

全球金融危機之處理經驗與啟示國際研討會 會議紀實（上）

國際關係暨研究室

國際金融局勢自民國 96 年下半年起動盪不安，全球經濟及金融市場皆受波及，各國政府除重新檢視其金融監理制度外，亦再度肯定存款保險對安定金融之重要性。面對全球化發展，個別經濟體實已無法自外於國際金融市場，跨區域間與國際金融組織之合作日形重要。此次金融風暴，提供世界各國及決策者絕佳機會思考問題之導因，迫使其面對問題構思解決之道，並藉由改革因應金融市場之發展變遷。

中央存款保險公司(以下簡稱中央存保公司)身為金融安全網成員之一，為使國內金融機構對當前國際金融市場現況及監理趨勢有更深入之瞭解，並強化風險管理意識，於 98 年 10 月 22 至 23 日於台灣金融研訓院菁業堂舉辦「全球金融危機之處理經驗與啟示國際研討會 (International Seminar on Lessons and Implications in Managing the Global Financial Crisis)」，期藉探討當前國際金融市場現況及金融監理制度之變革，協助金融機構強化風險控管並瞭解未來金融市場之發展趨勢。

本次研討會邀請行政院金融監督管理委員會副主任委員李紀珠蒞臨致辭，以及來自國際清算銀行、國際存款保險機構協會、美國聯邦存款保險公司及美國 Oliver Wyman 諮詢公司等機構之知名國際金融專家來台擔任講座，另亦邀請多名國內金融界專家學者擔任各場次之主持人及與談人，分享國際金融監理趨勢並以國際觀點就金融實務與金融監理機制提出建言。與會對象除我國金融安全網各單位(行政院金融監督管理委員會、財政部、中央銀行、行政院經濟建設委員會等)及銀行之高階主管外，並涵蓋亞洲地區金融監理機關與存保機構之代表。

壹、國際研討會研討議題及講者

開場致辭：陳上程/中央存保公司董事長

貴賓致辭：李紀珠/行政院金融監督管理委員會副主任委員

專題研討一、因應金融危機之監理改革

主持人：許振明/台灣金融研訓院院長

主講人：Ilhyock Shim/國際清算銀行資深經濟學家

與談人：葉銀華/行政院金融監督管理委員會委員

專題研討二、金融海嘯下之金融創新：發展與趨勢

主持人：薛琦/台灣證交所董事長

主講人：Karl Reitz/美國聯邦存款保險公司資本市場資深專
員

與談人：李賢源/台灣大學財務金融系教授

專題研討三、金融危機下存保機制所面臨之挑戰

主持人：陳春山/中華大學講座教授兼人文社會學院院長

主講人：Mutsuo Hatano/國際存款保險機構協會副主席暨日
本存款保險公司副理事長

與談人：王南華/中央存保公司總經理

專題研討四、金融業因應全球化市場之風險管理趨勢

主持人：董瑞斌/中國科技大學商學院院長

主講人：John F. Bovenzi/Oliver Wyman 諮詢公司金融服務
諮詢部合夥人暨前美國聯邦存款保險公司營運長

與談人：儲蓉/新光金控公司風控長

綜合座談：全球金融危機之處理經驗與啟示：危機 vs. 轉機

主持人：Don Inscoe/國際存款保險機構協會秘書長

與談人 1：Ilhyock Shim/國際清算銀行資深經濟學家

與談人 2：Karl Reitz/美國聯邦存款保險公司資本市場資深專
員

與談人 3：Mutsuo Hatano/國際存款保險機構協會副主席暨
日本存款保險公司副理事長

與談人 4：John F. Bovenzi/Oliver Wyman 諮詢公司金融服務

諮詢部合夥人暨前美國聯邦存款保險公司營運長
閉幕致辭：王南華/中央存保公司總經理

貳、國際研討會會議紀實

一、開幕致辭-陳上程/中央存保公司董事長

首先感謝行政院金融監督管理委員會李副主任委員蒞臨大會指導。

國際存款保險機構協會副主席暨日本存款保險公司副理事長 Mr. Hatano、國際存款保險機構協會秘書長 Mr. Inscoe、Oliver Wyman 諮詢公司金融服務諮詢部合夥人暨前美國聯邦存款保險公司營運長 Mr. Bovenzi、國際清算銀行資深經濟學家 Mr. Shim 及美國聯邦存款保險公司資本市場資深專員 Mr. Reitz、台灣金融研訓院許院長振明、行政院金融監督管理委員會葉委員銀華、亞洲各國金融監理機構及存款保險機構代表、我國金融主管機關代表、各位金融業先進、學者專家、媒體朋友大家好。

今天非常榮幸也很高興各位嘉賓能蒞臨參加由中央存保公司舉辦之「全球金融危機之處理經驗與啟示國際研討會」。

2007 年下半年美國次級房貸問題引爆全球金融危機，受創程度之深被喻為百年罕見。這波金融海嘯雖肇因於北美及歐洲地區，但對全球經濟產生全面性的衝擊。歐美先進國家之大型金融機構因投資次級房貸相關證券化商品承受巨額損失，造成流動性不足與信用緊縮的危機，進一步引發經濟景氣衰退。在亞太地區，雖然金融機構亦持有次級房貸相關金融商品，但因金額不大，受損程度相較於歐美大型金融機構為輕；惟因亞太地區多屬出口導向國家，對歐、美市場依存度高，連帶亦受到出口減緩、經濟成長衰退、失業率攀升等影響。

國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)於今(2009)年 10 月 1 日發布之「全球經濟展望報告」(World Economic Outlook)，雖已調升其於今年 7 月所做之今、明(2010)兩年全球經濟成長率預測值，2009 年由-1.4%調升為-1.1%，2010 年由 2.5%調升為 3.1%，顯示經濟衰退情況已有改善。惟 IMF 首席經

濟學家 Olivier Blanchard 亦同時提出警示，提醒各國決策者不可滿足現況，因為整體而言全球經濟復甦腳步仍然緩慢，且失業率恐仍將攀升。因此，我們在慶幸經濟金融情況未進一步惡化時，更應時時警覺，並審慎研析因應措施與未來發展方向。

危機是創造新局之關鍵時刻。此次金融風暴，除促使各國政府竭盡所能積極研議解決之道外，更提供了絕佳的省思機會。綜觀各國處理這次金融危機之經驗，有下列幾點可供進一步思考：

- (一)金融危機發生時，如何正確研判其可能狀況，即時採取因應措施？該措施是否能視其效果靈活調整？
- (二)金融創新與金融安定如何取得平衡？
- (三)金融市場紀律如何有效發揮？
- (四)金融業因應全球化發展趨勢，如何有效釐訂風險管理策略？
- (五)存款保險機制穩定金融之功能深受肯定，惟未來是否能更加完善？發展趨勢為何？
- (六)國際金融組織應如何整合資源，研訂國際準則及強化跨國合作？

台灣實質已成為全球 20 大主要經濟體之一，自當持續推動各項改革，蕭副總統亦期許台灣在金融改革上要做到 5 I，也就是 Integrity (誠信)、Intellectual Capital (智慧人才)、Innovation (創新)、Infrastructure (基礎法制)及 Integration (整合)，才是健康的改革。

金融改革需要社會成本，更需要整合各方意見合力推動。本公司身為金融安全網之一員，為掌握事件發展之整體脈絡，特主辦本次研討會，就上開思考方向，邀請多名國內外金融界及國際組織專家擔任講座，就因應金融危機之監理改革、金融海嘯後之金融創新、金融業因應全球化市場之風險管理趨勢，以及存款保險機制所面臨之挑戰等議題，與各位分享他們的看法。

本公司自民國 74 年 9 月成立以來，致力於保障存款人權益、維護信用秩序及促進金融業務健全發展。近年來更配合政府金融改革政策，積極參與金融安全網各項制度及措施之規劃與執行，並藉由結合金融重建基金與存款保險機制，順利協助 55 家經營

不善金融機構平和退出市場。回顧本公司成立的 24 年期間，無時不以維護金融秩序為己任，克盡金融安全防護網成員之職責。本次研討會承蒙各位長官及國內外專家學者之鼎力支持與參與，得以順利舉辦，本人謹在此再度致上最誠摯的謝忱。未來，本公司仍將持續努力，與全體金融同業共創更健全完善與安定之金融體系。最後，敬祝各位貴賓身體健康、萬事如意，謝謝！

二、貴賓致辭-行政院金融監督管理委員會副主任委員李紀珠

今天很榮幸應邀參加中央存保公司舉辦之「全球金融危機之處理經驗與啟示國際研討會」。國際金融局勢自 2008 年下半年起動盪不安，全球金融市場經歷前所未有的震撼，金融風暴所產生的連環效應，已對全球實質經濟帶來嚴重負面衝擊。藉由今天的機會，除探討各國對金融危機之處理經驗外，亦與各位與會嘉賓共同分享台灣政府在此波金融風暴下，所採行的各項政策措施與成果，並就金融消費者保護及金融安全網之建立等二項議題進行說明。

導致本次金融海嘯之原因頗多，有人認為係長期貨幣寬鬆政策所致，亦有苛責金融機構薪酬設計不當，或歸因信用評等機構功能不彰、整體會計制度設計不良等看法。本人認為最主要之關鍵，則在於整體金融監理之失敗。金融監理為什麼會失敗？其背後成因為監理哲學的理念。過去大家都相信市場機制一定能發揮應有的功能，引導金融市場的風險和報酬達到平衡。但在金融海嘯中我們觀察到，風險和報酬達到平衡之重要前提係訊息透明與資訊對稱。

由於金融商品的複雜性與金融產業的特殊性，金融訊息難以達到對稱，故期待的市場機制無法充分發揮應有功能，產生經濟學所稱「市場失敗」(market failure) 之現象。由於過度仰賴市場自我機制之平衡及約制，各國監理機關經常過度強調市場自由化，而未能在金融創新、審慎監理、消費者保護之間取得平衡，致對個體面及總體面帶來嚴重傷害。

值得欣慰的是近期許多來自美國、英國、IMF、G30、G20

之金融改革報告，都對金融海嘯的成因及未來改革方向，有深入的分析。我們相信在因應危機的同時亦可獲得寶貴經驗，對所有監理機關未來作為極具助益。但是不可否認的，金融海嘯發生的過程中，金融消費者產生極大信心危機。

為了穩定信心，各國金融主管機關施行過去不太敢嘗試的政策工具。其內容主要分為三類：

- (一) 央行擴大公開市場操作可購買標的物及融通對象，以提供金融體系充裕流動性，防範信用緊縮，避免危機擴大。
- (二) 各國政府花費大筆金錢救援大型金融機構，甚至不惜採行國有化措施。
- (三) 採行高度道德風險的政策 – 存款全額保障或大幅提高存款保障。目前全球有 47 國提高存款保障或採行全額保障，台灣也是其中之一。

上開三種政策是過去市場機制主導的環境裡不太可能採取的非常手段，可見本次金融海嘯傷害之大。

台灣在這次金融海嘯受到的直接衝擊較少。雖然亦有個別金融機構面臨流動性問題、個別投資者受害，但整體金融產業相對來說受創不嚴重。惟因台灣屬出口導向之國家，高度依賴對外貿易及出口，受全球景氣大幅衰退的影響，經濟動能受到衝擊；為此，政府也相繼提出財政經濟、貨幣與金融措施作為因應。台灣係亞洲第一個施行全額保險制度之國家，由於少數金融機構面臨流動性問題，我國政府在 2008 年 10 月，率先宣布迄 2009 年 12 月 31 日止，對台灣存款人之所有存款提供全額保障。嗣後考量台灣與全球金融之穩定情勢，以及鄰近國家採行的存款保險政策，於 2009 年 10 月再次宣布，延長全額保障期限一年至 2010 年底。惟為配合全額保障之實施可能帶來之道德風險，因此，本會除督促金融機構加強資產負債管理、公司治理、內部控制等機制及提升財務業務資訊之透明度外，同時檢討公司治理實務守則，並增訂金融機構董監事經理人薪酬合理性並強化揭露。另本會亦加強執行新修正銀行法有關立即糾正措施規定，依銀行資本適足率及潛在流動性，採行不同的監理措施等，以期透過監理機

制之強化，降低金融業者之道德風險。

為了促進經濟繁榮，避免進一步萎縮，我國亦加強金融機構之融資動能，協助企業與個人取得所需貸款資金，並減輕國民購置住宅貸款利息負擔及協助企業渡過營運困境；政府並透過金融體系採行多項協助貸款措施，包括「增撥新台幣 4000 億元優惠購屋專案貸款」，提高每戶貸款額度及政府補貼利率，並成立「政府協助企業經營資金專案小組」協助解決企業融資問題等。

在穩定資本市場方面，施行暫時性的股市措施，如證交稅減半、股市禁止放空措施等。在貨幣政策方面，中央銀行多次調降利率，並擴大附買回操作機制。在財政政策上，我國率先發放新台幣 829 億之消費券以振興經濟，提振民間消費及促進國內需求，並且加速推動基礎建設，或提供產業誘因以達分散出口及提升研發能力。此外，鑑於弱勢族群在金融危機中受到的傷害，亦提出多項促進就業、協助弱勢族群之方案，相關政策已產生績效。

我一開始提及本次金融改革中有兩項議題特別重要，亦即新金融安全網的建立及金融消費者保護。金融市場為一敏感產業，交易雙方在交易過程中，有訊息不對稱及雙方交易形式不對等之現象。例如一個儲蓄者如果將一百萬存入銀行，這筆金額只在存簿上登錄幾個字，這跟花五萬元而拿回一台電腦的交易感受不同，故我們說金融產業是一個高度信心產業，加上此產業之複雜性，以及訊息不對稱的情形，常由於信心的不穩定進而造成動盪，故實有必要提出強化民眾信心之機制。建立新金融安全網，不僅是金融主管機關的任務，各國中央銀行、存款保險機構、周邊相關機構，甚或業者自律機制都應包含在內。我國金融主管機關如金融監督管理委員會(本會)、中央銀行、財政部、中央存保公司一向合作良好，透過這次機會彼此合作亦更加緊密。

本次金融海嘯中，許多金融消費者受到傷害，各界紛紛提出保護金融消費者的舉措。美國甚至要求成立金融消費者保護機構藉以完善此一機制，我國亦已研訂金融消費者保護法規相關條文，近期內移請立法院審議。

雖然我國經濟與金融環境日趨穩定，我們還是希望能從危機

中汲取教訓。很感謝中央存保公司在這個時點舉辦這次研討會，邀請到海外貴賓與國內專家一同探討金融監理、消費者保護、市場創新、風險管理及存款保險等各方面議題，讓大家有更多學習機會。

主辦單位中央存保公司為我國辦理存款保險的唯一專責機構，自 1985 年成立迄今，即致力於落實存款保險保障存款人權益及維持金融安定之設立宗旨，過去對金融監理之加強及存款人信心之維護頗具成效。另鑑於金融國際化之發展趨勢，中央存保公司亦開創新局，躋身國際，於 2002 年加入國際存款保險機構協會並成為創始會員，此為我國存保制度發展上之重要里程碑，得以藉由搭建國際交流平台，積極參與各項國際存款保險相關活動，促進資訊與經驗交流，融入國際化之潮流，本人在此給予高度肯定。

最後，本人相信本次國際研討會應可使國內外銀行業者，以及與會之國內外金融安全網相關機構代表，對當前國際金融市場現況、金融監理制度之發展、全球存保法規之整合以及存保制度在因應金融危機中可發揮之功能等，有更深入之瞭解，相信此必然有助於未來監理政策之擬定與執行，而對業者未來策略擬訂，亦應有極大助益。最後，在此敬祝各位貴賓萬事如意，心想事成，並預祝研討會圓滿成功，謝謝！

三、專題研討一、因應金融危機之監理改革

- 主持人：許振明/台灣金融研訓院院長
- 主講人：Ilhyock Shim/國際清算銀行資深經濟學家
- 與談人：葉銀華/行政院金融監督管理委員會委員

(一)主持人：許振明/台灣金融研訓院院長

各位先生、女士大家早。很榮幸主持本場次，其中邀請到國際清算銀行(BIS)亞洲辦事處資深經濟學家Ilhyock Shim博士主講，Mr. Shim專長於金融穩定與市場問題的研究，並負責召開亞洲地區中央銀行會議。另一位與談人為行政院金融監督管理委員會葉銀華委員，渠擔任委員已有兩年時間，同時

也是財經教授。

此次金融海嘯改變了全球金融監理單位及財經學者的態度及看法，多數專家認為金融危機導因於金融監理不足。過去專家多半支持市場自律的機制，金融海嘯之後，先進國家以及G20高峰會議，一致認為應提升金融監理。作法如下：

- 1.由單一獨立的中央主管單位擔任主要監理機構；
- 2.強化個體的審慎監理規範；
- 3.提升總體之審慎監理措施；
- 4.落實監理機制，保護一般投資人；
- 5.推動全球金融監理機構之合作。

金融危機之後，Basel II做成極具影響力的決定，歡迎Mr. Shim為各位說明。

(二)主講人：Ilhyock Shim/國際清算銀行(BIS)資深經濟學家

今天主要與各位分享當前重要議題，並著重最後一項主題「如何進行金融監理的改革」。另因本人服務於BIS亞洲辦事處，亞洲在此次金融海嘯的狀況也較為特殊，故將多加說明。

雷曼兄弟倒閉之前全球經濟已有大幅衰退現象。從西方到東方，不論是金融通路或實際通路均出現很大的問題，前者承受衝擊尤其嚴重，市場風險承受度及信心也大幅下降，然這並不表示亞洲的體系承受不起風險，乃是投資人之風險胃納下降所致。金融通路出現之問題歸納如下：

- 1.美國與歐洲的一連串金融事件影響亞洲投資人信心，導致亞洲發生降低負債的現象，規模雖不大，但自2007年4季即可見端倪，而主要效應則自2008年3季較為明顯。
- 2.信用緊縮。相較於1997年亞洲金融風暴，亞洲國家體質已強健許多，因此所受的衝擊較小。然而由於降低負債導致美元供給不足，國外外匯調劑市場也產生失序現象，造成匯率變動。
- 3.亞洲雖然亦受影響，但整體信用成長仍表現良好，並未出現信用緊縮之現象。

就實際通路而言，全球需求大幅衰退連帶影響泰國、台灣等國出口降低，GDP亦呈衰退。2009年第2季以來，新興市場已有強力復甦現象，投資人風險承受度增加，總體經濟展望也較為正面。

接下來，謹就亞洲金融風暴談起，該危機的教訓有三項：

1. 加強金融改革以因應未來危機

亞洲金融危機的成因有數個，其中包括外匯存底問題。亞洲金融風暴之後，亞洲國家發現必須對資本流動建立自保機制，除了建立本國貨幣債券市場外，亦建立穩健的外匯存底，因此亞洲國家資源調動較有效率，可抗衝擊。總體方面，許多亞洲經濟體在亞洲金融風暴後，採用審慎作法避免信用過度擴張，尤其是在房貸及消費金融部分，而有效降低金融海嘯之衝擊。1997年以來亞洲國家外匯存底快速累積，其與短期外債之比率約為1：1，相當穩健。

亞洲國家在金融危機信用發生問題之前，已採取審慎的作法，例如香港與馬來西亞早於1997年時就規範貸放比的措施。2000年之後信用大幅膨脹，中國、韓國、印度、泰國等也採取類似的措施。另外也有提高備抵和資本適足率的措施，甚至有限制銀行對某些產業貸放比例之作法。

2. 傳統銀行的商業模式有助於亞洲銀行面對金融海嘯之穩定性。使銀行在證券化金融商品之暴險相對較低，且較不依賴同業拆款或資本市場作為融資來源。

3. 以迅速且積極的政策回應，能有效因應金融危機。金融海嘯開始之前，亞洲國家已採取一些重大的貨幣措施，例如寬鬆貨幣供給和提出刺激景氣的財政方案。此外，亞洲經濟體各自採取不同的保證，例如：存保方面分為全額保障及提高保障額度等，以提供流動性支援。另政府及中央銀行亦介入資產市場直接收購以避免資產崩跌，這些措施對維持擔保品價值非常有幫助。有些國家限制放空，甚至暫不採用「按市值計價」會計原則的作法。

未來的挑戰包括：

1. 援助機制之退場時點

退場時點有兩個考量，太早或太晚。有人擔心現在退場太早，但退場機制發動得過早或過晚都會有代價，決策並不容易。太晚，信用或資產價格可能進入另一波泡沫化；太早，剛復甦的經濟可能再次受挫。現在有許多國家倡議退場時點之跨國合作，但實際執行面有其困難，因為各國情況不同，故退場之時點自應不同。但針對存款或債務採全額保障的國家，則確實應針對這部分之退場時點進行跨國協調。另對亞洲而言，資金流動亦是重要議題。美元下滑可能造亞洲貨幣快速升值，將對出口產生衝擊，帶來一些效應，因此未來的發展仍需進一步探討。

我們看到2008年亞洲採取全額保障措施退場時點，大多至2010年底。台灣也再決定將全額存款保障延長至明年底。因此，亞洲各國在此一部分尚有相當之合作空間。

2. 貨幣政策架構及金融安定之政策平衡

經歷這次金融海嘯後，我們要思考一些議題：到底中央銀行角色為何？亞洲的各個中央銀行主要的工作是對抗通膨、調整利率。至於中央銀行是否也要在金融穩定上扮演角色，也是一個要探究討論的重要題目。在兩種角色間，中央銀行要試著取得平衡點。事實上就中央銀行的角色定位到底為何，現在還沒有定論。

3. 納入總體金融監理之概念

在討論到監管架構細節之前，我們先來看看總體審慎與個體審慎監理的定義。最大的差別在於，總體是將整個金融體系囊括在一個單一架構裡面，把整體金融體系資產負債表合併來看。也就是說不論是A銀行或B銀行都是在整體的架構裡面。此時，個別銀行之間雖有連動關係，但各自狀況則不是那麼重要，重視的部分為所有與系統性有關之重要議題。至於個體則是包含了個別的金融機構，涵蓋了不同金融機構個別的風險和資產負債表，總體審慎監理之目的在於補強個體監理之不足。

4.金融監管程度要適當

接下來來談談金融監管有哪些改革措施，特別是亞洲的部分。這是一個很有挑戰性的議題。我們是要採取更多監管措施？還是要維持目前的鬆綁政策？金融危機發生前，有很多市場人士和主管機關支持鬆綁政策。但也有不同意見指出，過度鬆綁的後果難以承受。因此要如何提供適當的監管架構，有著許多討論。在討論細節前，我們先來釐清目標到底是什麼？

景氣好時，大家願意承擔風險。但是許多投資人和機構因此承受了過多風險。在未來，到底我們需要什麼樣的金融監管體系？國際上要如何合作才能避免承受過多風險？2007年之後，許多主管當局達成共識，採取了立法措施。他們首先針對資本適足率這重要的一環著手。另外，資產負債表以外的項目未來也會受到更多監管。

5.跨國合作與監理

2008年9月時，Basel銀行監理委員會也提出原則性指導文件，其中有兩個主要指導方向，包含了監管聯席會，Basel的委員會對跨國的銀行業監管也提出建議。2009年9月後，Basel銀行監理委員會涵蓋了27個不同地區。他們定期在Basel開會，進行協調。但因為有27個國家代表，所以要達成共識需要很久的時間。國際清算銀行（BIS）也會出現這種狀況。

他們總共達成6項共識。前3項是比較容易的部分，都是個體審慎措施。2007年下半年風暴開始之前，前3項就有了初步討論，所以比較容易達成共識。但是後面3項，尤其是跨國銀行業監理，還有反景氣循環的資本緩衝機制，以及對系統風險非常重要的金融機構，這3個都是非常困難的議題，還在討論中，沒有達成共識。所以我把重點放在前3項。

國際上資本達到調和的定義就是資本定義它是高品質的資本。另外很重要的一點，資本的新定義必須要有國際

共識。某些經濟體和銀行要採取較高的資本適足率。在2009年12月的會議裡應該會就這部分作最後的敲定，2010年底之前應該互有具體的文件出來，並加以執行。

在流動資產方面，應有以非風險為基準與以風險為基準的兩項標準來進行考量。目標就是希望流動資產比率能符合Basel規定，也希望國際上能協調一致。各國主管當局在這方面有相當的期望，希望流動資產比率能有國際標準，也希望在今12月的會議中作最後的敲定。

在全球流動性架構方面，流動性並非一個新議題，但是在流動性上要如何執行還在討論中。第一，希望流動性的標準能更嚴格，也就是針對第二支柱的規定，有兩個比例，一個叫liquidity coverage ratio，另一個是construction ratio。在槓桿比率和liquidity ratio等兩個比例間希望能取得國際一致。

另一個比較棘手的是跨國銀行議題。目前已有一些原則性建議，但問題是要如何執行。因為這些建議都是比較被動的，沒有太具體的突破。採行國際上的建議機構是比較極端的作法，另一個極端則是各國各自為政，沒有國際協調機制。我們希望未來能有所突破。對跨國金融產業議題提出真正的解決方案。重點是要想辦法在危機發生時及早介入，甚至要早於之間設定的介入時點。如此一來才能避免雷曼兄弟投資銀行破產這樣的危機再發生。如果建立了機制，就能在未來重大危機發生時及早偵測並介入。降低對國家以及全世界的負面影響。

接下來來談兩個總體經濟議題，其一為反景氣循環的緩衝架構。這方面也有許多討論，期望能處理制度系統上的風險，採取總體措施。針對這種緩衝機制，我們得在制度方面著手，其中包含GDP還有其他重點衡量層面。法規方面要考量總體環境，而不是針對個別金融機構。此種總體討論的重點是系統性風險。

目前針對資本緩衝已有一些建議，在獲利方面有一些

衡量的指標。至於如何計算的細節還要進一步瞭解。在這方面國際清算銀行也有許多研究。在GDP和獲利部分，目前的資料還有進一步考慮的空間。

最後，最重要也最困難的是在系統金融機構方面。這也是一個困難的政治議題。最近大家看到一些重要的演說發表，大型跨國銀行主管提出不同的看法。在資本流動性，稅務、資本適足率方面他們都有不同的意見。這是目前最有挑戰性的議題。這些監管機制什麼時候執行，如何執行也還在討論中，希望G20或其他國際組織在未來能有一些討論進展。

報告彙整部分，OTC derivatives有長足的進展。業者對於目前舊的工具仍有許多顧慮，認為由交易所擔任主要交易對手並非理想的作法，然而主管機關認為由交易所擔任集中的交易對手有助於穩定金融市場，因此這套制度應會繼續下去。補償作法方面，將風險放入薪酬計算，讓員工可以承擔風險的同時也要考量可能擔負的責任。另外資本不足的銀行可能會對執行長的薪酬設限，例如美國的PCA就有此哲學，可見薪酬改革也可是一種作法。

亞洲地區的金融改革有幾點值得注意：

1. Basel II的執行

Basel II在第一支柱的執行上大多與金融危機發生前無不同，然在第二支柱方面卻有些不同，例如HKMA在第二支柱的執行上決定採取較類似第一支柱的原則性規範，不加諸過多限制，將Pillar II當作風險管理的工具。未來亞洲國家不知是否將改變其原則性規範的作法。

2. Tier I與Tier II均維持一定品質

這一旦成為全球性的規則，某些銀行可能將受到負面影響，然而如果這將是世界通用的準則，希望這些銀行將有足夠的時間達到這些標準。

3. 流動性的風險管理

流動性的風險規範在亞洲尚未受到重視。例如，澳

洲 韓國等主管機關現行的風險管理架構仍不太重視流動的問題。然而相信Basel II監理委員會提出更明確的比率之後，這些國家將更會重視。亞洲地區雖因現階段資金充足而不擔心的流動風險管理，但是主管機關仍應有所作為，以避免可能的災難。

4. 亞洲銀行的系統重要性

小銀行在系統上也許因為關係密切而更加重要。澳洲的銀行就是個好例子，BIS在亞洲的壓力測試顯示澳洲小銀行的因關聯性大所以系統上的重要性也高。相較之下，其他國家規模較大的銀行反而可能因為關聯性不大而顯示較低的系統重要性。

5. 銀行資本順應景氣循環

亞洲金融風暴時出現信用緊縮的問題，有些國家的信用甚至產生負成長，然十年之後亞洲資本適足率及信用品質均表現良好，使其足以安然度過此次風暴。但亞洲仍存有其他問題，亞洲中央銀行亦在研議備抵計畫，以因應各種景氣循環。OTC derivatives方面，歐美主管監理機關作法與亞洲不同，亞洲較為商業導向，歐美則採用集中中央交易對手的作法。

6. 跨國議題

按照目前各國的共識，本國監理機構對於跨國銀行享有主導權，然而從總體經濟成本來看，應當給予地主國監理單位主導權，因為跨國銀行若在地主國經營不善，直接受創的是地主國，地主國監理單位必須有能力採取迅速的應變措施。至於國際監理機構是否有存在必要仍有待討論，這看似很理想的作法，但是否真能做到權力下放，仍在討論當中。

國際化意指危機發生時，沒有任何國家可倖免。我也再次強調，要復甦也要有審慎且協調良好的退場機制。改革必須是全方位的，不能見樹不見林，不論是審慎、貨幣或財政的政策，目標都必須是降低景氣循環造成的波

動。進行刺激政策時應考慮背後的衝擊，因為收比放還要困難。亞洲國家目前在金融海嘯中表現不錯，但不表示不需要新的改革措施以避免危機發生。最後，在兼顧金融市場的穩定下，亞洲仍需繼續推動金融自由度與金融創新。

(三)與談人-葉銀華/行政院金融監督管理委員會委員

感謝中央存保給我機會與各位分享金融危機之後，國際金融監理的思維。今天的言論僅代表個人立場。

為了因應2008年全球金融危機時，各國政府多採用量化寬鬆的貨幣政策(Quantitative easing)及存款保險全額保障(Blanket guarantee)措施，惟此並非常態，終究天下沒有白吃的午餐；因此必須思考「如何」及「何時」退出之策略，其中時點(何時退出)遠比作法(如何退出)更具關鍵性(When, rather than how to do it, is the key.)。

至於金融監理思維方面，未來應採取法規鬆綁(Deregulation)，抑或加強監理(Reregulation)？這個問題並非是非題，並不應僵固地從二者擇一執行，而應採行折衷的審慎監理(Prudent supervision)。美國及英國現今陷入鐘擺效應，之前太過於強調追求短期報酬而鬆綁法規，現今又太過於強調規範，走向另一個極端。在鐘擺效應的模式下，易加大景氣循環，因此我主張審慎監理，亦即達成財務學中風險與報酬的平衡。審慎監理可分為宏觀及微觀，而宏觀又可分為全球性的(例：G20、金融穩定論壇、BIS)與各國(例：中央銀行與金融主管機關的配合)。報酬與風險是一體兩面，一般認為薪酬制度是造成金融機構乃至於全球承受過高的風險，最後釀成金融海嘯的原因。因此，金融機構薪酬計畫的改革有其重要性。

我們面臨的是一場百年難得一見的全球金融風暴，其中有兩大問題：1.金融機構太大不能倒(too big to fail)；2.過多金融機構發生問題，以至於國家不能倒(too many to fail)。美國的儲備結餘(Reserve Balance)從雷曼兄弟出事前的五百億增加到

2009年5月的九千多億，倍數實在太高。另亞洲由於復甦較早、資金回流，造成股市和房地產成長。以香港為例，貨幣基數(Monetary Base)從雷曼兄弟出事前一千多億增加到5倍之多。各國中央銀行宛如搭著直升機灑錢(helicopter drop)，類似這樣的情形使得氾濫的貨幣在全球流通，大大衝擊貨幣穩定度。因此亞洲中央銀行均致力避免美元之貶值，降低美國希望藉由美元貶值造成經濟復甦的負面影響。現行量化寬鬆的貨幣政策若無適當、適量的退出策略，可能釀成過大無法承受的後果。

在何時以及如何施行退場策略上，其實沒有確切答案。澳洲現已升息一碼，有可能於年底再次升息，升息幅度或有可能更大。各國中央銀行在明年也不排除升息之可能，藉以觀察市場的接受程度與影響。目前大家均相當關注美國聯準會之動向，我則認為因其面對的問題最為嚴重，故將會是較晚採行退場動作的國家。觀察亞洲各國中央銀行的退出策略，其將影響資本市場。各國中央銀行對於該採取什麼行動其實已經很瞭解了，掌握施行時機則較為困難。個人認為，要執行任何退出策略，尤其是量化寬鬆貨幣政策，首先要觀察通貨膨脹。可是通貨膨脹是結果，經濟數據顯示通貨膨脹現象時，表示其已經發生了，故須預為觀察相關影響要素，如油價。油價最近稍微上升，到了80美元。如果到了100美元以上，且維持一段期間，就值得大家思考了。再者，為何過去搭直升機灑錢沒有通膨壓力，還會產生通貨緊縮？係因全球超額供給，亦即總合供給大於總額需求，物價當然不會上升。倘若企業面臨不景氣，產能過剩，最近又呈現復甦，導致需求增加，超額供給幅度也減少，繼而產生通膨壓力。

其次，銀行創造之信用是否增加？資產價格是否形成泡沫？目前尚未有此一現象，全球股市及房地產可能只是在回復以前的跌幅而已，並沒有過度膨脹的現象，但這點的確值得持續觀察。特別是亞洲區因為領先復甦，許多熱錢湧入，尚須視投資之熱錢何時匯出，故亞洲國家執行量化寬鬆貨幣

退場機制時，資金短期流動應該先擺旁邊，而將重點放於金融體系的貨幣寬鬆幅度，以決定寬鬆貨幣抽離量之多寡。倘油價上漲，超額供給幅度縮小，資產泡沫再形成，則表示通貨膨脹的因子已經隱藏於金融體系，各國政府應開始思考退場機制。資金具有流動性，故跨國合作機制亦相當重要，G20、金融穩定論壇、以及國際清算銀行都應扮演更重要的角色，讓各國共同研商退場策略。至於現階段之作法，應讓金融體系，包含銀行和影子金融體系，在放款時更加審慎，不要創造過度風險。

第二個退出策略是存款保險全額保障。Shim先生剛提到，亞洲國家全額保障多至明年屆期。明年該如何處理，則涉及國際間複雜之議題。目前許多熱錢在亞洲流竄，先回復至限額保障之國家擔心資金移轉至未回復之國家，故我認為G20、國際清算銀行、金融穩定論壇、以及國際存款保險機構協會應建立多方工作小組，討論如何制定退場策略，俾引導各國於2010年時平和轉換為限額保障。存款保險全額保障之實施係為強化投資人信心，各國銀行若可通過壓力測試，則意涵退出壓力較少。另亦需考慮金融機構之資本適足性、公司治理和風險管理是否足夠，故各國目前均強化立即糾正措施，在金融機倒閉前先行處理。此外，尚需考慮經濟復甦的影響，也就是之前所提到之超額供給、通貨膨脹、信用擴張和資產泡沫的程度。其實各國都已預為準備，如香港存款保險全額保障將於明年屆期，業已預為思考適當提高存款保障，強化大眾信心。存款保險全額保障應該退場，重點在於時機。

接下來回到鐘擺效應(The Pendulum Effect)之議題，此為伽利略年輕時於比薩斜塔發現，意思是鐘擺盪到一邊很高之後，盪回到另一邊會更高。我們過去太強調原則性管理(principle based)，其精神在於業者自律。強化業者自律，加大報酬率，變成放寬管制(deregulation)。但因太重視短期報酬，故比薩斜塔還沒倒，金融機構就倒閉了。目前又開始加強監

理，把問題歸咎於金融機構，開始了re-regulation，重點放在風險的規避。我剛提過，報酬和風險為一體，故監理機構應採取中道作法，倘監理機構還是出現鐘擺效應，則只會加大監理風險和景氣循環。意即景氣好，就放寬監理，業務範圍也更大，承擔超額風險。出了問題之後，又過度自我約束，導致景氣更差，金融體系更脆弱。此一議題為一體兩面，應鼓勵金融機構，包括影子銀行體系，建立報酬和風險的審慎均衡，重建金融體系的信心。

至於要如何重建呢？第一問題是剛才Shim先生已經談了很多Basel II之問題與未來改革方向。Basel II備受批評，但又不能沒有它。Basel II開始思考該如何強化補充。首先，過去金融機構在交易項下之資產(trading book assets)遭受嚴重損失，如複雜缺乏流動性的信用違約交換(Credit Default Swap，簡稱CDS)、擔保債權憑證(Collateralized Debt Obligations, CDO)等，又如AIG之CDS暴險程度亦太高。Shim先生剛才提到Basel委員會已經制定了補充規定，期於2009及2010年執行，三項重點如后：

- 1.交易項下之資產倘風險較高，資本適足性之要求亦將提高。
- 2.證券化，再證券化，以及SIV(special investment vehicle)，風險係數會加大，資本計提更高。
- 3.補救過去風險管理的缺點。

過去風險係數都未強調跨循環之要素，現在則強調整體金融機構之風險管理，避免風險集中。另外一點是表外項目之揭露，過去針對表外項目之揭露並非沒有有效地管理，而是風險係數要求較少。另外，亦需注意金融機構對流動性和壓力測試的反應。以英國為例，其要求大型金融機構撰寫生前遺囑，闡明緊急情況發生時要賣掉哪些業務，一旦緊急情況發生，60天內便須交割。表外sponsor和證券化的揭露要求也要增加。巴賽爾資本協定應不會有第三次版本(Basel III)，而逕就Basel II進行強化。

為了避免順景氣循環時加大景氣循環誤差(avoid

procyclical basis)，過去Basel II依照過去歷史資料，於景氣好時認為風險亦相對較少，故計提較少資本，間接加大風險承擔。但於景氣不好時，便會要求計提較多資本，故金融機構業務受限較多。Basel II過去的資本計提方法加大了景氣循環，現在則思考嘗試動態資本計提，亦即當景氣好時，雖然違約少，但是計提較多資本，建立資本緩衝(Capital Buffer)，為景氣不好時之打銷呆帳預作準備。

此外，過去太強調整體資本適足率，現在則強調Tier I的資本適足性，因其較能承受危機時所發生之損失，有些國家思考未來此一部分可能會要求達到8%以上之水準。Tier I強調核心資本，過去很多金融機構都發次順位債券，早期次順位債券可表彰金融機構的品質，但目前資金太過寬鬆，購買次順位債券變成不得已之情事，利息無法反應風險成本。強化資本，風險管理與透明度，避免加大景氣循環的資本計提，這就是Basel II未來修正的基本概念。

鑑於流動性風險之重要，國際清算銀行於2008年9月公布健全流動性風險管理之規定，強調衡量所有狀況，包含極端狀況下之流動性風險。過去我們假設風險如同常態分配，就好比以前蓋的房子只能承受六級地震，但現在六級以上的地震越來越頻繁，所以Basel II思考在極端狀況時，增加保有流動性資產的可能性。此外，各國政府亦需事前有完善壓力測試及緊急籌資計畫，方能避免投入太多資源援救金融機構。

國際大型銀行的地主國經常在亞洲。金融監理過去都採行母國之標準，但母國之金融機構也會發生問題，故目前對這些大型機構之亞洲分支機構採行漸進分離監理，要求其維持適當之資本，此與過去認為只需計算母國總行資本之思維不同。第二，地主國分支機構需具有一定的流動性，如此才能採行分離策略(Ring-fencing measures)，保障地主國投資人權益及資本市場之健全。

公司治理應強調誘因，也就是薪酬制度。根據激勵理論「誘因一旦內化，績效自然顯現」。如果制度獎勵短期報酬，大家

就會設計許多商品，使得金融機構承擔超額風險，以賺取高報酬。經觀察一般製造業的獲利能力變動有限，但金融業有可能去年虧大錢，而今年賺大錢，故倘於賺大錢時立即發放高薪酬，嗣後虧大錢時便無以為繼。金融業與傳統製造業不同，金融業的作為是有後果的。強調報酬，風險也高，兩者是一體兩面。我們希望金融機構營運時衡量績效，不單看名目的報酬，並考量未來可能發生的風險衡量績效，採一次給付或是遞延給付。遞延給付可以觀察接下來三年報酬是否如預期評估一樣，如果發放報酬之後造成公司損失，就要縮減之後的報酬。報酬遞延支付可讓公司整體經營的報酬和風險達到審慎均衡。過去亦有此種方式，但是風險評估存在問題，故Basel II進行修正。

另一方面，倘經理部門承擔高風險，董事會亦相對領取高報酬，董事會則無法適當監督經理部門，故適當管理揭露董事會薪酬亦相當重要。

風險及報酬的均衡是資本市場長期發展之重點。在強調報酬、長期績效與風險的連結時，不應觸及肥貓議題。所謂肥貓是指接受政府救援又領高薪者。凡能創造銀行長期利潤者，就值得領取高報酬。以報酬和風險的關連形容肥貓係低估學術上之困難度。

全球層面，G20、金融穩定論壇、BIS都當強化宏觀審慎的措施(macro-prudential approach)。各國層面可分為宏觀審慎的中央銀行與金融主管機關、微觀審慎(micro-prudential approach)的金融主管機關和金融機構，最基礎的是金融機構本身必須自律，但由於最基層看似有鬆動傾向，因此必須強化上面三層相關措施。

報酬與風險的審慎均衡(a prudent balance between risk and return)，導入營運、評估與薪酬計畫，輔以公司治理及風險管理健全等，才是可持續發展之資本主義的真諦(sustainable capitalism)，藉以重建投資人與民眾對金融體系的信心(to restore confidence in financial system)。

四、專題研討二 金融海嘯之下金融創新：發展與趨勢

- 主持人：薛琦/台灣證交所董事長
- 主講人：Karl Reitz/美國聯邦存款保險公司資本市場資深專員
- 與談人：李賢源/台灣大學財務金融系教授

(一)主持人：薛琦/台灣證交所董事長

本場次談到毀滅性之創新vs.創造性之毀滅，這是引用自熊彼得(Joseph Alois Schumpeter)的名言，原先用詞為destructive creation，而非destructive innovation。渠對於innovation一詞提出新產品、新生產方法、新市場及新組織等四種態樣。而他之所以將創造與毀滅連在一起，係因創新與創造都會使過去所熟悉之事物產生巨大的中斷與變革，因此毀滅與創造為一體兩面，故creation令人又愛又怕。

金融是創新與創造最好的例子，特別是過去20年科技的發展延伸出許多新種金融產品，其中衍生性金融商品可說是今日最引人注目，且是當今金融危機之罪魁禍首。所有的衍生性金融商品都在交易未來將發生的事情，且是有人得就有人失，然而風險雖可降低或分散，但永不可能完全排除。這次金融風暴中的衍生性金融商品已落入不知交易對象是誰的景況，並且失去了交易的目標。因此我提出一點，衍生性金融商品在實質部門扮演什麼角色，值得我們思考。

今天的主講者將談到金融創新與監理。如上所提，風險不可能完全消除。以八八水災為例，當水庫已經滿了雨仍繼續下，就只有兩個結果：水庫潰堤或是水溢出來，只要堤防上有一個破洞，大雨來時水庫就會崩裂。這次的金融風暴可與之類比，只要有一絲被忽略的風險，終將危及整體金融。

創新(innovation)最好的定義為「創新是解決問題的能力」。創新一定會帶來破壞，但真正好的創新也能解決其帶來的破壞。人類文明在創新與毀滅之間擺盪，最終的關鍵取決於解決問題的能力。

歡迎本場次的主講人美國聯邦存款保險公司資本市場資深專員Mr. Karl Reitz為各位說明如何解決問題。

(二)主講人：Karl Reitz/美國聯邦存款保險公司資本市場資深專員
專題演講 「金融監理與金融創新之平衡」

造成金融危機的原因為何？各家觀點雖不相同卻都與金融創新有關，本日將就FDIC的角度闡述金融危機之原因、不同主管當局的因應措施，以及法規與創新之間的關係，惟演講內容係個人觀點。

何謂創新？英國金融監理局主席Lord Turner提到，金融規模已發展到超過社會合理的範圍，部分金融創新並未對社會帶來實質貢獻。金融活動的本意原係為股東帶來報酬、社會帶來稅收，但部分衍生性金融商品卻不具社會意義，這或許是因為過去缺乏適當監理的關係。

美國前財政部長鮑森提到，Credit Default Swap (CDS)或對沖基金等金融工具使得全球金融體系緊密聯結，此次金融危機也突顯出全球資本市場的複雜度與全球的整合程度。各金融機構之間交易複雜，牽一髮而動全身，因此基於有些銀行大到不能倒的考量，美國部分銀行受到政府紓困，但亦有倒閉案例，例如Washington Mutual銀行，可見精確評估風險之重要性。然而要做到這一點，存保機構評估之對象必須擴及許多不在承保範圍內的機構，此構成檢查重點及Basel II第二支柱的一大挑戰。

《金融時報》社論曾提到，金融海嘯主要是導因於Basel國際法規使金融機構無法有效監管銀行的部分業務，這或許過度簡化其因果關係，然而這卻提醒我們小錯誤足以造成整個體系的大問題，例如CDS或次級房貸，銷售類等產品無需很好的包裝，就可獲得不錯的報酬。基於風險胃納量的觀念，倘不願承擔風險，得到的報酬可能較有限。個別銀行若各自承擔風險，問題其實不大。但信評機構經常給予一些金融產品很高的評等，使大家趨之若鶩，最後出問題時造成極大的系統風險。購買金融商品時，銀行會保證這些產品在九年內

不會有任何損失風險，但事實並非如此。

接下來探究金融創新與金融危機。全球化後，金融體系建立起關聯性。就CDS等衍生性工具而言，如果銀行運用這些工具進行避險，可以降低承受的風險，但倘欠缺透明度和暴險程度，即可能造成整體金融體系極大之風險。金融海嘯後，銀行需就資產間之關聯性進行更深入的分析。此外、在創新與報酬的部分，創新程度越高，得到的報酬就越高。如果一味追求短期報酬，短期內承擔的風險就越高。造成金融危機之原因如后：

1.透明度不足

以AIG為例，當時有說法指出AIG管理階層事先不知道分公司有這麼多CDS。既然管理階層都對子公司無法充分掌握，遑論主管當局。缺乏透明度加上複雜金融產品使得狀況更為混沌不易掌控。

2.過度仰賴信用評等

倘能取得好評等，交易也就容易，銀行對其依賴程度甚高。證券化過程中，放款銀行與貸款產品的投資人完全隔絕。投資人認為其投資組合已將風險分散，因此不太在意，甚至有很多投資人跟本無法取得貸款的相關訊息。

3.資本適足率存在法規套利空間

主管單位應該要掌握資本適足率狀況，但證券化使得銀行可對資產作複雜規劃，隨著也可降低其真正應具備的資本適足率。由於法規上存在資本套利空間，所以我們在金融市場才會看到這麼大的證券化部位。金融危機本身似乎變成金融管理與金融創新間「創新」的結果。

4.流動性不足

金融危機亦造成了流動性不足，交易帳的擴大部分即導因於金融創新下產生的衍生性商品，而該等商品的本質係較不具市場流動性。

5.風險集中

由於許多金融機構同時承做性質相近的金融創新交

易，造成暴險過度集中。

6. 資本品質下降

金融創新易發生於資本工具上，經過一段時間後，會使金融機構之高品質之普通股股本，逐漸轉向低品質的資本。一旦危機發生，這些低本質的「類債務型」資本(debt-like instruments)便無法達到適當吸收損失的效果。

7. 放款品質欠佳

銀行過度仰賴放款擔保品價值，只要擔保品價值尚足，即忽視審慎放款的重要，造成擔保品價格大跌時，放款品質亦趨惡化。

8. 影子銀行(shadow banking system)大幅成長

由於監理標準不一致，使資產利用法規套利與金融創新，在銀行與非銀行間移轉，亦造成影子銀行業務成長，對市場的影響力增加。

9. Market-to-market的市價原則造成風險管控出現盲點

金融機構過度相信模型，惟這些模型的建置是基於正常時期的假設，造成危機時期無法適用，使風險管控出現盲點。

10. 金融海嘯的其他成因

銀行與非銀行機構在資本上是不一樣的。保險公司、對沖基金或是金融控股公司都有不同資本要求。不同的類別要有不同要求。由於連結層次一直在增加，使部分銀行承受了非銀行金融機構的損失，這就是資本套利的循環。由於美國對銀行控股公司之資本規定較高，使許多高品質的資本投注在大型金融機構的母公司。

至於銀行間的關聯，原則上監理鼓勵金融機構間的交易，惟有些交易機構的母公司可能相同。以信託優先股(Trust Preferred CDO)這種類債務型證券屬第一類資本，透過銀行交叉持股，使一家銀行出問題後，另一家擁有這類資本工具的銀行相當於持有該問題銀行的債務，當這類資產貶值後，便影響到持有該類資本的銀行。所以一家出問

題，許多銀行會跟著沈淪。

在美國，銀行經營受到許多法律限制，所以很多銀行利用衍生性工具，進行法規套利和資本套利。另外，有些資本規則設計的目的就要避險，但進行交易時卻未考慮到交易的他方即為風險承擔者。對最近的CDS案例來看，外人來看唯一的交易對方就是AIG。所以，當運用了避險工具交易時，常忽視了承銷標準，乍看之下似乎風險已備規避，但實質上風險只是轉嫁到其他地方。

我來舉個資本重複計算的例子，假設有兩個銀行控股公司發債籌資，這些屬於公司的第一類資本，等於增加了公司資本，銀行控股公司進而把錢流到下游的銀行。另投資銀行會把銀行控股公司發行的債務加總起來證券化，證券化的產品信託優先股就由其他銀行來購買。乍看之下資本似已增加，但實際上已重複計算，且將影響到其他金融機構的穩定性。

金融創新太過依賴金融模型，惟資本規則其實並未否定採用模型的作法，Basel II就是一種模型標準。問題是模型設定時都是用歷史資料，如果都是承平時期的資料，將無法應付壓力大的時期。

早上有講者提到法規鬆綁和加強監理的鐘擺效應。如監理仰賴模型和內部的預估值，在建立新監理架構時，仍應要求各金融機構自行監控，讓他們成為監理的一環。AIG可說是交易相對集中的例子，另也有集中在特定資產類別之例，例如最近有些美國商務不動產也有過度集中的現象。此外，過度依賴外部評等亦屬源自模型的問題，因為評等都是根據模型，倘一家銀行要取得評等，他們可以到網路上調查評等機構的模型。一般而言，我們的監理經常太過仰賴模型，且太過仰賴信用評等結果。

至於資產負債不對稱乙節(mismatch)，有些銀行確實過度在承受短期債務以求長期成長，造成資產負債失平衡，該現象在許多機構中頗為普遍。

上次亞洲金融風暴後提出了新的監理作為,然之後的再創新也造成了一些問題,在鐘擺擺到另一端的此時,我們必須再次提出解決方案,有鑑於此, Basel II也再次修正,今年7月的決議如下:

- 1.將對特定之證券化商品(主要指再證券化-resecuritization-之商品)要求提列資本。
- 2.應提醒銀行,若使用許多外部的評等信用機構的資本,必需去瞭解其評等的意涵。
- 3.第二支柱(監理支柱):未來監理將重點在金融機構整體宏觀之風險(firm-wide risk oversight)。
- 4.第三支柱:金融機構應加強揭露,讓外界更有機會瞭解其運作。
- 5.交易帳:涉及模型的建立,監理機構過去參考模式制定規範的經驗不佳,現在折衷的作法是在交易帳模型中加入壓力測試的變數,一來銀行仍可運用模型,二來則可反應銀行非常時期承受壓力的情形,相信實施的結果必定非常有趣。另外也加入計提增額資本規範以瞭解銀行面對違約的風險,交易帳是以10天為基準,當然結果顯示銀行無須也沒有針對違約事件提存任何備抵,未來將會以一年為基礎評估違約風險。相關性交易(trading of correlations)亦增加新的資本規範,因為很多產品未考慮到相關性所應提之備底。最後,所有證券化產品均會有全方位的資本計提標準。

另年底前預計完成的計畫如下:

- 1.資本的定義:美國政府提供銀行疏困時,注意力放在控股公司的股權問題。存款人需要資本的保障,因此存款保險公司應確定銀行永有的資本足以幫助其承受損失。
- 2.風險管理及模型小組:用於檢視Basel II模組有否問題,有助於瞭解相關性的問題。銀行可能採用避險的方式降低本身的風險,卻也增加許多交易對手的信用風險,此時瞭解銀行實際承受的風險就顯為重要。
- 3.流動性工作小組:瞭解資本的規範是否影響銀行的流動性,

並評估是否當採取第二支柱的作法。

- 4.外部評等與證券化小組：將對整體證券化商品之資本提列需求進行研議。
- 5.宏觀審慎的工作小組：該小組研議重點是系統性風險之資本提列，亦即不能倒的銀行相對上也必須付某些代價才公平。
- 6.補充措施：銀行遇危機時，有些股票分析師採用類似槓桿比這樣簡略的銀行安全衡量方式，但實際上必須重新檢視整間公司的財務狀況。透過發展以股票為基礎的槓桿比率可補強風險資本標準。
- 7.順景氣循環：降低Basle II在景氣差時最低資本需求所造成的不當衝擊。
- 8.會計工作：目前工作重點在整合全球的會計標準。
- 9.主管當局的回應：

美國方面，國會目前有幾個方案：

- (1)主管當局架構需調整，監管範圍應包括影子金融體系，提升其監管效能。
- (2)主管當局當有更全面性的規範權力：過去只監管特定機構，但因為銀行與非銀行之間的關係複雜，這種作法已不足夠。
- (3)加強監理系統性風險。
- (4)重新評估及規範OTC衍生性金融商品市場，清楚掌握可能的避險交易。

這些監管改變的目標如下：

- (1)必須將整體金融體系均納入考量。
- (2)透過監理的強化，確保個別銀行的決策不會影響到整體金融體系。
- (3)檢視法規的成效並提出修正，例如必須要解決法規套利的問題。
- (4)透過全面性監控，期於未來危機發生重大損失之前即可發現問題，並由中央的主管當局來負責監理以達到更佳效果。

接下來提到幾個問題，我目前沒有答案，但提供給各位思考：

1. 金融危機之前，美國大型銀行尚未採用Basel II，最低的基本適足率仍採用Basel I的標準，所以也很難說如果當時Basel II已採行是否會有不同的結果。惟因初期研究顯示Basel II過度仰賴模型，其實施可能大幅降低金融機構應提之資本，因此，我們應思考Basel II架構是否真能解決制度架構的缺失。
2. 全球主管當局其實很清處金融創新可能帶來的許多不確定性，如CDS與CDO商品的大幅增加將衍生不確定風險，但當時相關的監理措施與範圍並不明確。關鍵在於市場透明度不足，導致很多金融機構無法反應這方面的即時損失，可見或許有些規範必須是強制性而非僅是原則性的監管。
3. 有關風險模型的建立，大多的風險模型技巧尚具成效，但模型是否足以達到法規監理的目的，仍不清楚。這些模型是否能幫助監理單位及市場瞭解到銀行的內部情形，而非只用來訂定最低資本需求，以及是否能在系統性危機中發揮功效，均值得討論。
4. 流動性與非流動性資產是否應有不同的法規與會計規範，也是個問題。
5. 規則式監理與指導式監理(rules v.s. guidance)。只是指導性的規範，而不強制銀行必須如何做，或許也是個作法，然而從我們過去的經驗可知，銀行若無類似第一支柱的強制性法規規範，通常達不到具體效果，故需繼續研議。
6. 仍有許多領域的透明度仍不足，如關係人交易、非流動性資產、集中交易、模型風險、外部評等、表外暴險、OTC衍生性商品等，且目前尚難預測透明度是否將會提高。
7. 系統性風險。問題在於監理機構能否評估系統性風險，受制於過去的數據，監理機構不見得能做到精確的評估，而不同主管機關或跨國機關之間的作法也未必一致。

最後，提供幾個問題供各位參考：

- 1.大到無法倒閉。全額保障措施是不得不的作法，但到某時間點必須轉為限額的保障，可是政府的介入可能導致過度依賴。例如美國現在有些金融機構顯然仰賴政府的保證生存或得到政府的疏困。但下一次危機政府是否仍需介入，仍是很大的問題。
- 2.風險資本與順景氣循環問題之間的衝突，是另一個可探討的議題。
- 3.危機之所以是危機，就表示下一個危機一樣會令我們措手不及，但重點在於降低必須付出的代價，以及如何使主管當局及早介入。每次的危機都不會照我們的期待發展，進行監理變革時我們應僅記這一點。
- 4.現行處理風險資本的作法是否能避免擴大景氣循環的狀況。景氣時期與衰退時期，在資本上是否當做較保守的考量，這些問題均值得我們思考。

以上報告希望對各位有所幫助。

(三)與談人：李賢源/台灣大學財務金融系教授

此次金融海嘯，台灣損失金額約 70 億美金，相當於新台幣 2000 多億元。美國較我國先進，我國可藉此一機會學習美國法規管理，並反思金融創新是否跟得上時代，還有國際總體經濟會對監理和創新產生何種衝擊？

Mr. Karl 從政府的角度觀察如何回應金融海嘯，而我個人過去曾服務於政府部門，目前在學界，故今天從這個角度出發，看看問題到底出在哪裡？另 Mr. Karl 是從個體經濟角度來看，我則從總體經濟角度提供一些觀點。

我覺得金融創新與金融監理本來就是一個動態的過程，平時兩者均受到經濟因素影響。金融創新一直持續不斷，但是金融監理卻不可能每天修法，故金融監理有其僵固性。倘金融體系運作穩定，則金融監理無改善之必要。但已演變成危機時，就必須有所平衡。這點剛才 Mr. Karl 說明得很詳盡。除了平衡作為之外，也要注意時間因素。今(2009)年 6 月 11 日，美國聯準會發表文章表示，雖然 2007 年以前，聯準會已

經知道系統風險的嚴重性，但危機發生是在 2008 年 12 月，整整落後了一年。

金融創新不是造成金融海嘯的所有原因，還有其他因素。我們知道金融創新之下，每個商品風險程度不一，主管當局通常比較保守，要求的資本標準會略高。但很不湊巧，Basel II 採用的是風險資本和內部評等法。所以大家就會運用一些財務工程技術把 portfolio 分成左右兩邊，左邊是低風險資產，右邊是高風險資產。大家都希望拿左邊，但是誰願意取右邊呢？而如果沒有人願意承擔風險，怎麼會出現這種工程呢？所以這就證明，單是金融創新和金融監理無法造成這麼大的風險。那為什麼會有人願意承擔那麼大的風險？根本原因在於錢，錢多大家就願意承擔風險。

證券化本身也沒有錯，它可以造成低成本融資管道，可以刺激消費，促進經濟成長，是非常好的一個工程。而且它也不是近代產物，早在 60 年代和 70 年代就出現了，其亦有成功的例子。發展過程中，房地產多少會發生一些問題，所以聯邦政府就會修正法令，建立標準化程序。如 1987 年出現信用卡和現金卡，這都是過去對經濟有貢獻的證券化產品。那為什麼過去沒有問題？現在卻有？根本的問題就是錢太多。從 2000 年網通泡沫之後，聯準會一直調降利率，從原來之 6.5% 降到 2004 年中略超過 1%。台灣利率走向一直跟著美國。2004 年中聯準會主席葛林斯潘試著調升利率，過程辛苦，經過 2 年才調升至 5% 出頭。最後很不幸於 2007 年發生泡沫危機。所以我們要思考，總體經濟政策是否出錯？還有為何調升利率這麼不容易？原因還是一樣，就是錢太多，整個世界經濟失衡，中國、台灣、日本、俄羅斯提供太多資金給美國。加上美國本身也失衡。

大家應該要正視風險 很多人都沒有事先預料到風險有多大。葛林斯潘把利率拉到 5%，反觀台灣在 2008 年才拉到 2%，現在可能還不到 1%。我們要認知到總體經濟的風險。那為什麼美國的情況那麼嚴重？原因就是價格(price)太高，房價高於

貸款成本，房價成長率都是正的，直到 2007 年成長率才跌到負的，並從此開始下跌。因為錢很多，所以金融創新為了要獲利，創造出一些新奇的商品強迫大家去借錢。這樣的作為其實本身沒有錯，此種現象一定是有特定的環境條件才會發生。在 1997 年到 2006 年美國房貸增加太大，當時政策制訂者就應該要注意到這點。台灣的銀行業資產負債表裡房地產貸款占總貸款近 4 成，所以台灣其實也有相同的問題。所有問題不能只怪理管當局或金融工程師，大家都有責任。

我再舉一個例子，CDS 或是信用契約交易(credit trading)從 1980 年代末就有了。Mr. Karl 前提到擔保債權憑證(Collateralized Debt Obligations, CDO)發生很大的問題，可是 CDO 是從房貸擔保債券(Collateralized Mortgage Obligations, CMO)發展而來的，不是新東西，在 1983 年就出現了，所以技術是相同的。唯一的不同在於以前標的是房地產，現在的標的是信用(credit)，這又牽涉到學界沒有搞清楚全貌就投入交易。至於證券化的技術以前就有，為什麼現在會出大問題呢？因為我們還是沿用以前的思維。像利率交換(Interest Rate Swap, IRS)的市場也是 OTC 的交易者在進行交易，為什麼 IRS 沒有問題呢？因為 IRS 的風險只有利率，利率可由中央銀行會控制。但是 CDS 結構雖然一樣，可是它的風險除利率外還包含了信用，故將 CDS 用 IRS 的架構來交易，一定會出問題。Mr. Karl 剛才也說過，如果去作 CDS，保護賣方(protector seller)和信用連結機構(reference entity)是有相關性(correlation)的。以 CDO 為例，我們看到交易市場中有許多的 CDO，每個 CDO 裡有 100 個名字，重疊程度大幅上升。CDO 的 correlation 大幅上升，風險也上升。學界的人對這個問題也無解。

我們從 British Bank Association 的資料上看到，從 2000 年開始，標的債務的評等越來越差，原來好的東西變得不好了。這也是我們要知道的。2008 年雷曼兄弟投資銀行倒閉之後，從美國的 CDX 指數及歐洲的 iTraxx 指數兩大用來衡量信用與市場 correlation 的指標顯示，credit 跟市場效應連動很

快。

我們在談 correlation，到底是指過去的關聯性(ex-post correlation)還是未來的關聯性(ex-ante correlation)？這就很類似在談標的資產(underlying asset)的變動性(volatility)，到底所指的是過去的變動性(ex-post volatility)或是未來的變動性(ex-ante volatility)？現在因為已發展出 black-shole 理論，所以可以處理未來的 volatility，並在交易所作 stock option 交易。但是對 correlation 卻沒有，所以學界也有責任。因為我們還是用常態的角度來看這個問題，而常態無法解決連動性或系統性風險問題。所有的影子銀行都把風險壓力移轉到金融機構，最後造成金融風暴。

最後，我從學界和金融工程的角度來看，給予以下建議：

1. 歐洲、日本、美國和新興國家之經濟結構如果不重新調整，問題無法解決。
2. CDS 交易結構如果沒有好好檢視，如果缺乏透明性，問題也無法解決。
3. 我們一定要瞭解 ex-ante correlation 是怎麼回事。
4. 我們應引入 ex-ante correlation 的交易，應有交易活動與避險管道
5. 發展信用衍生性商品定價理論(pricing theory of credit derivative)以取代以前的定價理論(如關聯結構定價理論，Capula Pricing Theory)，否則也無法解決。
6. 最後一個亦是最重要者為，正視風險，不能輕忽。

(四)現場提問

問題、請教FDIC的Mr. Karl 兩個問題，第一，美國使用差別費率的作法，英國使用單一費率的作法，那一種較為佳，並受較多國家採用？第二，FDIC將存保保額從10萬提升到25萬，並將保障到2013年，請問延長保障的年限為什麼設定5年而非其他國家的2至3年？

答：最高存保額度必須透過立法訂定，當中有幾個目標，其一就是，我們不希望必須時常修法改變保額。5年的年限

也是為了不需時常修法，這當中據我瞭解並未經過精算，也不表示2013年後就絕無問題。至於保費的部分，美國仍在進行許多調整和檢討，未來或許會進一步調整，但這裡我強調對於具有系統性風險且大型不能倒的金融機構，它的保費應當設得高一些。

(五)主持人結語：薛琦/台灣證交所董事長

回應兩位的演講，並給Mr. Karl一個建議，考慮金融海嘯成因時或許可加入總體經濟問題的層面，第一是貿易失衡，因為美國人的確借太多錢也花太多錢，第二是貨幣政策，我們台灣人則存太多錢，全球應當加以平衡。

這個危機讓我們省思貨幣政策的效果，以及如何透過貨幣政策降低順景氣循環的衝擊。有些人不相信貨幣政策的效用，然而我們應正視利率大幅下跌後再慢慢調升所帶來之諸多問題。我們鼓掌感謝兩位講者精彩的演講。

(下期待續)