

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：其他)

參加美國紐約聯邦準備銀行所舉辦之

「第 38 屆中央銀行研討會」

(2014 Central Banking Seminar)

出國報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：周綿珍/副科長

出國地區：美國紐約

出國期間：103 年 10 月 4 日至 10 月 12 日

報告日期：103 年 12 月

摘 要

2007 年至 2009 年美國不論在家計部門、金融部門及經濟方面都經歷很大的危機，聯邦準備銀行(FED)為挽救經濟，採行一連串寬鬆貨幣政策因應。6 年過後，美國經濟復甦日益穩健，FED 寬鬆貨幣政策完成退場，並為未來升息預做準備，陸續測試貨幣政策正常化可能使用之政策工具，期能將市場利率導向預期水準，邁向貨幣政策正常化目標；另探討美國貨幣政策立場改變對全球經濟之影響，暨英國、歐元區、日本、中國等經濟體之經濟現況及其貨幣政策走向；歐美各國為確保金融穩定，除依循國際準則加強金融機構監管外，並賦予監管單位更多的權責及功能。

目 錄

| | |
|--|----|
| 壹、前言..... | 1 |
| 貳、美國貨幣政策..... | 2 |
| 一、貨幣政策制訂與執行..... | 2 |
| 二、美國貨幣政策現況..... | 4 |
| 三、美國貨幣政策之傳遞功能..... | 7 |
| 四、貨幣政策正常化使用之政策工具..... | 9 |
| 參、美國貨幣政策立場改變暨全球各國貨幣政策走向..... | 14 |
| 一、美國貨幣政策立場改變對全球經濟之影響..... | 14 |
| 二、經濟復甦狀況不同，全球各國貨幣政策走向分歧的道路.. | 16 |
| 肆、為確保金融穩定，歐美各國加強金融機構監管作業..... | 21 |
| 一、美國依 Basel III 補強監管規範，並定期辦理銀行業壓力測試... | 21 |
| 二、歐盟建置單一監管機制及辦理銀行綜合評估作業..... | 23 |
| 伍、結語與建議..... | 26 |

壹、前言

職奉 准於民國 103 年 10 月 4 日至 12 日參加美國紐約聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York ,FRBNY)於美國紐約舉辦之「第 38 屆中央銀行研討會」(2014 Central Banking Seminar)，議程為期 5 天，計有 56 個國家及國際貨幣基金、歐洲央行、聯邦準備銀行等派員共 105 人參加。本次研習主題為美國經濟復甦日益穩健，聯邦準備銀行(FED)寬鬆貨幣政策立場改變及其未來走向，課程內容涵蓋美國貨幣政策、全球經濟金融情勢、美國貨幣政策改變對全球之影響及金融穩定等。研討會期間除聽取美國紐約聯邦準備銀行所選派之各部門專家及各國中央銀行專家講授相關課程外，亦透過學員間之聯誼互動，瞭解各國經濟及金融情勢，對開拓國際視野頗有助益。

本報告共分為五個部分，除前言外，第二個部分為美國貨幣政策現況，包括政策制定、執行現況、傳遞功能及貨幣政策正常化所使用之政策工具；第三部份主要係探討美國貨幣政策立場改變暨全球各國貨幣政策走向；第四部分為金融穩定及歐美各國銀行業監管作業；第五部分為結語與建議。

貳、美國貨幣政策

一、貨幣政策制訂與執行

聯邦準備法(Federal Reserve Act) 賦予美國聯邦準備銀行制定貨幣政策之權利，並依據 1977 年聯邦準備法所增訂 FED 貨幣政策目標¹：充分就業、物價穩定及維持適度之長期利率，作為目前 FED 強調且急欲達成之雙任務目標(充分就業及物價穩定)。

(一)FED 之最高決策單位為聯邦理事會(Board of Governors)，理事成員係由總統提名並經國會通過，共有 7 名理事，任期 14 年，並設有主席及副主席各 1 名，任期為 4 年。聯邦理事會之主要法定任務為：

1. 執行貨幣政策(貼現率、存款準備金等相關工具)，以影響貨幣總量及整體經濟信用狀況，進而追求充分就業、物價穩定及維持適度之長期利率等目標。
2. 監督/規範金融機構及系統性重要金融機構，以確保美國銀行及金融體系之健全發展，並保護消費者信用權利。
3. 提供金融機構、美國政府及外國官方機構相關金融服務，包括建置支付系統及其相關基礎設施等。
4. 為維持金融穩定及防範金融市場系統性風險發生，全面監管聯邦準備制度。

(二)FED 貨幣政策制定及執行單位為聯邦公開市場委員會(Federal Open Market Committee, FOMC)，成員包括聯邦理事 7 名成員、FRBNY 總裁及其他地區聯邦銀行總裁輪流擔

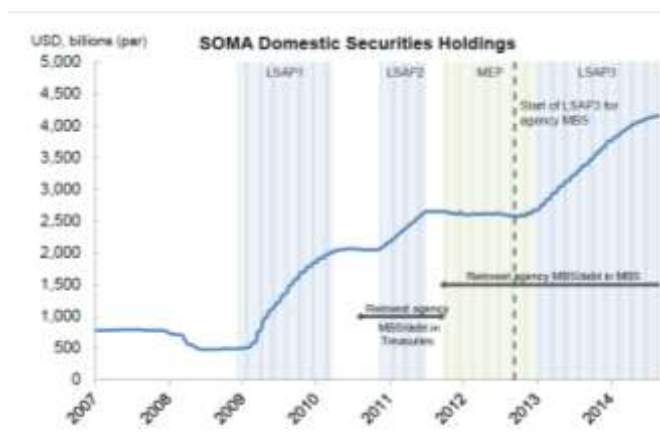
¹ Section 2A. Monetary policy objectives :

「..., so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.」【12 USC 225a. As added by act of November 16,1977(91 Stat.1387)...】

任，並設有主席及副主席各 1 名，由 FOMC 成員投票產生。FOMC 負責政策工具執行，授權及指導紐約聯邦準備銀行 Desk (FRBNY Desk) 執行公開市場操作 (Open Market Operations , OMOs)：

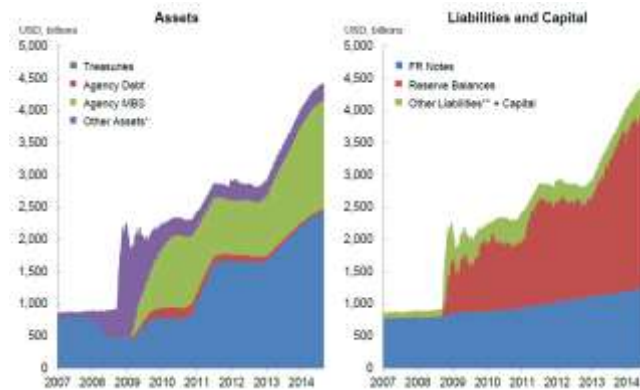
1. OMOs 傳統操作工具為聯邦資金利率(Federal Fund Rate, FFR)，透過 FFR 調節市場資金，FRBNY Desk 藉由調整存款準備供給以達成目標。
2. FOMC 透過溝通(communication)影響政策成效，目前短期利率前瞻指引(forward guidance)即為影響市場未來利率走向及金融情勢預期的重要工具。
3. FFR 調整至趨近於零的狀況下，FOMC 操作目標轉移至調整資產負債表規模及內容，並由公開市場帳戶系統 (System Open Market Account , SOMA)管理相關帳戶，包括下列操作方式：
 - (1) 大規模購買資產 (Large-scale Asset Purchases, LSAP) 計畫(圖 1)：包括購買政府公債(Treasuries)、政府機構不動產抵押貸款證券(Agency MBS)及其他相關資產以擴大資產負債表規模(圖 2)。

圖 1 資產購買計畫時程



資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程資料

圖 2 FED 資產負債表規模



資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程資料

- (2)到期年限延長計畫(Maturity Extension Plan, MEP)
- (3)到期本金再投資計畫
- (4)支付存款準備金利息

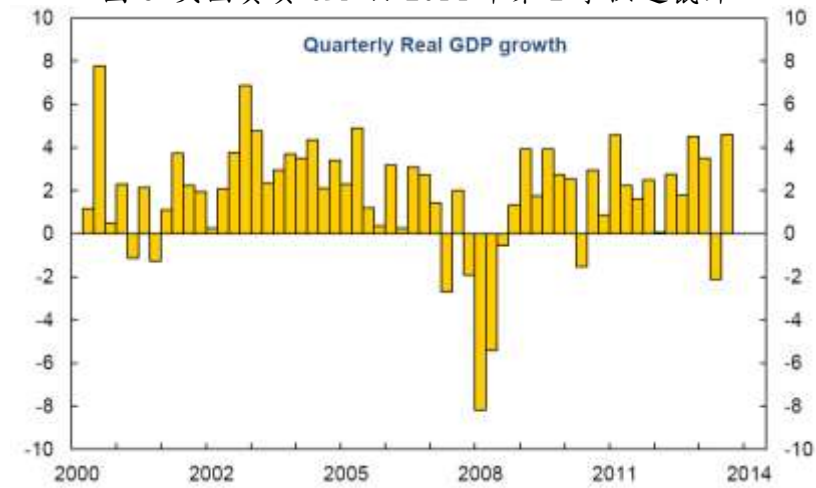
二、美國貨幣政策現況

(一)美國經濟呈現溫和穩定成長

2007 年至 2009 年美國不論在家計部門、金融部門及經濟方面都經歷很大的危機，FED 為挽救經濟，採行一連串傳統與非傳統貨幣政策因應，其中包括將聯邦資金利率目標區間降至趨近於零，挹注市場流動性、對存款機構準備金支付利息及擴增資產負債表規模等措施。6 年過後，美國經濟漸趨好轉，主要係勞動市場在過去 2 年呈現顯著成長趨勢，2014 年 10 月失業率為 5.8%，係 6 年來新低，且原本勞動市場所擔憂之閒置勞動資源狀況已於 2014 年第 3 季逐漸改善；消費者物價年增率維持穩定，惟仍低於 FOMC 設定之 2% 目標通膨率；另實質 GDP 成長率方面，雖企業投資成長穩固，惟家計部門消費支出疲弱(預備性儲蓄需求增加)、房地產復甦情形緩慢、非農產出率低等因素影響，致 2014

年上半年美國經濟復甦力道並不穩定，第 2 季 GDP 年化季增成長率達 4.6%，但首季卻衰退 2.1%(圖 3)，惟第 3 季 GDP 年化季增率達 5.0%，優於市場預期，顯示美國經濟正持續擴張中。

圖 3 美國實質 GDP 於 2014 年第 2 季快速竄升



資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程資料

(二) FED 持續採行適度寬鬆貨幣政策，並公布寬鬆貨幣政策退場機制，最終目標為貨幣政策正常化

1. 2014 年 10 月 29 日 FOMC 政策會議宣布正式結束資產購買計畫，惟到期本金再投資計劃仍持續進行，該計畫將使 Fed 長年期債券持有部位維持於相當水準，金融體系亦可持續處於寬鬆狀態。為支持持續向充分就業與物價穩定雙任務目標邁進，FOMC 確認目前聯邦資金利率目標區間 0%~0.25% 屬相當恰當，至於維持該目標區間之時間，將評估邁向充分就業及 2% 通膨率目標(包括已實現和預期中之相關經濟數據)之進度而定。FED 利率前瞻指引暗示將依據經濟情勢發展，提早或延緩調升聯邦資金利率目標區間，惟仍將維持該利率低於長期正常水準；另到期本金再

投資計劃仍使 FED 握有相當大規模證券資產，持續採行適度寬鬆貨幣政策。

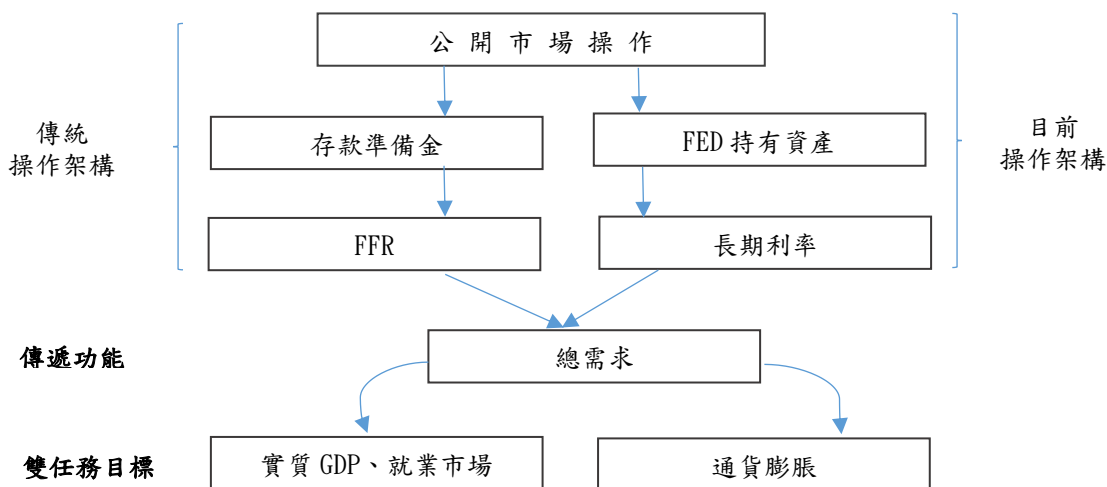
2. FOMC 政策會議於 2014 年 9 月 17 日公布「政策正常化原則與計畫，Policy Normalization Principles and Plans」，此為 2011 年 6 月所公布退場機制²之修正版，新版本中將改變 SOMA 之資產配置方式及加強相關政策工具之運用，係以調整短期利率作為達成政策目標之首要步驟，次為資產負債表規模之調整。

(1) 主要係以 FFR 作為主要政策利率目標區間，並以調整超額準備利率 (Interest on Excess Reserves, IOER) 作為促使 FFR 落入目標區間之主要政策工具，必要時再搭配隔夜附賣回利率 (Overnight Reverse Repos, ON RRP) 及其他輔助工具。

(2) FED 啟動升息後，才會停止到期本金再投資計畫，且不會主動處分目前持有債券，而是持有至到期，自然縮減資產規模，長期目標係僅持有政策操作所需必要資產額度，並以持有政府公債為主，以達資產負債表規模及資產配置正常化目標。

² 2011 年 6 月退場策略：(1) 停止部分或全部的資產購買。(2) 停止部分或全部的本金再投資。(3) 調整前瞻式利率指引路徑。(4) 以 reverse repo 及 term deposit facility 吸收過多流動性。(5) 提高 FFR 並調升 IOER 及減少超額準備做為升息輔助。(6) 逐步賣出 agency securities，預計以 3-5 年時間出清部位。

三、美國貨幣政策之傳遞功能(圖 4)



資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程

(一)傳統利率政策傳遞管道

傳統貨幣政策係以調整 FFR 目標利率來達成政策目標，FOMC 操作目標利率對總需求之直接影響，主要係經由金融體系改變名目利率及其他金融價格結構的方式，並透過利率、匯率、資產價格及銀行放款等管道影響整個經濟情勢。另 FOMC 於制定政策利率水準方面係依簡單的利率法則作為其決策之主要參考依據。例如泰勒法則³ (Taylor rule)建議依據通膨缺口及產出缺口來設定目標利率，依該法則設定之簡單、透明的目標利率為 1980 年中至 2007 年貨幣政策很重要且有效的操作工具。惟為因應金融危機所產生之資金緊縮狀況，FOMC 自 2007 年 8 月至 2008 年 9 月將 FFR 降低 325 基本點，自 2008 年 12 月迄今更降至 0%-0.25% 目標區間。當目標利率趨近於零時，調整 FFR 已無法達成 FED

³ Taylor rule 公式為 $\Delta i = 0.5(E\pi - \bar{\pi}) + 0.5(E\Delta y - \bar{\Delta y})$ ，係數 0.5 的設定係依 Orphanides 於 2003 年及 2010 年之實證結果，將通膨缺口及產出缺口之係數分別設定為 0.5。

設定之雙任務目標，而是須以不同政策工具來執行寬鬆貨幣政策。

(二)寬鬆貨幣政策傳遞功能

1. 短期利率前瞻指引(Forward Guidance)

金融危機以來，FED 以短期利率前瞻指引的方式來影響市場利率的走向，不同階段以不同的語言表達低利率持續進行的承諾(表 1)。FED 發布未來幾年利率的預測，並設定升息的預期時間及幅度，引導市場利率走向 FED 欲達成目標。目前 FED 承諾於低利率走勢下，減輕長期利率上升的壓力，並製造寬鬆的金融環境。

表 1. 短期利率前瞻指引之主要發展階段

| 期 間 | 前瞻指引之不同階段 |
|----------------------------|--|
| 2008 年 12 月～ 2011 年 6 月 | FOMC 預期 FFR 將維持低利率於一段未明確指定的時間(相當長時間、很長的期間)。 |
| 2011 年 8 月～ 2012 年 10 月 | 視時間條件情況而定之前瞻指引：預期 FFR 將於一定時間維持低利率(期間慢慢地從 2013 年中到 2014 年底到 2015 年中)。 |
| 2012 年 12 月～ 2014 年 1 月 | 視結果論之前瞻指引：FOMC 考慮升息之前須跨越目標門檻。2013 年 12 月再次強調將維持目標利率區間直至跨過失業率之門檻。 |
| 2014 年 3 月～ | 依品質結果論之前瞻指引：將依據雙任務目標之進展(包括實現及預期數據)情形，評估維持 FFR 目標利率區間 0%～0.25%之時間。 |

資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程資料

2. 資產購買計畫(Asset Purchases)

FED以擴大資產規模及改變資產內容為其操作工具，主要係以改變資產期限配置方式來影響總需求。

(1)傳遞管道主要係將私部門存續期間風險轉移至FED資產負債表資產增加面，促使風險貼水降低，進而增加私部門投資，金融市場情勢緩和，增加私部門財富及總需求。

(2)資產購買計畫對金融環境產生的效果是很難量化的，自2008年以來10年期公債殖利率曲線呈下滑趨勢，MBS及貸款利率亦下降，惟資產價格是上升的。另對總需求的效果亦很難評估，主要係經濟復甦情況還是很脆弱，通膨率還是低於目標值，實施LSAP3以後失業率雖然大幅下降，惟勞動市場指標顯示勞動資源未被充分利用。

四、貨幣政策正常化使用之政策工具

2011年FED首度提出寬鬆貨幣政策退場機制，規劃改變SOMA資產規模及加強相關政策工具運用，最終目標為貨幣政策正常化，2014年9月17日公布退場機制修正版，新版本中係以調整短期利率作為政策溝通及執行的主要工具，資產負債表規模之調整為第二政策工具。FED已陸續測試貨幣政策正常化過程可能運用的利率工具(表2)。

表 2.管理短期利率可能使用的政策工具

| 工具 | 期間 | 配置 | 交易對手 | 發布時間 |
|--------|-----------------|-------------------|---------------------------|----------------------|
| IOER | 隔夜 | 固定利率 | 存款機構 | 2008 年 10 月 |
| ON RRP | 隔夜 ⁴ | 固定利率 ⁵ | 主要交易商及其他交易對手 ⁶ | 2013 年 9 月第 1 次測試 |
| TDF | 一定期限 | 固定利率或固定金額 | 存款機構 | 2010 年 4 月發布，5 月開始測試 |

資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程資料

(一)超額準備利率 IOER

以往 FED 係透過 FFR 調節市場資金寬鬆，以貼現率及 IOER 作為將 FFR 引導至目標利率之上下限，正常情況下 IOER 應低於 FFR，然而為解決 2008 年金融危機，FED 開始支付存款機構超額準備金利息，利率設定為 0.25%，加上大規模購買資產，存款準備供給大幅增加，存款機構對聯邦資金需求下降，加上市場流動性並非全由存款機構所持有，導致 FFR 利率指標功能下降，FFR 及市場利率低於 IOER(圖 5)，IOER 已不再是以往政策利率的下限。FED 未來升息雖然仍繼續運用其指標的 FFR 目標區間作為短期利率的標竿，並以調整 IOER 控管超額準備的主要流向，惟為指引利率上移，FED 正積極測試數項利率工具以達成有效緊縮市場資金之目的。

⁴ 同日交割。

⁵ 最近資料顯示，全部參加申購金額若低於限額，將以固定利率得標；若超過限額，將以標售方式決定得標利率。

⁶ 其他交易對手包括 2a-7 貨幣市場基金、政府機構企業、銀行及儲蓄機構。

圖 5 FED 實施之政策工具



資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程資

(二) 隔夜附賣回利率 ON RRP

1. 所謂隔夜附賣回交易係指 FED 以美國公債擔保向貨幣市場共同基金以及其他非銀行金融機構借入隔夜資金，並支付利息，藉此吸收資金，以便為短期利率築底。目前利率設定為 0.05%，但將來會隨 FED 升息而逐步調高。

2. ON RRP 的測試過程

(1) 2013 年 7 月 FOMC 會議紀錄結論表示未來可能使用 ON RRP 利率工具，運用其輔助 IOER，並可囊括所有交易對手，加強調控短期利率的能力，為將來升息做準備；2013 年 9 月 FOMC 授權 FRNB DESK 執行 ON RRP 技術上的限額測試作業，利率設定 0%-0.05%；2014 年 1 月擴增到可展期一年的測試；2014 年 4 月每一交易對手標購上限增加至 100 億美元。

(2) 2014 年 9 月 FOMC 會議報告對 ON RRP 策略做了一些改變，首先每一交易對手標購上限增加至 300 億美元，每天附賣回交易使用量上限設定為 3,000 億美元，標購數量低於總上限時，全數得標並適用設定之利率

(目前為 0.05%)，若標購的數量超過總上限時，設定之利率以下申購者全數得標，以上之標購者則按比例分配得標金額；該測試計畫之目的為增加作業經驗以因應未來大規模作業，亦可瞭解 ON RRP 影響市場利率的能力，並期能透過 ON RRP 擴大市場流動性交易對象，進而作為短期目標利率的下限(圖 6)。

圖 6 FED 緊縮政策架構



資料來源：2014 年 10 月 FED 研討會議程資

(三) 定期存款利率工具(Term Deposit Facility, TDF)

TDF 係指存款性金融機構對 FED 從事之無擔保放款，金融危機開始時曾經實施過，2014 年 9 月 FED 宣布 10 月將開始實施另一波 TDF 操作。測試結果非常良好，參加單位並由 6 個月前 25 家增加到目前 85 家(圖 7)。

1. 共進行 8 週 TDF 操作，每週第 1 個營業日開始 7 天定期存款，利率設定為 0.26%，前 4 週存款上限由 100 億美元逐漸調整至 200 億美元，後 4 週將利率逐漸由 0.26% 調整至 0.30%。

2. TDF 期限短及其快速變現的優點使其成為高品質的流動性資產，符合流動性覆蓋率的資本需求特性，成為受歡迎的操作工具。

圖 7 FED 預備升息，測試新政策工具 TDF，測試結果良好



參、美國貨幣政策立場改變暨全球各國貨幣政策走向

一、美國貨幣政策立場改變對全球經濟之影響⁷

(一) FED 與全球經濟息息相關

20 世紀中以來，美國在全球經濟所扮演角色愈顯重要，與世界各國的財務連結也愈來愈緊密，美國居民持有之外匯資產及龐大國外總投資金額，使其在全球資本市場居於領先地位；另美國公債為世界各國最喜歡也是最安全的資產，全球約有一半以上國家將美國公債視為外匯存底。

在全球經濟及金融系統逐漸整合的時代，每個國家的中央銀行已無法獨善其身，FED 也不例外。雖然 FED 正竭力達成其國內法定雙任務目標，但全球化的結果，美國經濟已明顯受到全球經濟的影響，FED 更需要深入了解全球經濟與金融系統的動態趨勢及其發展變化，另美國採取的任何政策措施，亦會影響全球經濟與金融系統，產生國際間的外溢效應。FED 寬鬆貨幣政策對全球經濟的外溢效果，特別顯現在對新興國家經濟體的影響；另其他經濟體的發展亦明顯的外溢至美國，如日本疲弱的經濟及歐洲地區的債務危機，皆使美國銀行業呈現大量的信用曝險。美國未來在制定貨幣政策時皆需將該外溢效果納入考量。

(二) 寬鬆貨幣政策的全球傳遞過程及產生的效果

依 Mundell-Fleming⁸ 模型，美國採取寬鬆貨幣政策，會導致其他國家政策利率下降(降幅小於美國)，亦使其通貨對美元

⁷ 參考自 Fischer, Stanley(2014), "The Federal Reserve and the Global Economy," Per Jacobsson Foundation Lecture for 2014 Annual Meeting of the International Monetary Fund and the World Bank Group, Oct. 11.

⁸ 18 世紀 David Hume 在其 "the international effect of changes in the money supply" 一文中提出「一個國家降低利率會將效果外溢至其他國家」之說法，1960 年代 Marcus Fleming 及 Robert Mundell 更結合貨幣政策全球傳遞功能及全球開放總體經濟模型建立 Mundell-Fleming 模型。

升值，進而吸引國際資本流入，另透過風險承受管道 (risk-taking channel)，影響投資人持有風險性資產的意願。

FED 為緩和金融危機，大量的運用寬鬆貨幣政策，產生全球性的外溢效果，成功的減輕全球金融市場壓力，惟實施之資產購買計畫，釋出之資金大量湧入其他國家，推升外國資產價格，也包括風險性資產價格，影響其他國家金融穩定。尤其對新興國家經濟體而言，雖然促進經濟快速發展，但也將其推向資產泡沫化、金融市場動盪等危機。新興國家必須審慎採行本國匯價升值、降息及實施資本管制等措施因應。FED 研究分析發現，寬鬆貨幣政策的結果，不僅美國經濟走強，亦改善全球金融情勢，惟這些外溢至國外經濟的好處有部分被各國通貨對美元升值所抵銷，但對大部分國家而言，其淨效果應屬正面。

(二) 美國貨幣政策正常化的影響

當貨幣政策預期緊縮時，同樣也會產生外溢效果，中央銀行釋放政策訊息時，對金融市場價格及投資者資產配置的選擇有很直接的影響。由於美國經濟情況改善，2013 年 5 月 FED 釋出資產購買計畫將逐步退場訊息 (The taper tantrum 2013⁹)，雖然市場參與者都很瞭解這是美國貨幣政策正常化的必經過程，但仍引發全球金融市場 (不論是先進國家或新興國家) 的大幅震盪，但自 2014 年 1 月 FED 開始執行每月縮減購債規模，市場幾已無太大反應。2014 年 9 月 FED 宣告 10 月結束購債計畫並提出「政策正常化原則與計

⁹ 2013 年 5 月 FED 前任理事主席 Bernanke 宣布資產購買計畫將逐步退場，並進而結束該計畫。該訊息發出首先攪亂美國金融市場，接著外溢至先進國家金融市場，包括股價下跌、主權債券殖利率明顯上升、英國及歐洲地區隔夜拆款利率互換契約升高等；匯入新興國家經濟體投資資金反轉大量匯出、通貨貶值、資產價格快速下跌。

畫」，又再度引起國際金融市場動盪不安，惟因美國經濟基本面強勁，全球流動性充沛，很快地趨於穩定。FED 10 月成功結束購債計畫後，正式邁向貨幣政策正常化的第二步，FED 升息的時機。

為避免執行貨幣政策正常化措施產生上述負面的外溢效果，FED 首先應就政策意向及策略持續與其他國家中央銀行清楚溝通，如此一來，市場就不會對升息時間及幅度反應過度；另依據 FED 政策會議報告，美國的緊縮政策，唯有在美國經濟擴張夠強勁，且通膨接近於 2%時，才有可能開始升息，美國經濟強勁，會直接讓國外的貿易夥伴受益，且會間接地提高全球的信心，相對地，若國外的經濟低於預期，對美國經濟造成負面影響時，FED 可能會以更為緩慢的速度移除寬鬆貨幣政策；至於新興國家經濟體在過去幾十年，在降低金融及經濟脆弱性方面有很好的表現，更強化了其面對壓力的韌性，因而足以因應貨幣政策正常化可能帶來的金融市場壓力。

二、經濟復甦狀況不同，全球各國貨幣政策走向分歧的道路

金融危機以後，各國採行貨幣政策態度一致，降低利率至歷史新低點，並提供超寬鬆貨幣政策，以刺激經濟復甦，目前英國與美國各項經濟指標顯示復甦狀況較其他國家為佳，FED 及英格蘭銀行(BOE)正以謹慎態度來面臨升息問題；歐元區經濟體與日本通縮問題嚴重，大陸經濟狀況表現不佳，歐洲央行(ECB)、日本央行(BOJ)及中國人民銀行仍持續採行寬鬆貨幣政策。各國因經濟狀況不同，而有不同的貨幣政策態度，將會加劇各國貨幣價值波動及全球資本的流動。

(一)英國經濟穩定成長，已逐漸擺脫金融危機影響

英國在近數季各項經濟指標顯示其經濟出現更均衡成長，2014GDP 年增率符合預期將達 3.0%，勞動市場表現強勁，惟薪資成長率疲軟，另消費者物價年增率 1.3%，仍低於 2%之目標水準。BOE 與 FED 相同已著手進行貨幣政策正常化作業，惟因全球經濟增長緩慢，地緣政治風險及通膨率仍不如預期之下，BOE 對首次利率調升之時間與幅度，抱持審慎態度。

原本市場預期 BOE 將於明年初啟動升息，惟近期歐洲經濟狀況不振下，且英國 2014 年 9 月消費者物價年增率下降至僅 1.2%，低於市場預期，且為 2009 年 9 月以來最低，顯示英國經濟已不再如年初強勁增長，另亦無明確證據顯示英國通膨將快速升高的跡象，緩和 BOE 面臨升息的壓力。BOE 仍繼續採行維持基準利率在 0.5%，購買政府公債規模也維持在 3,750 億英鎊之寬鬆貨幣政策。

(二) 歐元區經濟體經濟動能疲弱，ECB 啟動量化寬鬆政策

歐元區經濟體正面臨通膨年增率 0.3%、勞動市場失業率維持 2 位數(11.5%)及 GDP 年增率 0.8%等經濟下行風險、另地緣政治風險及部分國家結構性改革不充分等經濟負面影響，亦使歐元區經濟陷入衰退。

ECB 為因應疲弱經濟狀況，自 2014 年 6 月採行負利率政策，並推出定向長期再融資計畫(Targeted Long-Term Refinancing Operations, TLTROs)，主要為提供歐元區銀行業者低利貸款，藉此擴大銀行信貸市場，向市場挹注資金，但 9 月首輪標售時，僅吸引銀行申貸 826 億歐元，遠低於市場預期之規模，12 月將再推出第二輪，期能獲得更踴躍的接收度；自 10 月起啟動擔保債券(Covered Bond)資產購買計畫，至 11 月購買規模約為 105 億歐元。今年底前購債範

圍將擴大至資產抵押證券(Asset-Backed Securities, ABS), 希望藉此鼓勵企業借貸, 進而支撐歐元區經濟復甦。ECB 希望借由上述各項寬鬆措施將其資產負債表規模擴張至 2012 年初約 3 兆歐元之水準。

惟 ECB 現行採取之寬鬆貨幣政策基於某些理由恐無法如願獲得成效, 首先目前市場上並無足夠的擔保債券及 ABS, 可讓 ECB 在不影響市場價格下, 購買足夠債券, 以擴大 1 兆元資產負債表規模, 且歐洲各國公債殖利率均已大跌, 在大部分國家皆處於低利率水準之下, 採取寬鬆貨幣可能對激勵經濟毫無效果; 另 ECB 之寬鬆貨幣政策, 主要目的在引導歐元貶值, 以提振歐元區出口競爭力和遏止通貨緊縮, 雖然歐元貶值讓 10 月份通膨年增率微幅上升至 0.4%, 稍微緩解通縮憂慮, 惟歐元貶值卻也造成資金外流之負面效果, 2014 年 3 月至 8 月底, 歐元區及海外投資者自歐元區固定收益資產撤出 1,877 億歐元(2,390 億美元), 創下 1,999 年歐元問世以來的最高撤資紀錄, 若資金外流太過, 將反而會削弱歐元區的經濟發展; ECB 也瞭解貨幣政策成效有限, 除了銀行應擴大放貸以外, 尚須各經濟體系的結構性改革配合, 所以目前歐元區面臨的最大問題可能是各國結構性改革進度不足, ECB 必須說服各國加速改革, 一起面對問題, 並儘速解決當前的經濟困境。

(三) 日本安倍經濟學成效待考驗, 仍續採寬鬆貨幣政策

BOJ 2012 年底採行寬鬆貨幣政策刺激經濟之效果被 2014 年 4 月日本政府提高消費稅之衝擊所抵銷, BOJ 為確保如期在 2015 年 4 月前達成通膨率 2% 目標, 並配合政府施政方針於同年 10 月將消費稅率從目前 8% 調高至 10%, 於 2014

年 10 月 31 日宣布擴大「量質兼備寬鬆貨幣政策」(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)規模，將貨幣基數¹⁰(Monetary Base)年增目標擴增至 80 兆日圓，購買資產內容也有所變化，除擴大日本公債購買規模外並將平均存續期間延長至 7 至 10 年，風險性資產購買額度亦擴增為原來的 3 倍，包括指數股票型基金(ETFs)及不動產投資信託基金(J-REITs)；日本政府退休基金亦將調整投資組合之資產配置，降低日本公債部位，增加日本及國外股票投資，大量釋出資金刺激國內經濟，更因 130 兆退休基金資產配置調整，更提供全球龐大的流動性，造成日圓大幅貶值，並引爆亞洲貨幣之競貶潮。

2012 年日本安倍首相為擺脫經濟停滯與通貨緊縮的惡性循環，推出寬鬆貨幣政策、擴大公共支出及經濟結構改革等三支箭政策，催生日圓貶值，提振企業投資意願，剛開始經濟出現成長跡象。惟為減輕日本高達 GDP 逾 2 倍之債務負擔，2014 年 4 月起日本政府將消費稅由 5%調高至 8%，日本經濟從此遭受重擊，2014 年第 2、3 季經濟成長率連續下滑，導致日本經濟再度陷入衰退，迫使安倍於 11 月 18 日宣布將原定 2015 年 10 月上調消費稅至 10%的計畫延至 2017 年 4 月開始實施，並解散眾議院，全面改選，重新對經濟政策做出調整，確保安倍經濟學的成功。

經過 2 年的運作，安倍經濟學第一支箭寬鬆貨幣政策，已使用至極限，效果有待觀察，第二支箭擴大公共支出也因提高消費稅而無法實現，另第三支箭屬經濟結構改革之成長

¹⁰ 貨幣基數即為日本銀行所定義之貨幣供給，貨幣基數=流通紙幣+流通硬幣+經常帳收支(日銀的經常帳存款)。貨幣基數具有使貨幣供給總量擴張或收縮的效果，央行可藉由調控貨幣基數並透過信用創造，調整貨幣供給，並進而影響通膨。

策略因政治考量，加上困難度高，須以較大魄力來落實，目前尚無成效。日本與歐洲同樣面臨政府負債沉重、人口高齡化及個人所得成長緩慢等危機，且都基於政治考量而迄未強力推動經濟結構改革。安倍經濟學目前所面臨的問題為政策的落實，尤其是第三支箭經濟結構改革，安倍也冀望借由該次大選，加強進行經濟改革的力度，帶領日本走出經濟陰霾。

(四) 中國貨幣政策趨向審慎

中國近來經濟數據表現不佳，GDP 成長率放緩，通膨率表現未如預期，房地產投資下滑，製造業產能過剩。中國政府面對如此經濟情勢，既要保證經濟增長，又要避免過度寬鬆政策所造成後遺症，人民銀行繼續以審慎的政策立場，採行定向型的宏觀調控作為其主要之政策工具，以確保資金、信貸和社會融資的合理成長。2014 年 9 月份對 5 大國有銀行實施 5,000 億人民幣的「常備貸放機制」¹¹(Standing Lending Facility, SLF)，藉由該類流動性之挹注，放鬆銀根，刺激經濟。惟上述定向操作效果不彰，並沒有讓銀行資金流向中小企業，加上中國第 3 季經濟成長率下滑，很難確保年底可達到 GDP 成長率 7.5% 之目標，人民銀行自 2014 年 11 月 21 日宣布降息，將 1 年期貸款基準利率調降 0.4 個百分點至 5.6%；1 年期存款基準利率下調 0.25 個百分點至 2.75%，係 2012 年 7 月以來，首度降息；另為推動利率市場化改革，將金融機構存款利率浮動區間上限，自存款基準利率的 1.1 倍，調整為 1.2 倍。人行本次降息主要目的在引導市場利率及融資成本下降，緩解企業融資成本過高的問題。

¹¹ 「常備貸放機制」(SLF) 主要功能為人行對政策性銀行及全國性商業銀行，提供 1 至 3 個月的大額流動性需求，申請銀行須提供合格抵押品。

肆、為確保金融穩定，歐美各國加強金融機構監管作業

一、美國依 Basel III 補強監管規範，並定期辦理銀行業壓力測試

(一) 美國依據 Basel III 補強金融機構監管規範

金融危機發生暴露金融體系的脆弱及亟須建立相關規範因應的教訓，2009 年以來巴賽爾銀行監管委員會(Basel Committee on Banking Supervision ,BCBS)發布國際銀行業監管新標準，即所謂的 Basel III，包括加強資本質量管理、設定風險資產覆蓋率下限、提升全球系統重要性銀行(Global Systemically Important Banks ,G-SIBs)各類資本損失吸收能力及建立流動性覆蓋率(Liquidity Coverage Ratio ,LCR)。

美國依據該協議強化國內相關監管規範，包括對 G-SIBs 增加風險資產覆蓋率下限，除包括資產負債表內資產外，還應涵蓋表外之曝險資產，該規範亦同樣適用於相同規模之外國銀行控股公司，並於未來執行銀行壓力測試時增強資本與流動性之風險評估。

除補強現有規範外，更完成有關 G-SIBs 資本緩衝準備之相關規定，亦即銀行需持有更多的緩衝資金以保證風險交易進行，其中包括短期躉售組合基金，並持續加強完成全面資本分析及審查(Comprehensive Capital Analysis and Review ,CCAR)及全面流動性分析及審查(Comprehensive Liquidity Analysis and Review ,CLAR)作業及評估相關法規、銀行商業模型、市場結構間之關聯性。

(二) 美國銀行業壓力測試

為避免重蹈 2008 年金融危機的覆轍，Fed 自 2009 年開始每年針對大型金融機構進行壓力測試，檢驗銀行在經歷極

端衰退或衝擊後可能發生的損失，並分析這些損失對銀行獲利能力及資本適足率所帶來的負面影響，進而對銀行體系的脆弱性加以評估及判斷，並採取必要措施。

2009 年進行的壓力測試稱為資本評估監管計畫 (Supervisory Capital Assessment Program, SCAP)，主要係針對 19 家大型銀行控股公司 (Bank Holding Companies, BHCs) 之歷史財務資料進行由總體到細節 (top-down) 的監管標準及由細節到整體 (bottom up) 的評估分析，並公布個別 BHCs 壓力測試結果。2011 年 Fed 又將 G-SIBs 之資本管理與風險管理納入監管範圍，制定 CCAR 標準化壓力測試，針對 BHCs 未來資本資料進行前瞻性評估分析 (forward-looking assessment)，將壓力測試制度化，並為 Fed 監管 BHCs 資本適足性的主要機制；2013 年美國推出 Dodd-Frank 法定壓力測試 (Dodd-Frank Act Stress Tests, DFAST)，其測試模擬情境與參數設定與 CCAR 均完全相同，惟 DFAST 為法定壓力測試作業方式較不具彈性，CCAR 係由 Fed 主導，較具彈性且其內容涵蓋壓力測試與資本評估計畫，較能完整衡量金融機構資本結構的健全性。

1. 全面資本分析及審查 (CCAR)

2011 年起每年 11 月開始執行，主要受測對象為合併資產總額超過 500 億美元之 30 家 BHCs，CCAR 是美國金融監管的一項創新，Fed 給予每一銀行標準化表格，要求銀行依照每一產品之風險分類情形填列，使 Fed 能夠客觀比較每家銀行每項產品之風險及該產品在假設情境¹²承受壓

¹²測試之假設條件與情境設定係依據 Fed 公布之 3 種情境 scenarios (基本情境 baseline、負面情境 adverse 及極端負面情境 severely adverse) 及 BHCs 自行設定之 2 種情境 (基本情境 baseline、壓力情境 stress) 辦理。

力的能力，Fed 並評估分析有關 BHCs 提交包含資本適足過程之資本計畫及其自行辦理壓力測試之結果，以決定銀行發放股利及實施庫藏股的範圍。

2012 年起每年 3 月公布測試結果，除在極端負面情境下應達 5%資本適足率外，另 Fed 將訪視評估銀行提出之資本計畫完整性做為測試結果之判斷，通過測試銀行始可依據資本計畫分配股利予股東，不符規定者，將退件要求重新遞件。2014 年 3 月公布之壓力測試結果，共有 5 家銀行未通過測試，其中花旗銀行已是 3 年來第 2 次未通過測試，本次測試中花旗銀行在極端負面情境下資本適足率為 6.5%，未通過之主要原因為其在極端負面情境下缺乏收入及損失的估算能力，Fed 對花旗銀行資本規畫的可信度存在許多的憂慮。

2. Dodd-Frank 法定壓力測試(DFAST)

2013 年起每年進行 2 次測試¹³，分別於第 1 季及第 3 季辦理，主要受測對象為合併資產總額超過 500 億美元之 30 家 BHCs 及金融穩定監管機構(Financial Stability Oversight Council, FSOC)指定之大型非金融機構；2014 年起資產介於 100-500 億美元受 Fed 監管之 BHCs 亦將依規定自行辦理壓力測試。

二、歐盟建置單一監管機制及辦理銀行綜合評估作業

(一)2014 年 11 月 4 日起 ECB 成為歐元區銀行單一監管機構

近年來歐洲銀行危機及主權債務危機，導致系統性風險產生。另在金融監管方面，歐洲各國因監管規則不一致、方

¹³測試之假設條件與情境設定主要係依據 Fed 公布之 3 種情境(基本情境、負面情境及極端負面情境)為主。

法不同及各國間監管溝通不順暢，致風險處理機制難以有效執行。為防範系統性風險及加強銀行體系監管，2011年1月歐盟正式建立歐洲系統性風險委員會(European Systemic Risk Board, ESRB)主要負責系統性風險管理，另為解決各國間監管協調問題，成立三個金融監管政策指導與協調機構，分別為歐洲銀行管理局(European Banking Authority, EBA)、歐洲證券市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)、歐洲保險及退休基金管理局(European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)。為進一步整合歐洲地區金融監管體系，2012年底歐盟建置歐洲銀行聯盟(Banking Union)，其核心目標主要包括歐元區單一監管機制(Single Supervisory Mechanism, SSM)及單一處理問題銀行機制(Single Resolution Mechanism, SRM)，賦予ECB對歐元區所有銀行之監管職責及建立問題銀行有序退場機制。

2013年10月15日歐盟財長會議正式通過歐盟單一監管機制計畫，並自2014年11月4日正式成立，主要係以ECB為監管決策中心，以維護監管的一致性 避免多重監管。ECB監管的範圍包括歐元區資產總額超過300億歐元、或資產超過其國家GDP20%之大型銀行、或在超過1個銀行聯盟成員國運作的銀行，另每個成員國具系統重要性銀行亦受ECB直接監管，非歐元區的歐盟成員國則自行選擇是否加入SSM。在單一監管機制下，ECB的職責包括銀行設立准駁權、日常監管及監管處罰等，另為確保ECB監管職責及執行貨幣政策的獨立性，在管理架構、財務預算及人力資源方面，均各自獨立。

(二) 歐元區銀行綜合評估作業

為確保金融穩定，ECB 自 2013 年 10 月開始辦理歐元區銀行綜合評估作業(Comprehensive Assessment ,CA)，作為 ECB 成為單一監管機構前的準備工作。本次 CA 包括資產品質審查(Asset Quality Reviews ,AQR)及壓力測試兩部分，並以 AQR 為主。AQR 主要係針對納入 ECB 監管的大型銀行展開風險資產、資產負債表質量及所持有資本規模評估。評估標準為在一般情況下，資本佔風險加權資產比率須達 8%以上；另在金融危機與經濟衝擊之下，該比率須能再接續 3 年達 5.5%以上。2014 年 10 月 26 日公布 130 家銀行資產負債表的審查結果，共 25 家未通過，銀行若未通過 AQR 或壓力測試中較緩和之 2 種情境，必須在 6 個月內提高股東權益以補足資本不足部分，若未通過壓力測試中較嚴重情境，則須在 9 個月內補足資本。

伍、結語與建議

- 一、近期全球各經濟體復甦情形不一，加上地緣政治風險，國際景氣呈現不確定狀態，美國、英國對其升息時機持保留態度，日本、歐洲持續擴大寬鬆貨幣政策，中國亦宣布降息。我國景氣雖呈穩定復甦，但為物價及金融穩定，並促進經濟成長，本行理監事會持續 14 季維持貼放利率不變，並透過發行定期存單，回收市場餘裕資金，達到調控貨幣數量、抑制通膨的效果，貨幣政策已由適度寬鬆轉趨中性。展望未來，美國啟動升息，美元走強，資金回流美國，造成亞洲國家貨幣貶值，加上日圓大幅貶值，全球各國為了捍衛出口競爭力，競相壓低本國貨幣，全球掀起新一波的貨幣大戰。面對國際資金快速流動及全球匯率劇烈變動，屆時如何避免資金大幅流出及減少對我國產業競爭力的衝擊，實為當前最為重要的挑戰。
- 二、為確保我國金融穩定及避免系統性風險發生，應加強對大型金控公司之監管，本行並應持續與金融監督管理委員會及財政部等單位合作，加強金融機構監理作業。我國自 2010 年開始依據 Basel II 的精神，規定銀行定期辦理壓力測試，並配合 Basel III 提高對銀行資本內容的要求，除有助於銀行評估整體部位的曝險狀況及瞭解本身損失承受能力外，亦可針對銀行之長期發展預作規劃。另為因應美國升息對我國銀行業可能產生的衝擊，金管會於 2014 年初針對銀行房貸及營建業授信部位，進行房價下跌及利率上升之壓力測試，結果顯示銀行具有因應房價下跌 30% 及利率上升 2 個百分點之緩衝空間，所有銀行通過該壓力測試，另金管會亦逐步引導銀行增提不動產授信部位之備抵呆帳準備，預做風險控管；本行自 2010 年 6 月起陸續訂定不動產貸

款針對性審慎規範(選擇性信用管制)及加強金融機構控管不動產授信風險，加強銀行因應未來環境變化之風險承擔能力，確保國內的金融穩定。

參考資料

1. 紐約聯邦準備銀行 103 年 10 月 6~10 日「2014 Central Banking Seminar」議程資料。
2. 林主恩(2014)，美國 Dodd-Frank 法及 Fed 總體審慎措施書，中央銀行，1 月。
3. 李岱青(2012)，參加美國紐約聯邦準備銀行「第 35 屆中央銀行研討會」(2011 Central Banking Seminar)出國報告，中央銀行，1 月。
4. 陳證吉(2011)，參加美國紐約聯邦準備銀行所舉辦之「第 34 屆中央銀行研討會」(2010 Central Banking Seminar)出國報告書，中央銀行，1 月。
5. Fed 網站 <http://www.federalreserve.gov>
6. ECB 網站 <http://www.ecb.europa.eu>
7. 中央銀行網站 www.cbc.gov.tw
8. 金融監督管理委員會 www.fsc.gov.tw
9. Fischer, Stanley(2014), "The Federal Reserve and the Global Economy," Per Jacobsson Foundation Lecture for 2014 Annual Meeting of the International Monetary Fund and the World Bank Group, Oct.11.