流動性甚佳，2012 年與 2013 年 EFSF 債票券交易量約占歐元計價政府機構類別債券總交易量的 1/5 強。

圖 8、EFSF 與 ESM 發行在外債券分布(2013 年 11 月 7 日資料)



資料來源：Bloomberg

2. ESM 之負債組成

ESM 的負債融資以發行 1 年以下的短期票券為主，主要投資者為歐元區之金融機構，目前共發行 15 檔債票券，發行總額約 635 億歐元，平均發行成本為 1.25%，ESM 之發行在外債券分布如圖 8。

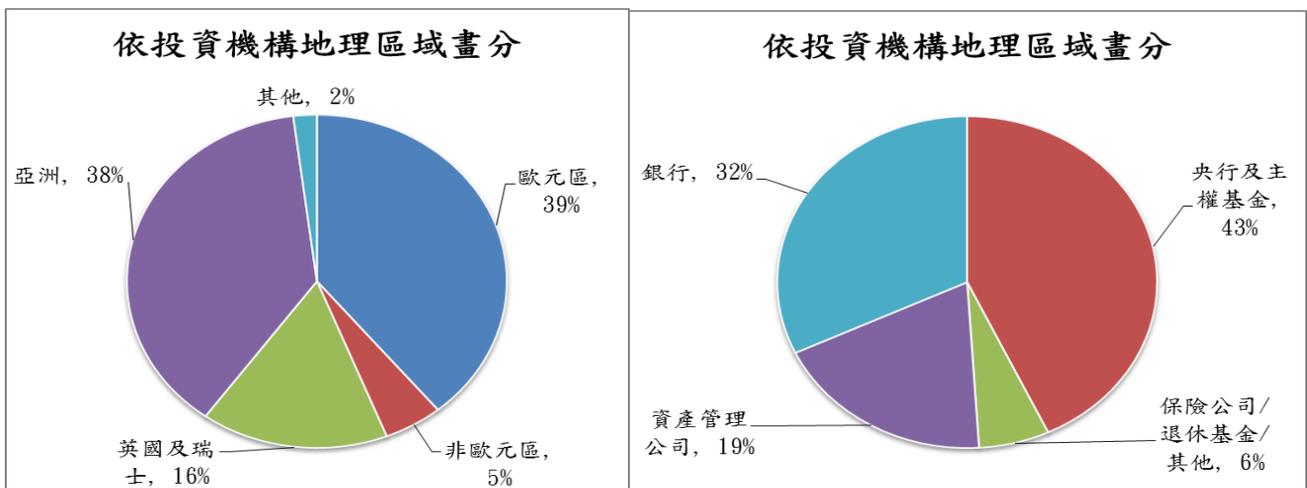
2013 年 10 月 8 日 ESM 發行首支債券，為面額 70 億歐元票面利率 1.25% 之 5 年券；此次債券投標狀況踴躍，吸引超過 200 組投資人投標，得標比率為 33%，發行利率為 1.288%。

ESM 首次發債之投資者結構較 EFSF 多元，依地區別歐元區投資者與亞洲投資者分別占 39% 與 38%，依機構別則以央行與主權基金投資者為大宗占 43% (圖 9)。ESM 財務長 Christophe Frankel 表示，由於 ESM 改善資本結構，吸引原本不願意投資 EFSF 的投資人進場投標。此外，ESM 的發行利率與 2013 年 7 月 EFSF 發行之相同條件 5 年券比較，ESM 發行利率亦較低，未來 ESM 若能持續以較低成本發債，可強化其擔任歐元區防火牆機制的功能。

未來 EFSF 與 ESM 仍將併行，分別為其援助計畫發債融資，兩機構將發行不同年期債券，藉以建立歐元計價之高流動性債券殖利率曲線。目前 EFSF 援助規模仍大於 ESM，因此 EFSF 債券發行量亦較大，預期 EFSF 每年將定期發行 300 億歐元債券，ESM 則約 100 億歐元左右。

圖 9、ESM 發行債券之投資人組成

2013 年 10 月 8 日發債情況



資料來源：ESM、自行整理

(二)EFSF 擔保人機制與 ESM 資本組成

1. EFSF 之擔保人機制

EFSF 發行債票券所籌措的資金均用以援助紓困機構²³，當紓困機構違約時，EFSF 將面臨資金短缺問題，為避免 EFSF 隨紓困機構違約，由歐元區成員國作為 EFSF 之擔保人。

當 EFSF 面臨資金短缺時，各成員國必須依據保證比例提撥資金給 EFSF(如表 3)，各國擔保的比例以德國最高(29.07%)，其次為法國(21.83%)、義大利(19.18%)及西班牙(12.75%)。

表 3、EFSF 由歐元區成員國保證之額度及比例

	New EFSF Guarantee Commitments (€m)	New EFSF contribution key (%)	EFSF Amended Guarantee Commitments* (€m)	EFSF amended contribution key* (%)
Austria	21,639	2.78	21,639	2.99
Belgium	27,032	3.47	27,032	3.72
Cyprus	1,526	0.20	1,526	0.21
Estonia	1,995	0.26	1,995	0.27
Finland	13,974	1.79	13,974	1.92
France	158,488	20.31	158,488	21.83
Germany	211,046	27.06	211,046	29.07
Greece	21,898	2.81	-	0.00
Ireland	12,378	1.59	-	0.00
Italy	139,268	17.86	139,268	19.18
Luxembourg	1,947	0.25	1,947	0.27
Malta	704	0.09	704	0.10
Netherlands	44,446	5.70	44,446	6.12
Portugal	19,507	2.50	-	0.00
Slovakia	7,728	0.99	7,728	1.06
Slovenia	3,664	0.47	3,664	0.51
Spain	92,544	11.87	92,544	12.75
Total	779,783	100	726,000	100

資料來源：EFSF

上述保證比例係依據 ECB 認繳資本比例所計算，義大利與西班牙等南歐國家應負擔之比重相當高，在這些國家爆發主權危機之際，為強化

²³ ESM 及 EFSF 以國家為援助對象，然西班牙銀行業援助方案中，亦將銀行業納入援助對象，因此稱紓困機構。

EFSF 資本結構之安全性，EFSF 另設計由歐元區前 6 大核心國(德國、法國、荷蘭、奧地利、芬蘭、盧森堡)所保證的「超額擔保比例」機制。

在超額擔保機制下，德國、法國及荷蘭 3 國各應負擔 46.74%、35.10%及 9.84%的 EFSF 資金短缺需求，前 6 大核心國合計負擔 100%，使得 EFSF 的資金由歐元區成員國超額擔保 165%之比例。超額擔保機制的設立，使歐元區前 6 大核心國對 EFSF 的負債提供較高比重之保證，可強化投資人對 EFSF 資本來源的信心。

2. ESM 之資本組成

不同於 EFSF 的資本僅由歐元區成員國擔保而非實際提撥，ESM 擁有歐元區成員國認繳高達 7,000 億歐元之法定資本(subscribed capital)，其中包括 800 億歐元的實收資本(paid-in capital)以及 6,200 億歐元的保證資本(committed callable capital)。各成員國認繳 ESM 資本之比重如表 4。

表 4、ESM 股東結構及認繳資本之金額

ESM member state	Percentage of contributions	Number of shares	Capital subscription (Millions of €)	Nominal GDP 2010 (Millions of US\$)
 Austria	2.7834%	194,838	19,483.8	376,841
 Belgium	3.4771%	243,397	24,339.7	465,676
 Cyprus	0.1962%	13,734	1,373.4	22,752
 Estonia	0.1860%	13,020	1,302	19,220
 Finland	1.7974%	125,818	12,581.8	239,232
 France	20.3859%	1,427,013	142,701.3	2,582,527
 Germany	27.1464%	1,900,248	190,024.8	3,315,643
 Greece	2.8167%	197,169	19,716.9	305,415
 Ireland	1.5922%	111,454	11,145.4	204,261
 Italy	17.9137%	1,253,959	125,395.9	2,055,114
 Luxembourg	0.2504%	17,528	1,752.8	52,433
 Malta	0.0731%	5,117	511.7	7,801
 Netherlands	5.7170%	400,190	40,019	783,293
 Portugal	2.5092%	175,644	17,564.4	229,336
 Slovakia	0.8240%	57,680	5,768	86,262
 Slovenia	0.4276%	29,932	2,993.2	46,442
 Spain	11.9037%	833,259	83,325.9	1,409,946
Total	100%		700,000	

資料來源：EFSF

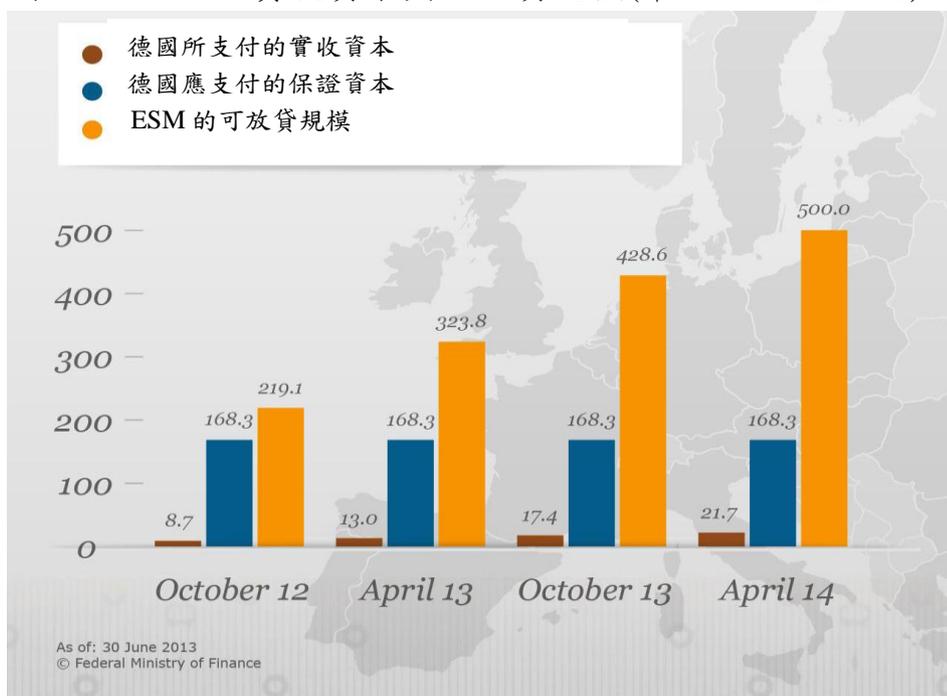
ESM 比重之計算與 EFSF 擔保比例相同，均依據各國對 ECB 提供資金之比例計算而得；目前由德國提撥最高的資本比重(27.15%)，其次為法國(20.39%)、義大利(17.91%)及西班牙(11.90%)。

3. ESM 之風險分攤

當 ESM 發生虧損時，其損失將先由 ESM 營運淨收入(Revenue Fund)抵消再由實收資本補足，若還有不足，則需由各會員國提撥保證資本以彌補損失；亦即，透過 ESM 機制，歐盟強制要求歐元區成員國應分攤紓困構機發生的風險。

不同於 EFSF，歐元區成員國不需為 ESM 擔保，因此在 ESM 未啟動「資本追繳機制」的情況下，各國分擔的損失有其上限，以德國為例，該國最高需承擔的損失為 1,900 億歐元(如圖 10，其實收資本與保證資本的總和)。

圖 10、ESM 之實收資本與可放貸規模(單位：10 億歐元)



資料來源：法國財政部

ESM 實收資本占負債金額，依據 ESM 協議(ESM Treaty)規定，應達 15% 以上之目標，因此 ESM 放貸規模²⁴受到實收資本規模所限制。至 2013 年 7 月止，ESM 的實收資本為 486 億歐元(德國支付 130 億歐元)，可放貸規模即為 3,238 億歐元，預計 2014 年 4 月實收資本將可全數收達(圖 10)，其可放貸規模亦將達到 5,000 億歐元，屆時 ESM 將成為擁有最高實收資本的國際組織。

三、 ESM 強化財務健全性之措施

與 EFSF 相較，ESM 大幅加強財務及資本結構之健全性，其主要的強化措施為要求歐元區各國提撥法定資本；其中，800 億歐元的實收資本，以及要求 ESM 應維持實收資本占負債金額 15% 比重之目標，均為提升財務健全性的重要措施。

此外，ESM 還設置「資本追繳機制」(capital call)，必要時透過要求各成員國持續提撥法定資本，使 ESM 的援助規模可因應經濟情勢而彈性調整，並可強化財務健全性降低違約風險。依「資本追繳機制」，ESM 在下列情況下，可要求成員國依據原認繳比重提撥資本：

- (一)一般資本追繳(情況 1)：當 ESM 有意擴大援助規模等情況；
- (二)補充實收資本(情況 2)：當實收資本金額不足或實收資本占負債之比重低於 15% 時；
- (三)緊急性資本追繳(情況 3)：當紓困機構嚴重違約，以致 ESM 可能面臨違約風險等緊急情況時。

此追繳機制具強制性且不可撤回，會員國須在 7 日內認繳，若有個別國家未能完成資本追繳要求以致實收資本仍有不足時，ESM 將對全體

²⁴意即，ESM 的可放貸規模為實收資本除以 0.15。

成員國再啟動一次資本追繳機制，意即不足額將由全體成員國共同分攤，透過此機制等同於要求歐元區成員國共同保證 ESM 的資本來源。

然而，上述機制也隱含 ESM 之信評等級與舉債成本可能會受到各成員國信用狀況之影響。本次參訪時 ESM 財務長 Christophe Frankel 就此問題表示，ESM 有實收資本的保障，且主要資本來源為歐元區核心國家，歐元區信評等級 AAA 之國家(德國、荷蘭、芬蘭、盧森堡共 4 國)占 ESM 股東比重高達 3 成，因此，若歐元區非核心國家發生金融危機，ESM 之債信反將因市場資金大幅移轉至安全性資產(Flight to Quality)的情況而受惠；然而，若歐元區核心國家債信發生問題，則 ESM 信評將受到波及，例如：2012 年法國信評遭 S&P 調降，EFSF(當時歐元區的主要金融穩定機制)之評等亦隨之調降。

至於金融市場對 ESM 之評價，本次參訪之 3 家銀行本身均為 ESM 及 EFSF 之債權人，亦均認為 ESM 的資本提撥為強化資本結構的重要措施，較有能力維持歐元區之金融穩定，因此對 ESM 債券有較高的興趣，惟目前 ESM 貸款規模尚不足以對義大利或西班牙提供援助，為較令市場擔心之處。

四、 EFSF 與 ESM 之援助計畫

目前 EFSF 尚在執行中的計畫包括對愛爾蘭、葡萄牙及希臘共計 1,883 億歐元的援助，2013 年 7 月底前已撥款 1,685 億歐元(如表 5)；而 ESM 執行中的計畫包括對西班牙銀行及塞普勒斯共計 1,090 億歐元的援助，2013 年 7 月底前已撥款 443 億歐元(如表 5)。ESM 最高可貸款規模 5,000 億歐元若扣除上述計畫所承諾的援助金額後，剩下之可貸款規模僅餘 3,910 億歐元。

ESM 與 EFSF 的各項計畫均採分批撥款(Tranche Payment)的方式，由歐盟、ECB、ESM 與 EFSF 審核，當紓困國家或機構確實遵循改革計畫並有明顯成效時，才會進行下次撥款。

以西班牙銀行的援助計畫為例，西班牙政府因面臨籌資困境無法進一步援助該國銀行業，遂於 2012 年 6 月向歐盟申請援助該國銀行業。歐盟於 2012 年 7 月通過計畫，限定援助上限為 1,000 億歐元，並於 11 月由歐盟與 ECB 完成審核後，ESM 始進行第一批援助，提供 395 億歐元的 ESM 票券；2013 年 1 月歐盟與 ECB 經確認西班牙政府已確實依據計畫進行改革，ESM 始進行第二批援助，提供 18.65 億歐元的票券。由於計畫執行成效良好，預計西班牙銀行將不會再需要進一步的援助，此計畫總規模應將維持在 415 億歐元以內。

表 5、EFSF 與 ESM 援助計畫與規模(單位：億歐元)

國家		該國 總援助規模	EFSF 提供 援助規模	EFSF 已提供 金額	EFSF 尚須 提供金額
EFSF	愛爾蘭(2010-2013)	850	*177	144	33
	葡萄牙(2011-2014)	780	**260	211	46
	希臘(2011-2014)	1,644	1,446	1,330	116
	合計	3,274	1,883	1,685	198
國家		該國 總援助規模	ESM 提供 援助規模	ESM 已提供 金額	ESM 尚須 提供金額
ESM	西班牙(2012-2013)	1,000	1,000	413	587
	塞普勒斯(2013-2016)	100	90	30	60
	合計	1,100	1,090	443	647

*愛爾蘭援助計畫中，其他援助金額由 IMF、EFSM 等機構提供。

**葡萄牙援助計畫中，其他援助金額由 IMF、EU 等機構提供。

資料來源：ESM

(一)現行援助方式：貸款與非現金援助

ESM 對紓困機構之援助計畫措施大致沿用 EFSF 之援助機制，包括提供貸款、信用額度或自初(次)級市場買入紓困機構所發行的債券，此外亦可透過對各國政府之貸款，挹注該國金融機構資金。

EFSF 與 ESM 雖有多項援助方式，惟目前主要僅透過貸款與非現金方式援助。EFSF 現行計畫中，以貸款方式提供 39 億歐元，其他均為提供 EFSF 債票券的「非現金援助」；至於 ESM，已承諾提供塞普勒斯 100 億歐元，並提供 1,000 億歐元 ESM 債票券給西班牙銀行。兩項援助措施之說明如次：

1. 貸款

貸款援助措施的資金來源為 ESM 或 EFSF 所發行之債票券，為避免金融穩定機制承擔發行債票券之利率風險，紓困機構接受貸款援助之利率費用係依據 EFSF 或 ESM 之平均資金成本(pooled average)加碼，故其利率風險已由紓困機構全數承擔，以維持金融穩定機制之穩健運作。

其中，平均資金成本包括 EFSF 或 ESM 發行債票券之融資成本、承諾費用(commitment fee)及兩機構日常營運費用等成本之平均；另外，EFSF 之利率加碼幅度約在 200bp 左右，而 ESM 之利率加碼僅有 10bp。有關利率加碼設定的問題，本次參訪時，ESM 財務長 Christophe Frankel 表示，ESM 原預計收取之費用為 ESM 平均借款成本加碼 200-300bp，惟為降低紓困機構之負擔，近期大幅調降加碼幅度至 10bp 左右。

2. 非現金援助

非現金援助係為在短期內即時提供援助而採取之措施，紓困機構可透過取得 EFSF 或 ESM 之債票券，以其作為擔保品向銀行或央行進行附買回交易，取得成本較低的資金。

非現金援助之操作方式採取發行後買回機制(Issue and Repurchase Process, IRP)，ESM 或 EFSF 對特定交易對手發行債票券，於當日直接向該交易對手以市價買回債票券後，再將該債票券直接提供給紓困機構。

與貸款援助相同的是，非現金援助向紓困機構收取浮動利率費用；然而非現金援助之利率費用係針對該筆債票券計價(back to back)，與貸款援助以平均資金成本(pooled average)計價之方式不同。另為避免影響 EFSF 或 ESM 債權人的權益，接受非現金援助之機構不得賣斷 EFSF 或 ESM 債票券。

(二)其他援助方式：信用額度及買入債券

除貸款外，ESM 與 EFSF 尚可提供信用額度或自初(次)級市場買入紓困機構所發行的債券等援助方式，介紹如下：

1. 信用額度

提供信用額度之援助方式又稱為「預防性計畫」(precautionary program)，為解決會員國籌資困難的問題，ESM 與 EFSF 希望透過提供信用額度，紓緩該國的流動性問題，避免出現更多的籌資困境而需要實際的現金援助。

2. 自初(次)級市場買入債券

自初級市場買入 ESM 會員國所發行之債券的援助方式，係為確保會員國於債券市場籌資之能力，買入上限為發行額度的 50%，且 ESM 與 EFSF 可將買入之債券於市場上出售、賣回給會員國，或承作附買回交易，不強制持有至到期。

自次級市場買入 ESM 會員國所發行之債券的援助方式，主要係為支撐會員國債券市場價格，在條件許可下，亦可用於支撐「非會員國」債券價格。此部分之操作需經 ECB 認可，該國將為歐元區帶來風險且具備干預其公債價格之必要時，ESM 或 EFSF 始進場操作。

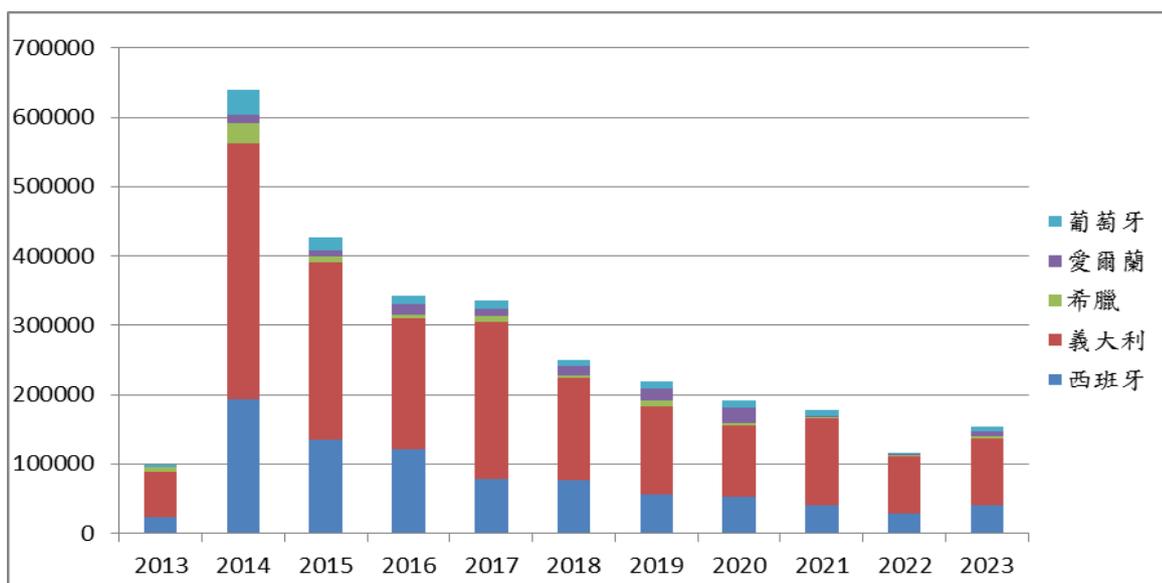
五、 實施成效

ESM 與 EFSF 穩定機制之設立，除於危機期間，協助紓困機構取得資金，為歐盟決策者爭取擬定決策的時間，由於申請援助之機制提供危機期間清楚的標準化處理流程，亦可強化市場的信心。

ECB 強調，ESM 與 EFSF 提供的財務援助並非「財政移轉」的措施，僅是在危機期間提供流動性，該等機制應盡量降低道德風險，以免受援助之紓困國家因而降低強化財政與經濟政策的誘因。因此，ECB 要求，申請 ESM 與 EFSF 貸款援助的國家必須符合多項經濟改革條件，例如接受貸款援助之紓困國，必須與歐盟、ECB 及 IMF 協商改革條件，並將明定於其與 ESM 或 EFSF 簽訂之 MoU；此外，ESM 之援助計畫亦為 ECB 執行 OMT 的必要條件，當紓困機構向 ESM 提出援助申請核准後，ECB 方可啟動 OMT，於次級市場買入債券。未來，ESM 可能作為歐元區銀行業聯盟的後盾，對歐元區內體質不穩定的銀行提供援助。

ESM 與 EFSF 實施以來，其所提供之援助機制，確實幫助接受紓困之國家及金融機構解決暫時性流動性需求。然而，ESM 的可貸資金規模為執行穩定金融成效之關鍵，目前最高可貸規模為 5,000 億歐元，扣除已對西班牙及塞普勒斯承諾之援助金額，僅餘 3,910 億歐元。考量未來 4 年(2014 至 2017 年)西班牙、義大利、希臘、愛爾蘭及葡萄牙等 5 國公債本利償債金額，各年均超過 3,000 億歐元(圖 11)，若歐債危機惡化，ESM 可放貸規模恐不足，因此未來 ESM 應考慮擴大可放貸規模，再搭配 ECB 採行 OMT 計畫，方有能力即時緩解危機。

圖 11、GIIPS 五國本金加計利息應償還金額(單位：百萬歐元)



資料來源：Bloomberg、自行整理

肆、德國房價變化與金融穩定

長期平穩的德國房價近期上漲，引發各界關注德國房價是否過度飆漲而有泡沫化的疑慮。其他國家（如美國、西班牙及愛爾蘭）的經驗顯示，若房價快速飆漲，與經濟基本面脫鉤，則可能有資產泡沫化之虞，攀升的房價一旦反轉下跌，將使銀行擔保品價值縮減，不良貸款增加，進而削弱其放款能力；另一方面，房價全面性地同步重挫，將加劇經濟衰退情況，並波及其他經濟部門，甚而引發金融危機。

由於不動產價格波動對金融穩定之影響至關重大，各國央行開始思考，如何預防不動產價格泡沫以維持金融穩定，並將其列為政策決策因素之一環。以下將簡介德國房屋市場背景，探討近期德國房價上漲情形及因素、各界認為目前尚不致形成資產泡沫之原因，以及德國央行是否對房價上漲採取因應措施。

一、德國房屋市場背景概述

德國政府將居住權視為社會福利政策之重要環節，整體房屋市場大致能維持基本的供需平衡，自 1999 至 2009 年，相較於其他歐洲國家，德國名目房價長期偏低，且未有太大波動。

德國房屋市場以租屋市場為主，民眾的房屋自有率約僅 42%，德國民眾偏好以租屋取代購屋，除政府充分保障承租者之權利外，亦與其不動產稅制有關：德國民眾購買不動產需支付買價 3.5% 之交易稅，房貸利息支出不得抵稅，而 10 年內出售之房屋，則應按個人所得稅率課徵資本利得稅。

德國民眾購屋之資金來源，係由以下三個部份所共同支應：銀行貸款（約占 60%）、合約儲蓄機制（Contractual Savings System，約占

20%) 及自有資金 (約占 20%)。其中，合約儲蓄機制係指，授信機構與顧客約定，在一定期間內如顧客儲蓄達特定金額門檻，授信機構即以先前約定之授信條件提供貸款予顧客。合約儲蓄機制之存放款利率均為較市場利率低的固定利率，其貸款係屬次順位貸款 (second-lien loans)，貸款期間不超過 10 年。此機制運作之特色在於，由於貸款利率係基於預先訂立之條件，且具有顧客儲蓄資金作為緩衝，故較不易受金融市場波動之衝擊，貸款違約率亦較低。

二、德國房地產價格之上漲

(一)近期德國房屋及租金價格上漲情形

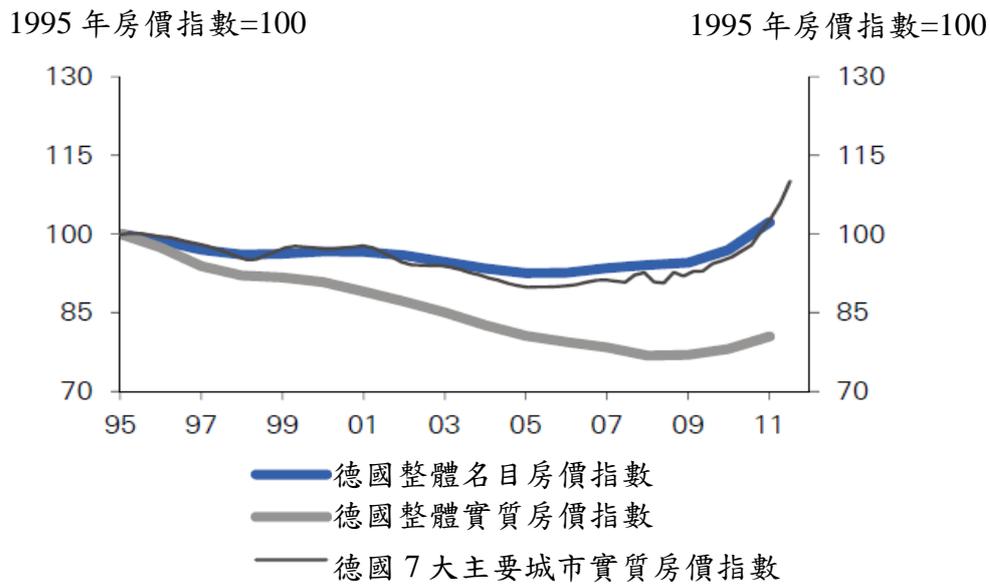
德國房地產市場低迷已久，相較於歐元區其他國家，過去 10 餘年來，德國房價大致平穩，上漲速度較慢，且漲幅不大 (圖 12)，自 1995 年至 2009 年，實質房價甚至下跌約 20% (圖 13)，沉寂逾 10 年之德國房地產價格，自 2010 年起開始上揚。

圖 12、歐元區與德國房價走勢比較 (以 1995 年為基期)



資料來源：ECB,德國央行,BulwienGesa AG

圖 13、德國名目及實質房價指數變化(以 1995 年為基期)



資料來源：德國央行, BulwienGesa AG, 德意志銀行

自 2010 年至 2012 年，德國整體房屋價格上漲 8.25%（平均每年上漲 2.75%）。德國房價上漲程度各地不一，房價漲勢在 7 大主要城市（包括柏林、漢堡、慕尼黑、科隆、法蘭克福、斯圖加特及杜塞朵夫）尤為明顯，且以公寓價格上漲幅度較大。其中，2012 年德國整體房價上漲 3.9%，而 7 大主要城市之公寓價格則上漲 8.6%，且房價漲勢有自大城市向外擴散之現象。

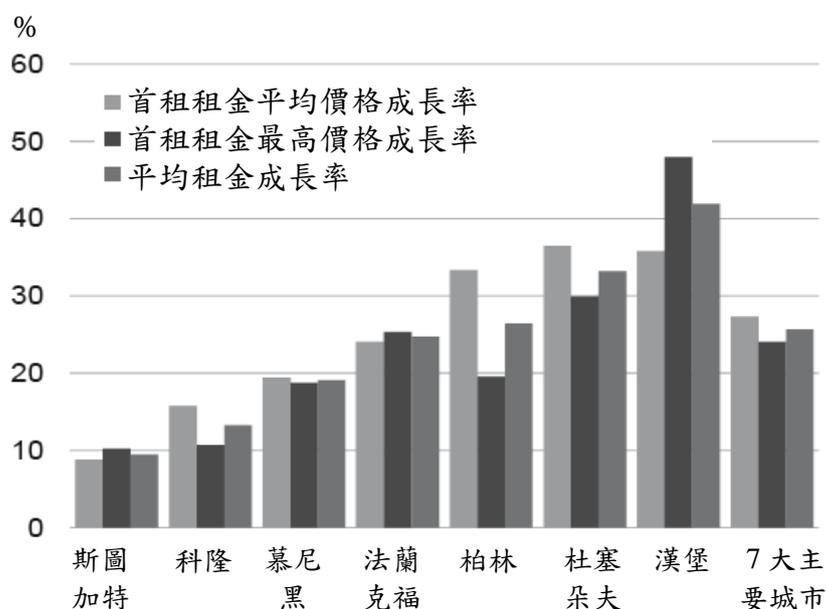
自 2007 年至 2012 年，7 大主要城市之公寓價格，以柏林、漢堡及慕尼黑上漲幅度較大（漲幅分別為 72.5%、49.9%及 36.7%），法蘭克福及杜塞朵夫居中（漲幅分別為 28.1%及 25.9%），科隆及斯圖加特較小（漲幅分別為 14.4%及 11.3%）（表 6）。此外，自 2007 年至 2012 年，7 大主要城市之整體房屋租金價格亦大幅揚升，平均上漲 25%，其中，房租漲幅最大者為漢堡，成長逾 40%，杜塞朵夫居次，上漲約 33%，相對而言，科隆及斯圖加特之房租上漲幅度較小，約僅 10%左右（圖 14）。

表 6、德國 7 大主要城市之公寓價格變化

	2012 年公寓價格 (歐元/平方公尺)	2007~2012 年公寓價格變化 (%)
柏林	2241	72.5
慕尼黑	3755	36.7
漢堡	2844	49.9
法蘭克福	2779	28.1
斯圖加特	2322	11.3
杜塞朵夫	2089	25.9
科隆	2012	14.4

資料來源：DIW Berlin

圖 14、2007~2012 年德國 7 大主要城市整體房屋租金價格變化



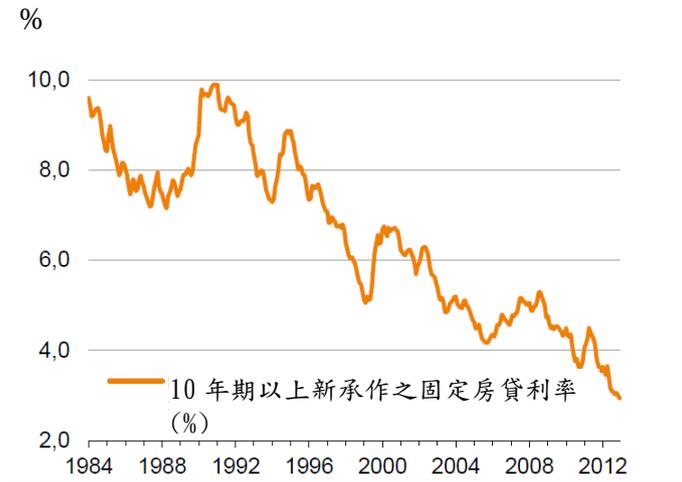
資料來源：BulwienGesa AG, DG HYP

(二) 近期德國房價上漲之主要因素

近期德國房價上漲之主要因素如次：首先，金融危機期間，金融市場的不確定性導致民眾將資金投入風險相對較低的房地產。其次，相較於其他歐洲國家，德國的經濟情況及就業展望相對良好，吸引境外投資者湧入投資。再者，大都會地區之房屋供給量不及家庭戶數之增加，此房屋短缺的缺口短期內不易弭平，都會區房屋供不應求的現象將推升房

價。最後，低利率環境使房貸借款人之還款負擔減輕（2012 年下半年，房貸利率降至約 3%，如圖 15），可能提升民眾購屋之意願。

圖 15、德國金融機構新承作之房貸利率降至歷史低點



資料來源：德國央行

(三)目前相關研究認為德國房價尚無泡沫化之虞

雖然近期德國房價出現上漲現象，惟近期有關德國房價之研究報告（包括德國央行、德意志銀行（Deutsche Bank）、德國商業銀行（Commerzbank）、中央合作銀行（DZ Bank）及學者 Xi Chen 及 Michael Funke（2013）之研究）指出，由於德國房價並非全面上漲，而係集中於部分地區，且德國金融機構授信標準較為嚴格，房貸成長尚屬緩和，近期房價回升或可視為過去房價長期低估之調整機制，尚無泡沫化跡象。然而，因投機性因素依然存在，且大都會地區房屋供不應求的現象短期內不易消除，預估德國房價漲勢仍將持續一段期間²⁵。

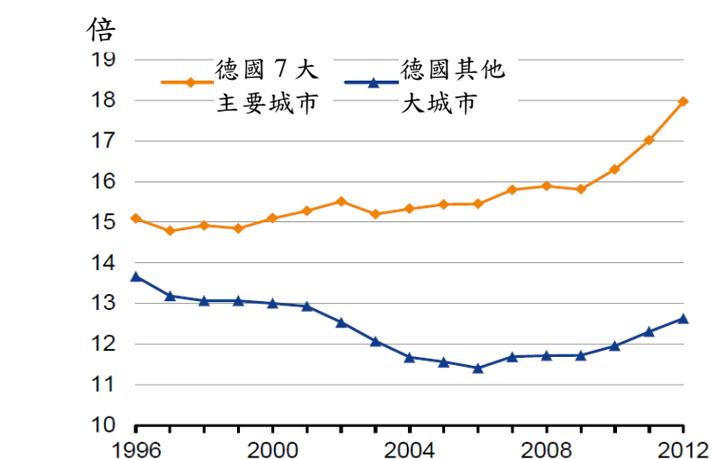
²⁵ 主要取材自 Deutsche Bank (2013), “No Bubble in Germany’s Residential Property Market,” Deutsche Bank Research, Jul. 31 ; DZ Bank (2013), “Major Differences between International Residential Property Market,” DZ Bank Research, May 29 ; Chen, Xi and Michael Funke (2013), “Renewed Momentum in the German Housing Market : Boom or Bubble?” CESifo Working Paper No.4287, June 27.

1. 衡量不動產價格泡沫化的指標

(1) 房價租金比

房價租金比為衡量房價是否高估而有泡沫化之虞的指標之一，若房價租金比過高，則隱含該區域房屋之投資價值較小，房價有高估現象。雖然自 1996 年至今，德國 7 大主要城市的房價租金比大幅上升，惟其他大城市之房價租金比相較於 1996 年仍屬偏低（圖 16）。

圖 16、德國房價租金比



資料來源：BulwienGesa AG

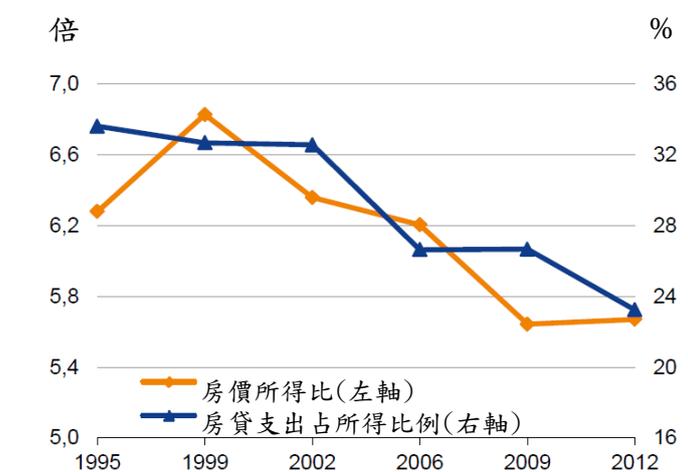
(2) 房價可負擔性

a. 房價所得比：房價所得比過高，則隱含房價有高估現象，就房價所得比的角度觀之，德國房價所得比自 1995 年至 1999 年呈上升趨勢，自 1999 年至 2009 年大幅下滑，而自 2009 年迄今則持平。雖然德國房價自 2010 年起上漲，惟其房地產市場之需求上升，有來自就業情況改善及所得增加之力量支撐，故房價與所得同步提升，房價所得比仍持穩（圖 17）。

b. 房貸利息支出占所得比率：自 1995 年起，德國的房貸利息支出占所得比率持續下降，除德國民眾所得提升外，近年的低利率環境，亦

使民眾的房貸利息支出負擔大幅減輕，故即使房價上漲，民眾的房貸利息負擔並未隨之加重（圖 17）。此外，在德國 7 大主要城市及其他大城市，購屋所應支付的利息支出甚至較租屋所應支付的租金為低。

圖 17、德國房貸可負擔性改善



資料來源：vdp

c.房貸占 GDP 比重：2012 年德國房貸占 GDP 比重約 47%（1999 至 2003 年間約 50%），相較於歐盟國家房貸占 GDP 比率之平均值 52%，德國的房貸占 GDP 比率仍屬偏低。

2.德國房價上漲尚不致形成泡沫之原因

(1)房貸成長幅度不大

不動產泡沫形成的主要原因，來自於不動產授信成長超過借款人負荷及債權人之風險承擔能力，2011 年及 2012 年德國購屋貸款成長尚屬緩和，過去 4 年內，德國全體金融機構之房貸餘額約僅增加 1%，房貸總餘額自 2000 年之 1.03 兆歐元增加至 2013 年第一季之 1.27 兆歐元，成長幅度不大（圖 18）。

圖 18、德國金融機構承作之房貸總餘額



資料來源：德國央行

(2) 長期固定房貸利率

截至 2012 年 6 月止，德國新承作之房貸利率中，超過 7 成係屬 5 年期以上之固定房貸利率，因而借款人得以精準估算未來較長一段時間之房貸利息支出，較不易因未來利率上升而無力償還，利率風險之曝險程度較低。

(3) 金融機構授信標準嚴格

根據德國央行對銀行所作之授信問卷調查，近期金融機構對房貸授信標準益加嚴格，此有別於其他因授信標準漸趨寬鬆而產生泡沫化情形的國家，德國金融機構審慎的授信原則有助防止投機性房市泡沫之產生。

德國金融機構的授信標準向來較為嚴格，除其授信態度嚴謹外，部分亦與金融機構廣泛使用不動產抵押貸款擔保債券（Mortgage Pfandbrief）作為再融資工具有關。不動產抵押貸款擔保債券係以符合特定條件之不動產抵押貸款為擔保之債券，依據德國擔保債券法（German Pfandbrief Act）規定，該不動產抵押貸款，須符合以下條件：

- a. 不動產抵押貸款應以擔保品鑑價金額（Mortgage lending value）作為核貸基礎，該鑑價金額須奠基於該擔保品長期的永續價值，故通常低於擔保品市價或買賣成交價。
- b. 不動產抵押貸款之貸款成數上限為擔保品鑑價金額之 60%（住宅抵押貸款及商用不動產抵押貸款均適用）。
- c. 不動產抵押貸款之擔保品鑑價，應由與放款決策無涉，具有獨立性之專業鑑價者為之，無論擔保品係位於德國境內或境外，均應適用一致的鑑價標準。然而，若擔保品座落於德國境內且貸款金額小於 40 萬歐元，則得由金融機構自行鑑估，免受本項規定之限制。
- d. 擔保品鑑價規則應定期由專業鑑價者檢視並重新評估，如該區域之住宅擔保品價格下滑 20%，或商用不動產價格下滑 10%，則應予以調整。
- e. 僅限於貸放予 EEA、瑞士、美國、加拿大及日本之第一順位不動產抵押貸款。

(4)德國良好的經濟基礎可支撐房地產市場之發展

目前德國良好的就業及經濟情況可支撐房地產市場之發展，且有助增加家計單位及金融機構因應市場變化之彈性。

三、房價及不動產授信風險為德國總體審慎監理之一環

(一)德國央行扮演總體審慎監理之重要角色

2013 年初德國「金融穩定監理法案」（The Act on Monitoring Financial Stability）正式生效，2013 年 3 月 18 日德國金融穩定委員會（Financial Stability Committee）正式成立，該委員會為德國總體審慎監理之專責機構，主要目標在於減少系統性風險並維持金融穩定。

德國金融穩定委員會係由德國央行、財政部、金融監理機關(Federal Supervisory Authority, BaFin)及金融市場穩定機構(Financial Market Stability Agency, FMSA)之成員共同組成，每季至少舉行一次會議。其中，德國央行、財政部及 BaFin 具有投票權，而 FMSA 則無投票權。

金融穩定監理法案賦予德國央行總體審慎監理之重要職責，在此架構下，德國央行於金融穩定及總體審慎監理均扮演重要角色，其任務包括：分析與金融穩定攸關的重要議題，辨識危及金融穩定的潛在威脅，向金融穩定委員會提出可能危及金融穩定之警告及建議，並於相關單位採取特定因應措施後，評估其政策執行成效。

(二)德國央行對房價及不動產授信風險之監理

由於德國央行為總體審慎監理之重要角色，而房價可能透過不動產授信管道影響金融穩定，針對近期德國房價上漲的現象，德國央行於其月報及金融穩定報告中，均對房價上漲及金融穩定議題有所著墨。

德國央行於 2012 年 2 月發布的月報及 2012 年 11 月的金融穩定報告中，即曾提醒各界注意房價上漲問題，然而，德國央行認為，鑒於德國房價並非全面性上漲，房貸成長情形尚屬緩和，此外，因投資人已記取近期美國次貸風暴之教訓，故藉由德國央行之公信力，透過宣示溝通策略改變投資人之預期，對於抑制房價飆漲應屬有效。德國央行強調其將持續關注德國房地產市場之發展，強化總體審慎監理，且不排除於必要時採取具體的因應措施，例如要求銀行降低房貸成數等。

德國央行 2013 年 10 月發布之月報再次聚焦於德國房價上漲之議題，提出房價可能高估之警訊。德國央行指出，7 大主要城市的房價可能偏離基本面而有高估之虞（大城市的房價可能高估 20%），若未來房

價反轉下跌，家計單位可能將面臨財富損失，惟金融機構所受影響可能不大，主要係因德國房貸金額成長有限，且金融機構授信標準仍較嚴格，故未來若房價下修，尚不致危及金融穩定，或造成總體經濟風險。然而，德國央行預期房屋（尤其是公寓）供不應求的現象仍將持續一段時間，且房價漲勢亦有自大城市蔓延至周邊郊區之情形，房價上漲壓力短期內不易減緩。然而，德國央行亦指出，由於現行房地產市場資料之取得仍有落差，且價格效果的決定因素亦不確定，故目前德國房地產市場之相關研究結果，可能仍具不確定性，有待未來持續觀察。

德國央行於 2013 年 11 月之金融穩定報告中指出，其他國家的經驗顯示，因不動產授信過度寬鬆所致之房價榮景，可能對金融穩定形成嚴重威脅，至於影響程度則取決於金融機構之風險承受及借款人之負擔能力。雖然目前德國不動產授信成長仍屬緩和，且金融機構整體之不動產授信標準並未放寬，惟部分房價高漲地區之房貸成長率似有高於平均值之現象，浮動利率房貸之承作比例亦有增加。為瞭解德國家計單位之房貸負擔能力，以及德國金融機構所面臨之不動產授信風險，德國央行以 2010 年 9 月至 2011 年 7 月有房貸之家計單位（約占德國所有家計單位之 22%）資料進行分析，檢視家計單位之房貸負擔能力。分析結果顯示，德國家計單位的財務狀況及房貸負擔能力尚屬健全，加以德國金融機構普遍嚴謹的授信政策，德國央行認為，德國金融機構之不動產授信風險尚在可控制之範圍內，惟因該資料取樣期間較早，故可能無法完全反映近期狀況。

德國央行表示，審慎的授信政策為金融穩定的重要基石，而金融機構承作房貸時，常有順景氣循環之傾向，亦即於房價上升時增加貸款金額，惟增加的房貸資金再投入房屋市場，可能進一步推升房價，信用成

長與房價上漲彼此交互影響，可能形成不利金融穩定之惡性循環；另一方面，德國央行考量當前的低利率環境，可能使借款人高估自身負擔能力而過度借貸，或過度樂觀地預期房價將持續上升而產生錯誤決策，因此提醒承貸金融機構及房貸借款人於決策時，均應將中期及長期的不同情境及可能面臨之風險納入考量，德國央行重申，金融機構不應因近期房價上漲而過度承擔不動產授信風險，金融機構於承作房貸時，應嚴格遵守審慎授信原則。未來德國央行仍將持續監控房價高漲地區之不動產授信風險，及其對金融穩定可能造成之影響。

伍、結論與建議

一、結論

為因應美國次貸危機、歐洲金融危機以及歐元區內各國經濟金融情勢差異化之狀況，歐元區在單一貨幣政策架構下，實施多項非常規貨幣政策操作，包括放寬合格擔保品範圍，實施 3 年期 VLTRO 及 ELA 機制，以因應各國金融機構狀況提供流動性，並建立 OMT 機制及成立 ESM，以作為歐元區金融危機之防火牆。ECB 靈活運用貨幣政策與金融穩定機制，有效穩定市場信心，值得我國借鏡。此外，由於房價及不動產授信風險對於金融穩定影響甚鉅，針對近期德國房價上漲現象，德國央行亦強化總體審慎監理，並提醒各界注意不動產授信風險之控管。

(一) ECB 多項非常規機制中，以 OMT 搭配 ESM 最具成效

ECB 為挹注金融機構流動性所採行的非常規機制，係 VLTRO 及 ELA 並搭配放寬擔保品範圍之操作。其中，VLTRO 有效降低貨幣市場利率，使歐元區銀行的超額準備大幅增加，惟並未達到 ECB 欲放鬆歐元區信貸之成效。

另 ECB 為有效穩定歐元區因金融危機而產生的恐慌情緒，建立 OMT 與 ESM 機制，並使歐元區成員國共同分擔風險，此兩機制之搭配有效緩和市場投資人信心、降低銀行與企業借款成本及 Target 2 餘額，使歐元區經濟逐漸邁向復甦。

其中，OMT 並非無條件以降低公債殖利率為目的，而係在公債殖利率異常波動時才會執行，與 Fed 執行 QE 之目的截然不同。此外，OMT 機制亦解決前項債券購買計畫 SMP 機制的多項缺陷，透過放棄債權優先權、要求申請國須通過 ESM 之經濟改革計畫等措施，使 OMT 機制之成

效明顯優於 SMP，並在不降低會員國改革誘因下提供歐元區危機時之保險機制，為較穩定且有效的措施。

(二) ESM 之可貸規模並未較 EFSF 大，但其財務健全性及資本較高

歐元區的永久性金融穩定機構 ESM 已於 2013 年 7 月 1 日起接替暫時性機構 EFSF，EFSF 已停止接受新的援助計畫，但仍將持續發債融資直至現有援助計畫結束為止。未來 EFSF 與 ESM 仍將持續併行，兩機構將持續發行不同年期債券，藉以建立歐元計價之高流動性債券殖利率曲線。

ESM 之可貸款規模雖未較 EFSF 大，但 ESM 積極強化財務健全性，透過要求成員國提撥法定資本及維持 15% 實收資本占負債比重之目標，使金融市場投資人對其較具信心，並於 2013 年 10 月 8 日成功發行首支債券，吸引原本不願意投資 EFSF 的投資人進場投標。ESM 的資本及籌資狀況均優於 EFSF，顯示其應較有能力維持歐元區金融穩定。未來隨著 ESM 資本額擴大，OMT 與 ESM 之運作，應可強化其緩解歐洲金融危機之功能，為歐盟區決策者爭取更多時間研擬對策。

(三) 目前德國央行主要仍採取溝通策略，提醒各界注意房價上漲問題及不動產授信風險

德國房價長期平穩，惟近期出現上漲現象，引發各界關注是否有房價泡沫化的疑慮。近期有關德國房價之研究報告顯示，整體而言，德國房價尚不致過度攀升而出現泡沫化現象。鑒於目前德國不動產授信風險尚在可控制範圍，房價上漲尚不致危及金融穩定，針對房價上漲問題，德國央行主要仍採取溝通策略，亦即透過其所發布之月報及金融穩定報告，提醒借款人及金融機構注意風險控管，並強調德國央行未來將持續強化總體審慎監理，適時採取妥適之因應措施。

二、建議

(一) ECB 緊急流動性援助(ELA)機制之設計特點，可供研議參考

ELA 之主要特色係在歐元體系統一的擔保品機制下，賦予各會員國央行可自行放寬擔保品範圍之決定權，以有效因應個別會員國之情況提供緊急流動性援助。此外，ELA 係採個案核准之方式，ECB 及各會員國央行可視個別情況彈性決定；惟為規避道德風險，ELA 採取利率加碼的懲罰性措施，以及需同時經該國央行與 ECB 之雙重審核機制，可避免銀行進行套利行為，有效防範道德風險問題。

為因應美國次貸危機時之風險，本行曾於 2008 年採取「擴大附買回操作機制」，透過擴大交易對手、延長操作期間及擴大合格擔保品標的之方式，以充分提供國內金融機構所需流動性；2008 年承作金額為新台幣 784 億元，隨著金融狀況穩定，此機制之操作於 2008 年底全數到期收回。

目前我國金融體系流動性寬裕，尚無需針對特定機構提供緊急流動性援助；惟未來若需建立相關機制時，可參考上述 ELA 設定利率加碼與嚴格審核制度，以達成有效提供流動性並降低道德風險之目的。

(二) ECB 成立小組以積極關注貨幣市場之作法，值得參考

貨幣市場為貨幣政策傳導機制之核心環節，ECB 自 2006 年起成立「貨幣市場連繫小組」(Money Market Contact Group, MMCG)，與金融業者積極溝通並監控貨幣市場機制，以利充分掌握金融情勢，在歐元區面臨金融危機期間，貨幣市場功能不彰狀況下，此小組會議更可有效幫助 ECB 了解市場狀況並擬定政策方針。

我國目前尚無監控貨幣市場整體發展之專責機構，鑑於貨幣市場的穩健發展為央行貨幣政策之重要傳導管道，短期利率指標之健全性更攸

關金融市場之運作效率，ECB 對貨幣市場及短期利率指標之積極介入態度，似可提供我國借鏡。

(三) 研議適時調整擔保品架構之彈性

歐元體系收受之擔保品種類較為多元，且於危機期間亦多次調整其擔保品架構，透過擴大合格擔保品範圍，協助金融機構取得資金。相較於歐元體系，本行合格擔保品主要為政府公債及本行定存單。雖然我國與歐元區之國情不同，且我國目前尚無擴大擔保品範圍以提供流動性之需要，而本行收受風險較低的資產作為擔保品亦有助於控管風險，惟金融危機爆發時，擔保品架構之調整亦為因應危機的重要策略之一，本行或可思考，如未來必要時，如何因應市場情況，適時調整擔保品架構，擴大擔保品範圍，俾保持因應金融危機之彈性。

如未來確有調整擔保品架構之需要，則應搭配妥適的風險管理措施，在擔保品評價方面，或可參採 ECB 所建立的歐元體系共同評價中心²⁶（Common Eurosystem Pricing Hub, CEPH），建立相關機制並善加運用風險管理人才，訂定適當之資產評價方式及評價折扣比率等風險控管之配套措施。

(四) 適度規範金融機構的不動產鑑價標準，以有效控管金融機構不動產授信風險

德國金融機構廣泛以不動產抵押貸款擔保債券（Mortgage Pfandbrief）作為再融資工具，而德國對於該擔保債券之不動產抵押貸款條件，均訂有明確而嚴格的規範，包括不動產抵押貸款成數不得超過擔保品鑑價金額之 6 成，且擔保品鑑價應由獨立的專業鑑價者遵循一致的標準鑑價，此為德國金融機構授信標準相對嚴格，金融體系相對穩定的

²⁶ 歐元體系共同評價中心(CEPH)之相關資訊詳見附錄 2。

重要因素之一。

目前我國對於房貸擔保品鑑價並未有明確而一致的規範，金融機構辦理房貸之鑑價方式未盡相同，故不同金融機構對於同一擔保品之鑑價金額，可能產生明顯落差。雖然金管會持續協助金融聯合徵信中心建置「不動產成交行情及鑑價資訊平台」，供會員金融機構查詢利用，並促請銀行公會轉知各銀行辦理鑑價作業時，應將金融聯徵中心之不動產鑑價資訊平台，或實價登錄制度所揭露之房地產價格，列為不動產擔保品鑑價之重要參考依據，惟仍不具強制性。由於金融機構貸款金額取決於擔保品鑑價，為有效控管不動產授信風險，本行似可於金融監理聯繫小組會議，適時建請金管會將金融機構對房貸擔保品之鑑價作業辦理情形列為檢查項目之一，以檢視金融機構對於上開原則之落實情形。

參考資料

1. 楊淑雯(2009) , 「歐洲中央銀行貨幣政策操作架構與因應金融風暴的措施」, 中央銀行公務出國報告, 6月。
2. 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。
3. 劉雨芬(2013), 「歐債危機之因應措施暨未來可能之發展」, 國際金融參考資料第六十五輯, 6月。
4. André Sapir (2012), “The SMP is dead. Long live the OMT,” Bruegel, Sep.
5. Benink, H., & Huinga, H. (2013), “How to limit the ECB’s OMT?” *Vox EU*, July.
6. Buiter, W. H., (2012), “The role of central banks in financial stability: How has it changed?” *CREP Discussion Paper*, January.
7. Buiter, W. H., (2012), “Is the Eurozone at Risk of turning into the Rouble Zone?” *Citi Global Economic View*, February.
8. Chen, Xi and Michael Funke (2013), “Renewed Momentum in the German Housing Market : Boom or Bubble?” *CESifo Working Paper No.4287*, June 27.
9. Cheun, Samuel, Isabel von Koppen-Mertes and Benedict Weller (2009), “The Collateral Frameworks of the Eurosystem,the Federal Reserve System and the Bank of England,” *ECB Working Paper No.107*, Dec..
10. Commerzbank (2012), “ECB: What is ELA,” *Week in Focus*, June.
11. Commerzbank (2013), “ELA: Mind the gap,” *Week in Focus*, Jan.
12. Commerzbank (2013), “ELA in Cyprus...and in France,” *Week in Focus*, April.
13. Commerzbank (2013), “German Real Estate Monitor,” *Economic Research*, Apr. 12.
14. Credit Suisse (2012), “Wider ECB collateral & LTROs,” *Fixed Income Research*, Feb.
15. Delmendo, Lalanie C.(2013), “House Prices in Germany are Picking Up,” *Global Property Guide*, June 17.
16. De Grauwe, P. & Ji Y. (2013), “Fiscal Implications of the ECB’s

- bond-buying programme”, *Vox EU*, June.
17. Deutsche Bank (2012), “Euro Area Property Prices: Germany versus the Rest,” *Deutsche Bank Research*, June 29.
 18. Deutsche Bank (2012), “The German Housing Market: Risk of a Bubble Until 2020? ,” *Deutsche Bank Research*, Sep.28.
 19. Deutsche Bank (2013), “No Bubble in Germany’s Residential Property Market,” *Deutsche Bank Research*, Jul. 31.
 20. Deutsche Bundesbank (2012), “House Prices in 2011 in Germany,” *Monthly Report*, Feb. 20.
 21. Deutsche Bundesbank (2012), “Macroprudential Oversight in Germany,” *Press Notice*, Oct. 25.
 22. Deutsche Bundesbank (2012), “German Housing Market Gaining Momentum,” *Financial Stability Review 2012*, Nov. 19.
 23. Deutsche Bundesbank (2013), “German Macroprudential Oversight Strengthened,” *Press Notice*, Mar. 18.
 24. Deutsche Bundesbank (2013), “Possible Overvaluation of Residential Property in German cities,” *Topics*, Oct. 21.
 25. Deutsche Bundesbank (2013), “The Determinants and Regional Dependencies of House Price Increases since 2010,” *Monthly Report*, Oct. 21.
 26. Deutsche Bundesbank (2013), “Risks Arising from German Households with Outstanding Housing Loans,” *Financial Stability Review 2013*, Nov. 14.
 27. Deutsche Bundesbank (2013), “Housing Market Continues to Grow Dynamically,” *Financial Stability Review 2013*, Nov. 14.
 28. DG HYP (2013), “The German Pfandbrief Market 2013- 2014,” *DG HYP Research*, Sep..
 29. Dreger, Christian and Konstantin A. Kholodilin (2013), “Real Estate Booms and Price Bubbles: What Can Germany Learn from Other Countries ”, *DIW Economic Bulletin*6, June.
 30. DZ Bank (2013), “Major Differences between International Residential Property Market,” *DZ Bank Research*, May 29.
 31. ECB (2008), “Measures to further expand the collateral framework and enhance the provision of liquidity,” *Press Release*, Oct. 15.

32. ECB (2010), “The ECB’s Response to the Financial Crisis,” *Monthly Bulletin*, Oct.
33. ECB (2010), “ECB introduces ABS loan-by-loan information requirements in the Eurosystem collateral framework,” *Press Release*, Dec. 16.
34. ECB (2011), “The European Stability Mechanism,” *ECB Monthly Bulletin*, July.
35. ECB (2011), “Guideline of the European Central Bank of 20 September 2011 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem,” Sep..
36. ECB (2011), “Financial Markets in early August 2011 and the ECB’s monetary policy measures,” *Monthly Bulletin*, Sep.
37. ECB (2011), “Chronology of monetary policy measures of the Eurosystem,” *Monthly Bulletin*, Nov.
38. ECB (2011), “ECB announces measures to support bank lending and money market activity,” *Press Release*, Dec. 8.
39. ECB (2012), “Euro Money Market Survey,” September.
40. ECB (2012), “ECB announces implementation of loan-level data reporting requirements for asset-backed securities,” *Press Release*, July 6.
41. ECB(2013),“The Eurosystem Collateral Framework Throughout the Crisis,” *Monthly Bulletin*, July.
42. ECB (2013), “The use of Credit Claims as Collateral for Eurosystem Credit Operations,” *Occasional Paper Series No.148*, June.
43. ECB (2013), “Outright Monetary Transactions, one year on,” *Speech by Benoît Cœuré*, Sep.
44. ECB (2013), “Non-standard monetary policy measures: where do we stand?” *Speech by Benoît Cœuré*, July.
45. ECB (2013), “ECB implements loan-level reporting requirements for asset-backed securities backed by credit card receivables” *Press Release*, Sep. 19.
46. EFSF (2013), “Frequently Asked Questions on the European Financial Stability Facility,” May.
47. ESM (2013), “Frequently Asked Questions on the European Stability

Mechanism,” July.

48. ESM (2013), “European Stability Mechanism: The High Level Principles for Risk Management,” Oct.

49. Federal Ministry of Finance (2013), “Overview of the European financial assistance programmes,” June.

附錄 1、歐元體系公開市場操作常規性措施

公開市場操作措施	交易型態		主要交易期間	交易頻率	交易程序	合格擔保品 或交易標的	交易對手
	挹注流動性	吸收流動性					
主要再融通操作	附買回操作	-	1 週	每週	標準化程序	市場性資產或 非市場性資產	須為歐元體系 合格交易對手
長期再融通操作	附買回操作	-	3 個月	每月	標準化程序	市場性資產或 非市場性資產	須為歐元體系 合格交易對手
微調操作	附買回操作、外 匯 SWAP 操作	附賣回操作、 外匯 SWAP 操 作、收受固定利 率存款	彈性操作	彈性操作	彈性操作	市場性資產或 非市場性資產	須為歐元體系 合格交易對手
結構性操作	附買回操作	發行 ECB 證券	彈性操作	彈性操作	標準化程序	市場性資產或 非市場性資產	須為歐元體系 合格交易對手
直接購買計畫	買入證券	賣出證券	-	彈性操作	彈性操作	市場性資產	-

資料來源：ECB

附錄 2、歐元體系擔保品常規性架構

歐元體系（包括 ECB 及歐元區會員國央行）得透過附買回操作或提供擔保放款等方式，提供金融市場流動性，惟所有交易對手均須具有合格擔保品。

目前歐元體系的擔保品制度係採單一表列制，合格擔保品主要可分為市場性資產（marketable assets）及非市場性資產（non-marketable assets）兩大類別。前者為在資本市場交易的證券，得作為歐元體系所有貨幣政策操作與日間透支的合格擔保品；而後者則係無相對應的交易市場之資產，僅得作為歐元體系附買回交易、邊際放款機制與日間透支的合格擔保品，不得用於買賣斷交易。

一、 歐元體系擔保品之適格要件

(一) 市場性資產之適格要件

1. 一般債務工具

歐元體系接受作為合格擔保品的一般債券，須具備下列要件，且各要件須維持至交易對手贖回資產為止：

- (1) 本金金額須為固定，且不具其他附帶條件。
- (2) 票息須屬零息、固定利率票息，或與參考利率連結之浮動利率票息，且非產生負現金流量者；票息亦可與債券發行者之信評連動。此外，通膨指數連動債券亦屬合格的市場性資產。

2. 資產擔保證券（Asset-Backed Securities,ABSs）

除擔保金融債券（covered bank bonds）外，其餘 ABSs 毋須適用上述規定(1)。歐元體系要求作為合格擔保品之 ABSs（除擔保金融債外），其標的資產須符合以下要件：

- (1)ABSs 標的資產之取得，應受所屬歐盟會員國法律之管轄。
- (2)標的資產應由創始機構（originator）或中介機構確實賣斷（true sale）予特殊目的機構（special-purpose vehicle）後進行證券化，俾確保標的資產不再受到創始機構與債權人之控制，具有強制對抗任意第三人之效力，即使創始機構或中介機構破產，亦不會對標的資產產生影響。
- (3)ABSs 應由創始機構或歐元經濟區(Euro Economic Area, EEA) 之中介機構出售予發行機構。
- (4)標的資產中不能包含任何其他 ABSs 之分券、信用連結債券（credit-linked notes），或其他可移轉信用風險之信用衍生性商品。
- (5)若標的資產為信用債權，則債務人及債權人須隸屬 EEA、相關證券須位於 EEA 內，且該等信用債權應受 EEA 法律之管轄；若標的資產為債券，則發行債券者應隸屬 EEA、於 EEA 發行、受 EEA 法律之管轄，且相關債券須位於 EEA 內。

(二)非市場性資產之適格要件

1.合格交易對手之定期存款（fixed-term deposits from eligible counterparties）

歐元體系對於合格交易對手以其定期存款作為合格擔保品者，僅規定幣別應為歐元，其餘未設有特別限制。

2.信用債權 (credit claims)

信用債權即金融機構放款，而餘額遞減之信用債權及聯貸參與者按其參與比重所持有之債權，亦為合格的信用債權。惟已核定但未使用的貸款額度、準備金帳戶透支及信用狀，則非屬合格擔保品。

信用債權應符合以下要件：

- (1) 本金金額固定，未附其他條件。
- (2) 信用債權所訂之利率不能產生負數現金流量，且所訂利率須符合下列三種形式之一：零票面利率、固定利率，與參考利率或通膨率連結之浮動利率。
- (3) 上述各項要件須維持至交易對手贖回資產為止。

3.非市場性住宅房貸抵押債務工具 (Retail Mortgage-Backed Debt Instruments,RMBDs)

RMBDs 係指由一籃子房貸擔保且未完全證券化的債務工具，目前僅有愛爾蘭的房貸抵押本票 (mortgage-backed promissory note) 屬之，RMBDs 應符合以下條件方可作為歐元體系的合格擔保品：

- (1) 本金金額固定且未附條件。
- (2) 所訂利率不能產生負數現金流量。

表 7、符合歐元體系信用操作之合格擔保品種類及要件

	市場性資產	非市場性資產		
資產種類	ECB 債務憑證或其他具市場性之債務工具	信用債權	RMBDs	定期存款
信用標準	按 ECAF 對市場性資產所訂規定加以評估，須符合高信用標準。	按 ECAF 對信用債權所訂之規定加以評估，須符合高信用標準。	按 ECAF 評估且符合高信用標準。	不適用
發行地	EEA	不適用	不適用	
結算處理程序	1. 結算地：歐元區 2. 須以無實體形式集中存放於 NCBs，或符合 ECB 最低標準的證券結算系統。	依據所屬會員國文件中，所定義的歐洲中央銀行體系程序處理。	按會員國所訂之歐洲中央銀行體系程序處理。	
發行人/借款人/保證人	中央銀行、 公部門機構、 私部門機構 國際與超國家機構	公部門機構 非金融企業 國際與超國界機構	為 ECB 合格交易對手的授信機構	
發行者/借款人/保證人屬地	1.發行者：EEA 或非 EEA 之 G10 國家 2.借款人：EEA 3.保證人：EEA	歐元區 (國際與超國家機構無屬地限制)	歐元區	
合格市場	1.受規範市場 2.經 ECB 認可的未受規範市場	不適用	不適用	
幣別	歐元	歐元	歐元	歐元
最低規模	不適用	最低規模門檻： 1. 各國境內使用：各會員國央行自行訂定最低規模 2. 跨國使用：50 萬歐元 (預計 2013 年以後，全歐元區均適用 50 萬歐元的門檻)	不適用	不適用
法規依據	關於 ABSs 標的資產之取得，受所屬 EU 會員國的法律管轄。	1. 信用債權合約，及交易對手與各會員國央行所簽訂的信用債權擔保品跨國移動合約，應受所屬會員國法律之規範。 2. 下列各項若來自不同國家，最多僅能受 2 個國家之法律管轄：(1)交易對手(2)貸款人(3)借款人(4)保證人(若相關)(5)信用債權合約(6)債權移動合約。	不適用	不適用
跨境使用	可	可	可	可

資料來源：ECB

二、 歐元體系擔保品之風險管理

各國央行為提供放款融通所收受之擔保品，可能面臨信用風險、市場風險及流動性風險，為減輕前開風險並避免損失，歐元體系主要採取以下三項風險減緩措施：

(一) 歐元體系信用評等機制(Eurosystem Credit Assessment Framework, ECAF)

歐元體系信用評等機制（Eurosystem Credit Assessment Framework , ECAF）訂定擔保品評估之程序、規則及技巧，以確保各類擔保品符合高信用標準之要求。

歐元體系以下列 4 種來源之一的信用評等，作為評估擔保品信用品質之依據：外部信用評等機構（External Credit Assessment Institutions, ECAIs）、會員國央行自建之內部信用評等系統（National Central Banks' In-House Credit Assessment Systems, ICASs）、交易對手之內部信用評等系統（Counterparties' Internal Ratings Based (IRB) Systems），以及第三方提供者的信用評等工具（Third-Party Providers' Rating Tools, RTs）。

1. 外部信用評等機構（External Credit Assessment Institutions, ECAIs）

歐元體系將各信評機構的不同信用評等相互對應，參酌歐盟所訂定的資本要求指引（Capital Requirements Directive）之違約率，歸納為一致的信評架構（表 8），並定期檢視其妥適性。

表 8、ECAI 信用評等與對應之信用品質層級

ECAI 信用評等		信用品質層級		
		層級 1	層級 2 (1 年內違約機率 0.1%)	層級 3 (1 年內違約機率 0.4%)
短期	DBRS	R-1H	R-1M, R-1L	R-2H, R-2M
	Fitch	F1+	F1	F2
	Moody's	-	P-1	P-2
	S&P	A-1+	A-1	A-2
長期	DBRS	AAA/AAH/AA/AAL	AH/A/AL	BBBH/BBB
	Fitch	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A-	BBB+/BBB/BBB-
	Moody's	Aaa/Aa1/Aa2/Aa3	A1/A2/A3	Baa1/Baa2/Baa3
	S&P	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A-	BBB+/BBB/BBB-

資料來源：ECB

歐元體系貨幣政策操作之合格擔保品，至少應達到 ECAF 之信用品質最低門檻（即表 8 的信用層級 3，1 年內違約機率 0.4%），若以 ABSs 為擔保品，歐元體系僅接受發行時符合信用層級 1 之最高信評等級者（亦即長期評等符合 Fitch、S&P 或 DBRS 所訂之 AAA，或 Moody's 所訂之 Aaa；短期評等符合 Fitch 所訂 F1+、S&P 所訂 A-1+或 DBRS 所訂 R-1H 等），且在該證券存續期間，信評等級不得低於信用層級 2（即 Fitch 或 S&P 所訂之 A-或同等級者）；至於 RMBDs 之最低信評等級，則須達到信用層級 2。

2. 會員國央行自建之內部信用評等系統 (National Central Banks' In-House Credit Assessment Systems, ICASs)

目前歐元體系已採行的 ICASs，包含西班牙央行、法國央行、愛爾蘭央行、德國央行、奧地利央行及斯洛維尼亞央行的內部信評系統。為確保其評等效果，ICASs 應定期接受歐元體系之信評系統評估成效檢視 (performance monitoring of credit assessment systems)，亦即每年將 ICASs 評估之違約率與實際違約率加以比較，檢視是否有大幅落差，如

差距過大且遲未改善，則將被排除於 ECAF 架構外，無法繼續作為歐元體系擔保品之信評依據。

3. 交易對手之內部信用評等系統 (Counterparties' Internal Ratings Based (IRB) Systems)

使用 IRB 信用評等之交易對手，須取得其會員國央行之核准，而 IRB 亦應受歐元體系之信評系統評估成效檢視。

4. 第三方提供者的信用評等工具 (Third-Party Providers' Rating Tools, RTs)

使用 RTs 信用評等者須經其會員國央行核准，目前歐元體系接受的 RTs 僅有 Creditreform Rating AG (表 9)。

表 9、 Creditreform Rating AG 信評與對應的 ECAF 信用層級

Creditreform Rating AG 信評	ECAF 信用層級
-	信用層級 1
CR1	信用層級 2
CR2~CR5	信用層級 3

資料來源：ECB

(二) 歐元體系擔保品的評價原則

1. 市場性資產：2012 年 9 月 24 日，歐元體系共同評價中心 (Common Eurosystem Pricing Hub, CEPH) 正式成立，此機構蒐集市場資訊並選擇最公允可靠者，對個別資產加以評價，以提供歐元區央行評估擔保品價值之資訊。擔保品價值係以評價日前一營業日 CEPH 決定之價格為計算基礎；若無法獲得可靠的市場價格，CEPH 將計算其理論價格。

2. **非市場性資產**：非市場性資產係根據其理論價格或流通在外餘額予以評價，按流通在外餘額評價者，應適用較高之評價折扣比率。

(三) 歐元體系其他擔保品風險控管措施

1. 原始保證金 (Initial margins)

歐元體系得要求參與貨幣政策操作的交易對手，應繳交原始保證金，亦即交易對手所提供之擔保品價值，不得低於自央行所獲得之流動性與原始保證金加總之金額。

2. 對發行人、債務人或保證人之限制

歐元體系得限制發行人、債務人或保證人之曝險，亦可針對特定的交易對手設限，尤其當交易對手的信用品質，與其所提交擔保品之信用品質，兩者呈現高度相關之際。

3. 對無擔保金融債券之運用限制

歐元體系對於以信用機構或其利害關係人所發行之無擔保金融債券作為擔保品者，予以限制。歐元體系規定，該等資產於市價扣除評價折扣比率後，可充作擔保品之價值，不得超過其總資產價值之5%。

4. 擔保品評價折扣比率 (Valuation haircuts)

歐元體系係按擔保品市價扣除特定折扣比率之調整後市價，估計擔保品價值，而擔保品評價折扣比率係考量擔保品資產之信用品質、剩餘年限及流動性等加以訂定。

(1)合格市場性資產之評價折扣比率

表 10、合格市場性資產之流動性分類與適用之評價折扣比率¹ 單位：%

信用品質	剩餘期限(年)	流動性分類								
		第 1 類		第 2 類		第 3 類		第 4 類		第 5 類
		*中央政府債券 *央行發行之債券 ²		*地方政府債券 *大額擔保金融債券 ³ *機構債券 ⁴ *超國家組織債券		*傳統擔保金融債券 *公司債券		*信用機構發行之無擔保債務工具 *其他金融機構發行之無擔保債務工具		資產擔保證券 (ABSs)
	固定利息	零息	固定利息	零息	固定利息	零息	固定利息	零息	固定利息	
信用層級 1 及 信用層級 2 (AAA~A-)	0-1	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	6.5	6.5	10.0
	1-3	1.0	2.0	1.5	2.5	2.0	3.0	8.5	9.0	
	3-5	1.5	2.5	2.5	3.5	3.0	4.5	11.0	11.5	
	5-7	2.0	3.0	3.5	4.5	4.5	6.0	12.5	13.5	
	7-10	3.0	4.0	4.5	6.5	6.0	8.0	14.0	15.5	
	>10	5.0	7.0	8.0	10.5	9.0	13.0	17.0	22.5	
信用層級 3 (BBB+~BBB-)	0-1	6.0	6.0	7.0	7.0	8.0	8.0	13.0	13.0	不適用
	1-3	7.0	8.0	10.0	14.5	15.0	16.5	24.5	26.5	
	3-5	9.0	10.0	15.5	20.5	22.5	25.0	32.5	36.5	
	5-7	10.0	11.5	16.0	22.0	26.0	30.0	36.0	40.0	
	7-10	11.5	13.0	18.5	27.5	27.0	32.5	37.0	42.5	
	>10	13.0	16.0	22.5	33.0	27.5	35.0	37.5	44.0	

註：1.一般而言，流動性類別係依發行機構之分類而定，惟不論發行機構為何，所有的資產擔保證券均屬於第 5 類，大額擔保金融債券均屬於第 2 類，傳統擔保金融債券均屬於第 3 類，其他授信機構債務工具均屬於第 4 類。資產擔保證券、擔保金融債券及無擔保金融債券，如係採理論價格評價者，應額外適用 5%之評價折扣比率，而以自身發行的擔保金融債為擔保品者，亦應適用額外的評價折扣比率：如該債券屬信用層級 1 或 2 者，應額外適用 8%之評價折扣比率；如屬信用層級 3 者，則應額外適用 12%之評價折扣比率。

2.ECB 發行之債務憑證，及各會員國央行在採用歐元前於境內發行之債務憑證，均屬第 1 類。

3.發行金額至少 10 億歐元，且至少有三家造市者提供經常性報價。

4.僅有經 ECB 認定分類為機構者，其所發行之市場性資產方列入第 2 類，其餘機構發行之市場性資產則屬第 3 類或第 4 類，依其發行者及資產種類而定。

資料來源：ECB

(2) 合格非市場性資產之評價折扣比率

表 11、合格非市場性資產之評價折扣比率 單位：%

信用品質	剩餘期限(年)	固定利息支出的信用債權		非市場性 RMBDs
		固定利息且係依 NCB 指定之理論價格評價者	固定利息且係依 NCB 指定之流通在外數額評價者	
AAA~ A-	0-1	10.0	12.0	39.5
	1-3	12.0	16.0	
	3-5	14.0	21.0	
	5-7	17.0	27.0	
	7-10	22.0	35.0	
	>10	30.0	45.0	
BBB+~ BBB-	0-1	17.0	19.0	不適用
	1-3	29.0	34.0	
	3-5	37.0	46.0	
	5-7	39.0	52.0	
	7-10	40.0	58.0	
	>10	42.0	65.0	

資料來源：ECB

5. 依市價評價的變動保證金 (Variation margins marking to market)

歐元體系要求擔保品經扣除評價折扣比率的調整後市價，須維持於一定水準。當擔保品市價下跌至一定水準以下時，會員國央行將要求交易對手補繳額外的擔保品或現金；惟於擔保品價值上升至一定水準以上時，交易對手可提回溢繳的擔保品或現金。

6. 排除特定擔保品或交易對手

歐元體系得排除特定資產作為貨幣政策操作的擔保品，亦得針對特定的交易對手設限，尤其當交易對手的信用品質，與其所提交的擔保品的信用品質，兩者呈現高度相關之際。