

出國報告（出國類別：其他－參加會議）

參加香港中文大學第五屆中央銀行及 金融監理人員研討會報告

服務機關：金融監督管理委員會銀行局

姓名職稱：科長林慧敏

派赴地點：香港

出國期間：106年2月15日至106年2月19日

報告日期：106年3月14日

摘要

「第五屆中央銀行及金融監理人員研討會」於 106 年 2 月 16 日至 18 日在香港中文大學舉行，計有 13 個東南亞及西亞國家的中央銀行及金融監理機關派員參加。會議中探討當前全球經濟金融發展與金融監理重要課題，並以小組討論及參訪香港金融管理局等方式提供與會者互動交流的平台。本報告摘述研討重點，包括如何導正不當的金融文化，以符合金融公眾利益；如何防範銀行資產負債表外項目的擴張，使其能充分揭露真正的曝險；探討資產證券化的幾個關鍵問題及巴塞爾協定對證券化資產規範的有效性；從川普總統的不確定性及貨幣政策的分歧，談全球經濟金融走向。本報告並就研討議題及小組討論內容提出幾項心得與建議。

參加香港中文大學
第五屆中央銀行及金融監理人員研討會報告

目 錄

	頁次
壹、研討會緣起及目的.....	1
貳、研討會議程.....	2
參、研討內容重點	
一、金融文化.....	3
二、兩種道德風險.....	5
三、資產證券化之監理思維.....	8
四、全球金融市場展望－貨幣政策分歧及川普總統不確定性.....	12
肆、心得與建議.....	14

壹、研討會緣起及目的

香港中文大學全球經濟及金融研究所成立於 2010 年 1 月，該研究所的使命在於對中國大陸金融體制開放進程提供觀點和政策意見，及提供行政人員培訓課程，增強學員對全球經濟和金融最新發展的認識。該研究所自 2013 年起，每年舉辦中央銀行及金融監理人員研討會，本次為第五屆研討會，於 2017 年 2 月 16 日至 18 日舉行，計有亞美尼亞、亞塞拜然、巴基斯坦、尼泊爾、孟加拉、斯里蘭卡、斐濟、緬甸、寮國、柬埔寨、越南、菲律賓及我國等 13 個國家之中央銀行及金融監理機關派員參加，共 23 人。研討會由前中國大陸銀監會主席劉明康教授主持，並由前香港中文大學校長劉遵義教授及前香港金融管理局總裁任志剛教授等專家學者及金融界重量級人士擔任講座。目的在使與會者掌握全球經濟及金融之最新發展趨勢，探討如何因應 2017 年可能面臨之各項挑戰，並就當前各國金融監理面臨的課題等議題提供意見交流與經驗分享之平台。

本次研討會探討之議題涵括金融文化、道德風險、資產證券化之監理和全球金融市場展望等層面。在金融文化方面，任志剛教授認為有問題的金融文化才是金融危機發生之主因，在金融的公眾利益和私人利益衝突下，金融主管機關應如何導正不當的金融文化，以符合公眾利益，並以法令遵循、風險管理、消費者保護及誠信為首要，值得探討。在道德風險方面，劉明康教授認為目前部分銀行不斷的擴張資產負債表外項目，將表內項目移轉到表外，如何防範這種道德風險，充分揭露銀行的真正曝險，並如何提升相關規範的有效性，值得深入探討，並作為金融監理之參考。

在資產證券化之監理方面，主講者認為尚有些問題待解決，雖然巴塞爾協定 III 對證券化資產之規範，增加很多調整因子，但是否真能完全反映系統性的風險，尚值得深入探討。而在全球金融市場展望方面，主講者從川普總統的政策不確定性，分析全球貨幣走向、利率走向及市場流動性與變異性等議題，2017 年的各種不確定因素，將影響全球經濟金融走向，值得密切注意並及早因應。

另議程內容亦包含中國大陸成長的動力及人壽保險是經濟及社會發展的關鍵推手之探討，中國大陸經濟成長率已從過去兩位數的大幅成長逐漸放緩，中國大陸的經濟是否能成功的從出口及投資轉向國內消費，維持中高速成長，並提升總要素生產力，亦值得注意。

貳、研討會議程

一、 研討會時間：106 年 2 月 16 日至 106 年 2 月 18 日

二、 研討會地點：香港中文大學鄭裕彤樓

三、 研討會議程：

日期	研討主題	主講者
2月16日	金融文化	任志剛教授 (前香港金融管理局總裁、目前為香港中文大學全球經濟及金融研究所傑出研究員及工商管理學院榮譽教授)
	中國大陸成長的動力	劉遵義教授 (前香港中文大學校長、目前為香港中文大學全球經濟及金融研究所藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授)
	兩種道德風險	劉明康教授 (前中國大陸銀監會主席、目前為香港中文大學全球經濟及金融研究所 BCT 銀聯集團傑出研究員及工商管理學院榮譽教授)
	資產證券化之監理思維	Ms. Zhang Jingchun (光大國際證券有限公司研究部門首席銀行分析師)
2月17日	全球經濟變動與政治景觀	Mr. Peter Wong (香港上海滙豐銀行副主席暨行政總裁)
	全球金融市場展望—貨幣政策分歧及川普總統不確定性	蔡清福先生 (中銀國際證券有限公司董事總經理暨全球銷售及交易主管)
	人壽保險：經濟及社會發展的關鍵推手	Mr. Mark Tucker (AIA 集團執行董事暨集團行政總裁)
	參訪香港金融管理局	阮國恒副總裁接見
2月18日	小組討論	劉明康教授主持
	閉幕演講	劉明康教授

參、研討內容重點

一、金融文化(Financial Culture)(主講人：任志剛教授)

過去人們將金融危機歸咎於全球化的影響、新複雜金融工具的出現等，但有問題的金融文化才是金融危機發生之主因。金融體系所應提供的公眾利益被長期忽視，金融從業人員高額薪酬制度之文化提高系統性風險。

在經濟社會中有兩種族群，包括資金有餘裕及需要資金者，資金在提供者(包括投資人及存款人)及需求者(借款人或資金募集者)之間流通，促進了經濟活動的有效性，而金融中介者在其中扮演重要的角色，使得交易可以成立。

金融的公眾利益包括確保資金流通的穩定(Stability)、完善(Integrity)、多樣性(Diversity) 及效率(Efficiency)。藉由相關規範，使金融發展穩健，經濟活動不會中斷，交易者無法舞弊及欺騙，具有多樣性的管道提供資金流通，使投資者可以得到合理的報酬率，借款人可以以較低的成本貸款。

現有公眾政策之立場傾向尊重市場機制，但對於小額投資者及存款人，仍有相對嚴謹的保護法規及措施。金融主管機關應嚴密的注意金融市場的管理並監督相關的金融機構，對於違法的金融機構和從事不當行為的銀行從業人員，應予以重罰。

金融中介機構如濫用其有能力調度資金及進入金融市場的優勢，只注重機構的利益卻忽視其存在金融市場的真正目的，積極投資高獲利金融商品，若金融中介者持續獲利，則將有其他人需付出代價，因在自由貿易環境的競爭壓力下，創新及複雜型的金融商品不斷出現，因而也衍生更多未知之系統性風險。

投資銀行將客戶的資金投資在複雜的衍生性金融商品，例如次順位 CDO、次級房貸，造致 2007 及 2008 年的金融危機。美國因此通過陶德-法蘭克華爾街改造與消費者保護法案，其中的沃爾克法則限制銀行投資於對沖基金和私募股權等自營交易。但美國川普總統上台，其傾向於撤銷陶德-法蘭克法案，鬆綁金融法規，也許 2017 年又將發生一次金融危機。

金融創新應以公眾利益服務為優先，但目前金融創新背後的動機往往是為了利潤極大化，而非為了促進資金移動的有效性。例如銀行業將次級房貸證券化及衍生性金融商品的創新。

金融的基礎建設，例如：支付、票據交換、清算、交割、保管、交易平台等，與實體建設一樣皆屬於公共建設，其主要目的在於使資金能安全及有效率的流動，但現今各國政府機關顯然沒有積極投入金融的基礎建設，例如目前股票市場的清算交割還是採取 T+2 日，而不是 RTGS(即時總額清算)、DvP (款券同步交割)或 PVP (外匯交易款對款同步收付)。未來政府應進一步將清算系統建置於零售交易上，目前市面上雖然已存在 Alipay、paypal 等零售收付系統，但都是私人建置的。為使資金安全有效運用，各種收付系統在發展階段，主管機關即應制定相關法規，使系統能建置在公眾利益的基礎上。

主管機關與金融機構的關係如果過於緊密，對於推動公眾利益的發展並不樂觀。金融主管機關的態度對公私部門工作的移動性有不可避免的影響，主管機關的政策容易造成金融中介機構的震盪，如舉著自由市場的旗幟，主張由市場決定，其實這並不是良好的策略，建議一開始主管機構就應介入並有相關管制措施。

金融機構對員工實施薪酬獎勵制度，要求員工創造收益，特別是交易員，而行員額外獲得的紅利獎金等可能是固定薪資的幾十倍，其主管僅要求達到業績及盈餘目標，至於法令遵行、風險管理或誠信等都是次要。這樣的薪酬獎勵制度及達到業績目標的壓力導致許多行員有不當的失職行為，包括藉由未經授權的交易違背法令規定、交易限額及企業行為準則等、透過市場操作企圖調整市場價格及影響固定基準價格、與其他金融服務業者勾結在商品價格上欺騙客戶或隱瞞市場價格。這種不當行為造成少數犯罪者入監服刑及金融機構被處以重大罰鍰，主管機關對於違法的金融機構可能以暫緩訴訟等為條件強迫其必須持續性的檢討改善體質，並以更嚴格、強制的監管要求來監理、檢查及要求遵守法令，這種作法有全面性的效果，但要付出很高的監理成本。若想減少這些成本，又要使金融機構能提供安全的金融服務，就應該去處理金融文化問題，檢討或廢除目前的薪酬獎勵制度。

任教授提出幾個金融主管機關的改革處方，包括 1. 要明確定義金融公眾利益、保障金融公眾利益並持續宣導，使金融公眾利益可以得到政治上的支持；2. 重新檢視目前相關法規命令的妥適性，授權金融主管機關可以為公眾利益採取相關措施；3. 當金融市場運作良好，資源有效運用的同時，需認知並準備若市場失調可能威脅公眾利益時，應如何預防並採取改善措施；4. 確保複雜性與創新性金融商品符合公眾利益，並能及時阻擋不當違規行為；5. 對於金融基礎建設的發展應採取更為主動的態度；6. 要立刻介入調整金融業目前薪酬結構及經營模式，去除不當行為的誘因，確保

健全經營。

對於金融中介者的改革處方，包括金融業者應謙虛的認知其存在的目的和持有營業執照而擁有的特許功能；透過有效地運用客戶的資金，以促進經濟的成長；停止自營交易；對提供的金融服務，建立透明的收費標準；對員工的獎酬標準，建立新的獎勵模式，以對客戶的服務表現作為衡量的基礎；並與主管機關合作建立一個符合公眾利益服務的金融基礎建設。

最後任教授認為，金融是現代經濟繁榮的基礎，必須利用金融市場的力量來進行金融文化的改革，以維護公眾利益。但因金融市場是全球、國際性的，而各國金融法規都屬區域性的規範，所以全球金融文化是否能快速的改善，其並不抱持樂觀的態度，且認為未來金融危機仍將再度發生。

二、兩種道德風險(A tale of two moral hazards)(主講人：劉明康教授)

目前有兩種普遍存在各國的道德風險，一個是資產負債表外項目的擴張，另一個則為槓桿併購的增加。

多數銀行為美化財務報表而做許多與表外相關的營業活動。例如：中國多數銀行為減少存款準備的提列而將多數交易轉為表外相關活動。另外，中國因受到世界經濟不景氣的影響，其中央銀行希望銀行能提出有效作法改善及提升 GDP，這也是銀行增加表外項目的原因之一。而槓桿併購增加主要是因為目前處於低利率時代，企業需要尋找其他投資方式增加獲利。

(一)表外項目的擴張

目前表外營運活動主要有四種，即保證、承諾、代理投融资服務及中介服務。

其中代理投融资服務，例如：委託貸款(entrusted loan)的形式，A 公司有資金而 B 公司需要資金，但因為 A 公司沒有銀行執照，無法直接融資給 B 公司，因此委託銀行去執行相關的業務。另外，中介服務中的代理收款及付款服務，雖然銀行未承擔任何風險，但卻容易淪為洗錢的工具。

美國表外項目在 1990 年至 2014 年的金額變化，由 1990 年逐年上升，在金融危機後兩年 2008 及 2009 年下降，但在 2010 年又開始回升，是因為各國中央銀行實施寬鬆政策，銀行利率下降，人們傾向追求高風險的投資所致。

除了 2001 年，中國的授信成長一直都高於 GDP 成長。2001 年，是因當時的國務院總理朱鎔基採取緊縮的授信政策並減緩經濟成長的腳步，使得信貸成長率降低到約 6~7% 左右。而不同授信對象的授信金額占 GDP 的比重，在 2015 年企業授信總額約占 GDP 的 1.65 倍，其比重仍持續上升中，但這並不是一個好現象，因為企業授信額占 GDP 的槓桿比率過高。而政府部門的借款所占比重也在持續增加中，銀行總認為政府借款比其他借款安全，但事實上，政府的資產負債表常常為赤字，並且只能依賴中央政府分配稅款收入來還款。

中國的銀行近年持續發行財富管理商品(WMPs)，至 2016 年 6 月底止，流通在外總額約為 26.4 兆人民幣，占中國總 GDP 之 37%。中國的銀行存款總額持續下降，下降部分主要都用來投資財富管理商品，因而轉為表外項目。在中等規模的銀行中，財富管理商品占存款總額比率由 2014 年 6 月底的 22% 上升，至 2016 年 6 月底已高達 43%。根據惠譽信評公司的估計，大約有 22 兆人民幣，約 77% 的財富管理商品都帳列表外項目。根據穆迪信評公司的評估，中國的影子銀行在 2015 年至 2016 年資產成長率約為 19%，目前資產總額約為 58 兆人民幣，約佔表內放款總額的一半。

因為投資者普遍預期發行銀行會擔保財富管理商品的本金甚至是報酬。因此當銀行人員告知財富管理商品的報酬率可到 4%~5%，而銀行存款利率僅有 2%，投資者大多會選擇財富管理商品。根據惠譽的估計，若將財富管理商品認列於表內，則國家銀行的第一類資本適足比率將會下降 1.44 個百分點，而中等規模銀行的第一類資本適足比率則會下降 2.5 個百分點。中國將表外項目併到宏觀審慎評估體系 (macro-prudential assessment system) 及廣義信貸評估 (broad-based credit assessment) 底下，以加強控管。同樣的，巴塞爾也爭論過是否將表外項目放回表內，但表外資產的評價將是個比較大的問題，到底是要用名目金額還是風險剩餘價值？

財富管理商品的組成大部分都是短天期的商品，這樣其實是具高風險的投資組合。透過財富管理商品，銀行與非銀行之金融機構間的聯繫越來越緊密。因為這是唯一一個可以賺很多錢、分享獲利及減除負擔的方式。它的報酬率可以是一般放款利率的四倍、六倍甚至是十倍。

在中國表外項目潛藏的風險還有跨境的信用保證業務，許多中國公司向中國國內銀行抵押境內資產，申請擔保信用狀(Standby letter of credit)，再將取得的資金轉投資海外資產。當人民幣貶值或政府更加嚴格控管資本帳戶時，它的風險將會逐漸提升。另外代理發行、代理證券承銷及資產保管業務也可能發生風險或弊端。

過去普遍認為銀行間的交易風險較低，但事實上目前銀行間的交易非常複雜，導致風險逐漸上升。舉例來說，兩個銀行間互相購買對方商品，接著第三家銀行加入，將其中一間銀行的商品混合包裝後再以更高的價格賣出。整個市場價格被扭曲，造成風險上揚。銀行間的交易逐年成長，特別是 NCD 及財富管理商品。在 2013 年同業財富管理商品的比重還微不足道，但到了 2016 年，整體同業財富管理商品總額已達 4 兆人民幣，約占銀行發行的財富管理商品總額之 15%。而銀行間財富管理商品市場非常複雜且不透明，通常具有非常多層的槓桿及隱性擔保，很難去監控及規範交易的流動。銀行間財富管理商品市場快速成長可能會產生銀行資產擴張及資本市場的泡沫化，因為資金最後往往流向股票市場。

銀行表外項目及影子銀行擴張的原因主要是，因為經濟發展減緩、報酬率降低以及缺乏好的投資標的，全球流動性擴張及非傳統貨幣政策出現，金融法規的不足，以及金融機構的風險管理機制不足所致。而要如何加強相關法規讓銀行的表外項目回歸到表內，除應加強外部檢查及內部稽核、強化資訊揭露及資訊透明度外，應有效利用科技創新以提升規範的有效性。目前區塊鏈已可追蹤交易紀錄及確保交易安全。

(二)槓桿併購的增加。劉教授主要介紹三個案例。

案例一：中國航空集團

該集團在近兩年內已完成 20 多次的併購，目前尚有兩個未完成的交易都在美國，併購金額都非常大。這些併購的資金從何而來？這些公司使用槓桿去提升資產的價值。他們所進行的步驟大概是先向中國的銀行抵押境內資產，申請擔保信用狀(假設貸款港幣 88 億元)，用這筆款項在香港投資土地，再將香港之土地抵押，向香港銀行貸款 4 成，取得港幣約 35 億元。再將貸款金額用於投資債券及股票(大約 5%~6%的報酬率)，然後再將債券及股票抵押，貸款 5 成，取得港幣約 17.5 億元。並再重複最後兩個步驟。

案例二：中礦公司---錯誤時點進場

近年來，中礦公司的現金流量皆為負值，2014 年年報顯示每股現金流量為-2.88 人民幣，且公司的負債佔權益比率高達 76%。近來中礦公司與其他兩間公司合資購買一間巴西的銅礦公司，總收購金額為 70 億美元，其中中礦公司出資比為 62.5%。此項交易的槓桿比率為 50%，所以中礦公司與其他兩家公司大約向三家銀行申請 35 億元的聯貸。而糟糕的是，當時是銅價的高點。所以目前這個投資完全是個慘劇。

案例三：中國化工集團---槓桿比率過高及出資過高

中化公司在某年併購了三家公司，其槓桿比率都過高。第一家是義大利輪胎工廠，總併購金額為 77 億美元，其中 74 億美元是向 JP Morgan Chase 貸款，槓桿比率高達 96%。第二家及第三家的槓桿比率都為 100%。中化公司目前的負債佔權益比率已高達 260%，其他國際平均約為 61%。而負債占息稅折舊及攤銷前利潤(EBITDA) 為 9.5，其他國際平均則為 2.3。所以中化公司在 2012 年、2013 年及 2015 年都因此產生淨虧損。

三、資產證券化之監理思維(Thoughts on the Supervision of Asset Securitization)(主講者：Ms. Zhang Jingchun)

目前資產證券化商品大致有兩種，一種是傳統型資產證券化商品，一種是合成型資產證券化商品(例如:CDO)。兩個皆是發行方為了將本身的信用風險轉移給第三人而衍生的方式，而合成型證券化商品與傳統型主要差異是其相關資產仍帳列在發行方的資產負債表上，僅將其衍生的信用風險轉出。

在歐洲沒有很多證券化商品，因為歐洲比較盛行金融資產擔保債券(covered bonds)，過去金融資產擔保債券的品質較高，主要係因資產池的主要組成是政府和公部門的貸款，但近年來私人部門的貸款比重逐漸提高，相對風險也提升。即使目前證券化商品與金融資產擔保債券兩者資產池逐漸相同，但兩者之間還是有相當大的不同，金融資產擔保債券相關資產仍須列在發行人帳上，且發行人有責任負擔相關的損失。

有關證券化資產的運作形式，創始機構(Originator)因對資產池有較深的了解，故可能同時擔任服務機構(Servicer)及信用增強機構(Credit enhancement)。雖然創始機構看似已將風險移轉給發行人，但有很多案例顯示還有許多其他風險，例如：聲譽風險，依舊需由創始機構承擔。在經濟危機發生時可以明顯觀察到這個現象。

證券化主要目的有四，風險轉移及分散風險，減輕法定資本需求，開發不同資金來源及減少流動性不足問題。以系統觀點來看，證券化的利益包括，可增加資本市場的廣度及深度，對市場參與者而言也是個有效率的工具，例如：投資者有更多管道投資、創始機構可以轉移風險，並可協助開發其他市場，例如：以美國為例，證券化商品確實幫助一般民眾購買房屋。至於證券化的風險，銀行看似用資產抵押債券將風險

轉移給投資者，但事實上，避險基金的投資者會將取得的資產抵押債券再拿去銀行抵押，藉此創造更多資金再投資其他商品。這樣的現象在美國甚至全世界都已是常態。為了滿足避險基金需求，同樣的證券化商品可能在不同金融機構或公司間流轉，導致相關的風險將以指數型成長。

證券化的幾個關鍵性問題

1. 標的資產的品質：投資者一般會將信用評等與資產品質做連結，但事實上高信用評等並不代表好的標的資產品質。實務上，發行方可能藉由信用增強工具去提升標的資產的品質，即使資產池中隱含有許多不佳的資產，仍可獲得 AAA 的評價。因此對證券化商品而言，資訊揭露及透明化更顯重要。

2. 真實銷售 True sale 與信用風險抵減 Credit risk mitigation (CRM)

傳統型證券化商品的真實銷售條件(巴塞爾協定 III 規定)：

- (1) 與標的資產相關的重大信用風險已經移轉給第三者。
- (2) 對移轉的標的資產已不再具有有效或間接的控制。創始機構必須與標的資產完全切割，且銀行須取得確認真實銷售的法律意見書。
- (3) 已發行的資產已不再是創始機構的義務。
- (4) 發行人為特殊目的機構，投資者對於證券化商品有權力抵押或交換。
- (5) 有提前買回權條件，創始機構可以提前清償。
- (6) 創始銀行並不需要去警示標的資產的曝險。

合成型證券化商品的信用風險抵減條件(CRM)：

- (1) 合格的信用風險抵減。
- (2) 合格擔保品。
- (3) 合格保證人。
- (4) 銀行必須移轉與標的資產相關的重大信用風險給第三者。
- (5) 該金融工具不能有任何與限制風險移轉數量相關的條款。
- (6) 具有確認合約強制性的法律意見書。
- (7) 有提前買回權條件。

3. 結構：近來證券化商品的結構越來越複雜。巴塞爾協定提出一套 S.T.C. 標準，就是以簡單、透明及可比較性的方式，去審視金融商品的結構。

4. 信用增強：

信用增強可以降低資金成本，目前有許多銀行都提供信用增強的服務，因為它的成本很低，且這類承諾都屬於表外項目。雖然銀行都會向客戶強調他們會擔保相關損失，但在法院上，銀行卻表示他們並沒有任何責任，他們隨時可以退出。

5. 信用評等：

信用評等並非僅針對標的資產，它是一個彙總的整體評價，例如它會評估證券化之前的風險及法律結構等等，但事實上民眾無法得知信評公司究竟取得哪些資料去評估及給予信評。在金融危機發生後，民眾對於信評的公信度存疑。另外購買評等也是另一個重大的議題，它隱含更多道德風險。

巴塞爾協定要求銀行對證券化商品應該執行盡職調查，包括：

1. 對每個證券化商品曝險的特性、標的資產的風險特性都要全面了解。
2. 能持續地定期取得資產池金融商品的直接資料，而非歷史性參考資料。
3. 對所有會重大影響銀行曝險表現的證券化商品交易的結構特性要全面了解。

證券化市場的發展歷程

(一)美國：自 1970 年代開始，由政府國民抵押協會推動房貸的證券化，1980 年代持續成長，加入許多新資產類型，例如：應收信用卡款等，至 1990 年間呈指數成長，包含所有可產生未來現金流量的資產類型。金融海嘯發生後，2008 年及 2009 年，證券化商品金額有下降，但之後又逐漸回升。

(二)歐洲：自 1980 年間開始發展，主要是房貸及消費性放款，1990 年間快速成長，但因為金融海嘯的影響，歐洲主管機關針對證券化商品制定較嚴謹的法規，證券化商品比重逐漸下降，目前則以金融資產擔保債券為主流，其證券化商品的結構則相對較為簡單。

(三)中國：自 2005 年才開始，剛開始證券化商品總金額非常小，2009 年至 2011 年間因受金融危機的影響甚至暫停證券化商品交易，自 2012 年迄今，證券化市場呈指數成長，因證券化成為中國的銀行解決不良債權過高的方法。但事實上資產證券化是否能解決不良債權？如果推動透明揭露，則投資者將會知道資產池中所含的資產品質非常不佳，這樣還有人要投資嗎？且商品定價也是個具爭議性的問題。而證券化這種方法卻是由政府所推動的，銀行將有足夠大的誘因去進行許多道德風險的行為，例如將資產重組包裝，並配置一個較高的信用評等。2017 年中國將發展以公私合營模式投資基礎設施，並以專案資產證券化去推動一帶一路。

過去私人資本對公私合營模式的投資意願不高，因為其主要資訊掌握在銀行手中，而若將公私合營模式之項目證券化則能讓資產池經過市場測試，且具有信用評等，較能促使私人資金投入。

美國次貸危機主要是低估證券化資產的風險及聲譽風險，2006 年美國約有 6000 億美元的次級貸款，且大部分都被證券化。次貸約占所有房貸的 23.5%。在次貸危機爆發前，銀行所提供的信用增強比重並不高，係因民眾預期銀行最了解資產池的情況，若銀行大幅提升信用增強，則代表風險較高。在 2001 年至 2006 年間，證券化商品損失率大部分低於 1%，但 2007 年已達 2%，而在 2008 年則高達 17.26%。而整個失敗案例經分析其原因如下：

1. 創始機構為賺取報酬，不斷增加放款，但未執行貸後管理。
2. 更多高收益、複雜且不透明的商品出現，但金融業對該等商品亦不熟悉，只是為順應潮流，將風險移轉給其他人。
3. 信評機構提供高估的信評，且有購買信評的情況出現。
4. 因貨幣政策轉為寬鬆，投資者需要尋找高報酬率商品。

巴塞爾協定 II 對證券化資產的規範，主要為標準法（SA）和內部評等法（IRB），內部評等法又包括評等基礎法（Ratings-Based Approach, RBA）和監管公式法（Supervisory Formula Approach, SFA）及內部評估法（Internal Assessment Approach, IAA）。金融危機發生後，顯出巴塞爾協定 II 框架的不足，主要係過度依賴外部信評，其次則為該框架對風險的敏感度不足，高評等風險暴露的權重過低而低評等風險暴露的權重過高。

2014 年底新修訂的巴塞爾協定框架發布，2016 年 7 月將更一步修正。主要係因 2014 年底歐洲經濟表現不佳，因此歐洲向巴塞爾委員會主張他們的證券化商品與美國不同，希望委員會能針對符合簡單、透明及可比較性的商品訂定不同的資本計提標準。巴塞爾協定 III 實施後整體資本計提將會提升 20%~30%，但若針對簡單、透明及可比較性的商品減少計提量，則整體資本計提預計減少 50%，這樣一來又回到修訂前的水準。另外，對於衡量哪些商品屬於簡單、透明及可比較性的架構亦是非常具有爭議性的。美國與歐洲針對此議題有不同的看法，經過拉扯，在 2016 年底將簡單、透明及可比較性的架構加入巴塞爾協定內，若符合該架構，則可以減少資本計提。

巴塞爾協定的修正主要為減少對外部信評的依賴、加強風險敏感度以及增加風險驅動因素的輸入值。修正後之證券化架構，銀行必須使用 IRBA 方法，銀行必須建立

一套內部評等去評估相關資產池，且該內部評等需經主管機關核准。若銀行無法使用 IRBA 方法，則須使用 ERBA 方法，即使用外部信評再加入其他調整因子去計算。若前兩個都無法適用，則使用 SA 方法，但此與巴塞爾協定 II 不同，它調整了計算公式並加入其他調整因子。若上述皆不適用，則其風險權重為 1250%。

最後有關證券化商品的監理，主講者認為尚有些問題待解決，因為雖依修正後的巴塞爾協定，銀行將計提更多的資本。但銀行總是有辦法發展符合簡單、透明及可比較性架構規定的商品，所以未來資本計提將可能減少。另外雖然修正後的巴塞爾協定已增加很多調整因子，但是否真能完全反映系統性的風險？這不僅是證券化市場的問題，也是整個金融市場都需要討論的議題。

四、全球金融市場展望－貨幣政策分歧及川普總統不確定性(主講者：中銀國際證券公司蔡董事總經理清福)

(一) 川普現象

川普 = 不確定性 + 不可預期性 + 變異性。2016 年兩大黑天鵝，一是英國脫歐，另一個則是川普當選。其實民調完全錯誤，認為英國脫歐不會發生，美國大選川普不會贏，為何民調會錯的那麼離譜呢？2017 年已知會發生的事以及未知或不確定的事，包括川普的經濟和外交政策、貨幣政策的分歧、英國脫歐啟動、德國總理梅克爾贏得選戰、歐洲銀行的問題、中國經濟成長放緩、人民幣貶值 10%、中國信用市場惡化、美中關係惡化、石油價格維持在 50 美元以上等。

川普當選將改變遊戲規則，把不可能的事變成事實，將以財政政策為優先，將增加公共支出、減稅、放寬管制、減少經濟成長的阻礙，並將取消陶德-法蘭克華爾街改造與消費者保護法案之管制等。

2008 年至 2016 年美國以貨幣政策為主，川普上台後將改以財政政策為優先，未來 10 年內將減稅 6 兆美元，增加公共支出，美國的國債 3 年內預期將超過 GDP 之 100%，20 年內總債務將從 14 兆美元增加至 45 兆美元。利率將快速升息，政府財政赤字增加，通貨膨脹將隨之而來，美元將重回最主要貨幣並強勢走強，但美元能走強多久？

(二) 貨幣政策與利率走向

2008 年後各國大多採行貨幣政策，美國、英國採行 QE1、QE2、QE3 持續性貨幣寬鬆政策，日本、歐州則採行負利率政策，此導致投資者熱錢流竄。

2008 年起全球經濟金融發展有三大主要現象，包括：1. 各國的中央銀行為避免通貨膨脹和防止經濟衰退，紛紛採取寬鬆貨幣政策，並讓資產價值上漲；2. 投資者將大量的熱錢轉進風險性高的資產，以獲取較高的報酬；3. 大量資金流入新興市場，抬高新興國家資產的價格，貨幣升值等。

(三) 變異性和市場的流動性

2008 年後新增的管制措施，已限縮市場的流動性並增加金融市場的變異數。其中巴塞爾資本協定，對金融業者要求較高的資本，除最低資本適足率之規定外，尚有槓桿比率之規範，對於交易資產也要求較高的風險權數等。

新增的管制措施對金融業者的影響，包括限縮貨幣市場之交易活動、減少證券市場之借券活動、影響附買回市場操作、增加對高品質高流動性資產的要求。另外新增的管制措施對資本市場及其使用者之影響，包括會使交易員的能力降低、市場的流動性也降低、會增加買賣價差、增加交易成本及借款成本，而市場的變異性和不穩定性也將上升。

(四) 全球貨幣走向

美元將重回最強貨幣嗎？英國脫歐後，歐元能否維持其原有地位？日元是否仍為負利率？另外人民幣的走向又將如何？主講者認為即使受英國脫歐和川普上台兩大黑天鵝的影響，歐元仍將維持強勢。

最近 30 個月內，中國資金外流嚴重，約有 9,800 億美元流出中國。中國資金外流和人民幣貶值問題有三種可能情況：

1. 一次貶值：從 1 美元兌換 6.9 人民幣，一次貶值至 1 美元兌換 7.5 人民幣，但預期不會停在 1 美元兌換 7.5 人民幣。由於政治力人為操縱貨幣，將導致區域的貨幣貶值大戰。
2. 逐漸走貶：由於人們會有貶值預期心理，致引發投機者攻擊，將有大量及持續的資金外逃現象，可能耗盡其外匯存底。
3. 不貶值：由於一方面加強資金管控，加上匯率保衛戰，使預期貶值心理不再，人民幣停止國際化。

(五)全球信用市場展望

2017 年將以高收益債券為主流，但此市場是機構或銀行等專業法人的市場，個人投資不宜，因金額大風險極高。因為川普現象，美國經濟會走強，所以美國債市將十分安全，美國公司債的違約率極低。中國銀行信用會崩盤嗎？主講人不認為。至於歐元區信用市場，主講人指出，如果政府沒有救助支援的話，2017 年會有 2 個獨立小銀行面臨倒閉風險。而 2018 年應特別注意歐元區公司債市場，因 2013 年 5 年公司債大量到期，屆時歐元區銀行將面臨重大考驗。

(六)總結

2017 年影響全球金融市場有 5 個風險因子，包括川普的不可預測、英國脫歐、歐元區的選舉、美中及美俄關係的發展、歐元區銀行部門可能有倒閉的風險。而對市場的影響包括貨幣政策的分歧、更高的變異數、結果難料、影響市場的流動性、擁抱可選性。至於對未來的預期，主講者認為未來仍屬不確定性，無法預測，只能看未來發展且走且看。

肆、心得與建議

本次研討會除有產、官、學界之菁英擔任講座之外，並有來自東南亞及西亞 13 國之中央銀行與金融監理機關人員，得以就當前共同關切之金融文化、道德風險、資產證券化之監理和全球金融市場展望以及各國金融監理面臨的課題等議題交換意見，獲益良多，主要心得與建議如次：

一、因應金融科技發展及國內外資安事件發生頻仍，當前金融監理亟應強化銀行整體資訊網路安全管理：

本次研討會小組討論，劉明康教授請參加學員分組討論，談談自己國家目前金融監理所面臨的挑戰及因應措施。本人提及我國為因應資訊通訊技術之進步，自 2015 年起開放銀行提供客戶線上服務，包括存款、授信、信用卡和財富管理等服務，使客戶免臨櫃即可辦理基本金融交易。但線上服務之網路安全控管十分重要，近來國內發生網路駭客攻擊事件，資安管理尤為我國當前金融監理所面臨之重大課題。參加學員中亦有同學附議，例如柬埔寨、孟加拉等，他們也提及在他們國家也有相同監理課題，所以我們集思廣益，探討如何強化銀行資訊安全。

本人分享我國為強化資訊安全，已督促銀行強化網路銀行登入機制，建立分散式阻斷服務攻擊(DDoS)之監控與事故應變機制，及強化 ATM 資訊安全防護等。參訓同學也紛紛提供網路金融資訊安全之偵測與預防措施。

目前銀行越來越依靠資訊科技來提供更為便捷之金融交易，導致發生 IT 失常或網路被攻擊之機率增加，且因金融體系相互關聯性日益增高，一家銀行的一件網路意外或 IT 失常也可能會影響其他銀行的安全與健全，甚至導致潛在的系統風險。因此**建議主管機關應督導銀行**：1. 建構一套防禦網路攻擊的治理架構、風險評估及復原機制。2. 將網路防禦措施納入內部控制中，以確保銀行發生網路攻擊時，核心業務仍可持續正常提供服務。3. 落實銀行業建立資安演練機制，定期檢討更新網路應用程式。4. 提升資安治理之管理層級，強化資安人員專業訓練及面對駭客入侵之應變能力。

二、為防止銀行道德風險，擴張資產負債表外項目，應加強外部檢查及內部稽核或利用 IT 科技來監控銀行交易：

劉明康教授提及目前有兩種普遍存在各國的道德風險：1. 資產負債表外項目的擴張、2. 槓桿購併的增加。劉教授表示，多數銀行為美化財務報表，不斷擴張表外項目，為減少存款準備的提列，鼓勵客戶將存款領出，用來投資財富管理商品，因而從表內項目轉為表外項目，而財富管理商品的組成大多是具高風險的投資組合，它的報酬率可以是一般放款利率的 4 倍、6 倍甚或 10 倍。

我國近年也常有客戶為追求更高利潤，將定存解約轉而投資複雜型高風險的財富管理商品和衍生性金融商品，致有衍生爭議或客訴情事，這也使銀行相對增加表外項目的潛在風險。另外也有發現銀行承作衍生性金融商品時，隱藏部分的約定或承諾事項，例如承作一筆 10 億元名目本金之衍生性金融商品交易，銀行只在成交日做一備忘分錄(表外)，記錄名目本金金額，但事實上還有另一個 4 倍槓桿操作之合約未入帳，如此即未能完全反映銀行之真正曝險。

要如何防範銀行將表內項目移轉至表外，如何加強表外項目的風險控管，並充分揭露其真正的曝險，**建議**應加強外部檢查及內部稽核，強化資訊揭露及資訊透明度，另亦可有效利用科技創新(例如區塊鏈技術可使交易或資訊真實、透明、可追溯，並依時間順序記錄所有的交易，使銀行無法隱藏或規避)來追蹤交易紀錄，以確保交易安全。

三、為建立符合公眾利益之金融體系，應導正不當的金融文化，並加強銀行遵法文化：

任志剛教授提及有問題的金融文化才是金融危機發生的主因。金融的公眾利益被長期忽視，金融機構只追求利潤的極大化，忽視其存在金融市場的真正目的，其不斷創新複雜型的金融商品，因而衍生更多未知的系統性風險。另外，金融機構對員工實施薪酬獎勵制度，要求以達到業績及盈餘目標為首要，至於法令遵循、風險管理和誠信等都是次要，因此導致許多行員有不當的失職行為。

我國金融機構行員舞弊或有不當失職行為仍時有所聞，其原因除行員個人道德因素外，制度面設計不良(包括薪酬獎勵制度、內部控制制度等)，不重視法遵、風控及消費者保護等才是主要因素。金融機構為拓展業務不斷創新金融商品，然而金融創新應以公眾利益為優先，不能只注重機構之利益。

為督促金融機構提供安全的金融服務，確保健全經營，**建議**應加強銀行之遵法文化，調整薪酬結構及經營模式，去除行員有不當行為的誘因，並確保複雜性與創新性的金融商品要符合公眾利益，並能及時阻擋不當違規行為。且銀行提供的金融服務應有透明的收費標準，金融主管機關並應加強金融檢查，更嚴密監管金融機構，對違法的金融機構和從事不當行為的銀行從業人員應予以重罰，以端正金融文化，防止金融危機再度發生。

四、宜密切注意川普總統的經濟和外交政策以及全球經濟金融走向，並及早預為因應：

2016年的兩大黑天鵝，一是英國脫歐，另一個則是川普當選。美國在川普總統上台後，不確定性大增，川普將改以財政政策為優先，將增加公共支出、減稅及放寬管制等。預期美國利率將快速升息，政府財政赤字將增加，通貨膨脹將隨之而來，而與美元連動的國家或區域將受影響大。

若美國利率快速上漲，對我國整體金融機構的營運將有所影響，因為利率上升，借款人負擔將提高，倒帳率也會隨之提高，為督促銀行及早因應，**建議**宜密切注意美國利率走向，要求銀行先作升息的壓力測試，並增提備抵呆帳，強化風險承擔能力。另外，歐元區，英國脫歐，法國、義大利如果也跟進，單一德國能否支撐歐元區，如此歐元區將瓦解，歐洲各國可能回歸到其原來的貨幣，全球金融市場將為之震盪，各國銀行的經營風險將提高，爰建議銀行亦應預為因應。而

近年中國大陸經濟成長放緩，資金外流，人民幣如果繼續貶值，將影響人民幣計價的商品價格，銀行也要及早因應。

2017 年川普的不可預測、英國脫歐啟動、歐元區的選舉、美中及美俄關係的發展、歐洲銀行的問題、中國經濟成長放緩、人民幣貶值等等均將影響全球經濟金融走向，我國金融主管機關及金融機構宜密切注意其動向。