

目錄

第一章	緒論.....	6
第一節	研究背景與動機.....	6
壹	研究背景.....	6
貳	研究動機與目的.....	8
第二節	文獻回顧及理論探討.....	12
壹	金融危機理論.....	12
貳	金融危機成因討論.....	21
參	當代金融安全之文獻.....	24
第三節	研究方法與章節安排.....	28
第二章	俄羅斯金融制度與市場.....	30
第一節	金融制度研究.....	30
壹	俄羅斯金融制度.....	30
貳	俄羅斯銀行制度與變遷.....	34
第二節	金融市場研究.....	39
壹	俄羅斯金融市場.....	39
貳	俄羅斯主權財富基金.....	44
第三節	小結.....	55
第三章	俄羅斯金融安全.....	57
第一節	金融危機對俄羅斯影響之研究.....	57
壹	1998 年俄羅斯金融危機.....	57
貳	2007 年美國次貸危機.....	64
第二節	俄羅斯政府金融安全政策.....	82
壹	俄羅斯金融監管制度.....	82
貳	俄羅斯存款保險制度.....	85
參	俄羅斯證券市場監管.....	89
第三節	小結.....	93

第四章	金融健全指標與各項檢測.....	94
第一節	金融健全指標背景.....	94
壹	金融健全指標在各國的使用.....	94
貳	核心組與進階組金融健全指標可用性.....	98
第二節	金融健全指標框架與種類.....	107
壹	會計框架及巴塞爾資本充足率.....	107
貳	金融指標種類及關係.....	110
第三節	金融健全指標意義與檢測.....	113
壹	金融健全指標意義.....	113
貳	金融健全指標檢測.....	126
第四節	小結.....	133
第五章	結論.....	135
參考文獻	139



圖目錄

圖 1-1	MICEX 莫斯科綜合股價指數.....	7
圖 1-2	金融穩定分析架構.....	10
圖 1-3	維持金融系統穩定的架構.....	11
圖 1-4	金融安全的形成.....	24
圖 1-5	金融型的四種基本態勢.....	26
圖 2-1	金融制度的參與者(與組成者)關係圖.....	31
圖 2-2	俄羅斯私人部門(銀行/其他)的外債(美元).....	33
圖 2-3	國家銀行結構圖.....	35
圖 2-4	2002 年至 2009 年間俄羅斯銀行間隔夜拆款利率.....	40
圖 2-5	全球主權財富基金排名.....	47
圖 2-6	主權財富基金來源.....	48
圖 2-7	主權財富基金地區份額.....	48
圖 2-8	主權財富投資於主要銀行績效.....	49
圖 2-9	主權財富基金投資的產業.....	50
圖 2-10	資產管理(兆美元).....	50
圖 3-1	住宅型權益擔保證券與房貸抵押證券比較.....	68
圖 3-2	採購經理人指數(PMI)與美國 10 年期公債利率(2000 年至 2008 年).....	73
圖 3-3	美國 5 年期銀行部門信用違約交換指數變化.....	74
圖 3-4	次級房貸資產抵押證券指數.....	74
圖 3-5	盧布兌美元匯率之變化.....	75
圖 3-6	歐元兌美元匯率之變化.....	75
圖 3-7	日圓兌美元匯率之變化.....	76
圖 3-8	盧布、日圓兌美元匯率波動率之變化.....	76
圖 3-9	MSCI 美國股價指數.....	77
圖 3-10	MSCI 俄羅斯股價指數.....	77
圖 3-11	MSCI 歐洲股價指數.....	78
圖 3-12	MSCI 日本股價指數.....	78
圖 3-13	MSCI 俄羅斯、美國、歐洲及日本股價指數波動率變化.....	79
圖 3-14	全球建立存款保險制度的國家數目(1982~2002 年).....	84
圖 3-15	美國證券監管框架圖.....	87
圖 3-16	英國證券市場管理機制.....	88
圖 4-1	金融健全資料來源(按地區).....	96
圖 4-2	金融健全資料來源(按項目).....	96
圖 4-3	可用資料彙編成 FSIs(按地區).....	97
圖 4-4	可用資料彙編成 FSIs(按項目).....	97
圖 4-5	資本適足率類別中符合指標的國家數目.....	98

圖 4-6	資產品質類別中符合指標的國家數目	98
圖 4-7	盈收與獲利類別中符合指標的國家數目	99
圖 4-8	流動性類別中符合指標的國家數目	99
圖 4-9	市場風險類別中符合指標的國家數目	99
圖 4-10	金融健全資料來源(按地區).....	100
圖 4-11	金融健全資料來源(按項目).....	100
圖 4-12	可用資料彙編成 FSIs(按地區).....	101
圖 4-13	可用資料彙編成 FSIs(按項目).....	101
圖 4-14	銀行類別中符合指標的國家數目	102
圖 4-15	市場流動性類別中符合指標的國家數目	102
圖 4-16	企業部門類別中符合指標的國家數目	103
圖 4-17	家計部門類別中符合指標的國家數目	103
圖 4-18	不動產市場類別中符合指標的國家數目	103
圖 4-19	金融穩定分析架構.....	109
圖 4-20	金磚四國地圖總覽.....	125



表目錄

表 1-1	金融危機與貨幣危機.....	13
表 1-2	危機發生之頻率(1970~1995 年).....	17
表 1-3	雙元危機及金融自由化時程.....	18
表 2-1	俄羅斯私有化企業股份結構.....	43
表 2-2	全球主權財富基金排名.....	47
表 2-3	儲備基金總額.....	53
表 2-4	國家財富基金總額(億美元/億盧布).....	53
表 2-5	俄羅斯金融制度政策面演進.....	55
表 2-6	俄羅斯金融體系變遷.....	56
表 3-1	Moody's 俄羅斯國債平等(1998 年).....	57
表 3-2	美國各種房貸金額與比例(億美元).....	63
表 3-3	次級房貸抵押證券與機構房貸抵押證券比較.....	66
表 4-1	發行金融穩定報告的國家.....	91
表 4-2	金融健全指標：核心組及進階組.....	92
表 4-3	核心組角色與企業部門之金融健全指標.....	94
表 4-4	全球調查回應比率.....	95
表 4-5	風險加權資產定值的例子.....	106
表 4-6	國內金融部門結構性指標示範.....	111
表 4-7	金融健全指標－存款機構核心組指標.....	112
表 4-8	金融健全指標－存款機構進階組指標.....	116
表 4-9	金融健全指標－其他金融機構及金融機構.....	120
表 4-10	金融健全指標－家計部門、證券市場流動性及不動產市場.....	122
表 4-11	G6 與 BRIC 國內生產總預估成長率(億美元).....	126
表 4-12	巴西之存款機構核心組指標檢測(2005~2010 年).....	127
表 4-13	印度之存款機構核心組指標檢測(2008~2010 年).....	128
表 4-14	中國之存款機構核心組指標檢測(2008~2010 年).....	130
表 4-15	俄羅斯之存款機構核心組指標檢測(2008~2010 年).....	131
表 4-16	金融健全指標框架與種類.....	133
表 4-17	金磚四國金融健全指標中比較結果.....	134

第一章 緒論

第一節 研究背景

壹、研究背景

自 2007 年次貸風暴以降，全球經濟重挫久久無法振興，影響各國人民生計甚鉅。俄羅斯也無法置身事外，由莫斯科 MICEX 綜合股價指數觀察，2005 年由 550 點上升到 2008 年的 1900 點，但受到次貸風暴影響，莫斯科 MICEX 綜合股價指數從 1900 點跌至 300 點(圖 1-1)。俄羅斯股市狂跌，顯示出俄羅斯金融安全受到極大衝擊。

回顧 1990 年代，金融風暴的形成原因皆不相同，學術界先後有許多學者前仆後繼投入研究，建構模型來預測及解釋金融危機成因，以盼能在金融危機發生前提早預測出，以減低對整體社會、全球經濟的傷害。金融危機又分為貨幣危機¹、銀行危機²、海外負債危機³與金融體制危機⁴。貨幣危機模型的建立，從第一代的保羅·克魯格曼(Paul Krugman)、第二代的茅瑞斯·奧伯斯法爾德(Maurice Obstfeld)到第三代的羅德里克·麥金農(Roderick MacKinno)；銀行危機則有米爾頓·弗里德曼(Milton Friedman)的貨幣政策失誤論及明斯基(Hyman P· Minsky)的金融不穩定假說；海外負債危機則有歐文·費雪(Irving Fisher)提出債務-通貨緊縮理論、詹姆斯·沃爾芬森(James Wolfensohn)的資產價格下降論；金融體制危機如詹姆斯·托賓(Tobin)的銀行體系關鍵論、戴爾蒙德和荻伯威格(Diamond and Dybvig)提出的銀行擠兌理論、羅德里克·麥金農(Roderick MacKinno)的道德風險理論。

金融體系易受不穩定和危機的影響，金融危機會對金融活動造成擾亂，造成鉅大和廣泛的經濟成本。因此，金融穩定和金融安全的議題逐漸受到重視。金融危機是金融不安全狀況累積爆發的結果，金融危機必然破壞金融安全。金融安全是一種狀態，而金融危機是一種過程⁵。本論文將金融穩定界定為金融安全的同

¹ 貨幣危機(currency crisis)是指匯率受到投機攻擊，造成一國幣值劇烈貶值，而一國政府為穩定匯率，花費鉅額外匯準備金、調高利率等現象。貨幣危機發生的背景，通常是逐漸惡化的經濟基本面，如顯著擴大貨幣供應量或經濟體遭受一些重大事件影響。

² 銀行危機(banking crisis)是指金融機構清償能力不足，因而倒閉或迫使政府干預並提供援助。

³ 海外負債危機又稱外債危機，當一國面臨無法償付其外債之情況，無論此外債屬於政府或民間，皆為外債危機。

⁴ 金融體系危機，是指綜合前三類危機導致金融市場嚴重失序，使得市場功能無法有效運作，對經濟實質部門產生極大的負面衝擊，亦可以稱為「全面金融危機」，是指主要的金融領域都出現嚴重混亂，如貨幣危機、銀行業危機、外債危機的同時或相繼發生。

⁵ 王凌燕、王建英、萬正曉，「經濟全球化背景下的中國金融安全問題研究」，*河南師範大學學報*，第 32 卷第 4 期(2005 年 7 月)，頁 47。

義詞，將金融危機解釋為造成金融不穩定及金融不安全的過程。對於金融安全問題的研究，國際間最初多集中在探討危機形成的原因及可能的影響，近幾年則逐漸轉向預警系統之建立，與金融體系風險之評估等預防危機發生的議題上⁶。

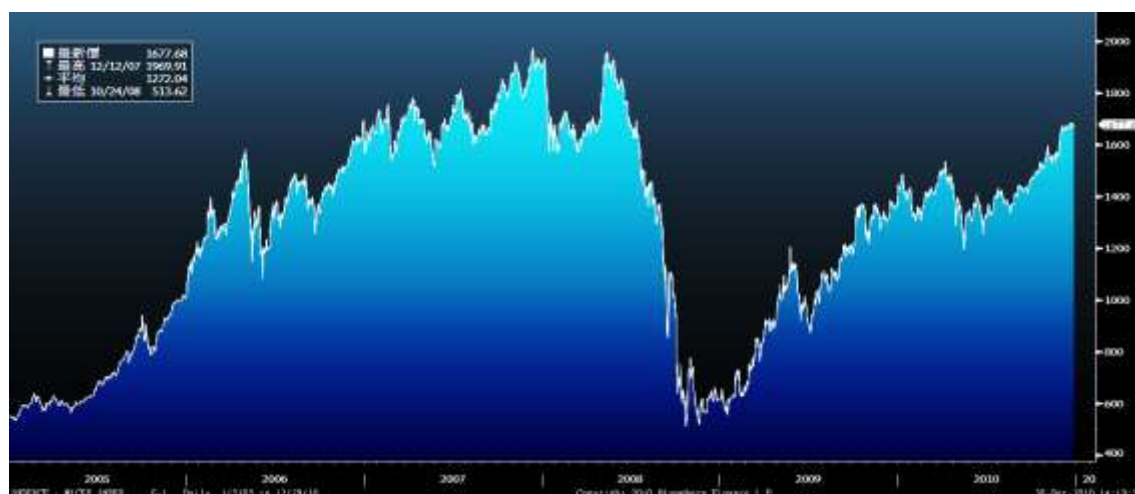


圖1-1 莫斯科MICEX綜合股價指數(2004/10/06~2010/12/29)

資料來源：Bloomberg，2010年12月30日。

國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, 簡稱IMF)在1995年五月與世界銀行合作推動金融部門評估計畫(Financial Sector Assessment Program, 簡稱FSAP)⁷，由IMF、世界銀行及主要國家央行專業人員共同組成評估小組，協助檢視參加國之金融部門運作情形，分析該國經濟金融結構並了解其金融體系之風險與脆弱性，進而針對問題提出政策建議，防範金融危機發生。IMF為了建立可適用於各國的金融風險評估方法，召集來自各國央行、監理單位、國際金融機構及學術界與民間機構專家，經過長期間之研究討論，於2003年完成金融穩定分析架構，並在2006年提出金融健全指標(Financial Soundness Indicators, 簡稱FSIs)⁸，金融健全指標(FSIs)是一組包含金融機構、金融市場、不動產市場、企業與家計部門等相關指標，目的在監控金融體系之整體風險及其脆弱程度。

IMF認為在傳統上，審慎數據報告和分析的焦點是個體經濟，即單個機構倒閉的可能性。總體審慎分析如金融健全指標(FSI)對數據的需求有所不同，因為它關注在整個金融體系風險。例如增加房地產市場貸款，或增加公司部門貸款，在短期內會增加個別銀行的盈利，如果其他銀行也有同樣行為，整個銀行部門對房地產部門的風險暴露就會急劇加大，或公司部門的債務/股本比率就會上升⁹。

⁶ 陳一瑞，「IMF 金融安全指標之編制暨其於台灣之運用」，中央銀行經濟研究處，中央銀行季刊，第二十七卷第四期(2005年5月)，頁21。

⁷ 有關FSAP的緣起及報告，請參閱 <http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>

⁸ 有關FSI的緣起及報告，請參閱 <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>

⁹ IMF: "Compilation Guide on Financial Soundness Indicators", Draft, Published by IMF, (September 2003), p.1

貳、研究動機與目的

金融安全的內涵是指國家金融體系的各種要素，不被破壞與威脅，金融資源供給得到有效保障。總體金融安全是指對抗金融危機的能力，個體金融安全是指金融機構維持正常運作、避免破產倒閉等危機的產生¹⁰。本論文認為研究金融安全問題，需要關注國內經濟、金融體系及政策、金融危機等對金融安全的影響。Raymond Goldsmith指出金融危機是劇烈、短暫、超循環(*ultra cyclical*)的惡化現象¹¹。IMF指出過去發生的金融危機主要涵蓋通貨危機(*currency crisis*)，例如1995年墨西哥披索危機、銀行危機(*banking crisis*)；例如1998年初期日本銀行危機、外債危機(*foreign debt crisis*)；例如1980年代拉丁美洲外債危機、金融體系(系統性)危機(*financial system crisis*)。若上述兩種以上危機併行發生，且互有影響時，便稱雙元危機，例如1997年亞洲金融風暴及1998年俄羅斯金融風暴¹²。

建構模型以預測金融危機爆發時點的研究甚多，從1979年保羅·克魯格曼(Paul Krugman)起開端且歷史悠長，台灣以Logit及Probit量化研究甚多；相對的，使用金融安全指標採質化分析金融危機爆發時點的方法發跡較晚，少數學者認為總體經濟模型中假設金融市場為附屬地位，實證模型並不能正確分析流動性風險。2003國際貨幣基金組織(IMF)完成金融穩定分析架構¹³(圖1-2)，且在2004年提出維持金融系統穩定的架構¹⁴(圖1-3)如金融健全指標(FSIs)及全球金融穩定報告(Global Financial Stability Report，簡稱GFSR)¹⁵，始有學者將數據加以整理解釋，質化分析指標數據的研究方法，遂成另一種預測金融安全途徑。

俄羅斯金融安全受到國際關注，乃因俄羅斯為全球原油出口大國，一旦俄羅斯國內因金融不穩定，造成總體經濟衰弱，原油出口開採成本提高，可能影響到原油出口量。1998年俄羅斯金融風暴，盧布急劇貶值，發生了LTCM事件¹⁶，

¹⁰ 趙俊筌，「經濟全球化下的俄羅斯金融安全：以葉爾欽時期為例」，*稻江學報*，第3卷第2期(2008)，頁265。

¹¹ 轉引自，羅任媛，「新興市場國家金融危機成因之研究-以俄羅斯為案例」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文，(2001年)，頁8。

¹² International Monetary Fund, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability," IMF World Economic Outlook, chapter 4(1998), pp.1~2

¹³ Carol S. Carson and Stefan Ingves, "Financial Soundness Indicators—Background Paper", International Monetary Fund, (May 2003), p.6

¹⁴ Aerdthouben, Jan Kakes, and Garry Schinasi, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", International Monetary Fund Working Paper, (June 2004), p.18

¹⁵ 有關 GFSR 的緣起及報告，請參閱 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>

¹⁶ 長期資本管理公司 Long-Term Capital Management L.P. (LTCM)，是一對沖基金管理公司，利用絕對回報的交易策略，如固定收入套利、統計套利，結合高槓桿操作。長期資本管理公司成立於1994年由所羅門兄弟(Salomon Brothers)前副主席兼系主任，約翰梅里韋瑟(John

連帶影響到歐美國家的總體經濟；2007 年次貸風暴，造成 2008 年莫斯科 MICEX 綜合指數，在半年內下跌 1600 點。當股市行情由第一波的資金行情面，進入第二波基本面行情，國際原油價格即為重要影響因素；綜合以上原因，身為全球原油出口大國的俄羅斯，在國內金融安全的穩固性上，便受到國際間的矚目。

本論文的研究主要有兩個目的，第一，由於金融危機與金融安全相關性高，本論文希望了解自 1990 年代以來的金融危機成因、過程、當局處理方式，將主軸圍繞在 1999 年俄羅斯金融危機，與 2007 年美國次貸危機。第二，為評估金融安全指標對金磚四國的預測有效性，本論文將依循質化分析指標數據的概念，採用金融健全指標(FSIs)，檢測俄羅斯金融安全及穩定性。



Meriwether)創立。董事會成員包括 1997 年諾貝爾經濟學家邁倫斯科爾斯(Myron Scholes)和羅伯特默頓(Robert C. Merton)。最初幾年經營成功，年淨收益超過 40%，但在 1998 年受到俄羅斯金融風暴影響，四個月內損失了 46 億美元，從此成為對沖基金行業中代表性的例子，該基金在 2000 年初結束。

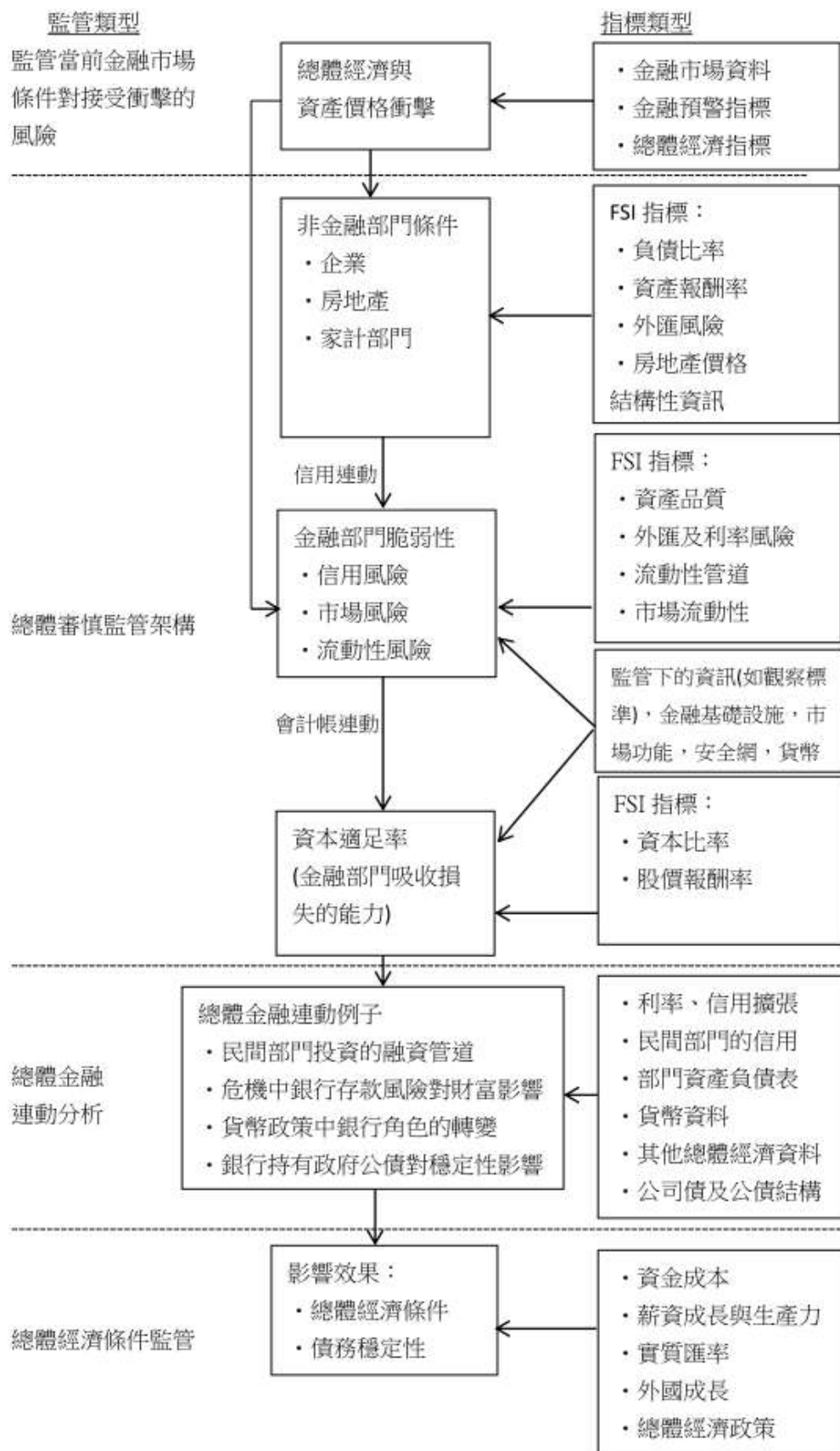


圖1-2 金融穩定分析架構

資料來源：International Monetary Fund, (May 2003), p.6

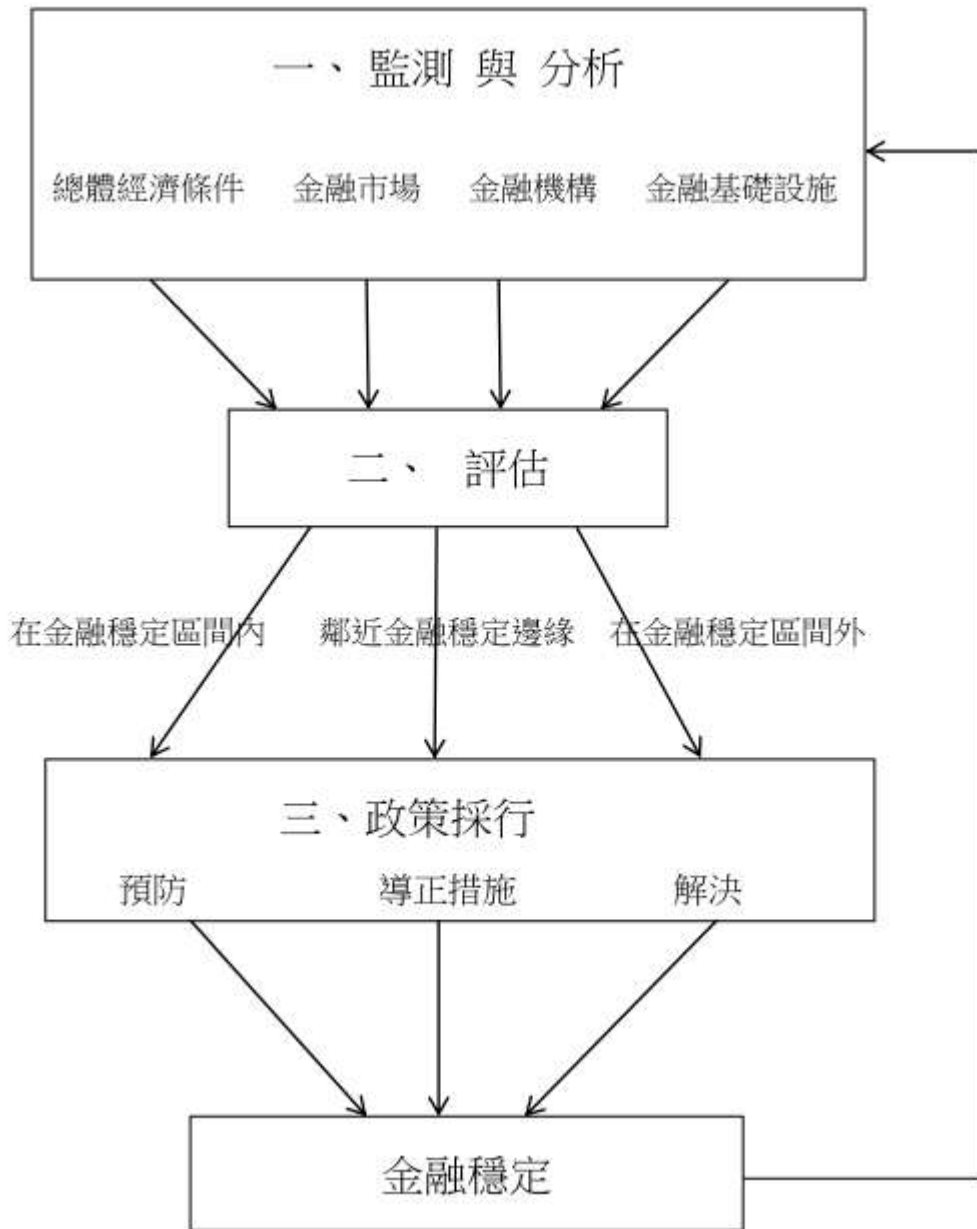


圖1-3 維持金融系統穩定的架構

資料來源：IMF Working Paper, (June 2004), p.18

第二節 文獻回顧與理論探討

壹、金融危機理論

關於金融危機的類型如下：投機攻擊固定匯率、資產泡沫、股市崩潰和銀行擠兌¹⁷。Steven Radelet 和 Jeffrey Sachs 認為金融危機分為五類：總體政策誘發之危機(Macroeconomic policy-induced crisis)，當中央銀行的釘住匯率政策不一致，會造成國內信用擴張，導致國際收支平衡危機；金融恐慌(Financial panic)，因短期借方突然向貸方收回放款，發生在當短期債務超過短期資產、借方沒有足夠的資金支付貸方的短期債務時，恐慌往往造成經濟嚴重損失；泡沫化崩跌(Bubble collapse)，指隨機的金融泡沫，是因以高於基本價值的價格投機性買入金融資產；道德風險危機(Moral-hazard crisis)是因銀行可在隱性或顯性的公眾保證之銀行債務下，借入資金，當銀行在資金不足或監管不力的情況下，利用這些資金，從事過度風險的行為或犯罪創投；失序的結果(Disorderly workout)，像債務負擔就是例子，透過破產法，發現在市場操作中缺乏和借方利益的協調¹⁸。金融危機並未有絕對單一的定義，且根據不同實證研究、危機發生時點的界定，對金融危機之定義，亦可能互異。本論文以國際貨幣基金組織(IMF)所定義，金融危機種類主要有通貨危機(currency crisis)、銀行危機(banking crisis)、外債危機(foreign debt crisis)及金融體系(系統性)危機¹⁹，做理論回顧如下：

一、貨幣危機(currency crisis)

貨幣危機又稱通貨危機，當一國通貨遭受投機客攻擊致匯率大幅、急遽貶值，促使央行運用大量外匯存底及調升利率之措施，以捍衛其本國通貨匯率時，即可謂發生通貨危機²⁰。所謂貨幣危機是指匯率受到投機攻擊，造成一國幣值劇烈貶值，而一國政府為穩定匯率，花費鉅額外匯準備金、調高利率等現象。貨幣危機發生的背景，通常是逐漸惡化的經濟基本面，如顯著擴大貨幣供應量或經濟體遭受一些重大事件影響²¹。但即使基本面良好的國家，也可能在其他國家的波及下或者投資大眾預期改變下，遭受貨幣危機²²。Marcus Miller和PongsakLuangaram

¹⁷ Marcus Miller and PongsakLuangaram, "Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes", *CSGR Working Paper*, No. 11 (July 1998), p.3

¹⁸ Steven Radelet and Jeffrey Sachs, "The onset of the east Asian financial crisis", *NBER WORKING PAPER SERIES*, No6680(August 1998), pp.4~6

¹⁹ International Monetary Fund, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability," *IMF World Economic Outlook*, chapter 4(1998), pp.1~2

²⁰ 吳懿娟，「我國金融危機預警系統之研究」，*中央銀行季刊*，第25卷第3期(2003年)，頁7。

²¹ BhagwanChowdhry and AmitGoyal, "Understanding the financial crisis in Asia", *Pacific-Basin Finance*, Journal 8 (2000), p.4

²² 張光亮，陳南光，「亞洲金融風暴的源起：基本面或傳染？」，*行政院國家科學委員會補助專*

認為貨幣危機是金融上無法維持固定匯率、政治上無法接受固定匯率的現象，並將貨幣危機及金融危機區隔，提出可觀察的線索(表1-1)²³。

表1-1 金融危機與貨幣危機

危機類型	危機定義	顯見特性	實例
貨幣危機			
預期固定匯率即將結束	固定匯率在財政上出現難以為繼的情況	持續消耗外匯準備	墨西哥危機(1973年~1982年)及阿根廷貨幣危機(1978年~1981年)
非預期固定匯率結束	固定匯率政策上無法接受	政府自我促成貶值或違約的預期	匯率機制危機(ERM)(1992年~1993年)及墨西哥危機(1994年~1995年)
金融危機			
流動性缺乏造成銀行恐慌	資產及負債的到期日無法配合	銀行爭奪流動性前的償付能力	英國銀行恐慌(1825年、1847年、1857年、1886年)
銀行對於轉機的投機造成資金償付問題	資產價值基於刪去負面部分	決策者偏低的股權參與度	美國儲蓄和貸款危機(1970年後段及1980年前段)
股災			
典型的投機泡沫破滅	資產價值加速成長偏離平衡	在崩盤中結束	美國銀行危機(1907年)及美國股市大崩盤(1929年)及日本股市大崩盤(1989~1990年)
停損交易導致市場大跌	程式交易策略造成瞬間退場	雪崩效應	美國股災(1987年)

資料來源：CSGR Working Paper, No. 11 (July, 1998), p.17

題研究計畫成果報告，(1990年10月)，頁3。

²³ Marcus Miller and PongsakLuangaram, “Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes”, *CSGR Working Paper*, No. 11 (July 1998), p.17

(一)第一代貨幣危機理論(the first generation models)

此名稱由克魯格曼在期刊上所發表。「第一代通貨危機」研究議題之所以能站上國際金融理論的舞台當然還是要歸功於理性預期理論的前瞻性特質²⁴。第一代模型主張通貨危機的發生，是源自國內信用與公債的過度擴張；隨著外匯儲備不斷減少，最終不得不放棄固定匯率制度²⁵。如1970年代及1980年代初期，墨西哥(1973-1982)、阿根廷(1978-1981)、智利(1981-1982)、及巴西(1986)等國便是因採取過度擴張的金融政策，導致外匯儲備持續且大幅減少²⁶。Flood和Garber認為一個原先採用固定匯率制度的國家，會因當局實施寬鬆的貨幣政策，造成國際收支赤字及外匯儲備流失。當外匯儲備殆盡，除非向外國借款，否則央行勢必放棄固定匯率制度，改採浮動匯率制度。民眾在有前瞻性的預期下，事先搶購外匯，這項民眾事先因應的搶購外匯行動被稱為「投機性炒作(speculative attacks)」。民眾的投機性炒作行為將導致央行面臨雪上加霜的困境，因為央行將被迫減少手頭已經不多的外匯存底，造成固定匯率制度提前崩潰²⁷。

(二)第二代貨幣危機理論(the second generation models)

「第二代」貨幣危機模型又稱「自我兌現(Self-fulfilling)的通貨危機」，由茅瑞斯·奧伯斯法爾德(Maurice Obstfeld)於1994年提出。有學者認為，第二代模型是源於政府固定匯率的措施隱含不一致(inconsistent)的偏好。因為一方面，維持匯率固定有利於國際貿易，控制通貨膨脹；但另一方面，放棄固定匯率制度，改採擴張性貨幣政策能加快經濟成長。這兩方面不一致的目標。當國際間負面的干擾出現，民眾預期政府可能透過貶值以追求經濟成長，增加本國貨幣貶值的預期，提高投機性炒作的誘因，進一步造成本國貨幣更大的貶值壓力。

1992至1993年間許多歐洲國家，及1994年底的墨西哥，在基本面皆沒有變壞且沒有明顯徵兆的情況下，發生通貨危機，這些事件很明顯地，無法透過強調市場基本面惡化，引發匯率制度崩潰的「第一代通貨危機」模型能解釋²⁸。傳統上，認為金融危機會發生，是因「低成長率」、「低投資」、「高物價膨脹率」、「政府預算失衡」等基本面因素失常所造成的，但自亞洲金融危機發生後，引發學界另一波關於金融危機發生原因的討論風潮。因為自發生金融危機國家所呈現的經濟現象中，有一些是傳統金融危機模型所無法解釋的，所以必須跳脫傳統的模式，以另一種角度思考：「基本面沒有持續惡化」或甚至於「基本面良好」的國家，

²⁴ 賴景昌，「國際金融理論的發展」，*經濟與管理論叢*，第1卷第2期(2005年)，頁6。

²⁵ 周國偉，吳孟道，「金融海嘯與台灣金融市場壓力及因應政策」，*法制論叢*，第45期，(2010年1月)，頁7。

²⁶ 同註²⁴，頁5。

²⁷ Flood, R. P. and P. M. Garber, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, No.17(1984), pp.1~13

²⁸ 同註²⁴，頁7。

有沒有發生金融危機的可能？這樣的思考角度，產生了另一種解釋金融危機發生的原因，著重於「金融面」因素的探討²⁹，於是第二代金融危機模型應運而生。當一國政府遭遇通貨危機的威脅時，通常主要有以下三種應對措施：第一，售出外匯儲備以維持通貨的價值；第二，提高國內利率水準，吸引資本流入或減少外流；第三，放任通貨貶值³⁰。

「第二代通貨危機」模型強調，匯率制度的崩潰，是由於捍衛該匯率制度的代價太高，促使央行不得不放棄該匯率制度。以這個觀點而論，如果民眾本身預期央行將改變原先的匯率制度，則央行捍衛原先匯率制度的代價將隨之提高，從而可能促成匯率制度真的崩潰，此即所謂的「自我兌現的匯率制度危機」³¹。

(三) 第三代貨幣危機理論(the third generation models)

第三代貨幣危機模型是由保羅·克魯曼(Paul Krugman)首先提出。第三代的貨幣危機模型，出現在亞洲金融危機之後³²。第一代及第二代模型都考慮了1990年代特定危機的相關性，如1998年俄羅斯金融危機；但當研究亞洲金融危機，這些亞洲國家的事件，幾乎都沒有太多相關性。顯然地，這些需要「第三代貨幣危機理論」來解釋。

多數學者認為，第三代貨幣危機理論的核心問題，來自於銀行體系，但保羅·克魯曼(Paul Krugman)認為，Diamond和Dybvig提出的自我兌現的信心喪失，促使金融體系過早清算它們的投資，將銀行體系當作問題核心，為第三代貨幣危機的根本；這個觀點是不全然正確的³³。保羅·克魯曼(Paul Krugman)在1998年提出，第三代貨幣危機的根源，來自於道德危機，造成隱性的補助投資行為，當政府撤回隱性的保證時，金融體系會倒閉³⁴。並且在1999年提出新的理論，來修正自己在1998年的模型，保羅·羅賓·克魯曼(Paul Robin Krugman)認為有三點是必須加入考慮的因素，第一是傳染性，第二為移轉問題，第三為資產負債表問題，他在文中再度強調，銀行體系並非造成金融危機最關鍵的因素，也非第三代貨幣危機中解釋的重要依歸³⁵。

²⁹ 黃仁德、林進煌，「亞洲金融危機與國際貨幣基金的角色」，*問題與研究*，第46卷第1期(2007年)，頁4。

³⁰ 吳孟道，周國偉，曾翊恆，「金融市場壓力指標之建置與應用-東亞八國於此波金融海嘯之表現」，*台灣經濟論衡*，第7卷第9期(2009年九月)，頁8。

³¹ 賴景昌，「國際金融理論的發展」，*經濟與管理論叢*，第1卷第2期(2005年)，頁7~8。

³² DIW Berlin, "The Argentinean Currency Crisis: A Markov-Switching Model Estimation", German Institute for Economic Research, Discussion Papers, No.348(May 2003), p.4

³³ Paul Krugman, "balance sheets, the transfer problem, and financial crises", conference draft, January 1999, p.3.

³⁴ Paul Krugman, "what happened to Asia?", conference in Japan, January 1998, p.3

³⁵ 同註³³，pp.8~11

二、銀行危機(banking crisis)

銀行危機是指金融機構清償能力不足，因而倒閉或迫使政府干預並提供援助。Michael H. Moskow認為銀行危機源自於貨幣危機，銀行危機常伴隨著通貨危機而發生，銀行危機會導致一國匯率下跌，如1995年墨西哥危機、1997年東亞危機及1998年俄羅斯危機，這些都是發生雙重危機(twin-crisis)的例子³⁶。事實上，Kaminsky及Reinhart認為銀行危機的尖峰通常跟隨貨幣崩跌而來，金融管制愈多，則減少銀行危機發生可能，如1970年代金融管制嚴格，銀行危機發生頻率較低，到1980-1995年間，由於金融管制逐漸寬鬆，銀行危機發生頻率提高(表1-2)³⁷。Kaminsky及Reinhart同時指出，銀行危機多半發生在金融自由化後，而銀行危機尖峰也通常發生在國際收支平衡危機之後，如丹麥在1980年實行金融自由化，1983年8月則發生國際收支平衡危機，隨即在1987年3月發生了銀行危機，並在1990年6月達到銀行危機發生的尖峰；印尼在1983年實行金融自由化後，1986年9月發生國際收支平衡，隨即在1992年11月達到銀行危機尖峰時點；西班牙在1974年施行金融自由化³⁸，1977年7月發生國際收支平衡危機後，隨即在1983年1月達到銀行危機尖峰期間(表1-3)。當銀行發生或即將發生擠兌或資產品質嚴重惡化等問題，致暫停對其負債之支付時，或政府為避免上述情況發生而採取對銀行提供大規模金援紓困時，即可謂發生銀行危機³⁹。IMF則認為銀行危機通常源自於資產負債表中的資產品質，許多銀行的投資組合並不會表現在資產負債表中的貸款項，當房地產或股票表現震盪時，這些資產負債表的指標並無法顯示。許多學者將銀行危機，分為不同事件的組合，包含被迫倒閉、合併或政府接管金融機構⁴⁰。

³⁶ Michael H. Moskow, "Disruptions in global financial markets: The role of public policy", *Economic Perspectives*, Issue3(2000), pp.2~3.

³⁷ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3 (Jun., 1999), p.6

³⁸ 同註³⁷, p.7.

³⁹ 吳懿娟，「我國金融危機預警系統之研究」，*中央銀行季刊*，第25卷第3期(2003年九月)，頁7。

⁴⁰ International Monetary Fund, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability," *IMF World Economic Outlook*, chapter 4(1998), p.3

表1-2 危機發生之頻率(1970~1995年)

危機種類	危機次數					
	1970-1995		1970-1979		1980-1995	
	總數	平均/年	總數	平均/年	總數	平均/年
國際收支平衡	76	2.92	26	2.60	50	3.13
雙元危機	19	0.73	1	0.10	18	1.13
單一危機	57	2.19	25	2.50	32	2.00
銀行危機	26	1.00	3	0.30	23	1.44

附註：隨著國際收支平衡危機發生後 48 個月份，若銀行危機開始發生，稱之為雙元危機。

資料來源：The American Economic Review, Vol. 89, No. 3 (Jun., 1999), p.6



表1-3 雙元危機及金融自由化時程

國家	金融市場自由化	銀行危機		最近一次國際收支 平衡崩潰
		起始	高峰	
阿根廷	1977	1980/03	1982/07	1981/02
		1985/05	1989/06	1986/09
		1994/12	1995/03	1990/02
玻利維亞	1985	1987/10	1988/06	1985/09
巴西	1975	1985/11	1985/11	1986/11
		1994/12	1996/03	1991/10
智利	1974	1981/09	1983/03	1982/08
哥倫比亞	1980	1982/07	1985/06	1983/03
丹麥	1980~1990 年前段	1987/03	1990/06	1983/08
芬蘭	1982	1991/09	1992/06	1991/11
印尼	1983	1992/11	1992/11	1986/09
愛爾蘭	1985	1983/10	1984/06	1983/10
馬來西亞	1978	1985/07	1986/08	1975/07
墨西哥	1974 1991	1982/09	1983/06	1982/12
		1992/10	1996/03	1994/12
挪威	1980	1988/11	1991/10	1986/05
祕魯	1991	1983/03	1983/04	1987/10
菲律賓	1980	1981/01	1985/06	1983/10
西班牙	1974	1978/11	1983/01	1977/07
瑞典	1980	1991/11	1992/09	1992/11
泰國	1989	1979/03	1979/03	1978/11
		1983/10	1985/06	1984/11
土耳其	1980	1991/01	1991/03	1994/03
烏拉圭	1976~1979	1971/03	1971/12	1971/12
		1981/03	1985/06	1982/10
委內瑞拉	1981, 1989	1993/10	1994/08	1994/05
備忘錄項目				
印尼		1992/11		1997/08
馬來西亞		1997/09		1997/08
菲律賓		1997/07		1997/07
泰國		1996/05		1997/07

備註：事件過程期間，一個銀行危機之後在 48 個月內發生了一次國際收支平衡崩潰，將被視為兩次危機

資料來源：The American Economic Review, Vol. 89, No. 3 (Jun., 1999),p.7

(一)金融恐慌理論

金融恐慌理論又稱「銀行擠兌理論」，Diamond及Dybvig認為銀行能夠提供流動性資產移轉，有效分擔風險，在正常情況下，所有存款者不會在同一時間取款。但當經濟中發生某些突發事件，如銀行破產或經濟醜聞，就會發生銀行擠兌，唯有政府存款保險能夠提供穩定銀行擠兌的情況⁴¹。Chari和Jagannathan進一步指出，一些原本不打算取款的人一旦發現取款隊伍變長，也會加入擠兌的隊伍，發生金融恐慌⁴²。

(二)道德風險理論(Moral Hazard)

道德風險一詞由Zeckhauser在1970年發表的期刊中出現，討論選擇保險繳費政策是否符合醫療支出，任由個人選擇它們最適的繳費費率⁴³。Mark V. Pauly認為藉由降低個人照護的邊際成本，來收取醫療保險的做法，會增加醫療整體的使用量，此即為道德風險⁴⁴。Roderick MacKinno認為，由於存款保險制度的存在，以及政府和金融監管部門在關鍵時候扮演「最後貸款人」的角色，一方面會使銀行產生道德風險，從事具有更高風險的投資，增加了存款人受損害的可能性；另一方面，存款者也不會對銀行實施監督⁴⁵。IMF認為在金融自由化程度較高的環境下，無效的金融管制規範，由於鼓勵金融機構用較低的資本比率，莽撞地去假設風險，此舉便產生道德風險⁴⁶。世界銀行(World Bank)和IMF對65個國家在1981年至1994年間發生的銀行危機做的計量測試也表明，在設有存款保險制度的國家，發生危機的機率高於沒有設立存款保險制度的國家。目前，道德風險模型與政府擔保已被廣泛用於美國儲蓄和貸款危機的研究，各國政府提供顯性和隱性的存款擔保，因此產生道德風險問題。

⁴¹ Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 24, No. 1(2000), pp.2~3

⁴² V.V Chari, Ravi Jagannathan, "Banking Panics, Information and rational expectation equilibrium", *working paper*, No.320(February 1988), p.2

⁴³ J.A. MIRRLEES, "The theory of moral hazard and unobservable behavior: Part1", *Review of Economic Studies*, No.66(1999), p.1

⁴⁴ Mark V. Pauly, "The Economics of Moral Hazard: Comment", *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 3, (Jun., 1968),p.6.

⁴⁵ R.I. McKinnon and H Pill, "Exchange-rate regimes for emerging markets: moral hazard and international over borrowing", *Oxf Rev Econ Policy*, vol.15(1999),pp.19-38.

⁴⁶ International Monetary Fund, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability," *IMF World Economic Outlook*, chapter 4(1998), p.10.

三、外債危機

外債危機又稱海外負債危機，當一國面臨無法償付其外債之情況，無論此外債屬於政府或民間，皆為外債危機⁴⁷。外債危機的例子如下：1973年國際油價大漲，導致美國及其他工業國家產生停滯性通膨，而在提高油價的同時，許多石油輸出國家將大筆油款收入，存入西方國家商業銀行，這些銀行再將資金以浮動利率方式貸款給開發中國家，惟債權銀行並未審慎評估貸款用途，且債務國政府(例如，拉丁美洲國家政府)並未將貸款用於投資性生產用途；1979年OPEC二度提高油價，美國採取緊縮貨幣政策以對抗通膨，造成其經濟衰退。在油價上升及利率上揚雙重影響下，引發全球性經濟衰退的局面，開發中國家面臨國外需求減少，其出口大為衰退，加上利息負擔隨著利率上升而加重，以致1980年代，開發中國家外債急遽增加。當1982年末墨西哥宣佈無法履行其外債時，國際間銀行債權人開始擔心其他債務國家亦會發生相同情況，致全球金融市場面臨崩潰邊緣，外債危機於焉浮現⁴⁸。

債務通貨緊縮理論(Debt-Deflation Theory)一詞，由Irving Fisher提出⁴⁹。他認為，企業在經濟繁榮時期，為了追求利潤而過度負債，當經濟陷入衰退時，企業利潤減少，逐漸喪失清償債務的能力，引起連鎖反應，導致貨幣緊縮，此為惡性迴圈，金融危機就此爆發。Irving指出的傳導機制，從以下排序：首先，企業為清償債務，廉價銷售商品，此舉使企業存款減少、貨幣流通速度降低，爾後，總體物價水準下降使企業淨值減少、債務負擔加重、盈利能力下降造成企業破產、工人失業，再者，人們喪失信心、人們便開始持有更多的貨幣儲蓄、儲蓄使名目利率下降、實際利率上升，造成資金盈餘者不願貸出、資金短缺者不願借入，最後造成通貨緊縮。

四、金融體系危機

所謂金融體系危機，是指綜合前三類危機導致金融市場嚴重失序，使得市場功能無法有效運作，對經濟實質部門產生極大的負面衝擊，亦可以稱為「全面金融危機」，是指主要的金融領域都出現嚴重混亂，如貨幣危機、銀行業危機、外債危機的同時或相繼發生。IMF認為，金融部門失序，是結合從銀行危機的背後衍生出來的，個體經濟的不穩定性，通常這樣金融失序，肇因於缺乏金融管制政策和疲弱的金融監督國家實行金融自由化和金融創新⁵⁰。

⁴⁷ 吳懿娟，「我國金融危機預警系統之研究」，*中央銀行季刊*，第25卷第3期(2003年九月)，頁8。

⁴⁸ 同註⁴⁷，頁9。

⁴⁹ Irving Fisher, "The debt deflation theory of great depressions", *Econometrica*, Vol.1, Issue 4(Oct., 1933), p.2.

⁵⁰ International Monetary Fund, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability," *IMF World Economic Outlook*, chapter 4(1998), p.10.

貳、金融危機成因討論

談及金融危機的成因，文獻中提出以下四種看法居多：

第一種看法認為由於金融監管不力、金融自由化速度過快，導致金融危機。金融危機具有自我兌現(self-fulfilling)和傳染(contagion)的特質。尤其當金融自由化和解除資本管制後，金融機構有更大的空間與管道獲取利潤，相對上，其借貸和投資等各項風險也隨之提高。許多學者強調政府有形或無形的保證，引起的道德危險問題，是導致金融部門體質惡化的主因。政府隱式或顯式的存款擔保，造成金融體系過度放貸的情形，在風險控管上過於疏忽，加上金融監管不力，銀行部門從而產生道德風險。Graciela L. Kaminsky和Carmen M. Reinhart指出金融危機通常發生在經濟進入衰退期時，經過長期繁榮的經濟活動使資本湧入，讓信用擴張情況明顯⁵¹。

Adrian Blundell-Wignall和Paul Atkinson認為，過去的經驗觀察到，銀行危機通常和經濟衰退有關，也和政策制定者有關，如管制銀行的準備金數量，需要和具備高標準的政府，在會計、審計和借貸關係上合作⁵²。解釋當前的金融危機，是因兩個層次造成：在全球流動性和總體政策影響中，存在一個非常不成熟的監管框架，以這樣的監管框架作為第二道防線，實際上是促成危機的重要途徑⁵³。在一般情況下，迅速擴大金融服務和設立嚴謹的監管制度是無法同步配合的⁵⁴，監管改革往往是局部的且不完整的。因此往往在一個地區改革開放後，會造成地區的漏洞出現，銀行業務的監管更加困難。在過去認為，當市場有狀況而政府經由管制，施以干預是被視為理所當然的對策；現在的觀點反而認為政府是危機的元兇而非解決問題的一方，因此完全仰賴市場才是基本對策，然而，由過度金融自由化和金融監管不力卻證明出，事實上，市場放任的結局會導致金融危機。

Barry P. Bosworth等學者指出，許多問題起源於金融自由化政策、政府管理和監督的能力不足。比如在東亞地區，金融混亂暴露出它的金融體系充斥著內幕交易、腐敗和疲弱無力的企業治理，這導致了低效率的投資，並削弱了銀行體系的穩定性，政府從而進行改革，但局部的改革導致了日益脆弱的金融體系，其特點是短期外債成長、銀行信貸業務迅速增加和金融機構的監管不足。這些弱點，造成了亞洲經濟體極易受到資本流動反轉的傷害⁵⁵。Jeffrey Sachs和Steven Radelet

⁵¹ Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol.88(January 1998), p.1

⁵² Adrian Blundell-Wignall and Paul Atkinson, "The sub-prime crisis: Causal distortions and regulatory reform" *OECD-GEM policy Brief*(March 2010), p.16

⁵³ 同註⁵²，p.46

⁵⁴ Steven Radelet, Jeffrey D. Sachs, Richard N. Cooper, Barry P. Bosworth, "The east Asian financial crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1998, No.1(1998),pp.22~23.

⁵⁵ 同註⁵²，p.3.

認為，金融自由化直接促進了外國資金流量，各經濟體在1980年代末和1990年代初，放寬金融服務業的進入條件，允許新的私人銀行開放，在貸款的決定權上，銀行被賦予了更大的空間，股票和債券市場開始發展壯大，不僅金融部門迅速擴張、外國債權人積極貸款，銀行和金融機構更開放了籌集境外資金的自由。這樣金融自由化的結果，造成有些銀行資本不足，不良貸款逐步上升，許多基本的審慎監管(如貸款給下屬公司)經常違反規則，卻只支付小額罰款，脆弱的金融體系便造成金融危機；另外，政府金融監管的速度經常趕不上金融部門自由化的腳步，這些銀行系統無法在有效率的基礎上分配現金流量⁵⁶。

第二種看法認為，金融風暴是來自於總體經濟危機、過度投資引發。金融危機對全球經濟造成嚴重的負面影響，是由於金融市場未能達成資源配置和風險管理的核心功能，反而促成個體經濟失靈，進而導致總體經濟問題。Willem H. Buiter認為造成總體經濟危機有以下兩個原因，其一為全球儲蓄過剩，高儲蓄國家如中國，融入全球經濟，利用商品出口國的角色，以儲蓄購得資源後，再加工分配給商品進口國，從短期來看，高儲蓄國家在全球商品價格高漲的趨勢中，傾向是獲利的一方。其二，過多的流動性創造了世界上兩個主要國家的央行，美國聯邦準備局(Fed)和歐洲央行(ECB)，掌控了石油和天然氣出口國對美元的匯率，限制美元貨幣升值⁵⁷。1990年代後期的亞洲金融危機，亦顯示出金融部門整體脆弱性與總體經濟間的關聯性。

Mishkin認為資訊不對稱可能阻礙金融體系有效運作，景氣循環波動與金融磨擦之間有重要的連結，他提出四個使金融及總體經濟不穩定的因素，分別為利率增加、不確定性增加、資產市場對資產負債表的影響及銀行部門的問題⁵⁸。當金融體系受到衝擊，致使資訊不對稱，導致金融磨擦驟升時，金融體系不再將資金引導至最具生產力的投資機會，最後使經濟遭遇嚴重的衰退。針對1997年亞洲金融危機，有些學者主張總體經濟的表現疲弱，和基本面惡化的傾向，是導致金融危機的根本原因。

Steven Radelet和Jeffrey Sachs認為，亞洲金融危機的問題，是由於道德風險且過度投資，造成經濟體腐敗⁵⁹。投資人在認為投資風險極低的情況下，從事投機活動，導致道德風險產生使經濟體腐敗、金融脆弱性增加，再由金融不穩定引發金融危機。Marcus Miller和PongsakLuangaram認為亞洲金融風暴之所以發生，是因為債權人過度投資和高估新興東亞經濟體⁶⁰。

⁵⁶ Steven Radelet and Jeffrey Sachs, "What have we learned, so far, from the Asian financial crisis", *CAER II Discussion Paper*, No. 37 (March, 1999), p.4.

⁵⁷ Willem H. Buiter, "Lessons from the 2007 financial crisis", *UK Treasury Select Committee, CEPR Policy insight*, No.18(Nov., 2007), p.1.

⁵⁸ Frederic S. Mishkin, "The causes and propagation of financial instability: Lessons for Policy makers" *proceeding*, (1997) p.9~10.

⁵⁹ 同註⁵⁶，p.3.

⁶⁰ Marcus Miller and PongsakLuangaram, "Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes", *CSGR Working Paper*, No. 11(July, 1998), p.2.

第三種看法為，國際間經濟體互相債務問題引發金融危機。陳南光和張光亮指出，透過國家的貿易往來或競爭，以及跨國借貸所形成的網路來傳遞金融危機，這是基於國際間結構性關連鎖所引發的(Fundamentals-based contagion)。主要可分為兩種：貿易關聯性(trade linkage)與金融關聯性(finance linkage)⁶¹。Guillermo A. Calvo和Enrique G. Mendoza指出，有兩項指標可以檢測出國際收支表(BOP)的危機，第一，M2和外匯儲備總額(gross foreign reserves)的差額；第二，私人部門持有的短期公債和儲備總額(gross reserves)的差額⁶²。Richard N. Cooper等學者認為，當國內突然改變國家間的市場條件，如轉變利率、變動商品價格、改變貿易條件，政治領導和經濟政策變化，都會影響債務國的償還能力，使債權國重新評估債務國的還款能力，或債權國重新調整對外國債務提供借款服務的意願⁶³。如發生在1997年的墨西哥金融危機，就是存在國家內部的經濟政策不穩定，在國際借款上產生困難。

Richard N. Cooper等學者的基本概念是，國際貸款市場存在自我兌現危機，雖然個別債權人的行為理性，但當資本流動迅速反轉，依然造成市場結果的恐慌。⁶⁴金融危機的本質為面臨巨大資金流向突然反轉，當整個經濟體吸引了大量外國資本，受短期信貸額度影響突然撤離，造成證券投資資本外流，使國內投資者抽離資本，短期外匯負債的經濟增長超過短期外匯資產時，會使經濟易受流動性問題。在外國資本突然撤出的時候，經濟體脆弱性會浮現，當國內投資者恐慌時，便引發一場金融危機⁶⁵。如果國家不具備足夠的國際儲備，以緩衝突然外流的資金，無論是國外貸款人或因資本外逃的本地投資者，皆會讓經濟產生脆弱性。金融體系減少大額的貸款，即面臨大量的資金流出或信貸緊縮，就會造成金融危機。大多數的金融危機，是因經濟基本面或資產市場大幅波動，即使在經濟基本面和市場變化很小的情況下，由於訊息不對稱，金融危機依然有可能發生。大規模的資本流動逆轉是金融危機發生的主要特徵之一，但其實是很難預測的。

⁶¹ 陳南光，張光亮，「亞洲金融風暴的緣起：基本面或傳染？」，行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告，(1990年十月)，頁3。

⁶² Guillermo A. Calvo, Enrique G. Mendoza, "Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold" *Journal of International Economics*, No.41(1996), p8.

⁶³ Steven Radelet, Jeffrey D. Sachs, Richard N. Cooper, Barry P. Bosworth, "The east Asian financial crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1998, No.1(1998), p.3.

⁶⁴ 同註⁶³, pp.6~7.

⁶⁵ 同註⁶³, pp.10~11.

參、當代金融安全之文獻

金融安全是在金融全球化的背景下提出的，國際上對金融安全的概念並無統一的界定，有部分學者認為金融安全是純粹的經濟議題，而有些則認為是國際關係的議題，將金融安全歸類在國家安全戰略中討論。國外學者著重在金融穩定的探討，中國學者則針對金融安全做分析，自從亞洲金融風暴以後，開始重視金融安全的議題。本論文認為，金融安全就是金融體系穩定的表現，故金融穩定即為金融安全的同義詞。

王瑛認為，金融安全主要的內容是金融機構安全、證券市場安全、外匯市場安全。金融機構安全是指銀行與非銀行金融機構，能化解在經營過程中遇到的風險。主要是針對其所經營的業務：銀行資產組合的安全，如資金來源的非流動性；銀行經營安全，包括銀行面對衝擊時的獲利能力；證券市場安全是指面對各種金融衝擊時，證券市場不會在長期內出現大震盪，仍舊可以平穩運行；外匯市場是指維持本國貨幣的穩定，以及外債的可控性⁶⁶。

趙俊筌針對金融安全內在及外在因素作分析(圖1-4)，他認為金融安全是國家經濟安全的核心，指在經濟全球化下，國家在金融領域發展過程中，具備抵抗各種威脅的能力，確保金融體系、金融主權、金融秩序不受侵害，使其保持正常運作與發展的狀態。金融安全是國家安全再加上經濟學的思維，根據國際法，國家主權是國家安全概念的起點，而金融安全就是金融主權不受侵害，故金融安全即是對國家金融主權的維護⁶⁷。

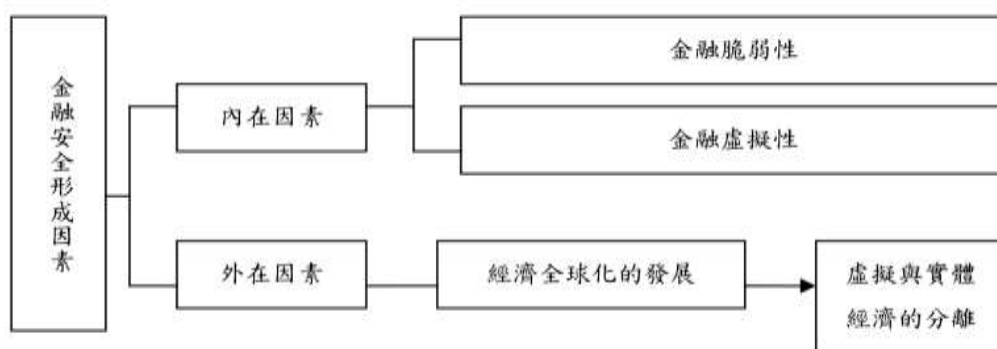


圖1-4 金融安全的形成

資料來源：趙俊筌，「經濟全球化下的俄羅斯金融安全：以葉爾欽時期為例」，稻江學報，第3卷第2期(2008)，頁266。

⁶⁶ 王瑛，經濟安全-中國面臨的挑戰(太原：山西經濟出版社，2004)，頁118~122。

⁶⁷ 趙俊筌，「經濟全球化下的俄羅斯金融安全：以葉爾欽時期為例」，稻江學報，第3卷第2期(2008)，頁266。

劉清江和張曉田認為，金融安全概念是一個個立體的概念，他既表明一個國家在一定時期的金融運行狀態，即客觀狀態，也體現一個國家為維持金融正常運行所擁有的主觀能力；金融安全包括多方面的內容，首先是金融體系的安全，其次是金融發展的安全，再其次是金融發展的安全，如對整體經濟安全具有決定性的作用，以及金融自控權的不受侵犯。金融安全的具體要求為：沒有明顯的金融風險、無重大金融財產實際損失、金融市場穩定、金融機構健全、金融運行有序、金融監管主動有效、整個金融業穩健發展、未因客觀經濟金融因素而使金融政策偏離既定目標等，金融的運行也未對政治、經濟、軍事等的安全造成負面影響。⁶⁸王楚明認為，金融資源的配置不當、銀行不良資產增加、金融運行的高成本低效率、資本市場不穩定因素增加、金融體系不穩定，都極易形成系統性風險，危害到一國的金融安全⁶⁹。

梁勇從國際關係角度界定金融安全，認為可以分三個層次理解，第一為金融核心價值，即金融制度的維持和金融體系的穩定，包括貨幣和資金融通；第二為國家核心價值，表現為國家的經濟、政治和軍事等領域的安全受金融因素影響，代表金融安全是對國家安全的支撐；第三為國際中的核心價值，避免外來衝擊，將重點放在金融主權，這種金融主權是控制金融體系的力量，保持對國內金融運行和金融發展的控制⁷⁰。鄭漢通認為，金融安全即一國金融利益不受侵犯，金融體系的正常運作不受破壞和威脅，金融體系能抵擋各種金融危機對其的侵害；反之，當一國金融利益受到侵犯，金融體系不能正常運作時，面對各種金融危機毫無抵抗能力，就是金融不安全⁷¹。王元龍將金融安全解釋為動態發展的過程⁷²，並將四個發展過程的運行狀況做比較(圖1-5)。

⁶⁸ 劉清江，張曉田，「金融安全區問題研究」，*財經理論與實踐* (上海)，第 22 卷第 109 期(2001 年 1 月)，頁 9~10。

⁶⁹ 王楚明，「影響我國金融安全的國內外因素分析」，*金融理論與實踐*(河南)，第 1 期(2006 年)，頁 1~6。

⁷⁰ 梁勇，*開放的難題：發展中國家的金融安全* (北京：高等教育出版社，1999)，頁 10。

⁷¹ 鄭漢通，*經濟全球化中的國家經濟安全問題* (北京：國防大學出版，1999)，頁 97。

⁷² 王元龍，「關於金融安全的若干理論問題」，*國際金融研究*，第 5 期(2004 年)，頁 17。

安全狀況	風險狀況	金融運行狀況
金融安全	無明顯風險	各項風險指標均在安全區內，金融市場穩定，金融運行有序，金融監管有效，金融業穩健發展
金融基本安全	輕度風險	金融信號基本正常，部分指標接近預警值；不良資產佔總資產比重低於 10%；有正常的金融機構倒閉，但所佔比重很小；貨幣有貶值的壓力；金融運行平穩
金融不安全	嚴重風險	大部分金融指標惡化；大多數金融機構有程度不同的不良資產問題，不良資產佔總資產比重超過 10%；有較多的金融機構倒閉；貨幣較大幅度貶值；金融動蕩、經濟衰退
金融危機	風險總爆發	是金融不安全狀況累積的結果，爆發嚴重的貨幣危機和銀行危機，貨幣大幅度貶值、大批金融機構倒閉；金融崩潰、經濟倒退、社會動蕩

圖1-5 金融運行的四種基本態勢

資料來源：王元龍，「關於金融安全的若干理論問題」，國際金融研究，第5期(2004)，頁17。

金融穩定和貨幣穩定是不同的，應該加以區別；貨幣穩定視整體物價水準的穩定，不存在通貨膨脹或緊縮的情形；金融穩定指市場及金融機構運行良好。Andrew Crockett認為，金融穩定難以界定，故從不穩定的角度解釋會較易理解，他認為金融不穩定是金融資產價格受到經濟波動影響的表現。第一，金融不穩定是對實質經濟造成影響，如實質經濟活動或利率變動；第二，金融不穩定是經濟崩潰前的潛在危機；第三，金融不穩定往往以金融機構的脆弱性和資產價格的異常表現；第四，金融不穩定不必然會造成金融危機⁷³。Chant John指出，金融不穩定為金融市場受到傷害或威脅的狀態，金融不穩定會造成各方面經濟運作的傷害，包括對金融及非金融的單位造成傷害，比如家計部門、企業和政府部門。金融穩定的威脅來源多樣，比如政府債券的倒債、小型或專業的外匯銀行破產⁷⁴。Andrew Crockett甚至認為金融不穩定是因為金融資產價格波動而暫時受損的經濟狀態，或可稱為是無法履行合約義務的現象⁷⁵。當存款人的提款無法及時提領，金融不穩定甚至可能導致銀行擠兌，惡性通貨膨脹或股票市場震盪，由此可見，金融穩定的重要性在維持經濟的健全。金融不穩定是由於金融體系受到衝擊與資訊的流動干擾，使金融體系不能引導資金給生產性投資機會。

Michael Foot認為金融穩定時包含以下幾種情況，第一，貨幣價格穩定；第

⁷³ Andrew Crockett, "The theory and practice of financial stability", *De Economist*, Vol.44, No.4(1996), pp.2~3

⁷⁴ Chant John, "Financial Stability As a Policy Goal", *Bank of Canada Technical Report*, No. 95, (Sep.,2003), pp. 3-4.

⁷⁵ Crockett and Andrew, "The Theory and Practice of Financial Stability," *GEI Newsletter Issue*, No. 6 (July, 1997), pp. 11-12.

二，接近自然失業率的就業水準；第三，大眾對金融機構的運作具有信心⁷⁶。金融穩定不只指適當的完成了分配資源和風險的角色，動員儲蓄和促進財富累積、發展和成長，也指經濟中支付系統的順利運作。換句話說，金融穩定在貨幣穩定中是個重要的因素。金融穩定是一個經濟體的價格機制、分配機制和風險管理(包含信用風險、流動性風險、市場風險)，都能在經濟中發揮良好功能。金融穩定的發展是無法用單一的量化指標來概括，金融穩定的發展本質上就是難以預測的。金融穩定包含了兩個特點：第一為最主要的金融機構是穩定的，藉此提高民眾對於合約償付的信心；第二為關鍵的市場是穩定的，使市場參與者可以對交易價格有信心，讓市場反應基本面，且不會短期改變太大⁷⁷。金融穩定換句話說就是維持金融體系中的信心，是指促進和提升經濟進程、管理風險和吸收衝擊的能力。金融穩定是連續的現象、隨著時間是易變的，並且是由多種金融元素組成的，金融穩定指金融系統面對經濟干擾時有強健的體質，才有辦法調解融資，進行支付，並以令人滿意的方式重新分配風險。



⁷⁶ Michael Foot, “What Is ‘Financial Stability’ and How Do We Get It?”, The RoyBridge Memorial Lecture (April, 2003), pp.1~13.

⁷⁷ Andrew Crockett, “Why is financial stability a goal of public policy?”, *Symposium Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City (1997), p9.

第三節 研究方法與章節安排

壹、研究途徑與研究方法

本論文研究途徑採歷史研究途徑，及文獻研究途徑。採取歷史研究途徑，目的在了解，時空對於金融危機產生背景的因果關係，及何以影響金融安全之探討。從歷史時空背景，對金融安全及金融危機有關的資料予以選取或安排。以歷史的角度，運用史實資料與方法，來陳述金融危機預測模型的演變，並以此解釋其中的因果關係，對未來的發展做出預測推斷。另外，採取文獻研究途徑，以各國家官方資料等文件，系統而客觀的界定、評鑑及證明的方式，來認定過去金融風暴事件之真實性，並且印證其金融安全不穩定的看法。

本論文主要採用的研究方法如下：

第一、問題研究法：

本論文以俄羅斯地區的金融安全為問題核心，以此問題為研究對象，配合不同時空環境下的經濟數據分析，企圖找出可行的金融安全檢測方法。

第二、比較分析法：

本論文試圖透過比較法得到關於國際間金融危機與金融安全的情況，比較1998年俄羅斯金融危機與2007年美國次貸危機。此外，藉由了解俄羅斯國內特殊經濟狀況來分析俄羅斯金融危機發生，經濟政策對其金融安全的影響，了解並預測金融安全指標的未來發展。

IMF在2004年提出金融健全指標(FSI)共40個⁷⁸，按部門分為七大類：存款機構核心組指標(Deposit-Takers: Core Set)共12項，主要為存款機構的各項財務比率，選取的標準為與金融穩定直接相關，資料易於取得，可普遍適用於各個國家，且較易為外界了解的指標；存款機構進階組指標(Deposit-Takers: encouraged Set)共13項，包括其他金融機構、企業、家庭，與金融市場及不動產市場等指標，雖然其資料蒐集不易，但仍然納入考量，因這些部門的脆弱通常會影響金融部門的健全；其他金融機構(Other Financial Corporations)共2項；非金融機構(Nonfinancial Corporations)共5項；家計部門(Households)共2項；証券市場流動性(Market Liquidity)共2項；不動產市場(Real Estate Markets)共4項。其中屬存款機構部分的指標即多達25項，分為資本、資產品質(按貸款人與借款人區分)、盈餘與獲利、流動性及市場風險等5類，顯示存款機構經營狀況仍為IMF金融穩定分析之主軸。

⁷⁸ Financial Soundness Indicators (FSIs)—Concepts and Definitions 請參閱
<http://fsi.imf.org/misc/FSI%20Concepts%20and%20Definitions.pdf>

貳、章節安排與研究限制

第一章介紹研究背景及動機目的，再由文獻探討及理論分析去探討金融危機定義、金融安全定義及金融危機成因。由於金融安全與金融制度相關性高，第二章將主軸圍繞在俄羅斯金融制度、銀行制度變遷及俄羅斯金融市場概況，觀察從蘇聯戈巴契夫時代至俄羅斯普丁時代的制度轉變，最後輔以俄羅斯主權財富基金的發展，顯示俄羅斯的外匯存底增加及擴展國家安全戰略的意圖。

第三章將了解 1998 年俄羅斯金融危機與 2007 年美國次貸危機，主軸討論成因與對俄羅斯經濟帶來之影響、俄羅斯政府當局採取之措施。俄羅斯為轉型經濟體且為開發中國家，具尚未成熟的銀行體系，在金融安全政策上除了頒布《俄聯邦中央銀行法》、《銀行活動法》，風險控制上也有監管當局透過報表資料分析，以評判銀行資本適足率及內部控制程序，在證券市場監管上有《俄羅斯聯邦證券市場法》、《投資基金法》及同業協會做自律監管，俄羅斯並且參考已開發國家的存款保險制度，在 2004 年推行存款保險制度，順利的在 2005 年銀行信任危機爆發之後，穩定俄羅斯金融體系。

第四章介紹金融健全指標，金融健全指標是一組包含金融機構、金融市場、不動產市場、企業與家計部門等相關指標，目的在監控金融體系之整體風險及其脆弱程度。本章節首先對金融健全指標背景做介紹，再觀察全球各國的使用狀況，最後詳述每一金融健全指標的意義與相互關係，並將金磚四國的檢測數據作比較。

本論文第五章的主軸從俄羅斯現行的金融制度及金融監管的角度出發，配合金融健全指標檢測數據，與金磚四國的其他國家做比較，期望能對俄羅斯當前的金融安全狀況做出分析整理。

研究俄羅斯金融安全時，容易面臨以下限制，一為俄羅斯是轉型經濟體且為開發中國家，大多金融安全指標探討的皆從已開發國家角度出發；二為俄羅斯的銀行體系不像歐美等已開發國家發展成熟，過去更有金融寡頭足以左右市場，這是西方國家前所未見的現象；三為國際貨幣基金(IMF)提供之金融健全指標(FSIs)不夠完整，雖然參與此計畫的國家甚多，但在資料蒐集上由於涉及一國之戰略產業，故資料蒐集上可能遭遇困難使之遺漏，影響本研究之完整性。

第二章 俄羅斯金融制度與市場

第一節 金融制度研究

俄羅斯的金融體系有別於歐洲等已開發國家的模式，本節將從全球現有的金融制度開始介紹，再提及俄羅斯金融制度與銀行變遷，並觀察俄羅斯股票市場及主權財富基金。上述的俄羅斯獨特金融狀況，不論間接或直接皆會影響金融安全，所以重要性不可忽視。

壹、俄羅斯金融制度

一、制度與制度變遷

制度(institutions)，有別於社會主義、資本主義制度中的大制度(regime)，或組織內部的規章制度(rules and regulations)中的小制度⁷⁹。制度是一個動態過程，隨著經濟發展，群體中依賴性提高也牽動著制度的改變。在非市場經濟時代，制度主要如禁忌、道德、習俗與宗教信仰等，而關乎政治與經濟行為的正規規則在當時只是位居次要地位；但在市場經濟時代，制度如法律和產權變更，顯得愈來愈重要和突出，人們的合作與競爭關係更依賴非人格化的成文法典來規範⁸⁰。

在經濟發展史上，制度變遷能否成功取決於兩個因素的共同制約：一是複雜的、訊息不完全的市場；二是制度在社會生活中的報酬遞增⁸¹。訊息不完全的市場乃是制度的初始設計，會因為複雜且多變的市場，及人們的主觀意志和個人偏好所影響，便無法掌握完全訊息；而制度帶給人們的報酬遞增會產生良性循環，產生路徑依賴軌跡。

對於轉型經濟體而言，制度變遷必須在相對較短的時間內完成，因此它們不可能像成熟市場經濟中的制度變遷一樣，在相對長的時間內慢慢演進⁸²。轉型經濟體最為熟知的俄羅斯及中國，恰好為兩種不同路徑的代表。經濟轉型的兩種路徑為激進式轉型⁸³(big-bang)及漸進式轉型⁸⁴(gradualism)，前者代表國家為俄羅斯，

⁷⁹ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁1。

⁸⁰ 同註⁷⁹，頁3。

⁸¹ 同註⁷⁹，頁8。

⁸² 劉軍梅，「俄羅斯金融制度的變遷」，**復旦學報**(上海)，第2期(2003年)，頁1。

⁸³ 激進式改革又稱為休克療法或俄羅斯道路，指在較短時間內按改革藍圖，推翻原有制度重新盡力自由市場制度的改革，是從社會主義快速進行私有化與市場化的改革。俄羅斯政府於1999年8月制定「500天計畫」，希望能夠以最快的速度建立市場經濟體制。

⁸⁴ 漸進式改革又稱中國式道路，是在工業化和社會主義制度的基礎上進行市場化改革，強調利用已有的組織資源完成改革，在基本不觸動既得利益格局的前提下實行改革，私有化和市場化的改革是漸進的，而非同步進行。中國政府於1978年實行漸進式改革，緩慢的改革模式使舊有和新制的經濟體制並存時間拉長，避免了社會動盪和衝突，改革阻力比較小。

後者為中國。

二、俄羅斯金融制度

所謂金融制度，就是指有關金融交易的全部制度安排或規則的集合，透過這些規則和制度安排，制約支配和影響金融交易特定的經濟模式與經濟關係，並構成金融發展與演進的軌跡和方式⁸⁵。金融制度是金融交易的一種形式，由法律、規章制度與貨幣政策來規範；金融制度本身不是獨立存在，包含了金融機構以及監管機構；金融制度發揮其約束機制，保障參與金融交易的成員。任何一個金融制度，參與者可分為五類，這些參與者分別為：金融中介機構、金融監管機構、資金有餘的人或部門、資金短缺的人或部門及金融市場(圖 2-1)。

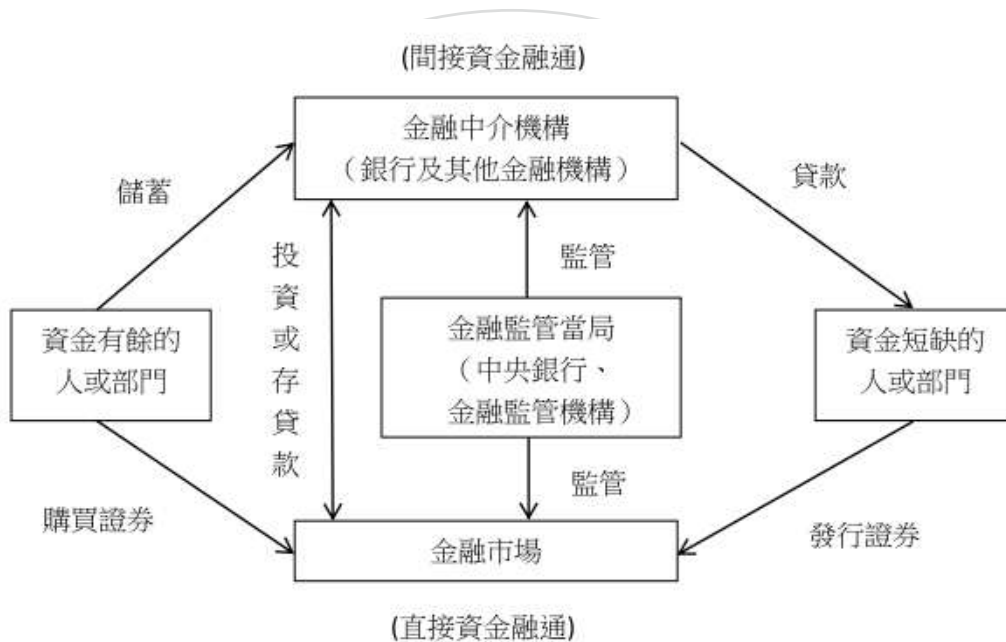


圖 2-1 金融制度的參與者(或組成者)關係圖

資料來源：胡炳志，「中國金融制度重構研究」，(上海：人民出版社)，2003 年，頁 44~45。

在轉型經濟⁸⁶國家轉型初期，學者對金融制度變遷的路徑選擇有爭議，現實中，轉型經濟國家選擇金融體系設計的標準分為兩種，即以英、美為典型的金融市場主導型⁸⁷(資本市場主導型)金融體系和以德、日、法為代表的金融中介主導

⁸⁵ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 22。

⁸⁶ 轉型經濟是主要運用制度經濟學中關於制度變遷和創新的理論研究制度的功能和替代，其要義有三：第一，它是指 20 世紀末社會主義國家的經濟改革運動。第二，制度結構作為經濟轉型的因變量，意味著從舊的制度結構過渡到一個新的制度結構。第三，經濟轉型啟動以後，各國努力推動制度結構調整，爭取儘快為經濟增長提供一個高效率的均衡制度安排。就整個經濟轉型過程本身而言，制度調整只是手段，追求實質經濟快速增長才是經濟轉型目的。

⁸⁷ 即以市場為中心的金融體系，特點是以直接金融為主要依靠，且將社會儲蓄轉化為投資。

型⁸⁸(銀行主導型)金融體系⁸⁹。

在俄羅斯金融制度變遷過程中，政府扮演十分重要的角色，20世紀50年代以來，赫魯雪夫⁹⁰實行「工業與建築業大改組」、布里茲涅夫⁹¹「完善計畫指標體系改革」都最後以失敗告終⁹²。直到1985年4月戈巴契夫⁹³提出「加速國家社會經濟發展戰略」後，隨即通過了銀行體制改革決議，此決議主要意涵在於計畫經濟增長速度的進步，主張建立完善的經濟體制和管理系統，加強紀律與制度化的施行，提倡擴大企業及聯合體的權力，部分小型合作社和家庭企業的合法化。葉爾欽⁹⁴實行了激進式改革道路，又稱為休克療法改革⁹⁵。所謂激進包括兩方面：目標為建立自由市場經濟、採取一步到位的方式實現過渡時期。在這樣的經濟改革背景下，金融制度的變遷同樣也採取激進的方式啟動，單就金融制度變革而言，以資本主義國家的金融安排為標準，實施銀行的產權所有制改革、二級銀行體制、改善銀行與企業關係、興建資本市場、發展社會保險等等。

自普丁⁹⁶2000年上任俄羅斯總統以來，積極打擊金融寡頭⁹⁷(Financial Oligarch)，2003年俄羅斯中央銀行透過引進國際會計準則(IFRS)推出一個旨在改善金融監管質量的計畫，12月通過了「俄羅斯聯邦的個人銀行存款保險」法案。該法規定了法律、財務和組織框架，目前絕大部分銀行都參加存款保險制度⁹⁸。在2004年俄羅斯制定了「銀行部門2008年前發展戰略」，表示金融機構的設置和安排，在經濟轉型過程中都是極受重視⁹⁹。主要目的為增強銀行部門的穩定和

⁸⁸ 即以間接金融為主體，並發揮主導作用，直接金融則較不受重視。

⁸⁹ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁54。

⁹⁰ 蘇聯重要領導人，曾任蘇聯共產黨中央委員會第一書記、蘇聯部長會議主席(總理)等職務。

⁹¹ 蘇聯政治家，曾任蘇聯共產黨中央委員會第一書記，自動兼任國家元首和政府首腦，蘇聯最高蘇維埃主席團主席，和蘇聯國防委員會主席。

⁹² 劉敬遠、蘇琳，「淺析俄羅斯經濟轉型的歷史沿革及啟示」，**學理論**(哈爾濱市)，第27期(2010年)，頁1。

⁹³ 蘇聯政治家，曾擔任蘇聯共產黨中央委員總書記，蘇聯最高蘇維埃主席團主席和蘇聯國防委員會主席。在職期間政策導致了冷戰結束，為此他於1990年獲得諾貝爾和平獎，但他的改革政策也使得蘇聯解體。

⁹⁴ 俄羅斯前總統，曾歷任蘇共中央政治局委員、莫斯科市長、蘇聯俄羅斯聯邦最高蘇維埃主席、俄羅斯首任民選總統。

⁹⁵ 休克療法，本來是醫學上一種治療方式，是指用藥物或電流又使人休克，從而治療精神病的方法。爾後經濟學家用來指採取激進方式實現計畫經濟向市場經濟的過渡，所以休克療法又稱大爆炸的改革。激進式改革主要政策有：財政緊縮政策及貨幣緊縮政策並進、價格及貿易自由化、大規模推行私有化。而整體來說，激進式改革對俄羅斯帶來極大的經濟衰退，宣告失敗以終。

⁹⁶ 俄羅斯前總統，目前為統一俄羅斯黨主席及俄羅斯總理，就任期間俄羅斯在軍事與政治實力上均有相當的提升，但在民主議題上具有頗大爭議，是一位名副其實的鐵腕總統。

⁹⁷ 又稱金融工業集團，是政治權力與壟斷資本，即權力與金錢的高度結合。金融寡頭從尋求同盟、遊說政府官員、提供競選捐贈、利用公共輿論等間接的政治參與到直接入閣，將使得政府機構在政策取向和組織構成上與這些利益團體融為一體，形成一種狹隘的圈子，最終損害了國家整體的利益和廣大的公眾利益。

⁹⁸ 「History」，The Central Bank of Russian Federation
http://www.cbr.ru/eng/today/history/central_bank.asp

⁹⁹ 同註⁸⁹，頁55。

效率，銀行主要部門的發展目標如下：(1)增加保護銀行中存款人的利益和其他債權人；(2)累積家庭及企業部門貸款和投資的成效；(3)提高俄羅斯信貸機構的競爭力；(4)防止信貸機構的不正當商業行為及非法活動，特別是資助恐怖主義和洗錢；(5)確保信貸機構的透明度；(6)建立投資者、債權人和儲戶在銀行部門信心¹⁰⁰。

自 2000 年以來，俄羅斯銀行數目不斷增加，到 2009 年底，銀行數目已經達到 1,058 家，其中只有 50 至 70 家銀行能發揮重要功能，其餘的 1,000 家左右則是非常小型規模，同時只有前 20 大銀行，在除了莫斯科外的國內其他區域設有分行¹⁰¹。由此可見，這樣快速擴張銀行成立的速度，雖然是落實了當政的政策，卻沒有發揮實質效益，更無法和國外的金融制度相比。這樣支離破碎的銀行區塊，對金融監管是種障礙，更讓民眾對銀行網絡缺乏信心。自普丁上任近十年來，俄羅斯金融制度造成銀行數量急遽增加，俄羅斯金融體系外債自 2006 年的 50 萬美元成長至 2008 年的 200 萬，金融中介體系快速成長和外債迅速增加的現象，反映出銀行體系是對外資非常開放，也相當依賴外國金融體系(圖 2-2)，這同時顯示了一旦外國金融體系出現動盪，俄羅斯國內大部分的銀行將會受到衝擊，這樣的金融制度對俄羅斯金融安全是一大隱憂。俄羅斯中央銀行表示至 2015 年，俄羅斯政府將先重視，國際金融市場中俄羅斯銀行業的定位¹⁰²。

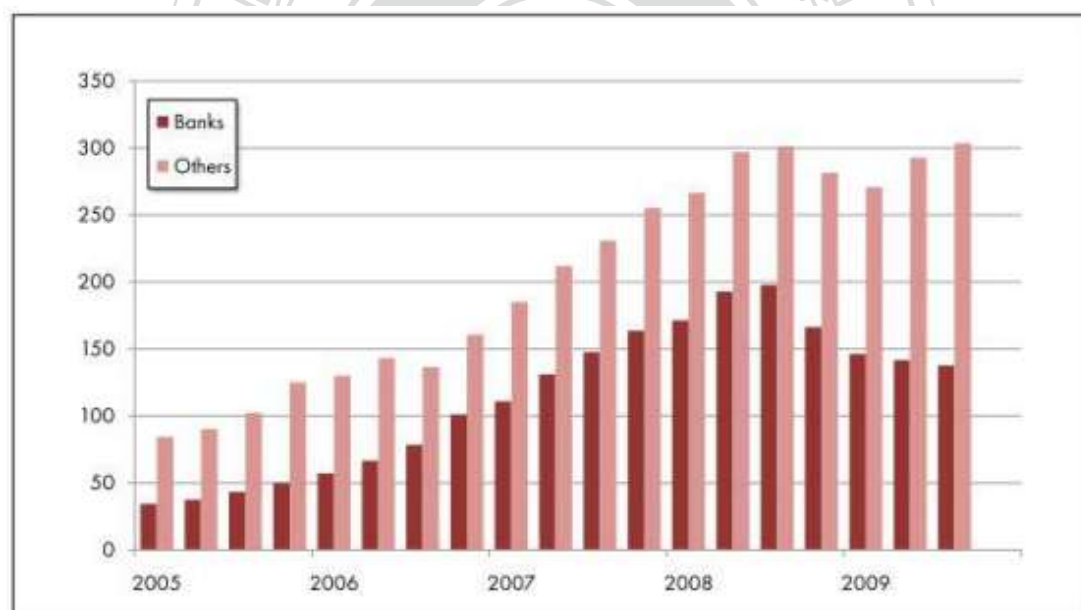


圖 2-2 俄羅斯私人部門(銀行/其他)的外債(美元)

資料來源：Central bank of Russia

¹⁰⁰ 「History」, The Central Bank of Russian Federation, http://www.cbr.ru/eng/today/history/central_bank.asp

¹⁰¹ Laura Solanko and Zuzana Fungacova, Helsinki, "The Russian Banking Industry after the 2008-2009 Financial Crisis-What Next?", Russian analytical digest, No.74(2001), p.2

¹⁰² 同註¹⁰⁰

貳、俄羅斯銀行制度與變遷

俄羅斯銀行制度從沙俄時期創立國家銀行，直到 1917 年十月革命後，列寧徹底施行了單一銀行體制，國家銀行的主要任務便包含了建立信用制度，及集中貨幣交割。1988 年戈巴契夫進行金融體制改革後，廢除了單一銀行體制，改採二級銀行體制，分為中央銀行及商業銀行兩大主體。

一、沙俄時期銀行體系

早在沙俄時期，俄羅斯的銀行體系，受到資本主義影響已經明顯。1860 年沙俄設立了國家銀行，1864 年成立了第一家股份制銀行—彼得堡商業銀行，同年又創立了幾家相互信用公司、相互信用土地銀行、貸款儲蓄合作社等。到 1914 年第一次世界大戰前，已經形成了初步的資本借貸市場，合計本土銀行中具代表性的股份制商業銀行有 47 家，分行共 743 家，相互信用公司和城市銀行共 1500 家，主要提供中小企業及資產階級融資；外資銀行更有里昂信貸銀行和花旗銀行在沙俄設時期立分行¹⁰³，主要貸款給俄羅斯政府建設鐵路等建案。

二、前蘇聯時期銀行體系：單一銀行制度

1917 年十月革命後，蘇維埃政權開始根據馬克思理論發展自己的金融和銀行體系，進行信貸改革，認為在國家計畫指導下的國民經濟一切部門都該消除資本主義，市場上的私人銀行、股份制銀行沒有存在的必要，取而代之的只能是由國家所有、嚴格受中央計劃控制的大銀行¹⁰⁴。列寧首先將銀行國有化，認為大銀行是實現社會主義的根本，形成蘇聯「單一銀行體制」或「一級銀行制度」，必須將信貸集中在國家手裡，將生產資料從私有轉至公有。

1921 年 10 月，人民委員會頒布成立俄羅斯聯邦國家銀行的法令，這就是當代「國家銀行」(Gosbank)的開始，總行設在莫斯科。單一銀行體制的主體是以國家銀行為中心¹⁰⁵，國家銀行主要任務，其一為建立信用制度，發展工商業；其二為集中貨幣交割，並採取一切必要措施，建立有效幣制。蘇聯銀行對於銀行調整的方針，是把短期信用和長期信用兩系統區分，所有短期信用的業務，一律歸國家銀行經營，至於長期信用業務，則劃歸各專業銀行¹⁰⁶(圖 2-3)。

¹⁰³ 劉雪松，「俄羅斯銀行體制改革分析與啟示」，對外經濟貿易大學在職碩士論文(2003 年)，頁 9。

¹⁰⁴ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究** (北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 128。

¹⁰⁵ 同註¹⁰⁴，頁 129。

¹⁰⁶ 陳齊，「俄羅斯中央銀行獨立性之研究」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文(2001 年)，頁 34。

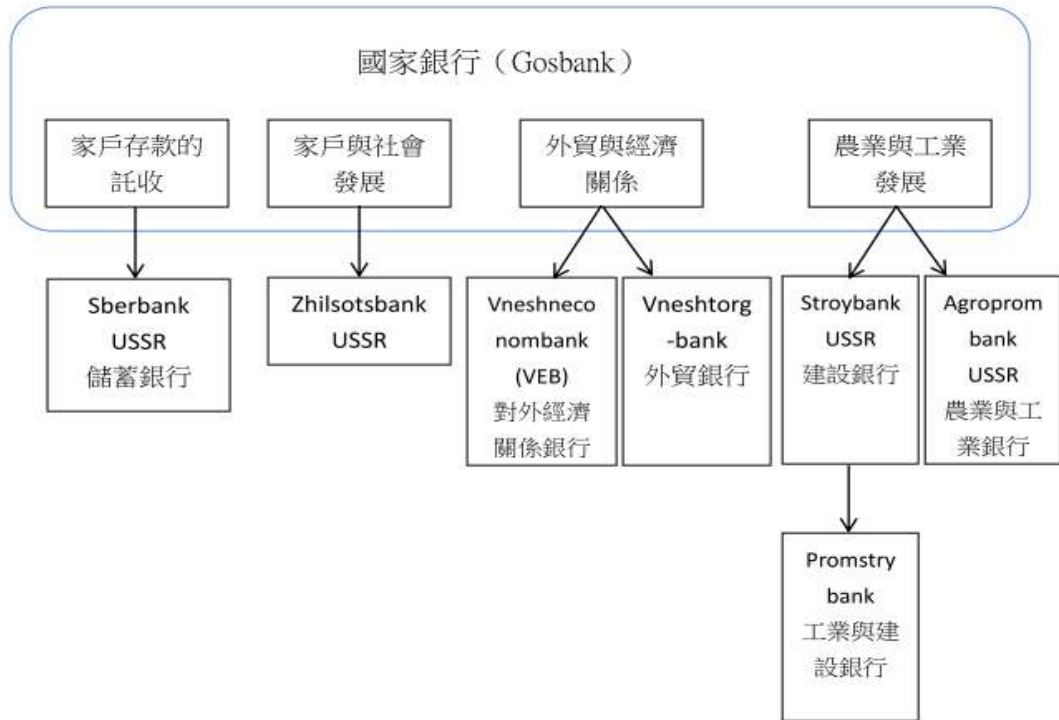


圖 2-3 國家銀行結構圖

資料來源: Svetlana Corda-Stanley and Damien Synnott, *Banking in Russia*, (Financial Times Management Reports, London, 1996), p.43

(一)短期信用機構—國家銀行¹⁰⁷(Gosbank)

國家銀行在蘇聯時期，代表中央銀行地位，除了經營一般國家中央銀行業務如代理國庫、獨佔發行、管制金融外，另有幾項特殊任務：一是全國唯一供應短期信用和收受活期存款的金融機構；二是面對各機構間的交易借貸，盡量利用國家銀行支票與轉帳劃撥，極力避免使用現金；三是制定總金融計畫；四是管制企業生產進行；五是為金融行政主管機關最高金融業務機構。

在 1936 年以前，國家銀行隸屬於財政部，行長為尼古拉·亞歷山大德羅維奇·布爾加寧¹⁰⁸，當時蘇聯憲法規定國家銀行必須出席部長會議，直到 1938 年，國家銀行不再隸屬於財政部才廢除此項規定。直到 1947 年國家銀行再度成為財政部的單位，但喪失了出席部長會議的資格，其最高首長為理事會主席，地位較其他財政金融機構的次長略高。國家銀行設有委員會和理事會，以人民委員會主席約瑟夫·維薩里奧諾維奇·史達林¹⁰⁹為委員會主席，理事會含理事 7 人，由委

¹⁰⁷ 陳齊，「俄羅斯中央銀行獨立性之研究」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文(2001 年)，頁 35~36。

¹⁰⁸ 蘇聯政治家，曾任蘇聯人民委員會副主席，兼任蘇聯國家銀行行長。史達林逝世後，布爾加寧在蘇共內部奪權爭中支持赫魯雪夫，在 1955 年任蘇聯部長會議主席，同年被授予社會主義勞動英雄稱號，長期是赫魯雪夫的政治盟友，直到 1958 年，由於懷疑赫魯雪夫的自由化政策而被迫引退。

¹⁰⁹ 史達林為國際共產運動活動家，曾任蘇聯共產黨中央委員會總書記、蘇聯部長會議主席、人

員會提經人民財政委員會任命，理事會主席為全行首長，由財政部次長兼任。

中央行政組織之下，設有總行，總行內有發行部、業務部和計畫部，總行之下則有管轄行、分行、代理處。業務則依據總金融計畫，供應全國各經濟機構所需信用、收受活期存款、發行鈔票、代理國庫收支、買賣政府公債和保管金銀外幣等。

(二)長期信用機構—專業銀行¹¹⁰

蘇聯時期專業銀行共四家，以工業為對象的「工業銀行」、以農業對象的「農業銀行」、以貿易為對象的「貿易銀行」及以城市建設和房屋建築為對象的「建設銀行」。

(三)國家勞工儲蓄銀行

儲金局下的儲蓄銀行，主要吸收居民現金用於國家經濟建設¹¹¹，是蘇聯時期吸收人民存款的唯一金融機構，但因蘇聯境內禁絕私有財產制，所以儲蓄的累積也是有限的，此外，儲蓄銀行的資金全部投資於政府所發行的債券，不直接與產業結合。

綜觀單一銀行制度，取決於高度集中的財政信貸管理體制，包括管理國有企業資金的財政信貸、取消商業信用規定企業只能從國家銀行的分行取得信貸、取消多種結算方式及流通工具，實行指令性計畫的固定結算方式、嚴格的現金管理；即各類金融機構的集中統一、各種金融業務的集中統一、銀行內部上下級間的集中統一，成為名副其實的單一銀行體制¹¹²。

單一銀行制度的優點在於，前蘇聯對付帝國主義國家的侵略透過高度集中的銀行體制，集中國家的財力與物力，避免資金分散和消費性使用，優先發展了重工業，建立了強大的工業體系。但就往後的改革路程來觀察，單一銀行制度帶來的缺點也不少，主要如下三點。

1. 銀行業由國家壟斷，高度集中於國家銀行。前蘇聯時期的商業銀行作用並不突出，在新經濟政策¹¹³時期，前蘇聯曾經有過合作社銀行、私營銀行、國家資本主義性質的銀行和外資銀行，到 20 世紀 30 年代前後，這些銀行先後被撤銷或轉化

民委員會主席，並推動農業集體化政策，導致嚴重飢荒，曾以計畫經濟方式實施大規模工業化，使蘇聯成為重工業和軍事大國，對二十世紀的蘇聯和世界產生深遠影響。

¹¹⁰ 陳齊，「俄羅斯中央銀行獨立性之研究」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文(2001 年)，頁 37。

¹¹¹ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 129。

¹¹² 劉雪松，「俄羅斯銀行體制改革分析與啟示」，對外經濟貿易大學在職碩士論文(2003 年)，頁 10。

¹¹³ 1921 年前蘇聯國內戰爭結束後，為盡快恢復經濟，根據列寧的提議俄共「十大」通過了從戰時共產主義政策到實施新經濟政策。主要內容包括：以糧倉稅代替餘糧征集制、允許商品自由貿易、允許農民出租土地和雇工、允許私人佔有中小企業、推行經濟核算制度等。

為國家銀行。銀行業實行嚴格的垂直領導，各級銀行服從上級銀行的領導，由於這種壟斷和集中管理，這時銀行業務規模上，20世紀70年代末前蘇聯國家銀行的資產規模已經超過當時世界最大的7家商業銀行，即美洲銀行、花旗銀行、曼哈頓銀行、德意志銀行、里昂信貸銀行、日本第一勸業銀行和英國巴克萊銀行¹¹⁴，顯示這時期的銀行只是國家實行政治計畫的工具，並非實質意義上的銀行。

2. 中央銀行缺乏獨立性，職能及地位不明確。在單一銀行體制下，前蘇聯國家銀行是中央銀行，但與西方國家中央銀行不同，職能包括了西方國家中央銀行職能，又包括了商業銀行職能，既管貨幣政策、貨幣發行，又管銀行存匯業務¹¹⁵，且缺乏法律依據，中央銀行的業務均根據經濟發展的階段性需要，依靠行政法規來調節。

3. 銀行效率低落，缺乏商業信用基礎。蘇聯時期銀行不自負盈虧，銀行沒有盈利的任務和目標，金融業務單一，利率長期固定不變，造成信貸資金投資效率逐年下降¹¹⁶。

三、金融自由化後金融體系：二級銀行體系

蘇聯在1988年的金融體制改革中，廢除了沿用幾十年的單一銀行制度，對國家銀行進行改組，1990年頒布《俄羅斯聯邦中央銀行法》及《銀行及銀行活動法》，是蘇聯全面向市場經濟轉變過程中的一部重要金融立法，法律上明確地區分中央銀行和商業銀行的職能。俄羅斯銀行體制的改革目標是建立以中央銀行為領導，商業銀行為主體，多種金融機構並存的體系，中央銀行直接對議會負責，而商業銀行受中央銀行的監督管理，從而使整個金融系統能保持一種相對獨立的地位。《俄羅斯聯邦中央銀行法》及《銀行及銀行活動法》中規定所有銀行都必須改建成股份制商業銀行，其股東不得少於3家，銀行的股東可以是法人或自然人¹¹⁷。

國家銀行一直到戈巴契夫進行金融改革，才成為二級制銀行的第一級——中央銀行，但名稱還是國家銀行，一直到1990年，才根據1990年的中央銀行法，預備更名為俄羅斯中央銀行¹¹⁸，中央銀行的職能主要有二，一是維持國內商品和勞務價格的穩定，二是維持盧布匯率穩定。中央銀行的特徵是具有獨立性，獨立於政府，能自主的制定和執行貨幣政策；獨立於財政，確保幣值穩定；獨立於商業銀行，不能直接經營一般商業銀行業務¹¹⁹。對俄羅斯而言，中央銀行真實的職

¹¹⁴ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁130。

¹¹⁵ 婁芳，「談俄羅斯金融改革中的銀行體系」，**東歐中亞研究**(北京)，總第2期(1999年)，頁1。

¹¹⁶ 同註¹¹⁴，頁131。

¹¹⁷ 徐向梅，「俄羅斯國有銀行：優勢地位、私有化及啟示」，**廣東金融學院學報**，第22卷第3期(2007年)，頁1。

¹¹⁸ 陳齊，「俄羅斯中央銀行獨立性之研究」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文(2001年)，頁37。

¹¹⁹ 同註¹¹⁴，頁130。

能，開始運作於二級銀行體系建立以降，也就是說缺少了二級銀行體制的劃分，俄羅斯中央銀行的地位和作用將無法展現。

在二級銀行體系中的第二級—商業銀行和非銀行金融信貸機構。俄羅斯商業銀行主要分為股份制和合夥制，大部分是由原來的國家專業銀行改造成，不但可以從事傳統的商業銀行業務，而且可以從事證券承銷、代理、投資等業務；非銀行金融信貸機構根據 1990 年《銀行和銀行活動法》，是指具有從事銀行業務許可的其他信貸組織，主要是保險公司、投資及退休養老基金產業等。截至 2003 年，在中央銀行登記註冊正在運行的信貸機構為 1332 家，其中商業銀行為 1812 家，非銀行信貸機構為 49 家，一般信貸機構等同於商業銀行¹²⁰。

俄羅斯中央銀行是由國家銀行轉變而來的，俄羅斯憲法規定俄羅斯中央銀行獨立於其他權力機構，在行政隸屬上不歸政府管理也不隸屬於議會，但在實際上中央銀行仍然還是隸屬於政府的執行機構，直接對俄羅斯議會下院(國家杜馬)負責，每年要向杜馬提供年度報告和審計報告，並有義務根據杜馬的要求舉行定期聽證會，這樣的大財政小銀行格局，表示中央銀行仍然不能履行獨立性。1995 年，俄羅斯重新通過新的《俄羅斯中央銀行法》，重新確定了中央銀行的法定地位，並明確規定了中央銀行的獨立地位，並定位俄羅斯中央銀行為獨立法人，不承擔國家債務，國家也不承擔央行債務¹²¹。

¹²⁰ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 135。

¹²¹ 徐向梅，「俄羅斯國有銀行：優勢地位、私有化及啟示」，**廣東金融學院學報**，第 22 卷第 3 期(2007 年)，頁 35。

第二節 金融市場研究

金融市場中的貨幣市場、證券市場及外匯市場穩定運作是保障金融體系發揮信用和職能的基礎。俄羅斯金融市場起步較晚，在 1991 年前，俄羅斯並沒有建立完整的金融市場，金融市場真正發展，是 1991 年發放私有化憑證以及隨之進行公司股票交易之後。1992 年俄羅斯開始向市場經濟過渡，形成了中央銀行為領導、商業銀行為主體、多種金融機構並存的金融體系。俄羅斯在經濟轉型的過程中，面臨政治危機、經濟危機和金融危機，使得金融體制改革無法達到預期目標，一直到俄羅斯金融體系步入規範，隨著經濟的復甦，金融市場才一起邁向穩健成長的道路。

壹、俄羅斯金融市場

一、俄羅斯貨幣市場

貨幣市場又稱短期資金市場，即從事 1 年以內短期貨幣資金流通的市場，包括銀行間隔夜拆款利率、銀行短期借貸市場、商業票據貼現和短期證券市場。貨幣市場主要功能是為金融機構和一些非金融機構調度資金，增加交易流動性。貨幣市場主要參與者是中央銀行、商業銀行和非銀行金融機構，因此，貨幣市場的效率與金融體系資金的流動平衡相關，而不涉及資金的最終使用效果。

(一)銀行短期信貸市場—銀行間隔夜拆款利率

銀行間隔夜拆款利率最早出現美國，形成的根本原因在於法定存款準備金制度的實施。按照美國 1913 年通過的《聯邦儲蓄法》規定，加入聯邦儲蓄銀行的會員銀行，必須按照一定比率向聯邦儲蓄銀行繳納法定存款準備金¹²²。在經過經濟大蕭條後，各國相繼引入法定存款準備金制度，作為控制信用規模的手段，隨之銀行間隔夜拆款利率也廣泛發展，中央銀行監測市場的主要指標之一就是銀行間隔夜拆款利率。

隔夜拆款是指，具有法人資格的金融機構及經法人授權的非法人金融機構分支機構間，進行短期資金融通的行為，目的在調劑臨時性資金餘缺。銀行間隔夜拆款的借貸無須擔保品，期限最短 1 日(日拆)，最長 1 年，多為日拆或 3 個月；利率取決於市場供需狀況，一般低於國內客戶的優惠放款利率。俄羅斯最有代表性的銀行間拆款利率有 3 種：莫斯科最大銀行每日平均存款利率、莫斯科最大銀

¹²² 高曉慧、陳柳欽，*俄羅斯金融制度研究*(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 220。

行每日平均貸款利率和實際交易平均加權貸款利率¹²³。

俄羅斯儲蓄銀行在1994~1995年初向俄羅斯銀行間拆借市場投注大筆資金，導致市場交易量上升，但隨著國債市場繁榮，儲蓄銀行開始逐漸從銀行間拆借市場撤離資金，轉而投向國債市場。1995年8月份，資金短缺使中大型銀行無法及時提供資金進行結算，危機從此爆發，導致150家銀行無法履行信貸資金責任，信貸資金規模減少了5%，隔夜拆借市場年利率到200%~1000%。中央銀行於是介入銀行間隔夜拆借市場，在債券市場上買入1.6萬億的盧布短期國債，增加資金供應量，並向處於困境的銀行發放了總額為3000億盧布的貸款，以解決支付危機¹²⁴。

在1998年金融危機以前，銀行頻繁操作隔夜拆款市場，深層原因是當時債券市場和股票市場收益率高居不下，大量資金湧入債市和股市進行投機，因而形成了對短期資金的需求，銀行紛紛透過銀行間隔夜拆借以高利率或轉貸給其他經濟體，或自己進入股債市投機，在短期內謀取高收益。1998年俄羅斯金融危機發生，銀行體系受到重創，大量銀行破產倒閉，出現信用危機，以信用為基礎的銀行間拆款市場交易隨之下降，1998年莫斯科銀行間隔夜拆款市場上的平均加權隔夜拆借利率為50.6%(年利率)，比起1999年的15.3%、2000年的7.1%，明顯提高許多¹²⁵。

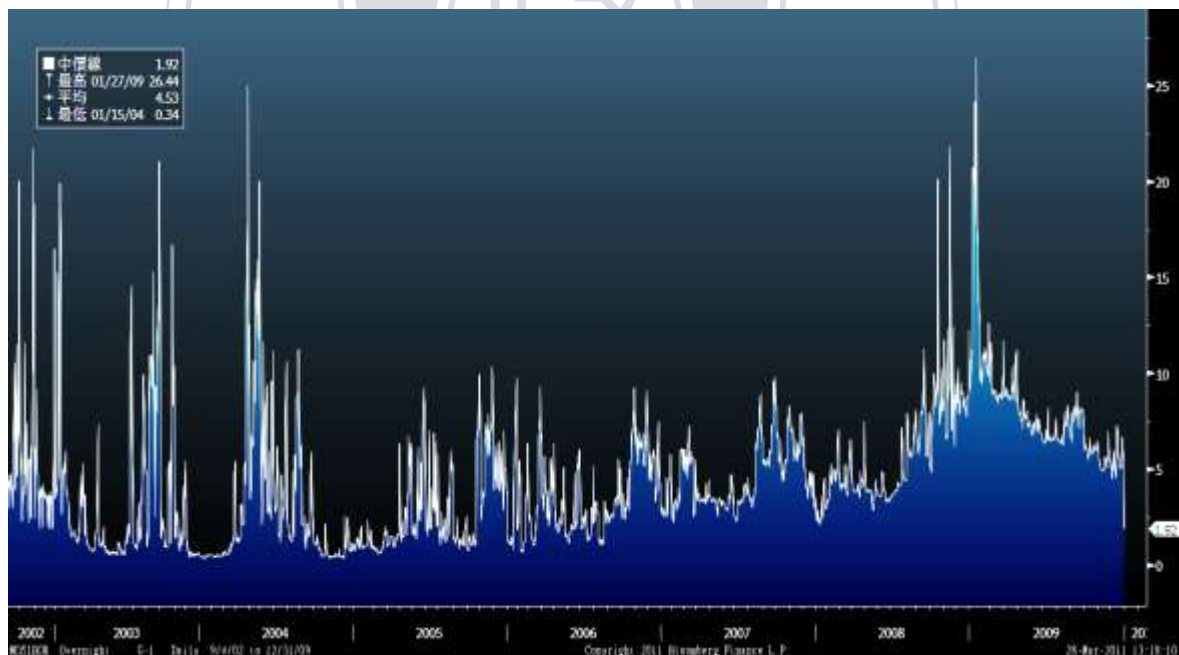


圖 2-4 2002 年至 2009 年間俄羅斯銀行間隔夜拆款利率

資料來源：Bloomberg, March, 2011

¹²³ 高曉慧、陳柳欽，*俄羅斯金融制度研究*(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁221。

¹²⁴ 同註¹²³，頁221。

¹²⁵ 同註¹²³，頁222。

從 2002 年到 2010 年間，平均隔夜拆款利率為 4.53%。在 2002 年俄羅斯銀行間隔夜拆款利率為 22.5%，2003 年為 22%，2004 年為 26%，這三年的隔夜拆款利率受到 2000 年網路泡沫的衝擊，隔夜拆款市場交易冷清；一直到 2008 年前，隔夜拆款市場利率下降為平均 4%，交易頻繁且熱絡，但 2008 年受到金融海嘯影響，隔夜拆款市場利率漲破過去 9 年新高，大幅升至 27%(圖 2-4)。

(二)短期票據市場

票據市場是指在商品交易和資金往來過程中，以匯票、本票和支票的發行、擔保、承兌及貼現來短期資金融通的市場。票據市場一方面有助於構建成熟的社會信用體系，規範企業短期融資行為，降低企業短期融資成本；另一方面，可以創造銀行和企業間的資本流動，準確反映出貨幣市場供需狀況。短期票據是由政府、國家金融公司及工商企業信用發行的有價證券和抵押借款憑證，在短期票據市場進行交易的短期票據有：短期商業票據、銀行承兌匯票、定期存款單和短期國庫券等。

1992 年經濟轉型後的俄羅斯，由於生產下降，政府採貨幣與財政政策緊縮，使得俄羅斯從中央到地方，都飽受缺乏資金之苦，這時候聯邦政府發行國庫券、國庫稅收豁免券、交通部票據，金融機構發行銀行票據、企業發行商業票據，聯邦和地方各級政府也發行自己的票據，改善企業籌資問題。

二、俄羅斯證券市場

俄羅斯證券市場的起源可以追溯到沙俄時期，1900 年首都聖彼得堡出現了第一個證券交易所—「聖彼得堡證券交易所」，十月革命後，因被取締而消失。1990 年俄羅斯聯邦政府通過了關於股份公司的有關規定，對股份公司發行的股票做了普通股和優先股的區別，1991 年通過了《關於有價證券及證券交易所的規定》，這是第一個有關證券市場比較正式的法規。1992 年在俄羅斯中央銀行有價證券業務處基礎上，成立了有價證券管理局，下轄國債發放服務、二級市場和結算 3 個處，在有價證券管理局基礎上建立了莫斯科跨銀行外匯交易所，建立交易、結算和儲存系統，並指定莫斯科地區的 26 家商業銀行為證券市場的官方經紀人。

隨著俄羅斯國有企業私有化進程，證券交易在交易所業務額中的比重迅速上升，從 1992 年的 3% 至 1993 年的 92%，1993 年莫斯科外匯交易所首次發行了短期債券，當年共發行短期債券 6500 億盧布，1994 年發行的短期債券高達 20.5 萬億盧布。1996 年到 1997 年是俄羅斯股票市場活躍發展時期，在一年內股票市值從 250 億美元增加到 1000 億美元，1997 年 10 月達到 1480 億美元。直到 1998 年金融危機，市值從 1400 億美元跌至 1999 年的 160 億美元¹²⁶。

¹²⁶ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 233~235。

2001 年，俄羅斯重新修訂了《股份公司法》，並通過了《投資基金法》，2003 年更簽署了《俄羅斯聯邦刑法典修改與補充法》，因為俄羅斯在 2003 年擺脫了 1998 年金融危機的陰影後，國民經濟連續 5 年保持快速成長，證券市場成長了 54%，超過西歐所有證券市場的成長速度¹²⁷。俄羅斯對有價證券市場法做了多次修改，目的除了完善發行機構的訊息揭露制度，另一方面降低證券市場參與者的風險，降低有價證券發行機構和集體投資制度的風險。

俄羅斯目前主要證券中心是莫斯科、聖彼得堡、葉卡捷琳堡和新西伯利亞等。證券市場有以下 5 個特色¹²⁸：

(一)大規模私有化形成俄羅斯股票市場具有典型的「內部人控制」現象。

俄羅斯股票市場在蘇聯末期開始萌芽，1992~1994 年俄羅斯國有企業股份制改造和大規模私有化的進行成為股票市場的推動力量。1994 年，有 32757 家國有企業完成股份制改制，股份公司股票發行額超過 37 萬億盧布，但是俄羅斯快速和大規模私有化形成了一種內部人控制¹²⁹的企業，這種企業在實際上屬於非上市企業，雖在全國範圍內外部所有權平均為 32%，但外部人只在 19.8%的企業中占有多數股權。後私有化時代，內部人所有權仍保持優勢地位，儘管在 1998~1999 年曾一度下降到 45%，但在 2003 年仍占到全部股份資產的一半左右為 53%。

(二)股票市場不是統一的系統。

1992 年莫斯科中央證券交易所成立後，陸續有幾百家股份制商品和證券交易所成立，一直到 1997 年聯邦證券委員會規定了最低法定資本要求 230 億美元，許多小的證券交易所就此合併或關閉，目前只有 11 家專門從事證券業務的交易所，其中最著名的是莫斯科銀行間外匯交易所(ММВБ/МІСЕХ)、俄羅斯交易系統(RTS)、莫斯科證券交易所(МФБ)。

(三)在股票市場中，交易活躍且成交額較大的股票非常少且集中。

俄羅斯證券市場流通近 220 家的上市櫃公司，主要發行普通股與優先股，而市場中 10 多家具有戰略意義的公司，資產份額佔據整個市場資金的 90%，這說明股票市場在俄羅斯的發展尚未成熟。

(四)股票市場壟斷性強，股票流動性低。

俄羅斯股票市場上，主要有兩種股票，一種是高流動性股票又稱藍籌股，如電力系統、天然氣公司、石油公司及儲蓄銀行，另一種是其他股票。而交易幾乎集中在前者的藍籌股，且多為投機交易，80%的流通交易是 2%的參與者完成的，僅有 10~15 家銀行和代理公司股票交易量，就佔交易所內交易量的 60%~80%。

¹²⁷ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 238。

¹²⁸ 同註¹²⁷，頁 254~259。

¹²⁹ 在許多經濟轉型體中，內部控制人的現象愈來愈明顯。內部人控制是指經理人員事實上或依法掌握了控制權，他們的利益在公司戰略決策中得到充分展現。

(五)股票市場主要參與者是外國投資者、國內商業銀行，非一般投資大眾。

自 1992 年俄羅斯經濟轉型以來，俄羅斯經濟情勢不樂觀及企業透明度低，造成一般投資大眾參與股票市場熱情不高，為了吸引投資，俄羅斯立法通過外資進入股票市場，使 1994 年至 1996 年期間外資掌握的股份不斷增大(表 2-1)。

表 2-1 俄羅斯私有化企業股份結構

股東	1994 年 4 月	1994 年 12 月	1995 年 6 月	1996 年 6 月
國內股東總計	62	60	56	56
工作人員	53	49	43	40
經理階層	9	11	13	16
外國股東總計	21	27	33	34
大股東	11	16	22	25
小股東	10	11	11	9
國家所有	17	11	11	10
總計	100	100	100	100

資料來源：過渡時期經濟問題研究所：《過渡時期經濟學》，莫斯科(1998)，頁 464。轉引自，高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 259。

貳、俄羅斯主權財富基金

自從 2007 年末，全球學界與政界都關注到主權財富基金的蓬勃發展，在次貸危機¹³⁰(Subprime Mortgages Crisis)發生後，許多新興市場的龐大資金積極注資已開發國家。

主權財富基金(Sovereign Wealth Fund)指由一些主權國家政府所擁有和主導、用於長期投資的金融資產或基金，一般由專門的政府管理，基金來源多來自於自然資源出口或外匯儲備盈餘¹³¹。同時，主權財富基金作為管理國家儲蓄基金角色，又為獨立市場主體，背負國家基於戰略投資利益的考量，是新型國家資本主義的表現。俄聯邦穩定基金(Stabilization Fund of the Russian Federation)是全球主權財富基金的一個案例，不同國家對主權財富基金的命名互異，分別根據國內的設立需求和資金來源稱之。

從普丁上任以來，面對國內過分依賴能源產業，造成荷蘭病¹³²(Dutch Disease)的現象做出了具體的行動，在 2004 年設立了俄聯邦穩定基金。設立俄聯邦穩定基金後不僅有效減少俄羅斯對能源產業過分依賴，也替俄羅斯國內財政帶來穩定的效果，並在 2008 年拆分為儲蓄基金(Reserve Fund)與國家福利基金(National Welfare Fund)，其中儲蓄基金承襲著過去的目的，在油價波動時按基準價格將資金控管至其中，對俄羅斯這個石油大國來說，顯著的穩定了政府財政目標。

一、主權財富基金

(一)主權財富基金的歷史

主權基金的發端因不同的時點切入而有所爭議，有一認為 1956 年基里巴斯¹³³行政當局設立過一只政府持有的收入均衡基金，用以管理鳥糞出口帶來的外匯收入，以期與後代分享前人留下的財富，其性質類似於當前主權財富基金，故認為是主權財富基金的濫觴¹³⁴；而另一則認為，1953 年科威特投資署的成立，才

¹³⁰ 次級房屋信貸危機，是一個目前還在進行中、由美國國內抵押貸款違約和法拍屋急遽增加所引發的金融危機。它對全球各地銀行與金融市場產生了重大的不良後果。次貸危機發源於 20 世紀末，以 2007 年 4 月美國第二大次級房貸公司新世紀金融公司破產事件為標誌，由房地產蔓延到信貸市場，進而演變成全球金融危機。

¹³¹ Sovereign Wealth Funds : Generally Accepted Principles and Practices, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, October 2008, pp.3~7.

¹³² 源於 1970 年代，荷蘭發現北海的石油與天然氣，靠著銷售天然資源快速地累積了外匯存底，天然資源體系部門欣欣向榮，幣值升值，其他出口產業難以與外國競爭，經濟體系的其他部門嚴重受創，天然資源通常雇用的員工不多，彌補不了其他出口損失，荷蘭失業人口大增，此一現象被稱為「荷蘭病」。

¹³³ 基里巴斯位於密克羅尼西亞，當時是英國殖民地，英國管理當局考慮到資源的不可再生，因此對出口的鳥糞徵收一種稅，並以此基礎建立了一筆預留基金。

¹³⁴ 李石凱，「全球經濟失衡與新興市場經濟體主權財富基金的崛起」，*國際金融研究*(北京)，總第 9 期(2008 年)，頁 31。

是拉開了現代意義上國家主權財富基金的序幕¹³⁵。總言之，可以推測出主權財富基金的開端約在 20 世紀的 50 年代，從此之後歷經三階段的發展。

(1)第一階段：20 世紀 70 年代，代表國家有阿布札比、科威特、沙烏地阿拉伯及新加坡，這時期的主權財富基金主要來自外匯儲蓄和貿易盈餘。由於石油開採權收歸國有和石油價格快速上漲，大量的石油美元流入海灣石油輸出國，形成龐大的外匯儲蓄，阿布札比、沙烏地阿拉伯、科威特和卡達等國家從石油出口所得中提出部分資金，設立了專門的石油美元經營管理機構—投資局，如阿布札比投資局、科威特投資局、沙烏地阿拉伯中央政府和地方政府；另一部份是貿易盈餘，如新加坡政府在 1974 年設立的淡馬錫控股和新加坡投資公司，其資金來源於多年貿易盈餘累積的外匯儲蓄¹³⁶。這是主權財富基金歷史上的第一次高潮，到目前為止，全球金融市場上最活耀的主權財富基金仍然是這一時期設立的。

(2)第二階段：20 世紀 90 年代，代表國家有挪威、馬來西亞、加拿大及伊朗。1990 年挪威政府石油基金的設立和 1998 年挪威銀行資產管理部(Norges Bank Investment Management，簡稱 NBIM)成立¹³⁷。以及馬來西亞政府利用貿易盈餘設立的國庫控股，加拿大政府利用石油收入設立的加拿大養老基金和伊朗政府利用石油收入設立的石油穩定基金，但這些基金當時在國際金融市場並沒有太大的作為，所以並沒有引起全球金融市場過大反應。

(3)第三階段：進入 21 世紀的高速發展階段，設立主權財富基金的國家快速增加，代表國家有俄羅斯、哈薩克、澳洲、韓國及中國。隨著石油價格上漲，第三階段設立財富基金的規模美元以上，如 2004 年俄羅斯聯邦穩定基金、哈薩克的國家基金和澳洲政府設立的未來基金，2005 年韓國政府設立的韓國投資公司，2007 中國政府設立的中國投資公司¹³⁸。

(二)主權財富基金的定義

政府主導了主權財富基金管理資產的方式，以實現財政目標，並採用一組投資戰略，包括投資於國外金融資產。主權財富基金的資產通常建立了國際收支的平衡盈餘¹³⁹。國際貨幣組織(IMF)將主權財富基金因不同目標形成不同形式的組織區分如下，總計有五種類型：(1)穩定基金。主要目的是隔離預算和經濟受到商品(通常是石油)的價格波動；(2)為後代儲備資金。其目的是將不可再生資產轉化為更多樣化的投資組合的資產和減輕荷蘭病的影響；(3)儲備投資公司；(4)發展

¹³⁵ 關雪凌、劉西，「全球主權財富基金：現狀、原因與影響」，*中國人民大學學報*(北京)，總第 5 期(2008 年)，頁 73-75。

¹³⁶ 李石凱，「全球經濟失衡與新興市場經濟體主權財富基金的崛起」，*國際金融研究*(北京)，總第 9 期(2008 年)，頁 31。

¹³⁷ 同註¹³⁵，頁 74-76。

¹³⁸ 同註¹³⁶，頁 32。

¹³⁹ 「Sovereign Wealth Funds 2010」，IFSL Research, p.2
<http://www.lesechos.fr/medias/2010/0304/300414062.pdf>

基金。通常利用基金幫忙促進產業政策，可能會提高一個國家的潛在產出增長；(5) 養老儲備基金，提供個人養老金以外的捐款來源¹⁴⁰。主權財富基金的目的可能有多個，並隨時間變化因時制宜有所改變。例如，俄聯邦穩定基金的目標已經從初期穩定財政，漸漸演變成儲蓄和投資的雙重目標。

主權財富資金來源於兩者，其一為商品，其二為非商品。商品指透過商品出口，其徵稅繳予政府之金額；非商品指透過資產轉讓後的外匯儲備。這些資產包括：國際收支盈餘，外匯儲備中的收益私有化與財政盈餘、商品出口所得收益¹⁴¹。所以，主權財富基金的結構可以視為一個基金蓄水池(pool)，有盈餘則入帳反之有虧損則補之缺漏的功用。主權財富基金比起傳統的外匯儲備有較高風險承受能力，目的和傳統貨幣政策裡外匯儲備資產不同，和國有企業(SOEs；state-owned enterprise)中政府僱員養老基金亦不相同。

(三)主權財富基金發展現況

目前最大的主權財富基金是 1976 年成立的阿布札比投資局(A bu Dhabi Investment Authority)，總資產額達 627 億美元；其次是挪威在 1990 年設立的政府養老基金，總額達 556.8 億美元，然後依次是沙烏地阿拉伯、中國、香港、新加坡、科威特及俄羅斯(表 2-2)。

¹⁴⁰ 「Global Financial Stability Report」，IMF(2009),p.118

¹⁴¹ 「About Sovereign Wealth Funds」，SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/swf.php>

表 2-2 全球主權財富基金排名

排名	國家	基金名稱	資產(億美元)	創立時間	資金來源
1	阿布札比	阿布札比投資公司	\$627	1976	石油
2	挪威	政府養老基金	\$556.8	1990	石油
3	沙烏地阿拉伯	SAMA 外資控股	\$439.1	N/A	石油
4	中國	SAFE 投資公司	\$347.1	1997	非商品
5	中國	中國投資公司	\$332.4	2007	非商品
6	香港	香港貨幣投資組合	\$292.3	1993	非商品
7	新加坡	新加坡政府投資公司	\$247.5	1981	非商品
8	科威特	科威特投資公司	\$202.8	1953	石油
9	中國	國家社會安全基金	\$146.5	2000	非商品
10	新加坡	淡馬錫控股	\$145.3	1974	非商品
11	俄羅斯	俄聯邦主權財富基金	\$142.5	2004	石油

資料來源：SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

從 2007 年以來全球主權財富基金的全球總額穩健成長，在 4 年之中從 2007 年的 3130 億美元增長到 2011 年的 4256 億美元，平均每年以 9% 速度成長(圖 2-5)。

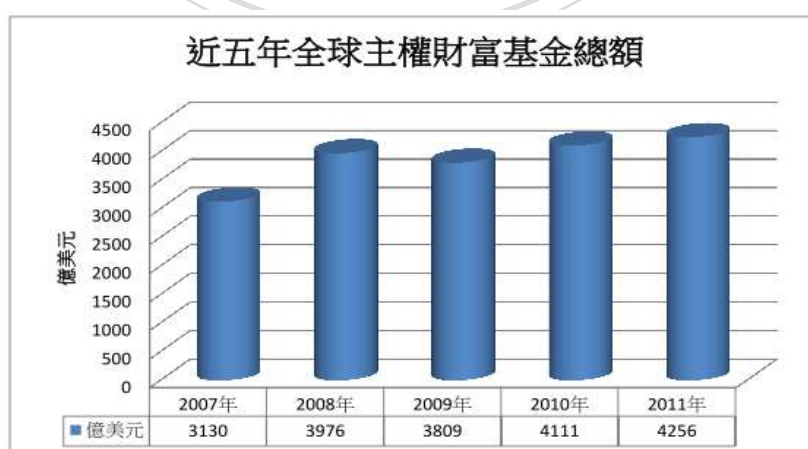


圖 2-5 全球主權財富基金總額

資料來源：參照 SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>，作者自行繪製。

全球主權財富基金的資金來源分配，主要為石油、天然氣和其他非資源性商品，其中石油天然氣及相關產業佔其 58% 為基金來源的大宗(圖 2-6)。從主權財富基金的區域來看，分布在亞洲地區佔 40% 為最多，其次是中東地區佔 35%，歐洲佔地區 17%，非洲地區佔 3%，其他地區佔 2%(圖 2-7)。

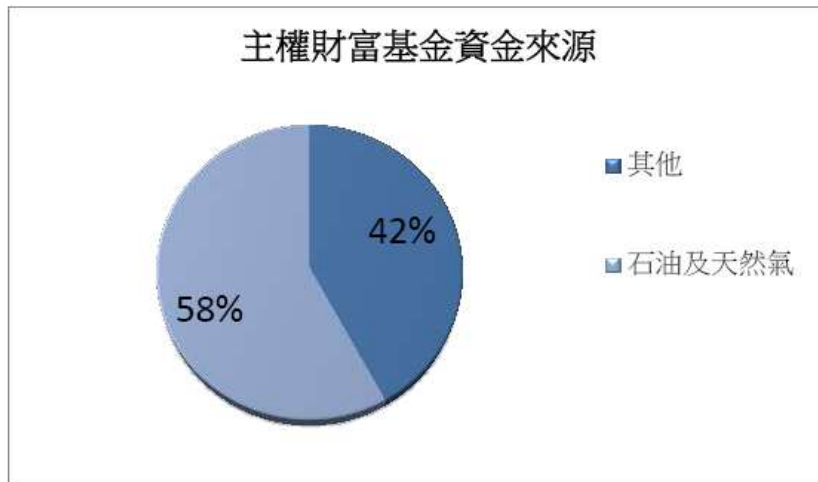


圖 2-6 主權財富基金來源

資料來源：參照 SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>，作者自行繪製。

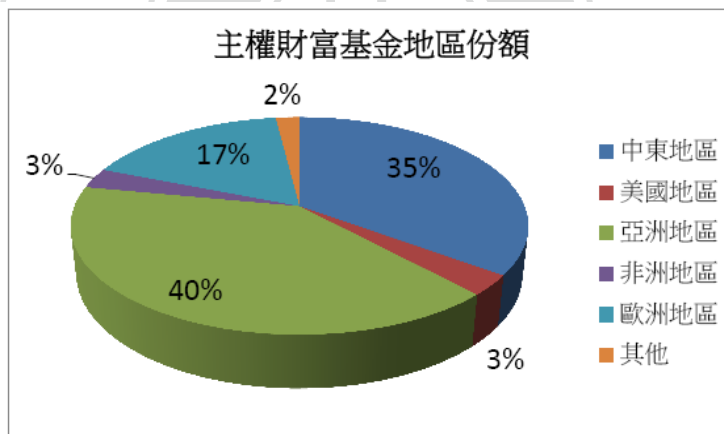


圖 2-7 主權財富基金地區份額

資料來源：參照 SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>，作者自行繪製。

受到 2007 年次貸風暴影響，主權財富基金投資在西方組織的 60 億美元遭遇了金融困境。許多由中東地區和亞洲國家的主權財富基金，投資在花旗集團、瑞士銀行、美林和摩根史坦利，總計約 80% 投資於外國市場(圖 2-8)。在短短的數月中，美國及歐洲證券市場崩跌，造成主權財富基金損失嚴重¹⁴²。

¹⁴² 「Sovereign Wealth Funds 2010」, IFSL Research, p.6
<http://www.lesechos.fr/medias/2010/0304/300414062.pdf>

主權財富基金投資於主要銀行績效

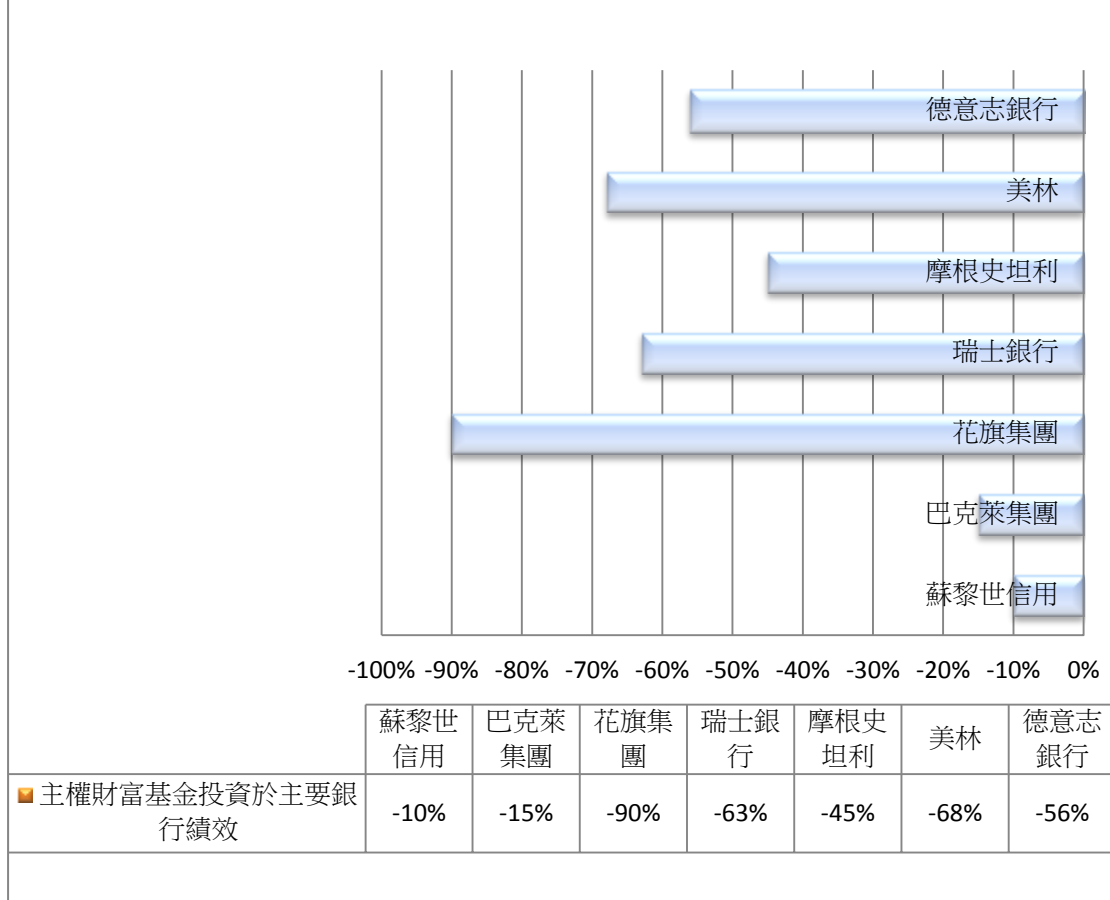


圖 2-8 主權財富投資於主要銀行績效

資料來源：「Sovereign Wealth Funds 2010」, IFSL Research, p.7

主權財富基金投資領域廣泛，且多投資戰略性行業。依照投資領域來看，目前主權財富基金主要投資領域於金融業佔 62%，由此可見，新興市場國家將資金大量投注於金融業，乃因金融產業牽動了一國的經濟動脈，屬於戰略性行業；其餘有 9% 購買房地產，同樣屬於戰略性行業；7% 購買能源產業，6% 購買服務業，5% 購買科技業(圖 2-9)。這些都與各國的國家利益和戰略需求密切相關，大型的新興經濟體和轉型經濟體嘗試著以主權財富基金等國有投資工具為載體，在全球戰略性行業中建立據點，為該國的利益服務。在全球資產管理中，比起第一大資產管理 25 兆美元的養老金、第二大資產管理 22 兆美元的共同基金及第三大資產管理 17 兆美元的保險基金，主權財富基金排名為第四大總額統計至 2010 年為 3.9 兆美元，已經超越了全球的私募基金的 1.7 兆美元及避險基金的 0.7 兆美元規模，不管從全球資產管理或是全球主權財富基金總額自身的成長，都能看出主權財富基金的當前影響力(圖 2-10)。

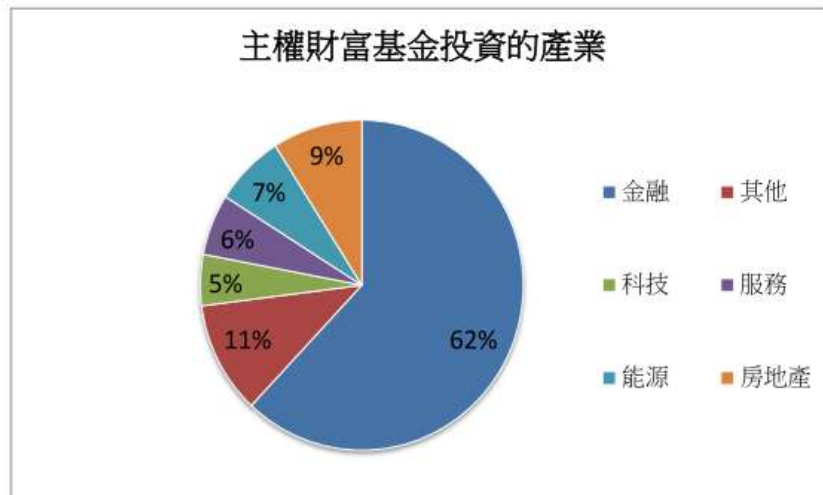


圖 2-9 主權財富基金投資的產業

資料來源：「Sovereign Wealth Funds 2010」, IFSL Research, p.7

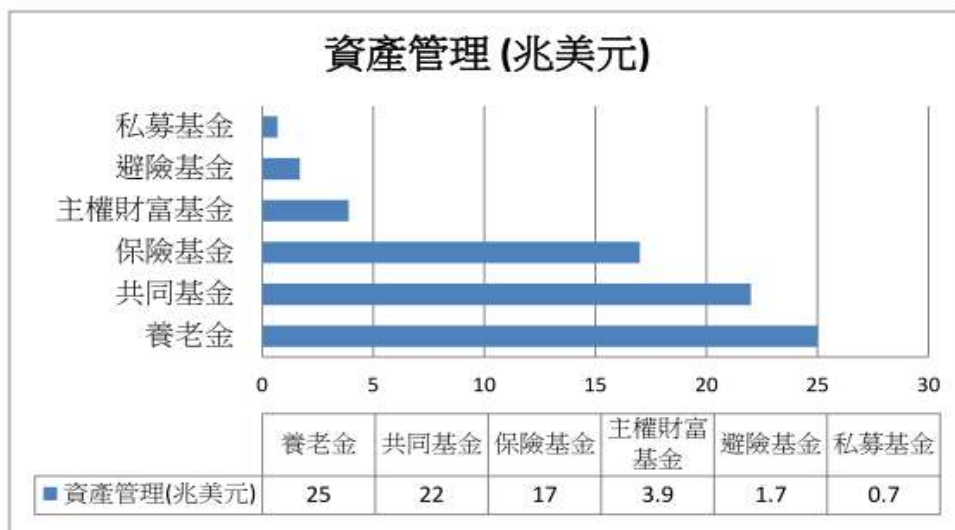


圖 2-10 資產管理(兆美元)

資料來源：「Sovereign Wealth Funds 2010」, IFSL Research, p.1

一、俄聯邦穩定基金的建立及發展

(一)俄聯邦穩定基金建立與目的

俄羅斯在 2004 年設立，以自然資源出口的外匯盈餘為資金的主權財富基金——俄聯邦穩定基金(Stabilization Fund of the Russian Federation)，一躍成為全球第 11 大主權財富基金(表 2-2)。

俄聯邦穩定基金建立的有二，其一為預備在石油價格跌至基準價格時，用於彌補聯邦財政預算赤字，保證聯邦預算收支平衡，或在基金總額超過 5 千億盧布情況下用於其他特定目的。其二為避免俄羅斯經濟對能源出口的過分依賴，

產生嚴重的荷蘭病。該基金還被賦予消除流動性過剩、降低通貨膨脹壓力、降低國內經濟對原材料出口收入波動的依賴等一系列功能。這意味著穩定基金不僅發揮貨幣蓄水池作用，還成為經濟結構調整的有效工具之一。

(二)俄聯邦穩定基金發展現況

俄聯邦穩定基金自設立以來，基金規模發展十分驚人，由 2004 年的 5223 億盧布猛增到 2005 年的 1.237 萬億盧布，由 2006 年和 2007 年則分別增至 2,207.33 億盧布和 2,346.92 億盧布，2008 年增長至 3,852 億盧布。基金的資金規模在 GDP 中的比重也由 2005 年 5.8% 增加到 2007 年的 8.8%¹⁴³。

俄聯邦穩定基金的投資策略經歷了由保值向追求投資收益轉變的過程。俄聯邦穩定基金的初衷主要著眼於投資收益的保值而非追求投資收益，因此，在創建初期將俄羅斯這筆巨大資金存入央行的盧布帳戶，並主要用於償還外債。2005 年俄政府動用了 6474 億盧布償還外債，佔當年穩定基金資金總額的 46.5%¹⁴⁴。根據俄國財政部提供的數據，2005 年分別向 IMF 償還了 3.33 億美元、巴黎俱樂部的 15 億美元、VEB 償還貸款 4.3 億美元¹⁴⁵。

俄聯邦穩定基金改組前的資金來源為兩部分，第一部分是超額稅收收入，其中含石油出口稅和石油開採稅，第二部分是上一年聯邦穩定基金的剩餘及穩定基金的運作收益；其中超額稅收收入是穩定基金的最主要來源¹⁴⁶。俄聯邦穩定基金改組前的管理由資產幣種和投資限制兩方面觀察，基金的資產幣種構成根據規定為，美元 45%、歐元 45%、英鎊 10%¹⁴⁷；在投資限制方面，可購買的債券種類分別為奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、西班牙、英國和美國等 14 個國家政府發行的有價證券；可購買的債券長期信貸能力評級為標準普爾公司的 AAA 級和穆迪公司的 Aaa 級¹⁴⁸。

(三)俄聯邦穩定基金改組

1. 俄聯邦穩定基金改組背景

自從 2004 年俄聯邦穩定基金成立以來，俄聯邦穩定基金日益龐大且運作情況良好，不僅還了外債也達到穩定國內經濟的效果。俄羅斯政府於是在 2007 年

¹⁴³ 潘廣云，「俄羅斯主權財富基金改組及其國際比較」，*國際論壇*(北京)，第 10 卷第 5 期(2008 年 9 月)，頁 56-57。

¹⁴⁴ 同註¹⁴³，頁 59。

¹⁴⁵ 「Accounting and Auditing」, Ministry of Finance of the Russian Federation, <http://www1.minfin.ru/en/accandaudit>

¹⁴⁶ 李霞，「淺談俄羅斯主權財富基金的運作管理規則及其對中國的啟示」，*時代金融*(雲南)，總第 390 期(2009 年 4 月)，頁 7-8。

¹⁴⁸ 「Reserve Fund」, Ministry of Finance of the Russian Federation, <http://www1.minfin.ru/en/stabfund/about/>

¹⁴⁸ 同註¹⁴⁶，頁 9。

12月6日決定，自2008年2月1日起，穩定基金正式改組為儲蓄基金和國家福利基金。俄羅斯改組俄聯邦穩定基金的背景分為三個面向，一是基於對世界能源發展趨勢的預測。二是迫於俄羅斯國內日益嚴峻的人口老齡化趨勢壓力。三是受到世界其他資源型國家主權財富基金使用和管理經驗的啟迪¹⁴⁹。

第一是於對世界能源發展趨勢的預測。當時俄羅斯政府認為，未來三年世界石油天然氣價格將逐漸走低，俄石油天然氣開採和出口速度將放慢，俄羅斯油氣收入儲蓄量將減少。

第二是迫於俄羅斯國內日益嚴峻的人口老齡化趨勢壓力。俄羅斯自1999年以來，人口老齡化問題不但沒有解決，反而成為俄羅斯不得不面對的現實問題和長期困擾。據資料統計，從國際比較看，俄羅斯的老年撫養比處於極高水平，高達34%~36%。而同期世界上老齡化趨勢比較嚴重的國家，其老年撫養比分別為：日本17.2%~24.2%、英國24.1%~24.3%、德國21.7%~23.7%、法國21.3%~24.8%。雖然自蘇聯解體以來，俄羅斯已形成了「三支柱¹⁵⁰」的養老保障體系框架，但由於俄羅斯降低了統一的社會保險稅稅率、許多企業不按時繳交稅款，以及老齡化的加速，俄退休保障體系正在迅速萎縮。第一和第二支柱的保險領域均出現了入不敷出的趨勢。俄羅斯政府於是將穩定基金中的資金中分流一部份出來，建立專門累積的國家福利基金用於支持養老保障體系。

第三是受到世界其他資源型國家主權財富基金使用和管理經驗的啟迪。1990年挪威在人口老齡化趨勢上升而石油開採量呈現下降的背景下，建立了國家石油基金。1996年挪威再建立了政府養老基金和國家養老保險基金，挪威石油基金自建立以來其運作被公認為是成功的範例。2006年挪威政府又將國家石油基金更名為政府養老基金。挪威把建立政府養老基金作為解決石油收入日益減少和人口老齡化問題的工具，以實現石油儲蓄與金融資產儲蓄的置換，與俄羅斯具有相似經濟結構的挪威模式，成為俄聯邦穩定基金改組的參照¹⁵¹。

2. 俄聯邦穩定基金改組特點

為了有效管理和使用儲蓄基金和國家福利基金，俄羅斯在2007年12月6日通過俄聯邦財政法典新條例的基礎上，又於2008年頒布了「儲備基金管理程序」和「國家福利基金管理程序」¹⁵²。

¹⁴⁹ 潘廣云，「俄羅斯主權財富基金改組及其國際比較」，**國際論壇**(北京)，第10卷第5期(2008年9月)，頁58。

¹⁵⁰ 三支柱指養老保險由三個部分組成，第一部分為養老保險，第二部分為企業年金，第三部分是個人儲蓄性養老保險。

¹⁵¹ 俄羅斯與挪威位於同一個氣候帶，自然資源是其生存的主要條件之一。俄挪兩國分別是全球石油第二及第三大輸出國，能源是兩國經濟的重要支柱。能源部門在俄挪兩國經濟中的比重分別佔該國GDP的26%和23%，石油和天然氣出口在俄挪兩國所有商品和服務出口中都超過50%。

¹⁵² 同註¹⁴⁹，頁59。

2008年，俄聯邦穩定基金總額為3843.87億盧布(合161.92億美元)。經過拆分，兩種基金比例安排為：儲備基金3069.94億盧布(合129.32億美元)，佔原穩定基金的80%(表2-3)；國家福利基金773.93億盧布(合32.6億美元)，佔原穩定基金的20%(表2-4)；至2011年儲備基金的比率降低，總額降至755.82億盧布(合26.12億美元)；反而在國家財富總額部分增高為2631.98億盧布(合90.94億美元)，顯示俄羅斯政府在國家福利基金上更加著重，對於面對人口老化及提升養老環境優化十分積極。

表 2-3 儲備基金總額

時間 (月/西元年)	總額(億美元)	總額(億盧布)
03.2011	26.12	755.82
01.2011	25.44	775.21
12.2010	40.88	1279.85
06.2010	39.27	1197.66
12.2009	75.07	2238.58
06.2009	100.95	3127.93
12.2008	132.63	3661.37
06.2008	129.32	3069.94

資料來源：Ministry of Finance of Russian Federation,
<http://www1.minfin.ru/en/nationalwealthfund/statistics/amount/>

表 2-4 國家財富基金總額(億美元/億盧布)

時間 (月/西元年)	總額(億美元)	總額(億盧布)
03.2011	90.94	2631.98
01.2011	88.44	2695.52
12.2010	88.22	2761.96
06.2010	85.80	2616.54
12.2009	92.89	2769.84
06.2009	89.86	2784.14
12.2008	76.83	2108.46
06.2008	32.60	773.93

資料來源：Ministry of Finance of Russian Federation,
<http://www1.minfin.ru/en/nationalwealthfund/statistics/amount/>

(1)資金來源

改組後的兩種基金除了計入石油開採稅和在石油價格超過基準價格時所徵收的石油出口關稅外，天然氣開採收入、石油產品出口關稅、天然氣出口關稅，以及石油天然氣部門利潤稅收入也將計入其中。根據「俄聯邦預算法典」，依照 2008 年~2010 年 GDP 的預測，儲蓄基金的規模應佔俄羅斯 GDP 的 10%。在把油氣收入按照 10% 比例注入儲蓄基金和聯邦預算後，其餘額再行納入國家福利基金。

(2)功能定位

儲蓄基金的主要功能是為了緩衝國際石油價格下跌對俄羅斯可能造成的預算衝擊，其作用實際上等同於穩定基金，是穩定基金的延續。國家福利基金是對風險資產進行增長型的投資，目標是將收益最大化，主要用於支持養老體系。總體而言，國家福利基金的投資產品較多元化。

(3)投資策略

國家福利基金將原本可購買債券的 14 個國別調整為奧地利、比利時、英國、德國、丹麥、愛爾蘭、西班牙、加拿大、盧森堡、荷蘭、美國、芬蘭、法國和瑞典。對債券長期信貸能力評級的要求有所降低，為標準普爾的 AA 級或穆迪公司的 Aa3 級。

第三節 小結

俄羅斯政府對俄羅斯金融制度影響甚鉅，自政策面、中央銀行獨立面至制度面皆然。從赫魯雪夫、布里茲涅夫、戈巴契夫、普丁至梅德韋傑夫陸續提出「工業與建築業大改組」、「完善計畫指標體系改革」、「加速國家社會經濟發展戰略」、「俄羅斯聯邦的個人銀行存款保險」及「銀行部門 2008 年前發展戰略」(表 2-5)。

表 2-5 俄羅斯金融制度政策面演進

執政者	政策
戈巴契夫(1985 年)	「加速國家社會經濟發展策略」 主張建立完善的經濟體制和管理系統，加強紀律與制度化施行，擴大企業的權力，提倡部分小型合作社和家庭企業的合法化。
葉爾欽(1998 年)	「自由市場經濟」 以資本主義國家的金融制度為標準，實施銀行產權的所有制改革、二級銀行體制、改善銀行與企業關係、興建資本市場、發展社會保險。
普丁(2000 年)	「俄羅斯聯邦的個人銀行存款保險」
梅德韋傑夫(2004 年)	「銀行部門 2008 年前發展戰略」

資料來源：作者整理

俄羅斯自 1860 年沙俄時期開始受到資本主義影響，不僅國內有國有銀行成立，更加入了外資銀行的角色。俄羅斯國家銀行的角色在 1917 年十月革命後更加鞏固，承辦了所有銀行業務，全國上下儼然形成單一銀行獨大的制度，直到 1988 年蘇聯改革金融制度，中央銀行與商業銀行的職責始被清楚劃分(表 2-6)。俄羅斯證券市場因為快速及大規模私有化，形成了特殊的「內部人控制」現象，而俄羅斯證券市場並非歸屬統一的系統，較著名的是莫斯科銀行間外匯交易所(MICEX)、俄羅斯交易系統(RTS)及莫斯科證券交易所。俄羅斯證券市場壟斷性強，股票流動性低；證券市場主要參與者是外國投資者、國內商業銀行，而非一般投資大眾。

俄羅斯主權財富基金目前全球排名第 11 大，總額達 142.5 億美元，主要資金來源為石油收入。俄羅斯主權財富基金在 2004 年成立，在 2007 年次貸風暴後收購了美國投資銀行等戰略性產業的股份，促進俄羅斯與國際市場緊密連結，從而鞏固了俄羅斯金融安全。俄羅斯主權財富基金在 2008 年經過拆分為，儲備基金及國家福利基金，主要功能為緩衝國際石油價格下跌對俄羅斯可能造成的預算衝

擊，增進俄羅斯經濟安全及金融體系穩定，並且因應人口老化及養老環境優化的俄羅斯國內現況。

表 2-6 俄羅斯金融體系變遷

時期	金融體系
沙俄時期(1860 年)	形成初步的資本借貸市場，有商業銀行、相互信用土地銀行、貸款儲蓄合作社、外資銀行。國內銀行主要提供中小企業及資產階級融資；外資銀行主要貸款給俄羅斯政府做建案之用
前蘇聯時期(1917 年)	「單一銀行制度」 主體是以國家銀行為中心，國家銀行主要任務，其一為建立信用制度，發展工商業；其二為集中貨幣交割，建立有效幣制。短期信用的業務，一律歸國家銀行經營，至於長期信用業務，則劃歸各專業銀行。
金融自由化後(1988 年後)	「二級銀行體系」 以中央銀行為領導，商業銀行為輔，多種金融機構並存的體系。

資料來源：作者整理

第三章 俄羅斯金融安全

第一節 金融危機對俄羅斯之影響

本節涵蓋了 1990 年代以來具代表性的金融危機，如 1998 年俄羅斯金融危機及 2007 年美國次貸風暴。俄羅斯金融危機爆發的原因來自於經濟改革失敗，使得經濟體的疲弱，從 1992 年至 1996 年經濟轉型前期採取震盪療法、1997 年俄羅斯政府大量舉債，直到 1997 年亞洲金融危機爆發，LTCM 的倒閉成為壓死駱駝的最後一根稻草，俄羅斯債券的價格迅速縮減，造成貨幣貶值嚴重、俄羅斯外匯儲備縮減、股票市場跌幅過深停止交易。

壹、1998 年俄羅斯金融危機

1997 年亞洲金融危機後接續著 1998 年俄羅斯金融危機的爆發，表面上看來，俄羅斯發生的金融危機是外部所引起的，但實際上俄羅斯內部本身自 1992 年以來，實施經改政策使得俄羅斯經濟體質不良，潛伏多年的各種問題才是金融危機爆發的根本原因。

一、俄羅斯經濟轉型改革

1991 年蘇聯解體，俄羅斯從 1992 年 1 月開始進行全面政經改革，改革的指導思想是由先進西方國家提出的激進改革措施震盪療法(shock therapy)，以市場化、自由化、私有化和穩定化四大方向進行改革，主要就是一方面從事價格改革，讓市場機制決定價格、將國營企業大幅私有化，並對外開放自由貿易，採取緊縮貨幣政策及緊縮財政政策，以抑制通貨膨脹。俄羅斯當局原先預定 3 年為過渡期，但是最後卻實行了 7 年。

(一)經濟轉型前期(1992~1996 年)

這段時期俄羅斯當局面臨總體經濟不穩定的問題，在實施震盪療法初期，實施價格自由化造成過去共產制度下的低價格產品，改由市場供需決定價格，而價格上升造成購買力下降，連帶使產出大幅滑落、對外貿易量持續萎縮、通貨膨脹率高漲及盧布貶值，1992 年通貨膨脹率高達 1353%，GDP 下跌 19%，盧布貶值 130%¹⁵³。再受到以反對黨為主的國會勢力和社會團體要求下，政府改變財政及貨幣為寬鬆政策，造成俄羅斯當局信用受到懷疑與加深政策環境的不確定性，

¹⁵³ 羅任媛，「新興市場國家金融危機成因之研究－以俄羅斯為案例」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文(2001 年)，頁 112。

1994 年下半年俄羅斯通貨膨脹率依舊高達 215%，GDP 下跌 12.6%，盧布貶值 135%¹⁵⁴。

直到 1995 年，俄羅斯政府採取緊縮性政策使通貨膨脹下降，且立法限制中央銀行直接融通政府預算赤字的法規，強化了總體經濟的穩定。1995 年 7 月俄羅斯政府採用盧布區間匯率制度，這時通貨膨脹率下降到 131%，但政府稅收情況依舊短缺¹⁵⁵，現金支付減少與外債問題壓力沉重。1996 年 6 月份因應總統大選，為了獲得選民支持，政府增加財政支出，增加貨幣供給，實行寬鬆貨幣政策，且發放大筆補助款，但稅收仍然嚴重短缺，導致 1996 年政府預算赤字擴大到 8%，這時重要的結構性改革，如土地改革和規範資本市場的合法架構都因政治情勢而延宕。

(二)經濟轉型中期(1997 年間)

1996 年到 1997 年間，俄羅斯政府在國內與國外大量發行約 45 億美元的債券，與當時的美國政府債券相較，俄羅斯政府債券的利差高出約 330~375 點。1997 年發行的國家短期債券(Gosudarstvennye kratkosrochnnye obligatsii；GKO)與聯邦債券(Obligatsii federalnogo zayma；OFZ)總額高達 GDP 的 13%，其中非住民的購買總額為 110 億美元¹⁵⁶，表示許多外國人持有大量的俄羅斯國債。債券市場蓬勃發展，大筆外部資金流入國內，一方面使得政府不用再依賴中央銀行的融資來融通預算赤字，另一方面中央銀行可以採行緊縮貨幣政策而不用擔心外匯存底流失。

(三)經濟轉型後期(1997 年 10 月~1998 年 8 月)

1997 年 7 月亞洲金融危機爆發，11 月俄羅斯金融市場開始出現動盪，當局調高利率，並強行介入外匯市場，導致外匯存底迅速減少 60 億美元。1998 年俄羅斯國內發生憲政危機，市場對俄羅斯當局政府推動改革的信心降低，同時在國際資金緊縮的情況下，國際石油和天然氣價格滑落，使俄羅斯政府赤字問題再度浮現，1997 年底赤字已達 GDP 的 7%，造成國際投資人擔心俄羅斯政府無法償還短期債務及維持匯率穩定，國庫券殖利率不斷上升，但購買總額卻不斷萎縮，外資購買國庫券的總額在 1998 年萎縮到 25 億美元¹⁵⁷。

國際信貸評等如穆迪投資服務公司¹⁵⁸(Moody's)機構對俄羅斯提出警告，並

¹⁵⁴ 羅任媛，「新興市場國家金融危機成因之研究－以俄羅斯為案例」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文(2001 年)，頁 113。

¹⁵⁵ 俄羅斯政府給予企業內生性的折扣，企業利用減免收取現金稅的制度，以企業商品代替稅收，由於企業常將商品價格高估，因此使得政府預算收入短缺且缺乏透明度。

¹⁵⁶ 同註¹⁵⁴，頁 114。

¹⁵⁷ 同註¹⁵⁴，頁 115。

¹⁵⁸ Moody's 的信用等級分為：Aaa、Aa、A、Baa、Ba、B、Caa、Ca、C。Aa 至 Caa 各級均可再以 1、2、3 細分，已顯示同一等級內的相對高低。評等等級在 Baa 以上(含)為投資等級，以

在 1997 年 12 月到 1998 年中期多次調降信用評等(表 3-1)，自 1998 年以來都被評等為投機等級的國債，FC 等級在 1998 年 3 月從 Ba2 降至 5 月的 B1 及 8 月的 B2，LC 等級從 1998 年 5 月的 B2 降至 Ca。債券評等滑落，一方面造成銀行體系的崩潰，由於銀行的證券投資有一部分與政府債券牽動，當政府拖欠債務早成銀行資產負債表嚴重惡化；另一方面，持有國家短期債券(GKO)的外國投資者為了避險，從俄國銀行購買以美元計價的外匯契約，總額高達 400 至 500 億美元¹⁵⁹，直到盧布貶值後，銀行間交易幾乎暫停，支付體系癱瘓超過一個月之久。

1998 年 8 月俄羅斯政府宣布第二大銀行 SBS-Argo 銀行由政府接管，另外，先後有 3 家銀行 Onexim、Menatep 及 Most 及 5 家主要銀行 National Reserve Bank、Alfa Bank、Avtobank、Inkombank 及 Mezhkombank 宣布合併以強化營運體質。1998 年 9 月，俄羅斯中央銀行准許 6 家銀行 Menatep、Most、SBS-Argo、Inkombank、Mosbiznesbank 及 Promstroibank 的存戶將其存款移轉至國營儲蓄銀行 Sberbank¹⁶⁰，藉此穩定存款大眾的信心。

表 3-1 Moody's 俄羅斯國債評等(1998 年)

FCR date	FC rating
1998/03/11	Ba3
1998/05/29	B1
1998/08/13	B2
LCR date	LC rating
1998/05/29	B2
1998/08/13	Caa1
1998/08/21	Ca

資料來源：Richard Cantor, Kenneth Emery, Elena Duggar and Cailleteau, "Sovereign Default and Recovery Rates, 1993-2007", Moody's Global Credit Research, (March 2008), p.30.

二、避險基金概述

(一)何謂避險基金

避險基金(Hedge fund)在俄羅斯金融危機中扮演很關鍵的角色，避險基金一詞首次出現在 1966 年的財富(Fortune)雜誌上，用來描述由哥倫比亞大學一位社會學教授 Alfred Winslow Jones 所創立投資基金。避險基金的特質是基金經理人以財務工程知識為基礎，同時運用現貨和衍生性的金融商品，透過此基金在募集時所設定的投資策略來賺取絕對穩定的報酬，而避險基金主要精神在於基金經理人巧妙運用多空部位來規避市場風險，所以大都可以追求絕對報酬目標。避險基

下則為投機等級，如垃圾債券。

¹⁵⁹ 羅任媛，「新興市場國家金融危機成因之研究－以俄羅斯為案例」，國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文(2001 年)，頁 117。

¹⁶⁰ 同註¹⁵⁹，頁 117。

金專門收購被低估的有價證券，同時拋售市價被高估的有價證券，使用多空的搭配策略，因此在市場空頭的時候也能利用空頭部位賺取絕對利潤，故也被翻譯成「對沖基金」或「套利基金」。

避險概念，最早起源於穀物買賣交易，農民為避免穀物價格下跌，而穀物購買者為避免價格上揚，彼此先約定好未來某一日期的交易價格，以避免受到市場價格波動的影響。澳洲裔美國人瓊斯(Alfred Winslow Jones)，1949年創立第一支基金，他操作的概念是消除市場變動(即系統性風險，systematic risk)對投資組合所造成的影響，僅留下股票本身的風險(即非系統性風險，non-systematic risk)，在當時這支避險基金績效超越同期所有共同基金，震撼整個投資界，外界於是稱瓊斯為避險基金之父。

(二)避險基金特色

1.追求絕對報酬率

避險基金不與大盤比較優劣，其主要精神在於以最小風險追求絕對報酬，採取積極多空操作(buy long and sell short)，使其所設定的預期報酬率並不受指標指數多空表現影響，因此不以打敗大盤為唯一目標。

2.不受各國證券管理單位管轄

避險基金通常設立於免稅，且法律管制較不嚴格的國家或地區，以確保其操作彈性。唯一的例外是美國，因美國金融管理制度較為完備，採取有限合夥人制度，只要合夥人數能維持在100人以內，就可以規避證券及交易管理委員會(SEC)的管轄。在1998年總共約3000家避險基金，持有2000億美元資產。MAR(Managed Accounts Report)是美國目前有系統蒐集避險基金資料的公司，根據MAR的資料，有40%的避險基金是美國本國基金，其他都是外國基金。避險基金的平均壽命是40個月，只有15%的避險基金，其經營維持超過6年，60%的避險基金存活時間不超過3年，從1989年至1996年，存活的避險基金平均獲利率為18%，未能持續存活的避險基金獲利率為10.5%。

3.最低投資金額

避險基金有「富人俱樂部」之稱，對於會員訂有最低投資門檻，大部分約為50至100萬美元不等。因為法律限制有限合夥人數目不得超過100人，為了提高資產規模，故每位投資人必須投入較多資金，以便管理者進行交易。

4.閉鎖期及贖回規定

通常投資人加入或退出避險基金以一季為單位，無論是合夥人制度或公司制度的避險基金，常有投資閉鎖期的限制，當投資人加入避險基金後，其資金必須等閉鎖期滿，才可以將資金贖回，通常閉鎖期為一年，但有部分基金採用長期投資策略，其閉鎖期自然比較長，可能長達4至5年。

5.操作績效報告

一般而言，避險基金的績效報告按季公告，會計師查核報告則一年揭露一次，且以上報告僅提供該基金的投資人，並不對外公開。財務報告內所計算的報酬為扣除所有費用(及扣除管理費與績效費)後的淨報酬。

三、俄羅斯金融危機成因與影響

長期資本管理公司(Long-Term Capital Management Inc.；LTCM)由梅利韋瑟¹⁶¹(John Meriwether)於1994年設立，為一家境外的合夥有限責任公司，其合夥人團隊包括美國前聯邦儲備局局長馬林斯(David W. Mullins Jr.)、1997年諾貝爾經濟學獎得主邁隆·休斯(Myron Scholes)及1990年諾貝爾經濟學獎得主莫頓·米勒(Merton Miller)。歐洲最大的銀行瑞士聯合銀行(Union Bank of Switzerland)是主要的投資者，並由全美知名的美林證券¹⁶²協助集資。美林許多客戶都投資該基金，而這些投資者包括美林的主席柯曼斯曼。LTCM的交易策略是透過少數權益資本，運用高風險、可控制的財務槓桿來建構，不論市場漲或跌都能獲利的中立投資組合、獲取長期資金已度過市場突發的不合理價格波動現象。

1993年正式開業後，LTCM集資了13億美元，而到了1997年總額增值到了75億美元。LTCM的操作手法主要有三，其一為LTCM先入為主認為其他投資者不善於評估風險，採取與一般人相反的交易策略。通常流動性高的資產被認為風險較小，因此價格較高，而流動性低的資產被認為風險較高，因此價格較低。比如，美國國債同樣的利率，一個發行量較大，1年後到期，另一則發行量較小，1年半後到期，客觀來說這兩種債券的價格差不多，但投資人會因為一個較早到期，並且發行量大，願意付出高價購買，而LTCM則會理性分析，購買1年半後到期且被低估的債券，從而獲得更高的收益；其二則是賣投資人保險。LTCM和一般的保險公司一樣，和與公司投保的投資者對賭，LTCM賭的是市場不會有太大波動，投資者則賭市場會有超出預期的波動。在1998年初，LTCM涉及的衍生性合約總額已超過1萬億美元；其三為了利益極大化，LTCM還向銀行、券商機構借貸了將近1250億美元，其資金槓桿比率達到了20多倍¹⁶³。

由於1991年蘇聯解體後，國民生產力下降，俄羅斯當局採取管理式浮動匯率制度，允許盧布在一定程度內浮動，這樣意味著俄羅斯必須將大量的外匯儲備用於維持匯率穩定，當盧布貶值幅度超過下限，俄羅斯中央銀行便拋售外幣收回

¹⁶¹ 被譽為能點石成金的華爾街債務套利之父，同時為前所羅門兄弟公司副董事長。

¹⁶² 是世界最大的證券零售商和投資銀行之一，總部位於美國紐約市。目前，美林集團在世界超過40個國家經營，為個人、機構投資者和政府客戶提供多元化的金融服務；除了傳統的投資銀行和經紀業務外，還包括共同基金、保險、信託、年金和清算服務。做為世界的最大金融管理諮詢公司之一。2008年9月14日，美國銀行與美林證券達成協議，美國銀行以440億美元收購美林證券。

¹⁶³ 林錦慧譯，Dr. Chris Howard 著，**搞懂金融世界第一本書**(台北：大是文化有限公司，2011年)，頁200~201。

盧布，反之當盧布升值幅度超過上限，便拋售盧布買回外幣。雖然俄羅斯擁有充沛的外匯存底，但多半都是倚賴出口天然資源而獲利，在 1997 年亞洲金融風暴後，全球減少對石油及天然氣的需求，使得俄羅斯中央銀行外匯存底的來源縮減，加上俄羅斯政府稅收短缺，維持盧布的穩定性變得相當不容易。俄羅斯國內積欠工資的情況愈來愈嚴重，政府開始以高利率國債向國外投資人舉債，但由於財政體制本身不健全，常常有欠息的狀況發生，到了 1998 年 7 月，政府國債欠的利息竟然比全國當月的稅收多了 40%¹⁶⁴。

即便大量消耗俄羅斯外匯存底可能帶來風險，中央銀行對匯率的態度卻仍然沒有轉變，原先 1998 年初定價為 5.3 至 7.1 盧布比 1 美元，到了 1998 年 8 月繼續維持在 6.29 盧布比 1 美元，外國投資人認為俄羅斯政府並沒有足夠的外匯來支撐盧布穩定，所以大量拋售手中的盧布或以盧布為單位的俄羅斯資產及債券，在 1997 年 10 月至 1998 年 8 月，俄羅斯中央銀行總計花了 300 億美元的外匯儲備用以維持匯率穩定¹⁶⁵，這樣的惡性循環，埋下了金融危機爆發的種子。

1998 年 8 月 13 日，俄羅斯的股票、債券及外匯市場基本上已經崩潰，債券利率高達 200%，股票跌了 65% 被迫停盤交易，俄羅斯政府於是在 8 月 17 日採許了 3 項措施，第一，盧布的匯率範圍從 5.3 至 7.1 盧布比 1 美元放鬆為 6.0 至 9.5 比 1 美元；第二，俄羅斯宣布進行債務重組；第三，在 90 天內暫停還債。9 月開始，盧布開始在俄羅斯中央銀行控制下穩定下跌，俄羅斯中央銀行隨即決定放棄管理式浮動匯率制度，採取自由匯率制度，到了 9 月 21 日，盧布已經跌至 21 盧布比 1 美元，跌幅高達 66%，盧布的暴跌使國內通貨膨脹上升達 84%，進口商品的價格上漲 4 倍之多，許多人開始搶購日常生活用品¹⁶⁶。

在 1997 年亞洲金融風暴後，一般投資人認為投資發展中國家風險較大，LTCM 卻認為世界經濟應會逐漸趨向穩定，但盧布突然崩潰，世界經濟開始大幅波動，在判斷錯誤的情形下，投資損失幾何級數增加，到了 1998 年 8 月底，LTCM 的資本已經虧損一半，降為 23 億美元，9 月中旬更損失超過 40 億美元，資產總值只剩下 6 億多美元。這時借貸給 LTCM 的銀行開始恐慌，LTCM 於是開始兜售公司所有資產，索羅斯¹⁶⁷(George Soros)與巴菲特¹⁶⁸(Warren Edward Buffet)都曾以低於市價水準欲收購 LTCM，但最後以破局告終。美國聯儲擔心華

¹⁶⁴ 林錦慧譯，Dr. Chris Howard 著，**搞懂金融世界第一本書**(台北：大是文化有限公司，2011 年)，頁 204。

¹⁶⁵ 同註¹⁶⁴，頁 204。

¹⁶⁶ 同註¹⁶⁴，頁 205。

¹⁶⁷ 索羅斯是匈牙利出生的美國籍猶太裔商人，同時也是著名的貨幣投機家，1970 年曾與吉姆·羅傑斯(Jim Rogers)一起創立了量子基金(quantum fund)，10 年間創造了 42.6% 的報酬率；1992 年更利用英格蘭銀行堅守英鎊匯率機制，趁機放空 100 億英鎊，從中獲取 11 億美元而聲名大噪。

¹⁶⁸ 巴菲特是美國投資家，是波克夏·哈薩威公司(Berkshire Hathaway)的主席兼最大股東，根據 2010 年《富比士雜誌》(Forbes)公布的 2010 年度全球富豪榜，淨資產為 470 億美元，為全球第 3。

爾街會因為 LTCM 的倒閉造成連鎖反應，主動召集大型金融機構以 36 億 2500 萬美元收購債權，其中 30 億美元來自美國信孚銀行(Bankers Trust)、巴克萊銀行(Barclays)、摩根大通銀行(JP Morgan)、瑞士信貸第一波士頓(Credit Suisse First Boston)、德意志銀行(Deutsche Bank)、高盛(Goldman Sachs)、美林證券(Merrill Lynch)、大通銀行(Chase)、摩根史坦利(Morgan Stanley)、所羅門美邦(Salmon Smith Barney)、瑞士銀行(UBS)，1.25 億美元來自法國興業銀行(Societe Generale)，1 億美元來自雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)、巴黎銀行(Paribas)，唯一拒絕參加援助計畫的是貝爾斯登(Bear Stearns)投資銀行。



貳、2007 年美國次貸危機

一、美國房貸市場概述

(一)政府保證房貸¹⁶⁹ (Government Loan)

係指美國政府部門所擔保的房屋貸款，當借款人違約時，會對承貸機構賠償呆帳損失(表 3-2)。

1.聯邦住宅管理局房貸(FHA Loan)

由聯邦住宅管理局(Federal Housing Administration)為中低收入戶所擔保的房貸。

2.退伍軍人局房貸(VA Loan)

由退伍軍人局(Veteran Administration)為退伍軍人所擔保的房貸。

(二)傳統型房貸¹⁷⁰(Conventional Loan)

泛指沒有透過美國政府部門所擔保的房屋貸款。

1.標準型房貸(Conforming Loans)

係指房屋貸款上限為\$625,000 美元，符合房利美¹⁷¹(FNMA)與房地美¹⁷²(FHLMC)承購保證標準的房屋貸款¹⁷³。

2.非標準型房貸(Non-Conforming Loans)

係指不符合 FNMA 與 FHLMC 承購保證標準的房屋貸款。

(1)大額房貸(Jumbo Loan)

房貸餘額超過標準型房貸貸款上限\$625,000 美元，但 FICO score¹⁷⁴過

¹⁶⁹ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫 2009 年 3 月，頁 2~10。

¹⁷⁰ 同註¹⁶⁹，頁 10~18。

¹⁷¹ 房利美(Fannie Mae)，NYSE:FNM，舊名聯邦國民抵押貸款協會)，是美國政府最大贊助企業(GSE, Government Sponsored Enterprise)。二級市場證券化主要業務是在美國房屋抵押貸款二級市場中收購貸款，並通過向投資者發行機構債券或證券化的抵押債券，以較低成本集資，賺取利差。

¹⁷² 房地美(Freddie Mac，NYSE:FRE，又譯房貸美，舊名聯邦住房抵押貸款公司)，是美國政府贊助企業(GSE, Government Sponsored Enterprise)中第二大的一家，商業規模僅次於房利美(Fannie Mae)。主要業務是在美國房屋抵押貸款二級市場中收購貸款，並通過向投資者發行機構債券或證券化的抵押債券，以較低成本集資，賺取利差。主要業務是在美國房屋抵押貸款二級市場中收購貸款，並通過向投資者發行機構債券或證券化的抵押債券，以較低成本集資，賺取利差。

¹⁷³ 2008 年房市與經濟復甦法案(The Housing and Economic Recovery Act of 2008)將 FNMA 與 FHLMC 承購保證的房屋貸款上限提高至標準型房貸的 150%，為\$625,000 美元。

¹⁷⁴ FICO Score 為美國借款人信用評等分數，FICO 為 Fair, Issac and Company 的簡寫，該公司

700，能提供完整的債信證明文件，沒有違約延遲付款紀錄，屬於信用品質較佳之房貸，但其貸款餘額較高，無法獲得 FNMA 與 FHLMC 承購保證。

(2)準優級房貸(Alt-A Loan)

房貸借款人債信中等，介於初級與次級之間。FICO score 介於 620 - 700，僅能提供部分的財力證明文件，其過去一年違約延遲付款紀錄不得超過一次。

(3)次級房貸(Subprime Mortgage)

指房貸借款人的信用紀錄較差，或有不良信用紀錄，其評等分數較低(FICO score：約 500-620)，無法向一般銀行以正常房貸利率貸款，只能轉向專門承作不良信用客戶貸款之機構融資。通常此類借款人收入較低，給予之房貸成數較高。因借款人信用較差，貸款風險較大，因此次級房貸的利率也遠高於一般房貸利率。

表 3-2 美國各種房貸金額與比例 (單位:億美元)

年度	政府保證房貸	標準型房貸	大額房貸	準優級房貸	次級房貸	總計
2001	175(8%)	1,265(60%)	445(21%)	55(3%)	160(8%)	2,100
2002	176(6%)	1,706(63%)	571(21%)	67(3%)	200(7%)	2,720
2003	220(6%)	2,460(66%)	650(17%)	85(2%)	310(8%)	3,725
2004	130(5%)	1,210(47%)	510(20%)	185(7%)	530(21%)	2,565
2005	90(3%)	1,090(40%)	570(21%)	380(14%)	625(23%)	2,755
2006	80(3%)	990(39%)	480(19%)	400(16%)	600(24%)	2,550
2007Q3	70(4%)	887(53%)	303(18%)	248(15%)	177(11%)	1,685
01~07Q3	941(5%)	9,608(53%)	3,529(19%)	1,420(8%)	2,602(14%)	18,100

資料來源：David Greenlaw, Jan Hatzius, Anil K Kashyap, Hyun Song Shin, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", US Monetary Policy Forum Conference, February 29, 2008, p.16

位於美國加州，負責針對借款人的信用進行分析並加以評分，類似台灣的「聯徵中心」。FICO score 係基於按時還款(35%)、信用歷史(15%)、債務總額(30%)、債務類型(10%)、及最近申貸次數(10%)等五類因素計算，介於 375 至 900 分之間，分數愈高信用評等愈好，超過 700 者為較佳信用評等，可申請優質房貸，介於 620-700 者為中等信用評等，可申請 Alt-A 房貸，低於 620 者為較差信用評等，需申請次級房貸。

二、美國房貸抵押證券簡介

(一)機構房貸抵押證券¹⁷⁵(Agency MBS)

由美國政府贊助機構(Government Sponsored Enterprise, GSE)所保證的房貸抵押證券(Mortgage-Backed Securities, MBS),即吉利美(Government National Mortgage Association, GNMA)、房利美(Federal National Mortgage Association, FNMA)、房地美(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC)。

1.吉利美(Ginnie Mae)簡介

吉利美於 1968 年成立,係依照住宅及都市發展法(Housing and Urban Development Act)將聯邦國民抵押貸款協會(Federal National Mortgage Association)切割為現在的房利美與吉利美。吉利美是美國政府住宅及都市發展部(Department of Housing and Urban Development; HUD)100%完全持有之機構,其主要目的在協助中低收入的購屋者。吉利美的業務係將聯邦住宅管理局(FHA)以及退伍軍人局(VA)的房貸證券化並予以擔保,成為 GNMA MBS,其信用評等與美國政府公債相當¹⁷⁶。

2.房利美(Fannie Mae)簡介

房利美於 1938 年依照國家住宅法(National Housing Act)所成立的。由美國政府 100%持有之公司,到了 1968 年被切割出來,房利美為聯邦政府特許公司。雖然 1968 年修法後移除美國政府在房利美的所有權益,但房利美仍享有政府的援助並受到政府的節制規範。

房利美是美國紐約證券交易所的上市公司,為美國住宅貸款市場最大的資金提供者,自 1968 年房利美成為民營企業以來,已經幫助 4,000 萬個以上美國家庭購買住宅,全美國約每 5 個住宅貸款就有 1 個住宅貸款的資金來自房利美¹⁷⁷。

3.房地美(Freddie Mac)簡介

房地美於 1970 年成立,其設立的主要目的在穩定全國的房貸市場、增加擁有房屋所有權的機會。房地美功能與性質與房利美類似,兩者為姊妹公司,彼此相互競爭,避免市場壟斷,以提高市場效率。

房地美原本由美國聯邦住宅貸款銀行委員會(Federal Home Loan Bank Board; FHLBB)管理,董事會成員由美國總統任命,但 1989 年的財政機構改革、復甦和實施法案(Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act)

¹⁷⁵ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢,「從次貸風暴看國際監理」,台北:外匯市場發展基金會委託計畫,2009年3月,頁2~3。

¹⁷⁶ 同註¹⁷⁵,頁4。

¹⁷⁷ 同註¹⁷⁵,頁5。

讓房地美所有權結構與政府劃分開來，任何投資人皆可持有其普通股¹⁷⁸。

(二)非機構房貸抵押證券(Non-Agency MBS)

指無美國政府贊助機構(GSE)保證的房貸抵押證券(MBS)，種類包括大額房貸(Jumbo MBS)、準優級房貸(Alt-A MBS)與次級房貸(Subprime MBS)等¹⁷⁹。

(三)次級房貸抵押證券(Subprime MBS)

指以次級房貸作為抵押擔保品，加以證券化為次級房貸抵押證券。次級房貸抵押證券(Subprime MBS)與機構房貸抵押證券(Agency MBS)不同(表 3-3)。次級房貸抵押證券通常透過內部信用增強(Internal Credit Enhancement)來重置(redistribute)信用風險與現金流量，機構房貸抵押證券則通常透過外部信用增強(External Credit Enhancement)來降低信用風險。內部信用增強有 3 種方式：優先/次順位系列的結構、超額擔保、超額利差¹⁸⁰。

1. 優先/次順位系列(Senior/Subordinate Tranches)

優先/次順位系列的結構係次級房貸抵押證券最常見的結構，優先順位系列債券可先取得本金與利息的現金流量，當優先順位系列債券本金與利息均回收後，次順位系列債券才分配剩餘之本金與利息。因此損失由次順位系列債券優先承擔，現金流量則由優先順位系列債券先取得。優先順位系列債券因受到次順位系列債券的保護，信用評等較佳，保守型投資人通常會選擇風險較低的優先順位系列債券，積極型投資人則選擇風險較高的次順位系列債券。

2. 超額擔保(Overcollateralization)

指抵押擔保品的資產組合面額大於房貸抵押證券發行面額，若抵押擔保品資出現違約時，可以作為吸收損失的緩衝層。

3. 超額利差(Excess Spread)

指房屋貸款利息扣除房貸抵押證券的票面利息(coupons)、服務費(service fees)與信託費(trustee fees)後，剩餘的利息收入。超額利差通常作為抵押擔保品資產出現違約損失時的第一道防線。

¹⁷⁸ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁5。

¹⁷⁹ 同註¹⁷⁸，頁6。

¹⁸⁰ 同註¹⁷⁸，頁7~10。

表 3-3 次級房貸抵押證券與機構房貸抵押證券比較

	機構房貸抵押證券 (Agency MBS)	次級房貸抵押證券 (Subprime MBS)
抵押品信用評等	貸款人平均信用評等高，FICO score > 700 分，屬於優質房貸	貸款人平均信用評等低，FICO score < 620 分，屬於次級房貸
房貸繳息方式	30 年期固定利率房貸	主要為混合式浮動利率(Hybrid ARMs)房貸，普遍為「2/28 ARM」 ¹⁸¹ 之 30 年期房貸。
貸款成數 (Loan-to-Value ; LTV)	原始 LTV 約 70%	原始 LTV 約 80%
貸款金額限制	625,000 美元	無特別限制
發行機構	房利美與房地美	私人機構
保證機構	房利美與房地美	無
保證方式	房利美與房地美保證 抵押貸款的本息及時償付	將證券化商品切割為優先順位 (Senior)、中間順位(Mezzanine)與 次順位(Subordinate)債券，以低評 等債券來保護高評等債券
信用評等	均為 AAA 級準政府債券	將債券信用評等分為 AAA、AA、 A、BBB 與未評等
證券化模式	均為機構房貸抵押證券	以住宅型權益擔保證券(Home Equity ABS)與抵押債務債券 (CDO)為主，結構較為複雜，透明 度低。

資料來源：賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009 年 3 月，頁 12。

¹⁸¹ 「2/28 ARM」之 30 年期次級房貸，前 2 年為較低之固定利率，通常為一般房貸利率減 1.5%，第 3 年起浮動利率計算方式：以 6 個月期 LIBOR + 5%。

三、貸款證券化對全球金融市場影響

房屋抵押貸款證券¹⁸²(Residential Mortgage Backed Securities ; RMBS)、商業抵押擔保證券¹⁸³(Commercial Mortgaged Backed Securities ; CMBS)、資產抵押證券(Asset Backed Securities ; ABS)與抵押債務債券(Collateralized Debt Obligation ; CDO)可以說是美國結構型融資(structured finance)市場的四大支柱。

資產證券化可以將銀行資產負債表上的資產透過證券化的方式賣給投資人，活化銀行資金並提高槓桿乘數，擴大整體消費與繁榮房屋市場，即所謂貸款證券化(originate-to-distribute)的信用擴張。這種信用擴張的模式，原則上及實務上將風險分散出去，並可降低融資成本，因此提供各類資本籌資者更多籌資管道，同時讓投資人在選擇與管理信用曝險方面有較大的彈性。次級房貸通常隱藏在住宅型權益擔保證券(Home Equity ABS)與抵押債務債券(CDO)等結構型商品中¹⁸⁴。

(一)住宅型權益擔保證券(Home Equity ABS)

抵押擔保證券市場的產品以機構房貸抵押證券(Agency MBS)的流動性最佳，非機構房貸抵押證券(Non-Agency MBS)以大額房貸(Jumbo MBS)與準優級房貸(Alt-A MBS)為主要產品，次級房貸(Subprime Mortgage)則通常以住宅型權益擔保證券(Home Equity ABS)的證券化模式在市場流通(圖 3-1)。

美國聯邦基金利率¹⁸⁵(Fed Fund Rate)在 2003 年來到最低點 1%，造成美國金融市場資金浮濫，房價直線飆漲，房屋市場泡沫漸漸成形，次級房貸便開始在市場氾濫，投資銀行將次級房貸透過證券化以住宅型權益擔保證券(Home Equity ABS)在市場上大量販售給金融機構與投資大眾¹⁸⁶。

¹⁸² 又稱不動產抵押貸款證券，指將金融機構的不動產擔保抵押貸款，包裝組合起來移交給信託機構，由具公信力之擔保機構如 GSEs(government-sponsored enterprises)等來擔保所發行證券以強化信用，提高證券銷售。GSEs 所擔保的證券被市場視為信用等同美國公債，甚至優於 AAA 級債券。經過信用增強後，劃分為標準的單位，於資本市場中發行證券，向投資人籌措資金。

¹⁸³ 指將傳統商業抵押貸款，通過證券化過程，以債券形式向投資者發行的融資方式。

¹⁸⁴ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009 年 3 月，頁 11~15。

¹⁸⁵ 此利率是美聯儲局執行貨幣政策的重要手段，是銀行互相支付隔夜借款利息的利率，屬於市場利率，而聯儲局每次開會後所調整的，是聯邦基金目標利率，對聯邦基金利率有指導作用，如偏離目標太遠，聯儲局可藉由公開市場操作，將之控制在目標利率水平左右。所以聯儲局常強調可控制短期利率，但對長期利率走勢則無能為力。

¹⁸⁶ 同註¹⁸⁴，頁 15。

	次級房貸 (Subprime Mortgage)	準優級房貸 (Alt-A Loan)	大額房貸 (Jumbo Loan)	房利美與房地 美擔保之標準 型房貸 (Conforming Loans)
貸款成數比率 (LTV Ratio)	80%	75%	75%	70%
借款人信用評 等分數 (Fico Score)	500-620	620-700	700 以上	700 以上

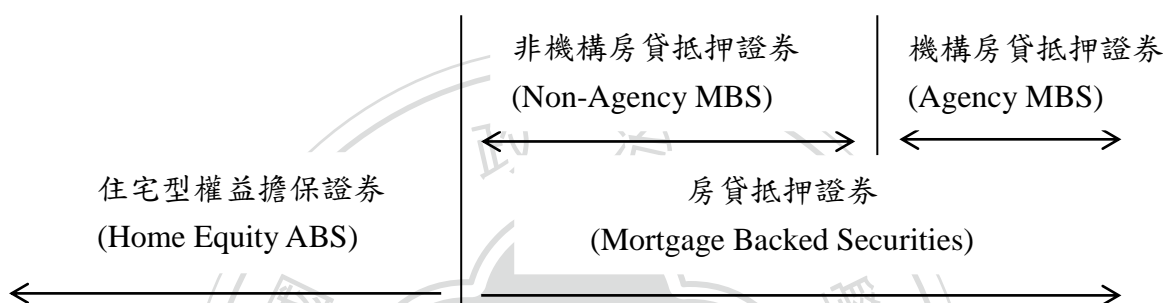


圖 3-1 住宅型權益擔保證券與房貸抵押證券比較

資料來源：賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁15。

(二)抵押債務債券(CDO)

抵押債務債券以債務工具(debt instruments)作為抵押擔保品，加以證券化後所發行之證券，其抵押擔保品包括無擔保債務工具(Unsecured debt instruments)如高收益的債券(High Yield Bonds)、新興市場債券(Emerging Market Bonds)；擔保債務工具(Secured Debt Instruments)如小型聯貸(Middle Market Loan)與非投資等級貸款(Leverage Loan)；次順位證券(Subordinated Securities)；結構型金融證券(Structured Financed Product)包括資產抵押證券(ABS)、房屋抵押貸款證券(RMBS)及商業抵押擔保證券(CMBS)等¹⁸⁷。

2007年，貸款證券化信用擴張模式的弱點逐漸顯現，市場發現次級房貸透過此種信用擴張模式大規模滲透到全球金融市場，資產證券化交易完全停滯，於是此一模式的信用擴張大幅萎縮¹⁸⁸。美國次級房貸透過證券化的方式作成次級房貸抵押債務債券(Subprime CDO)，轉賣給全球各地之投資人，尤其是對沖基金(Hedge Fund)、保險公司、退休基金、銀行等機構，因此原本由貸放機構承擔次

¹⁸⁷ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁16~17。

¹⁸⁸ 同註¹⁸⁷，頁18。

級房貸之授信風險，就轉移給全球次級房貸抵押債務債券之投資人，將次級房貸風暴擴散至全球各地。由於投資人對次級房貸的高風險與抵押債務債券之複雜結構難以了解，只因高收益率而盲目投資導致損失慘重，進而各貸款機構全面緊縮信用，造成各國信貸市場流動性短缺，全球股市大幅下挫，掀起次級房貸風暴。

(三)投資銀行業的發展

銀行有四大類型：消費金融銀行(retail bank，或稱為零售銀行)、商業銀行(commercial bank)、投資銀行(investment bank)、綜合銀行(universal bank，類似台灣的金控公司)。消費金融銀行的主要承做業務是承作人與企業的存放款；商業銀行主要是提供銀行服務給企業，供企業營運之用。第二次世界大戰後，投資銀行逐漸興起，主要是因為貨幣市場基金、債券基金與證券化商品蓬勃成長；而綜合銀行則是集消費金融銀行、商業銀行與投資銀行於一身的銀行。

投資銀行普遍被認為是造成 2007 年美國次貸危機的始作俑者，1981 年的法令修改就是一例。該法令允許有存放款業務的銀行(saving and loan, S&L, 儲貸銀行)，把貸款轉賣給其他金融機構，這項立法即是次級房貸危機的始作俑者。1981 年之前，儲貸銀行會仔細評估借方的經濟能力，但法令更改後，允許銀行可以將放款連同利息一起轉賣，儲貸銀行就不再仔細審核貸款，一旦出現壞帳就轉賣給投資銀行，而投資銀行開始把買來的貸款，轉變成房貸擔保證券(mortgage-backed security)，然後再賣給其他投資人¹⁸⁹。

1980 年代另一項金融創新是高收益債券(high-yield bond，俗稱垃圾債券)，一般皆由信用評等較差的公司發行，收益高故風險也高。高收益債券使得原本在投資人眼中有財務風險的公司，瞬間能在公開金融市場上發行債券來籌措資金。1991 年，所羅門兄弟公司(Salomon Brothers)的招牌蒙上汙點，因為政府公債交易部門負責人被控非法競標美國國庫券，導致公司執行長與幾位高階主管因而辭職。1994 年也發生另一醜聞，吉德皮博迪公司(Kidder Peabody)的喬瑟夫·傑特(Joseph Jett)據說捏造了三億多美元的獲利，用來掩蓋實際的投資虧損，為自己謀取高額紅利。雖然一路上顛簸不斷，但投資銀行的規模與獲利，在 20 世紀仍然不斷成長。2001 年，投資銀行界開始面臨一連串困境，其中最大的難關就是美國高科技業泡沫化所造成的經濟衰退，不僅僅是整個經濟反轉向下，投資銀行提供給高科技公司運作股票公開上市的資金迅速減少。直到 2004 年，新的銀行法規推出新版巴塞爾協定(Basel II)，對金融風險評定的一套量化標準，允許銀行可以進行比過去更高倍數的槓桿操作，讓情況愈演愈烈¹⁹⁰。

¹⁸⁹ 林錦慧譯，Dr. Chris Howard 著，**搞懂金融世界第一本書**(台北，大是文化有限公司，2011 年)，頁 28。

¹⁹⁰ 同註¹⁸⁹，頁 29。

三、次級房貸風暴的成因與影響

(一)次級房貸風暴的成因

1.總體經濟政策面

(1)全球資金過剩

2001年因受到科技泡沫化影響，股票和債券雙雙走跌，全球主要央行營造低利率環境，使經濟呈現長達6年的成長，通膨維持穩定，即所謂的「大穩定」(Great Moderation)¹⁹¹。由於各國央行採取寬鬆貨幣政策導致全球流動性過剩，於是過剩的資金四處尋求投資標的，造成全球股票和債券市場上揚，房價也處於長期上升的態勢。在投資銀行眼中，美國房地產是具有獲利潛力的市場，因為房價不斷上漲，故房貸違約比例極低。銀行於是加碼投資住宅房地產，買進房貸產品，並且大舉利用金融工具，如轉手買賣的房貸擔保證券，來積極放貸及大量興建房地產，伴隨著投機客加入市場，創造出百萬筆新的房貸業務，讓銀行買入之後加以證券化。銀行根據複雜的訂價模型評估資產和風險，而模型的假設基礎是根據房價的歷史波動及房貸違約比例，於是漸漸的大家開始產生，房價只會漲不會跌的信念。

(2)全球信貸緊縮

到了2006年，美國房市開始動盪，由放款給高風險借款人的貸方，出現違約情況，於是貸方減少了高風險放款，並提高現有借款人的房貸利率。然而，房貸利率提高意味著違約比例增加，而緊縮放款也減低了一般民眾購屋意願，於是房價開始快速下跌，使得支付浮動利率的次級貸款人¹⁹²及房地產投機客，開始出現違約，付不出房貸的情況。這時投資銀行手中持有高達數億美元的房市相關證券，出現業務衰退，房貸下跌的幅度以及房貸違約數增加的幅度，遠超過一般銀行預估，銀行持有的私募股權基金相關債權，市值跌到原本價值的零頭，銀行為了打消呆帳，資產負債表上的虧損也就顯而易見。2007年秋天，手中握有房貸金融商品及債務相關的投資銀行，開始打消數十億美元的呆帳，認賠了結。許多銀行當初舉債購買那些金融商品，原本想用借來的錢提高獲利，結果卻反而擴大虧損，也由於銀行所持有的債權資產在市場上乏人問津，價格持續探底，銀行的財務穩定性也就更岌岌可危。

2008年3月，華爾街開始謠傳貝爾斯登投資銀行，因為涉入房貸市場很深，處境危險，民眾失去信心後開始贖回基金，造成貝爾斯登的現金供應吃緊，而華

¹⁹¹ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁31。

¹⁹² 次級貸款人(subprime borrower)是指信用較差、違約風險較高的借款人。次級房貸風暴主要就是這些借款人無力償付房貸所引發的。

爾街其他銀行也收手觀望，以降低自己的曝險程度。美國第 3 大銀行摩根大通計劃低價收購陷入財政危機的美國第 5 大投資銀行貝爾斯登，提出以每股 2 美元的價格收購，這個收購方案意味著貝爾斯登的總價值只有 2.36 億美元，由於貝爾斯登不具有商業銀行資格，無法從美國儲備聯邦委員會的貼現窗口直接獲取資金，因此美國聯邦儲備委員會在 3 月份決定透過摩根大通銀行注資給貝爾斯登 300 億美元應急，貝爾斯登的股價當天一日內暴跌 46%，收盤價格為每股 30 美元，這是 1929 年美國經濟大蕭條以來，聯儲局的首次注資行動¹⁹³。

2008 年 7 月，國際貨幣基金組織(IMF)提出一份報告指出，房價下跌和經濟成長趨緩使得信貸緊縮嚴重，銀行界因為資產負債狀況受到的壓力，也將加劇此狀況，美國政府大量撥款刺激市場，拯救經濟衰退，而這些額外開支大部分來自於借貸，華盛頓更把美國 2009 年的預算赤字預測提高到 4820 億美元，且美國聯邦儲備理事會已經沒有降息空間來促進經濟成長¹⁹⁴。2008 年 9 月，全球最大的證券交易商美林證券，同意讓美國銀行以 500 億美元收購；全球最大保險企業美國國際集團(AIG)也向聯邦儲備局要求 400 億美元的緊急援助；美國第 4 大投資銀行雷曼兄弟公司(Lehman Brothers)在美國房貸產品市場負債達 6130 億美元¹⁹⁵，同樣面臨現金不足以及投資人失去信心問題，隨著英國巴克萊銀行和美國銀行等最有潛力的買家先後宣布退出收購後，向美國申請破產保護，但遭到拒絕。

2. 個體金融機構面

個別金融機構為追求資金運用更有效率，使風險調整後報酬極大，遂進行資產證券化，將風險移轉給其他金融機構，此舉對整個金融體系是不具效率的，因為風險並未消滅，只是由個別金融機構移轉給金融體系中之其他投資人。

(1) 欺瞞房貸品質(Mortgage Fraud)

指貸款創始機構(Originator)可能欺瞞安排機構(Arranger)有關房屋貸款的信用品質。證券化安排機構(Issuer)通常透過創始機構買進房貸群組(Pool of mortgage loans)，安排發行機構必須成立破產隔離信託(bankruptcy-remote)買入房貸，並與信用評等機構諮商房貸證券化的結構形式，向美國證券交易委員會(SEC)申請必要資訊，透過破產隔離信託發行房貸抵押證券給投資人¹⁹⁶。由於創始機構對借款人信用品質資訊的掌握，遠超過安排發行機構，若無適當的監督機制，創始機構可能與借款人勾結，提供不實的貸款申請資料。

¹⁹³ BBC News, March 17, 2008

http://news.bbc.co.uk/chinese/trad/hi/newsid_7300000/newsid_7300000/7300011.stm

¹⁹⁴ BBC News, July 28, 2008

http://news.bbc.co.uk/chinese/trad/hi/newsid_7530000/newsid_7530000/7530095.stm

¹⁹⁵ "Lehman Brothers", Wikipedia

<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E9%9B%B7%E6%9B%BC%E5%85%84%E5%BC%9F>

¹⁹⁶ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009 年 3 月，頁 44。

(2)代理問題(Principal-Agent Problem)

指資產管理人(Agent)可能沒站在投資人(Principal)的立場積極管理房貸資產群組。由於投資人與資產管理人對金融產品複雜度的了解有所差距，投資人對於資產管理人的投資策略無法完全了解，而質疑資產管理人的操作能力；或資產管理人為了私利，故意未盡善良管理人之責任，造成代理問題。

(3)信用評等機構模型錯誤的問題(Model Error)

由於金融商品的快速創新且過於複雜，使信評機構的評等模型不足，方法或資料與假設有缺陷，從而發生錯誤，此為誠實的錯誤(honest errors)；另一方面，信評機構的評等報告費用由發行機構支付，而非由投資人支付，因此信評機構可能與發行機構聯合起來操弄模型，欺瞞投資人，是為不誠實的錯誤(dishonest errors)¹⁹⁷。用數量模型(Quantitative model)來進行交易以及評估風險蔚為風潮，隨著電腦運算能力不斷提升，有愈來愈多投資決策都是以數學演算法制定出來，銀行的風險控管並沒有跟上產品創新的腳步，甚至是銀行的決策者都並不瞭解自己銀行暴露在極大風險之下¹⁹⁸。

(二)次級房貸風暴的影響

次級房貸風暴所引起之金融危機及全球經濟衰退，自2007年至今，信用市場、債市、匯市及股市均受衝擊，波動性遽增。一直以來，長短期利差(interest rate spread)被視為判斷景氣強弱的指標，同時該指標亦為美國領先指標(leading indicator)¹⁹⁹中10個項目之一。根據美國會議委員會²⁰⁰(Conference Board)所公佈的領先指標中，長短期利差的定義為10年期公債利率減去聯邦基金利率²⁰¹(Fed fund rate)，利差小表示景氣處於疲弱，利差大表示景氣處於擴張。2008年長短期利差與採購經理人指數(PMI)的走勢，可發現利差縮小時亦伴隨著景氣走弱，當PMI指數從2005年的58降至2007年的50，長短期利差也從2005年的50降至2007年的40，從歷史資料顯示長短期利差與景氣榮枯走勢極為一致(圖3-2)。

¹⁹⁷ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁46。

¹⁹⁸ 林錦慧譯，Dr. Chris Howard 著，**搞懂金融世界第一本書**(台北，大是文化有限公司，2011年)，頁38。

¹⁹⁹ 又稱領先指數或先行指標，是預測未來經濟發展情況的最重要的經濟指標之一，是各種引導經濟循環的經濟變量的加權平均數。美國領先指標包含有，每週平均工作時數、每週申請失業保險金人數、消費品及非國防用之製造業新訂單、銷售業績、建築許可、股價變動、貨幣供給 M2、殖利率利差、消費者預期物價指數。

²⁰⁰ 在 1916 年成立，是一家非營利性的商業組織，主要從事世界經濟數據分析，領先指標及消費者信心指數等重要指標皆是由此單位率先提出，用以提供商界及投資大眾一個判斷依據，在 60 個國家中連結了 1,200 個公司，每年的全球會議吸引了超過 12,000 名高階經理人參與。

²⁰¹ 意義同於隔夜拆款利率。

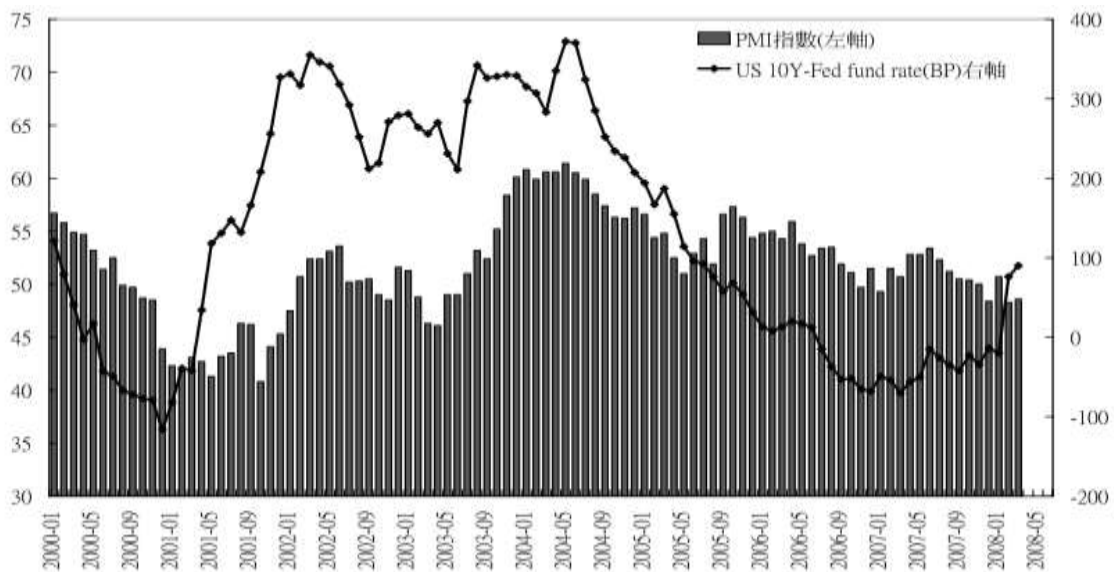


圖3-2 採購經理人指數(PMI)與美國10年期公債利率(2000年至2008年)

資料來源: Bloomberg, 2011/4

(1)信用市場(Credit market)

次貸風暴發生後，為維持房貸市場穩定，2008年9月7日美國財政部宣布監管房利美(Fannie Mac)與房地美(Freddie Mac)，但雷曼兄弟(Lehman brothers)9月15日倒閉後，造成信用市場極大衝擊，被迫中止CDS合約，作業及流動性風險大增，同時AIG因持有龐大的CDS曝顯部位而受損失，信評調降導致該公司立即因擔保品不足面臨資金短缺問題，CDX(investment grade index)在當天從42bp跳升至205bp²⁰²。

信評機構調降以次級房貸為抵押品之證券化商品，全額達數十億美元，使投資人重新衡量房貸抵押證券之信用風險，部分投資人調整投資部位至安全性高的政府公債，而部分的投資人產生違約情況，美國銀行部門5年期信用違約交換指數(CDS INDEX)自2008年第1季的124.9bp，在第3季快速成長至595.986bp，直到2009年第1季才降至272.271(圖3-3)。

²⁰² 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁38。



圖 3-3 美國 5 年期銀行部門信用違約交換指數(CDS INDEX)變化

資料來源: Bloomberg, 2011/04, 作者自繪

這樣的信用風險評價反映於信用商品市場，雷曼兄弟在 2008 年 7 月宣佈倒閉後，BBB-級次貸資產抵押證券指數²⁰³(ABX)，利差從 2007 年中旬的 80bp 上升至 2008 年的 320bp，成長了 4 倍；A 級 ABX 利差更從 2007 年的 40bp 成長至 2008 年的 240bp，共成長了 6 倍(圖 3-4)。美國聯準會(Fed)在 2007 年 9 月 18 日宣布調降利率 50bp 後，信用市場稍為穩定，但美國房市約有 2,500 億美元的次級房貸在 2008 年面臨利率重設定，延遲還款比率(delinquency rate)增加。美國房價在 2008 年持續下跌，加上經濟衰退，失業率攀升，個人與企業之貸款違約率上升。

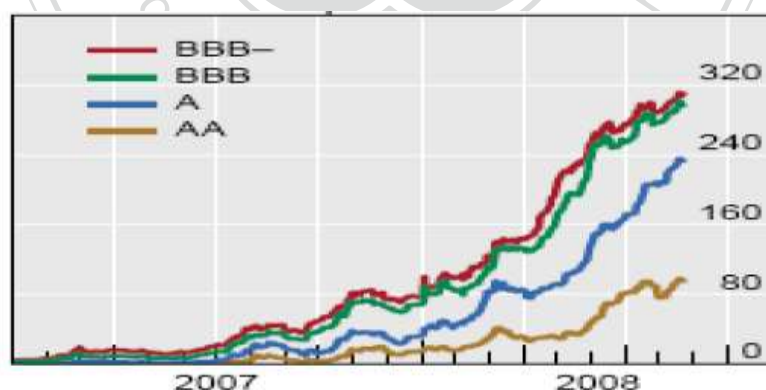


圖 3-4 次級房貸資產抵押證券指數(ABX)

資料來源：賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009 年 3 月，頁 40。

(2) 外匯市場

外匯市場自 2004 年來盛行利差交易(carry trade)，即借入低利率貨幣、買入

²⁰³ 亦稱衍生性商品指數。

高利率貨幣之策略，該策略依賴平穩市場獲利，當次級房貸風暴發生後，金融市場波動性遽增，引發外匯市場大量平倉利差交易部位(unwind carry trade)，其中如日圓等低利率貨幣貶值幅度較小，歐元及盧布等高利率貨幣貶值幅度較大。盧布價格在2008年7月份雷曼兄弟宣布倒閉後，從23.4盧布對1美元迅速貶值，直到2009年第1季貶值到29.3盧布對1美元，2009年第2季貶到35.7盧布對1美元，總計10個月內盧布貶值幅度高達52.5%(圖3-5)。

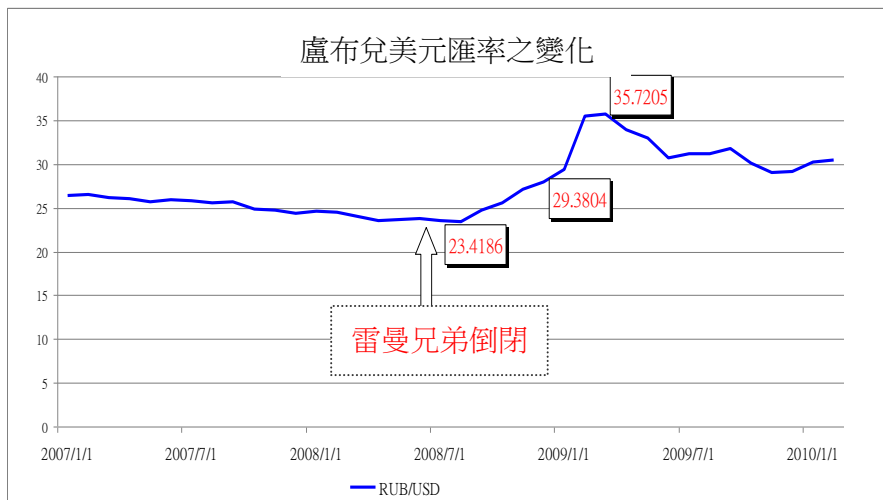


圖 3-5 盧布兌美元匯率之變化

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

高利率貨幣如歐元也因外匯市場大量平倉利差交易部位，在2008年7月從0.62歐元對1美元，貶值至2008年12月的0.79歐元對1美元，在5個月內貶值幅度達27%(圖3-6)；相較之下，低利率貨幣如日幣則貶值幅度較小，自2008年7月102.3日圓對1美元，貶值至2008年11月的108.6日圓對1美元，4個月內貶值幅度僅6%(圖3-7)。

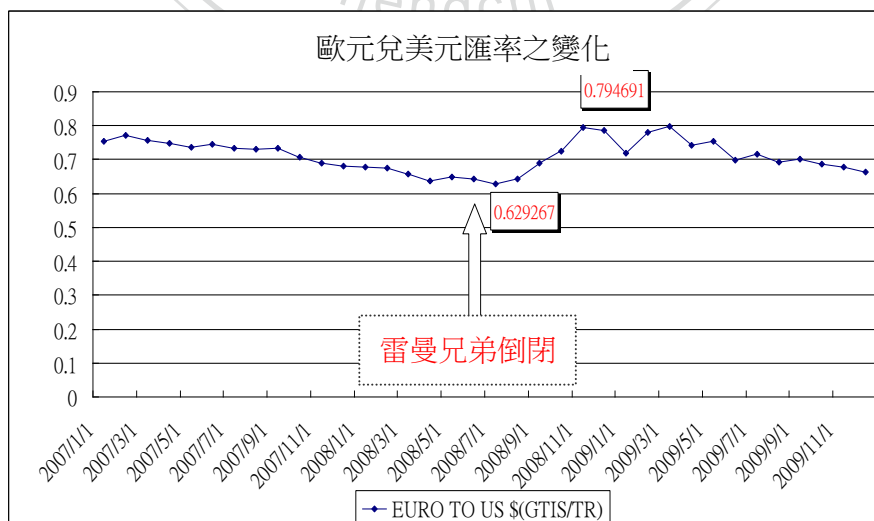


圖 3-6 歐元兌美元匯率之變化

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

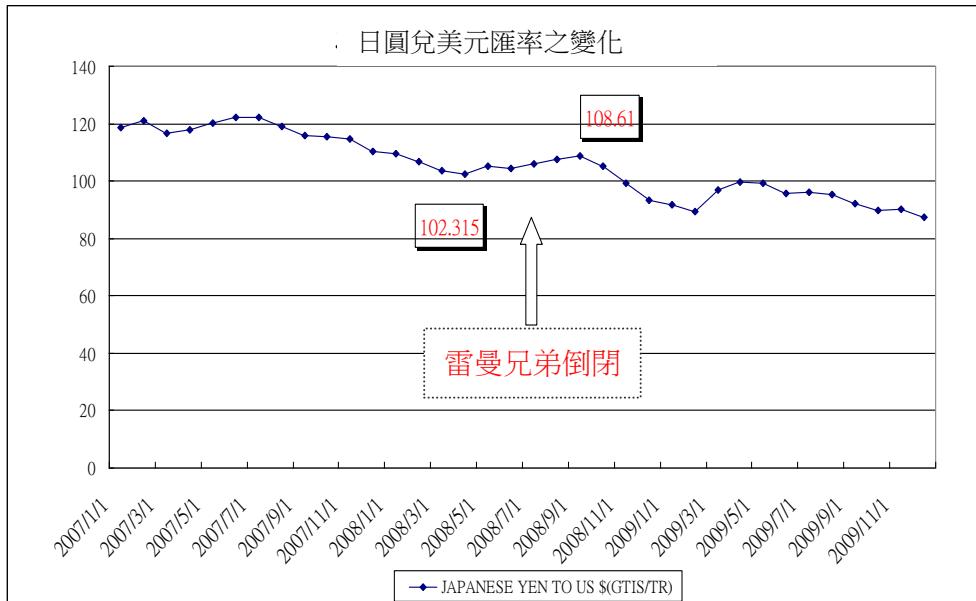


圖 3-7 日圓兌美元匯率之變化

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

比較在外匯市場上貨幣對美元的波動率，盧布從 2007 年 0.65 的波動率上升至 2009 年的 2.32；日幣波動率也從 2007 年 2.64 上升至 2009 年的 4(圖 3-8)，近乎一半的成長率，可以看出次級房貸風暴影響外匯市場甚鉅。

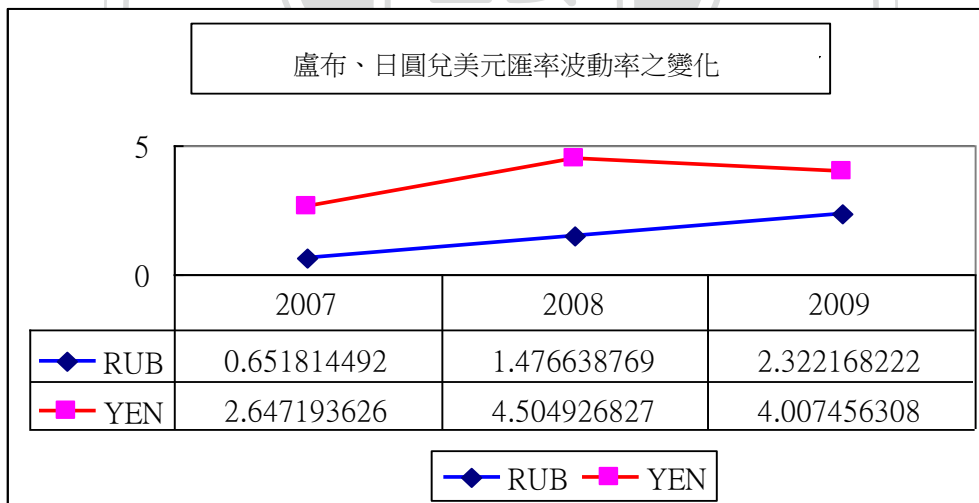


圖 3-8 盧布、日圓兌美元匯率波動率之變化

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

(3) 股票市場

次級房貸風暴發生後，投資人重新評估美國經濟前景，將資金轉向安全性高之資產，在市場中的熱錢迅速減少，造成全球股市下跌。2008 年初，美國製造業指數及失業率均顯示經濟衰退跡象，投資人對股市悲觀，2008 年 1 月 21 日，歐洲 DJ Stoxx 50 指數單日下跌 6.5%，日本 TOPIX 指數單日下跌 3.6%，當日美

股休市，2008年1月22日，美國聯準會於美股開盤前緊急降息75bp以避免股市崩跌²⁰⁴，MSCI美國股價指數從2008年7月1222.79崩跌至2009年4月的700，連續9個月股市持續下跌，跌幅達到42%(圖3-9)，同時間在2008年9月美國的兩房破產等負面消息影響了全球其他市場，MSCI俄羅斯股價指數從1612.99下跌至2009年1月的350.82，在6個月內跌幅達到78%(圖3-10)。

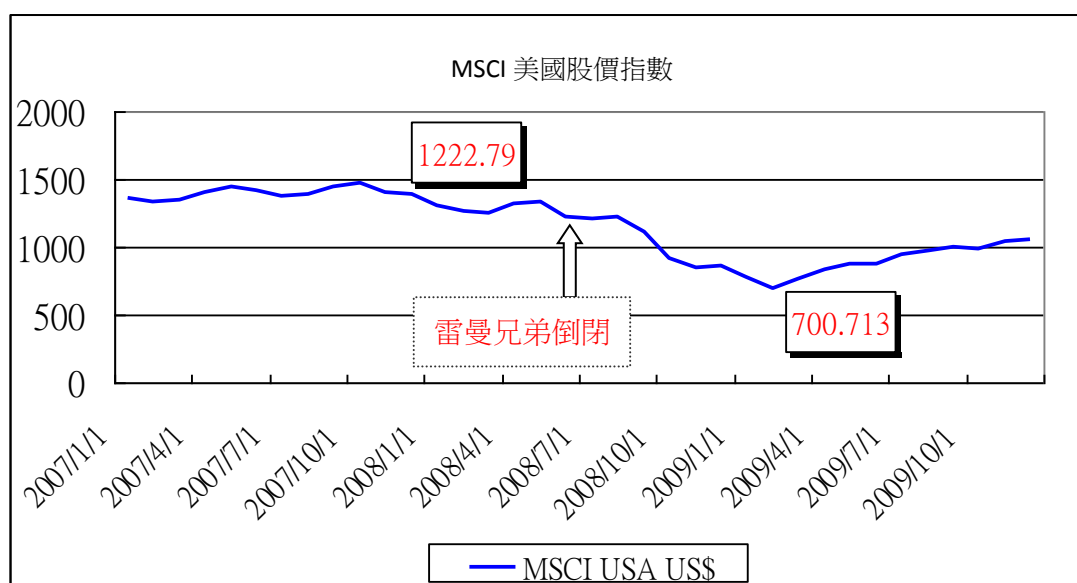


圖 3-9 MSCI 美國股價指數(單位:美元)

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

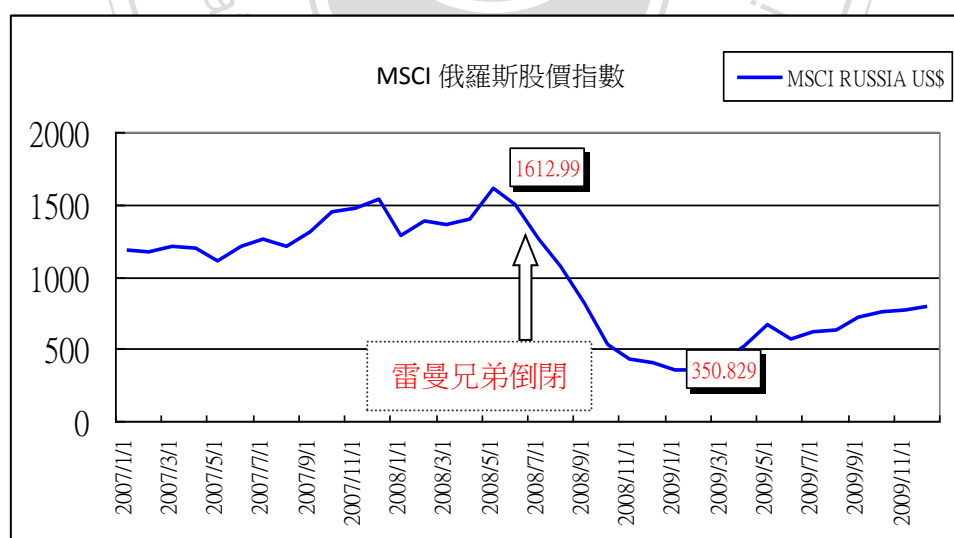


圖 3-10 MSCI 俄羅斯股價指數(單位:美元)

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

²⁰⁴ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009年3月，頁46。

這股全球次級房貸的風暴席捲到歐洲市場及東亞市場，MSCI 歐洲股價指數在 2008 年 7 月過後從 1432.13 持續下跌，至 2009 年 4 月到 634.85 止跌，9 個月內持續下跌的幅度深達 55%(圖 3-11)；東亞市場中的 MSCI 日本股價指數先是在 2008 年 7 月到 10 月間從 3048.02 跌至 1975.95，3 個月內跌幅超過 30%，總計到 2009 年 4 月 1741.89 後止跌，9 個月內跌幅達到 40%(圖 3-12)。

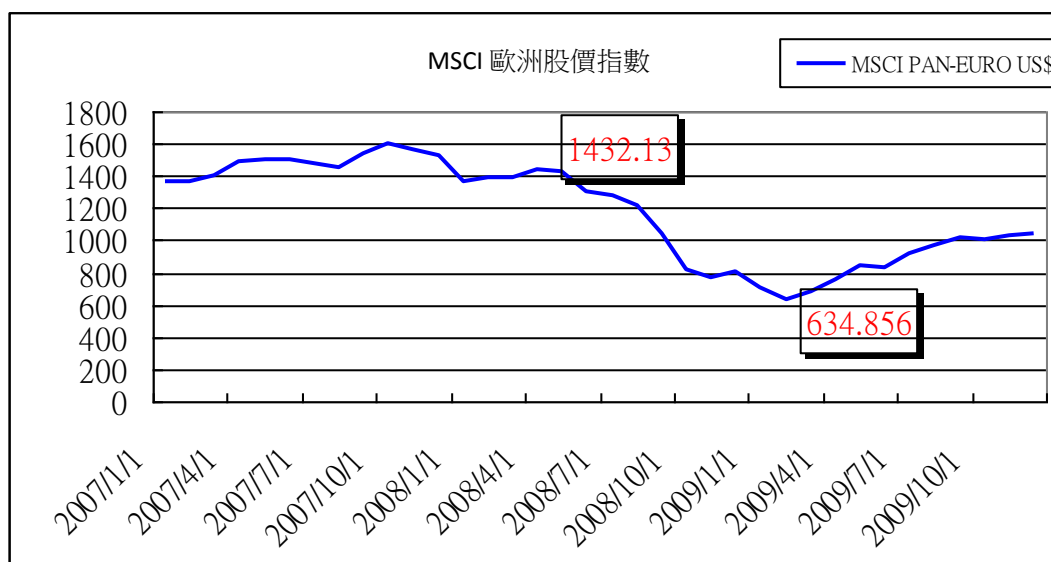


圖 3-11 MSCI 歐洲股價指數(單位:美元)

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

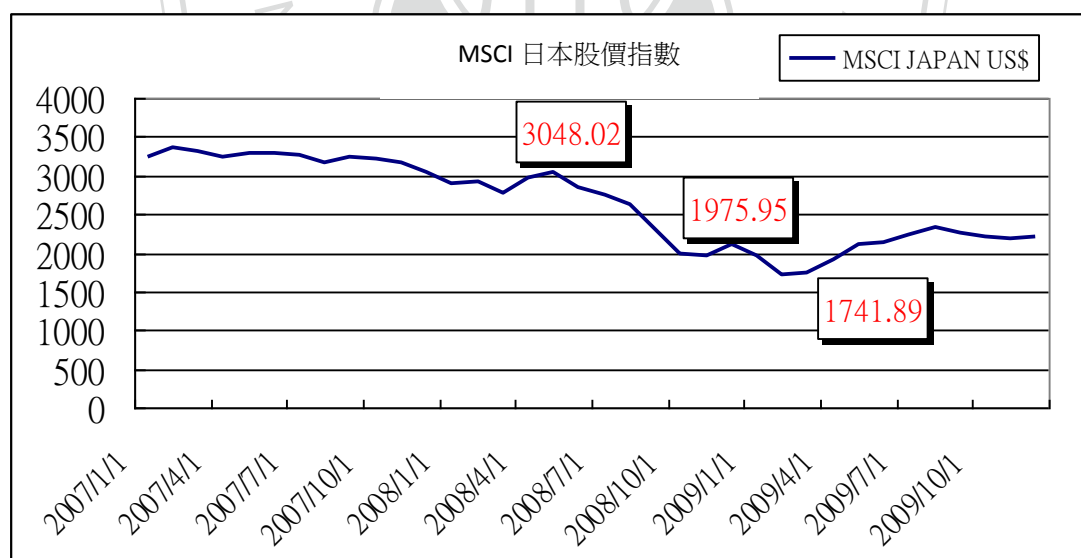


圖 3-12 MSCI 日本股價指數(單位:美元)

資料來源: Bloomberg,2011/04,作者自繪

從 MSCI 股價指數波動率(equity VIX index)觀察 4 個國家，包含美國、俄羅斯、日本及歐洲，俄羅斯股市波動率最高，以 2007 年的 136.7 及 2008 年的 432.7 居冠，次之則為日本股價指數波動率在 2008 年超過 400(圖 3-13)，S&P VIX 指

數自 2007 年 1 月的 10% 水準上升到 2008 年 11 月 80%，歐洲 DJ Stoxx 50 波動度指數自 2007 年 1 月之 15% 水準上升到 2008 年 10 月的 87%²⁰⁵。

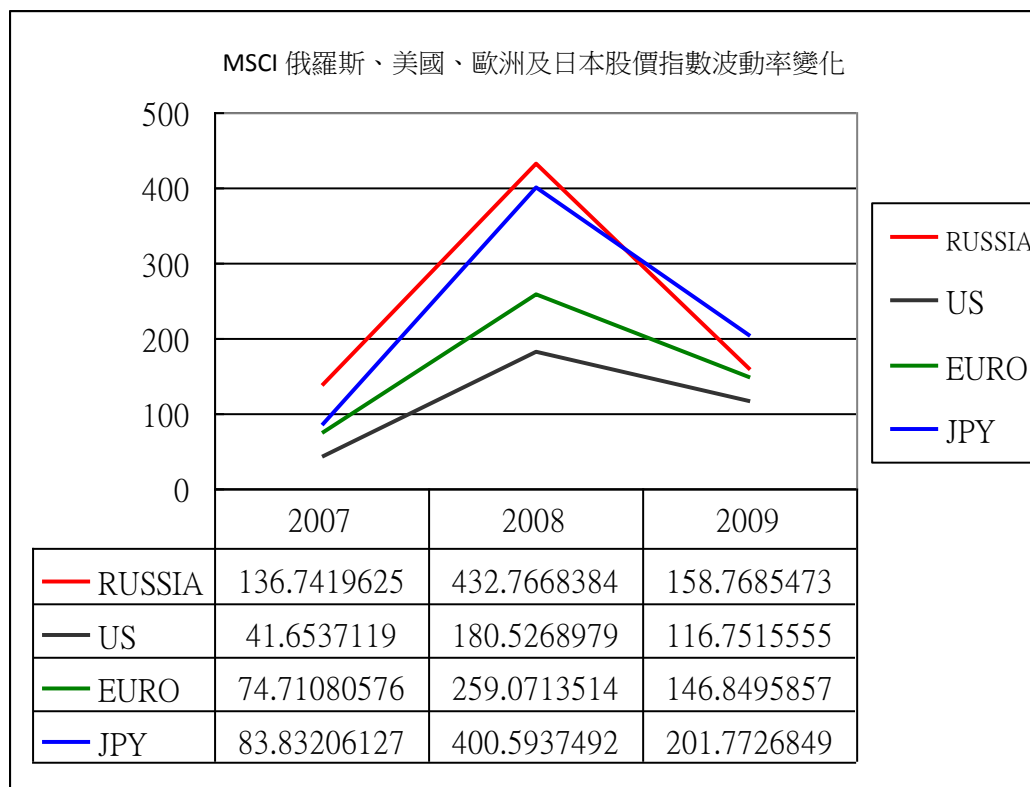


圖 3-13 MSCI 俄羅斯、美國、歐洲及日本股價指數波動率變化

資料來源: Bloomberg, 2011/04, 作者自繪

²⁰⁵ 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北：外匯市場發展基金會委託計畫，2009 年 3 月，頁 46。

第二節 俄羅斯政府金融安全政策

壹、俄羅斯金融監管制度

俄羅斯的金融業有分業經營、分業管理、混業經營及混業管理。保險與銀行是分業經營及分業管理，指的是由俄聯邦財政部進行監管任務；而證券業是混業經營及混業管理，指的是由商業銀行允許經營證券業務，即證券業並未獨立，並由中央銀行及證券監管部門共同監督。按照俄羅斯金融改革設計，俄羅斯沒有保留國有銀行，將全部國有銀行進行了股份制改造，中央政府、地方政府、企業與居民都可以持有商業銀行的股份，商業銀行間也可以互相持股，在俄羅斯儲蓄銀行和俄羅斯外貿銀行，中央銀行分別擁有 50% 即 90% 以上的股份²⁰⁶。

一、俄羅斯金融監管內容框架

俄羅斯中央銀行的監管目標及監管法律依據，2000 年 6 月 28 日俄國政府通過《俄羅斯政府長期社會經濟政策基本方針》，提出至 2010 年的經濟發展目標。主要目標為保持低通貨膨脹率和維持盧布匯率穩定，由浮動匯率制度轉為管理式浮動匯率制度，建立穩定的金融市場和合理融資管道，恢復和發展各種證券市場，進行銀行重組，建立一個以國家控股銀行為核心、財務狀況基本穩定的銀行為基礎。

俄羅斯中央銀行履行監管職能的法律依據，主要有《俄聯邦中央銀行法》、《俄聯邦中央銀行法》、《俄聯邦銀行及銀行活動法》、《信貸機構破產法》及《俄羅斯憲法》²⁰⁷。

二、監管程序與風險控制

監管當局透過報表資料的分析，去評判銀行資本適足率、信貸風險和資產質量、內部控制程序及流動性的適宜與否來判斷總體財務狀況。俄羅斯對商業銀行進行檢查重點有三，其一為檢察回報中央銀行的報表真實度，各項業務是否符合標準，其二為經濟指標是否符合中央銀行要求，其三為對有分行的商業銀行採用複式檢查，從總行到分行一併標準。檢查工作的程序為：制定檢查計畫，再對各種財務報表與帳目分析，最後按照規定與商業銀行有關人員座談，必要時可直接查訪該單位之主管²⁰⁸。

²⁰⁶ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 421。

²⁰⁷ 同註²⁰⁶，頁 421~422。

²⁰⁸ 同註²⁰⁶，頁 422~423。

1998年，在現有支付系統的框架內，為防止出現法律風險，採用簽訂同業往來帳戶(又稱代理銀行帳戶)協議方法，支付系統各方可透過網絡進行電子數據交換，協議註明其支付責任、結算方式、操作規則與安全措施。1999年12月，國際清算銀行支付與結算委員會公布《支付系統基本原則》，該報告，指出俄羅斯銀行支付系統必須承受以下的風險考驗：信貸風險²⁰⁹、清算風險²¹⁰、法律風險²¹¹、業務風險²¹²及系統風險²¹³。

三、對不良債權的處置方法

1992年俄羅斯採震盪療法，將原國有銀行和國有企業進行了股份制或私有制改革，在國有銀行轉變為商業銀行過程中，對銀行的呆帳主要採取兩種方式：其一，屬於俄羅斯中央銀行對企業提供的貸款，債權被商業銀行繼承，此部分由國家杜馬通過預算後予以核銷，也就是說國有企業所欠的銀行貸款頓時間轉變為國家債務，由財政部出資予以核銷，目前，俄羅斯財政部已對銀行在農業、能源、貿易、金屬與林業等部門的呆帳大都已核銷完畢；其二，屬於銀行自行經營而出現的呆帳，銀行可將債券轉變為股權，在市場上進行公開買賣，但這部份股權不能轉變為股份²¹⁴。

四、對商業銀行及其帳戶的管理

中央銀行負責商業銀行的監管責任，主要表現在商業銀行發放市場准入許可證上，藉此控制市場上商業銀行數量。目前，俄羅斯調整商業銀行活動，主要法律依據是1995年頒布的《俄聯邦銀行及銀行活動法》。為了提高貸款回收率，減少不良資產，當企業申請貸款時，銀行首先觀察該企業是否在本銀行開戶，若該企業在其他銀行開立了結算帳戶，應由開戶行將該企業的信貸狀況加以說明，否則非開戶行對該企業將不予貸款。商業銀行可為法人與自然人提供結算服務，法人與自然人開立銀行帳戶應提供以下文件：由申請開戶單位與會計師簽字的開戶申請書、國家註冊執照複印文件、單位章程複印文件，必須經由上級主管確認批准、在稅務機關的登記證明、提供主管及印章及公章的樣模卡片與信貸部門簽訂的開戶協議書²¹⁵。

²⁰⁹ 該風險是由於一方不能履行或不能全部履行金融義務，造成違約的情況。

²¹⁰ 該風險是由於資金不足不能結算或徹底結算。

²¹¹ 由於法律服務及法律工具問題加劇了信貸與清算風險。

²¹² 由於技術故障與業務錯誤而加重了信貸風險與清算風險。

²¹³ 該風險指由支付系統的人為問題，或系統本身問題引起金融系統的其他部門無法順利運作，這種系統風險可能引起大規模信貸與支付危機，從而使系統本身及整個金融市場受到衝擊。

²¹⁴ 高曉慧、陳柳欽，《俄羅斯金融制度研究》(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁424。

²¹⁵ 同註²¹⁴，頁424~425。

五、對外匯及證券的監督

俄羅斯外匯業務的管理機構是聯邦中央銀行，頒布外匯使用條例、確定官方匯率以及為經營外匯業務的商業銀行進行授權，對外匯業務實施監管和干預。主要職責是制定外匯及外匯有價證券在俄羅斯流通的程序，如發布聯邦僑民與非僑民必須遵循的法律文件、為從事外匯及外匯有價證券業務的僑民與非僑民制定規章、為從事盧布及俄羅斯有價證券業務的僑民與非僑民制定規章、為僑民制訂將外匯及外匯有價證券攜帶出入境制定規章、為僑民制定在俄羅斯設置外匯帳戶的程序、制定銀行及其他從事外匯業務的信貸部門經營許可證的發放原則及許可證，制定統一的結算清算報表及外匯業務統計方式。

國家主要透過以下方法對證券市場加以調控：為證券發行者和職業參與者制定必須遵守的強制性法律、為證券發行量及發行說明書加以註冊，對發行人的責任與條件進行監控。主要內容包含三種，其一，對證券市場的職業參與人實行許可證制度；其二，建立對證券持有人的法律保護系統，檢查發行人及證券市場職業參與人是否合法經營；其三，對證券市場中無許可證者，予以取締²¹⁶。



²¹⁶ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁425~426。

貳、俄羅斯存款保險制度

存款保險制度指要保金融機構以其依法所吸收之存款為標的，向存款保險機構投保並繳付保險費的一種政策性保險。以我國為例，倘要保金融機構發生停業或無法清償其所收受的存款等情形時，由中央存款保險公司在保險額度範圍內，賠付存款大眾，以保障存款人權益並維護金融安定。我國存款保險保障範圍依規定凡經依法核准收受境內「存款」（不包括銀行所設之國際金融業務分行(OBU)收受之存款)或「受託經理具保本保息之代為確定用途信託資金」的金融機構，包括銀行、信託投資公司、外國銀行在台分行、信用合作社、設置信用部之農會及漁會，以及中華郵政公司等金融機構，都是存款保險承保的對象²¹⁷。

一、存款保險制度概述

美國是世界上第一個建立正式的存款保險制度(Explicit Deposit Insurance Scheme, EDIS)的國家，美國聯邦存款保險公司，在1934年美國經濟大蕭條時期的銀行危機時創立，普通帳戶保額為10萬美元，個人退休帳戶(IRA)最高保額為25萬美元²¹⁸。目前國際上通行的理論是把存款保險分成隱性存款保險和顯性存款保險兩種，隱性的存款保險制度多見於發展中國家或者國有銀行的體系中，指國家沒有對存款保險制定制度，但在銀行倒閉時，政府會採取某種形式保護存款人的利益，因而形成了公眾對存款保險的預期；顯性的存款保險制度是指國家以法律的形式對存款保險的要素機構設置。顯性存款保險制度的優勢有三項，第一為銀行倒閉時，法律規章明確了賠付額度，可穩定存款人的信心；第二為事先進行基金積存，以用於賠付存款人；第三為增強銀行體系的市場約束，明確銀行倒閉時各方責任²¹⁹。

鑒於聯邦存款保險公司對穩定美國金融體系和存款保險人的成效卓越，加上20世紀80年代以來，世界上相繼發生了一系列銀行危機與貨幣危機，促使許多國家政府借鑑國外存款保險制度的基礎上，結合本國實際狀況，建立存款保險制度，至2002年，全球共有76個經濟體建立了各種形式的存款保險制度(圖3-14)，至2006年已經增加至95個²²⁰。

²¹⁷ 「存款保險小百科」，中央存款保險公司，

<http://www.cdic.gov.tw/ct.asp?xItem=604&CtNode=447&mp=1>

²¹⁸ 「存款保險」，維基百科，

<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E5%AD%98%E6%AC%BE%E4%BF%9D%E9%9A%AA>

²¹⁹ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**（北京：社會科學文獻出版社，2005年），頁432~433。

²²⁰ 李榮謙，**貨幣金融學概論**（台灣：東華出版社，2007年），頁2。

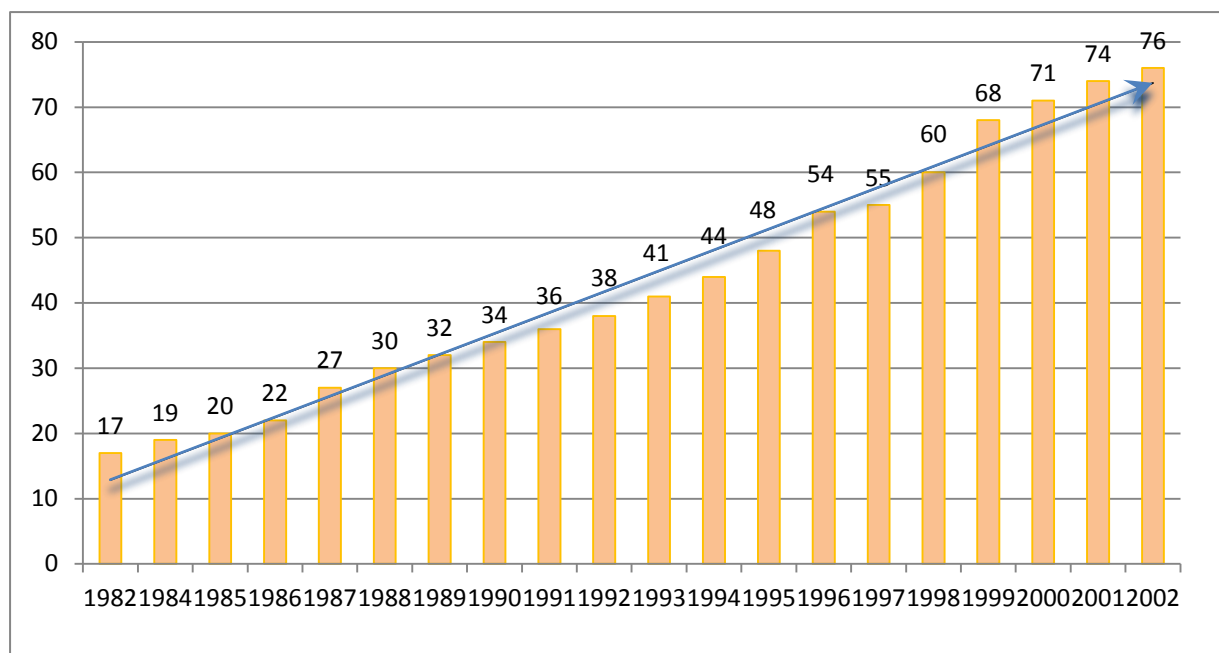


圖 3-14 全球建立存款保險制度的國家數目(1982~2002 年)

資料來源：高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 443。

二、存款保險制度產生的背景

20 世紀 90 年代以來，俄羅斯發生了數次大規模政治和金融動盪，1991 年底前蘇聯解體，百姓在銀行的存款幾乎一夜之間成為廢紙，1998 年俄羅斯爆發銀行危機，一大批商業銀行倒閉，這樣的事件發生後，保護存款人利益、維繫居民對銀行的信任、刺激大眾儲蓄增加的存款保險制度勢在必行。1999 年 9 月，俄羅斯杜馬通過居民存款保障法，計畫成立聯邦儲蓄公司，由政府、中央銀行和各商業銀行共同出資。政府和中央銀行提供首批儲蓄金 20 億盧布，商業銀行入股費為自有資金額的 0.5%，存款保險額度和比例為居民存款額不高於俄羅斯法定最低工資 83.5 盧布的 20 倍者，全額補償；存款為法定最低工資 20~250 倍者，全額補償；存款為法定最低工資 250~1000 倍者，補償一半²²¹。

2001 年 11 月，俄羅斯政府制定《俄聯邦銀行保障歸還公民存款》法律草案，從 2002 年 1 月日起，國家將承擔居民的存款保險責任，在銀行倒閉時，代理公司負責返還儲戶存款，一旦代理公司負債，國家將承擔債務，同時也對代理公司的活動進行嚴格監督。存款保險體系分為兩個階段實施：自 2002 年 1 月 1 日起各銀行自願加入存款保險體系；3 年後所有吸收存款的銀行都必須加入此一保險。2002 年 11 月 14 日，俄羅斯政府再次制定《自然人銀行儲蓄保險法》草案，法案規定由國家先投入 30 億盧布設立保險基金，銀行再按吸收存款的一定比例交

²²¹ 高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 441。

納保險金，一旦銀行破產則由存款保險基金將全部或部分存款歸還存戶，存戶金額在 2 萬盧布以下的將獲全部賠償，在 9.5 萬盧布以下的存戶將得到 75% 的賠償。2003 年 11 月 28 日，俄羅斯國家杜馬全體會議三讀審議通過《俄羅斯聯邦關於自然人在聯邦銀行存款保險法》，本法案旨在保護存戶的權益，增加人們對銀行系統的信任感，增加俄羅斯銀行系統對居民儲蓄的吸引力，規定 2007 年 1 月 1 日前，仍保留對儲蓄銀行存款的國家擔保，並對居民在銀行的存款實施強制保險的法律、財務和組織原則²²²。

三、俄羅斯存款保險制度的內容框架²²³

1. 存款保險法設立之前俄羅斯具體做法(1995~2001 年)

1995 年 11 月，俄羅斯簽發《關於保護存款人和股東權利的措施》的總統令，為分散商業銀行的風險，保障存款人的利益，《俄聯邦銀行及銀行活動法》建立了存款保險制度，該法第 36 條規定聯邦強制性存款保險基金制度，第 37 條規定了存款自願保險基金制度，銀行可以自願建立存款自願保險基金，該基金是非商業機構，成員不得少於 5 家銀行，資金不得少於最低法定資本金的 20 倍。1998 年俄羅斯金融危機後，政府成立了信貸機構重組署，專門對商業銀行進行清理，一方面採取關閉、合併、接管等種種方式對銀行體系進行重組，另一方面為了在重組過程中維護存款人的信心、加速金融恢復的過程和減少其與重組相關的直接支出，在存款保險立法之前就宣布對被撤銷的銀行存款實施有限保護。

每個存款人的最高支付數額不超過 1000 倍的俄羅斯法定最低工資，存款人應在一家銀行被宣布撤銷 3 個月內申請支付其存款，存款人申請後一個月內應得到償付，信貸機構重組署有一個特別基金來償付這種負債，這一基金由銀行和政府共同出資，目標水平為被保護存款的 5%，到 2001 年 5 月 1 日，這一基金的數額超過了 5 億盧布，基金數額超過了可能需付清債務總額的 1.3 倍，俄羅斯共有 5 家銀行加入存款保險制度。

2. 《俄聯邦銀行存款保險法》頒布後(2002 以降)

在 2002 年頒布了《俄羅斯聯邦關於自然人在俄聯邦銀行存款保險法》(簡稱《存款保險法》)，俄羅斯存款保險制度的內容較為完善，該法案規定信貸機構重組署負責管理居民存款保險制度，俄羅斯聯邦政府與俄羅斯中央銀行負責監管這一制度的運作，包含了存款保險制度主要原則與各方權利義務、保險事件的確認、取得存款補償申請程序、存款補償金額、存款保險經營目的和職能及存款保險制度的組織基礎。

²²² 高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 441。

²²³ 同註²²²，頁 442~443。

存款保險制度的主要原則，一切銀行必須根據聯邦法參加存款保險制度，參加者為根據聯邦法被認定之受益人，銀行為根據聯邦法認定之被保險人，存款保險為根據聯邦法認定之保險人，即俄羅斯中央銀行；保險事件的確認則由俄聯邦中央銀行撤銷銀行的許可證，或實行對債權人要求緩期支付自通過之日起生效後，就認定發生了保險事件；存款人自保險事件發生之日起至按次序滿足債權人的要求工作結束之日，有權利向存款保險社提出關於存款補償支付的要求，若存款人耽誤提出之日，存款保險社董事會可照其款項恢復職能；存款補償金額，由《存款保險法》規定，每個人存款的存款補償金額按照發生保險事件的銀行對該存款人存款債務總金額確定，按發生保險事件的銀行存款債務總金額 100%的存款補償支付給存款人，但是最高不超過 10 萬盧布、若存款人在同一家銀行有多個戶頭，並且總額超過 10 萬盧布，補償額最高不超過 10 萬盧布、若存款人在多家發生保險事件的銀行皆有存款，保險補償金額按每家銀行單獨計算、存款補償金額按存款人在發生保險事件日末的存款餘額計算、若發生保險事件的銀行對存款人的債務是外幣資金，存款補償金額按照盧布計算，匯率按照發生保險事件日，俄聯邦中央銀行公布的匯率計算、若發生保險事件的銀行存款人同時又是該行的借款人，存款補償金額按銀行對存款人的債務總額減去銀行在發生保險事件日前對存款人產生的貸款的總額計算。

四、俄羅斯存款保險制度的成效

俄羅斯在 2004 年推行存款保險法，在各方努力下，存款保險制度深入人心，從而促進整個金融體系的穩定與安全。以俄阿穆爾州為例，到 2004 年 3 月，該州人存款已恢復到 47 億盧布，比起實行之前的 2001 年 7 月增加了 30 億盧布，成長率達 177%，擴大了銀行資金運管能力。但在 2004 年 7 月發生了銀行危機，國家杜馬緊急通過私人存款擔保法案，對所有在 2003 年 12 月 27 日之後破產和被吊銷許可證的私人銀行存款進行擔保，擔保額度在 10 萬盧布以內，並對《存款保險法》進行了修正，將存款保險範圍擴大至未參與強制存款保險機制的商業銀行，一旦這些銀行破產，居民在這些銀行 10 萬盧布以下的存款將獲得俄羅斯中央銀行的全額補償，此一法案的修正大大提升了存戶對金融機構的信心。

自 2004 年 5 月銀行信任危機爆發至 2005 年 1 月，在俄羅斯 1584 家金融信貸機構中，已有 256 家中小銀行被央行吊銷了營業許可證，經過這次的風波，在俄羅斯的 1277 家經營居民存款業務的銀行中，有 1137 家銀行向俄羅斯中央銀行加入了存款保險體系，根據存款保險機構的數據，截至 2004 年底，各成員繳付的存款保險基金數額為 35.9 億盧布，2005 年 1 月 14 日，經過俄聯邦中央銀行批准加入銀行存款保險體系的銀行達到 456 家，總負債額超過 1.6 萬億盧布，占銀行體系存款總額的 90% 之上，其中 100 家大銀行中已有 83 家准許加入，對存款人的總負債佔全部批准加入存款保險體系成員的 84% 之多。

參、俄羅斯證券市場監管

證券市場監督管理指國家證券管理機關及其授權的管理機構，依照法律規定對有關證券發行、交易市場、市場直接參與者及其他有關中介機構的活動進行審核、許可、檢查及監督，包括政府的監管和行業組織的自律，對證券市場進行權威化、制度化的法律監管，在各國形成不同的證券市場監管體制。

一、世界三大證券市場監管體制比較

1. 「高度集中型」證券監管體制

高度集中型證券監管體制代表如美國、日本、韓國、臺灣、印尼及埃及等國。美國聯邦證券交易委員會(SEC)，就是根據1934年《證券交易法》設立的準司法機構，直屬於美國總統，對證券交易與發行進行全面管理²²⁴。在此框架下，美國國會和聯邦證券交易委員會(SEC)中間，設有一個聯邦儲備體系²²⁵(Federal Reserve System)，並且在聯邦證券交易委員會(SEC)之下，設有證券交易所、證券商協會、證券結算機構及地方證券監管機構，再往下則是各類證券中介分支機構(圖 3-15)。

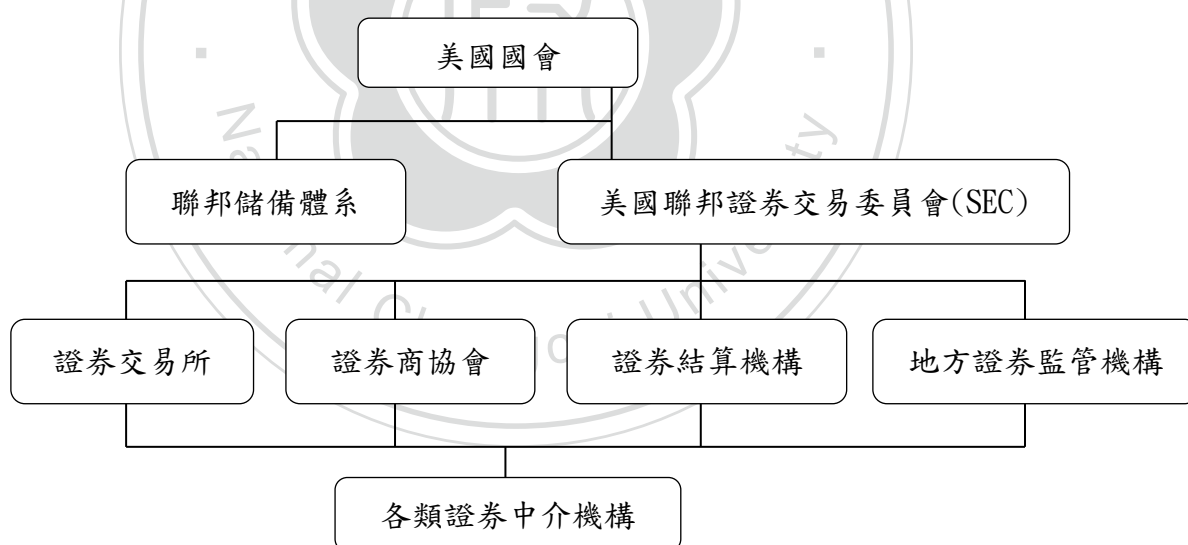


圖 3-15 美國證券監管框架圖

資料來源：高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京，2005年)，頁450。

²²⁴ 高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁450。

²²⁵ 屬於美國的中央銀行體系，由1913年的《聯邦準備法案》創設，避免再度發生如1907年的銀行危機。聯邦系統包括，「聯邦準備系統理事會」(Board of Governors of the Federal Reserve System)、「聯邦公開市場委員會」(Federal Open Market Committee)、「聯邦準備銀行」(Federal Reserve Banks)、3000個會員銀行及3個諮詢委員會(Advisory Councils)。美國聯邦準備系統是以私有形式組織而行使公共目的政府機構，94%利潤轉交給美國財政部。剩餘6%用於會員銀行發放利息之用，現任美國聯準會理事主席為班·柏南克(Ben Shalom Bernanke)。

2. 「高度自律型」證券監管體制

高度自律型證券監管體制以英國、瑞士及印度為代表，法律只是制定訊息公開制度，對證券交易所及其會員實行完全放任政策，國家沒有專門的證券監督行政機構，基本上由證券行業機制進行監督。這些自律組織包含了倫敦證券交易所(London Stock Exchange)、證券交易協會、證券業理事會及收購與合併專門小組，這4個機構都與政府機構相對獨立(圖 3-16)²²⁶。

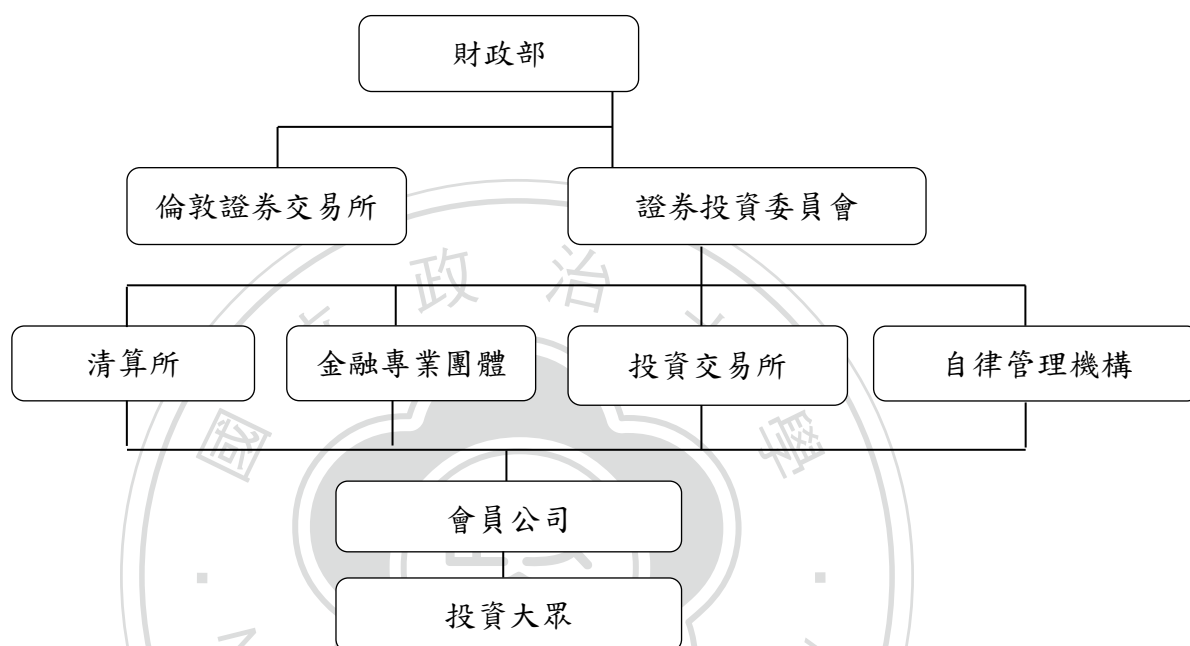


圖 3-16 英國證券市場管理機制

資料來源：高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京，2005年)，頁451。

3. 「中間型」證券監管體制

中間型證券監管體制在歐洲以法國、德國，義大利為代表，在亞洲則以新加坡、馬來西亞和香港為代表。中間型監管體制強調立法監督，又注重自我監管。以法國為例，監管證券的最高機構為：經濟、金融與預算部，但對於證券發行的審查，則由證券交易委員會執行；以德國為例，證券法律並無統一，也沒有建立起證券監管體制。中間型的證券市場監管體制特點包含，國家對證券業進行實質性的監督，根據有關立法來審核證券發行，制止不公平和證券詐欺行為，因為並無證券相關法規，中間型監管體制的國家多半採取銀行法規來規範證券業²²⁷。

²²⁶ 高曉慧、陳柳欽，俄羅斯金融制度研究(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁451。

²²⁷ 同²²⁶，頁452。

二、俄羅斯證券市場監管

1. 以法律依據規範證券市場

1991年12月28日，俄羅斯政府頒布《俄羅斯蘇維埃聯邦社會主義共和國有價證券發行與流通和證券交易所條例》，為蘇聯解體後第一部關於俄羅斯有價證券的法規²²⁸。在1995年以前，俄羅斯制定了110多個調節有價證券市場的法規²²⁹，1995年11月25日，俄羅斯聯邦議會正式通過《俄羅斯聯邦股份公司法》，對於俄羅斯市場股份制和證券市場具有重要意義，取代了以往的過渡性法規，對股份公司的證券業務做了評述，對股票和債券持有人的權利和義務，規則及股票市場價值評價做了具體規定。1996年4月22日，《俄羅斯聯邦證券市場法》頒布實施，此部法律為繼承1991年12月頒布的《有價證券發行與流通和證券交易所條例》的基本準則，確定了俄羅斯聯邦有價證券市場委員會及地方機構的權力職能，確立了自律組織，規定了股票及債券發行和流通的程序，證券市場的廣告規則²³⁰。

2001年俄羅斯通過《投資基金法》，且在2002年3月，簽署《俄羅斯聯邦刑法修改與補充法》，其中規定對有價證券市場上的犯罪行為追究刑事責任，進而從法律上進一步規範證券市場行為。目的除了改進有價證券發行程序和訊息揭露制度，也降低有價證券市場參與者的風險。2003年7月5日，《俄羅斯聯邦證券市場法》生效，特點在於加強對上市公司在訊息揭露和財會報表方面的約束和監管，如新法要求上市公司必須公告本公司股票獲准發行前5個財政年度(原為3年)的財務情況、前3個財政年度(原為1年)包括子公司在內的財務報表，公司財務部門的職責和人員情況，以便讓投資者能夠更加全面了解公司的歷史和現況，這部法律的實施提升了俄羅斯股票市場的透明度²³¹。

俄羅斯聯邦證券市場管理委員會計畫在2015年制定出統一、完整和可操作的期貨交易條例規章，主要包括：規定交易所未結清期貨合約最低限度的保證金數量、交易所每個參與者最大的期貨合約量、一次拍賣合約最低與最高之開盤價、確定期貨合約交易指數的統一標準，並在2016至2025年間，俄羅斯要建立符合現代標準的衍生有價證券市場，組織金融期貨、選擇權、遠期合約、交換合約等衍生證券業務的交易所²³²。

2. 以同業協會為自律監管

俄羅斯證券協會於1996年1月成立，作為信貸組織在平等互利、獨立自主

²²⁸ 程亦軍，「論俄羅斯證券市場」，*俄羅斯中亞東歐研究*(北京)，第4期(2006年)，頁38。

²²⁹ 高曉慧、陳柳欽，*俄羅斯金融制度研究*(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁454。

²³⁰ 同註²²⁸，頁38。

²³¹ 同註²²⁸，頁39。

²³² 郭連成，「俄羅斯證券市場：發展特點與發展戰略」，*太平洋學報*(北京)，第12期(2004年)，頁4。

的原則基礎上組成的專業化業務協會。全國證券協會制定並以 1997 年實施了有價證券市場的業務條例，2000 年秋季開始，實行《證券市場專業參加者規章》、《客戶服務標誌規章》、《提存業務條例》及《禁制對證券市場行情使用騙術的規定》；為了對協會成員在有價證券市場上的活動，並遵守由有價證券市場業務規章規定的要求實行監管，協會制定了責任與紀律措施；為了解決市場上時常發生的分歧，成立了全國證券協會仲裁法庭，內部人員則在對等原則上的國內外專家組成。截至 2001 年 4 月 1 日，協會成員有 200 家信貸組織，分別來自俄羅斯 20 個區的證券市場專業參加者，協會最高及管理機構是成員大會和理事會，協會主要目的是促進證券市場發展，保障信貸組織在證券市場上的有效經營。

為了提高上市公司中獨立董事的自律能力，規範獨立董事在上市公司內部及參與證券市場時的行為規範，俄羅斯於 2002 年 2 月 1 日成立了獨立董事協會 (Independent Directors Association；IDA)，該協會聚集了俄羅斯和國際上的公司董事，是一個由獨立董事和潛在獨立董事組成的自律性非商業職業組織。獨立董事協會的使命是秉持誠實和職業精神，協助俄羅斯企業的效率，並且制定和維護獨立董事的職業道德標準，成為一個在董事會治理經驗方面獲得廣泛認可的主導性權威，主要提供兩項服務，其一為進行行業自律，其二為向董事會提供諮詢服務²³³。

²³³ 高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005 年)，頁 455~456。

第三節 小結

面對 1998 年俄羅斯金融危機，俄羅斯國內受到極大衝擊，債券利率飆升至 200%，股票狂瀉 65% 被迫停盤交易，盧布的暴跌使國內通貨膨脹上升達 84%，進口商品的價格上漲 4 倍之多，許多人開始搶購日常生活用品，同時，俄羅斯當局採取管理式浮動匯率制度，俄羅斯中央銀行總計花了 300 億美元的外匯儲備用以維持匯率穩定。顯示俄羅斯的經濟脆弱及金融不健全。在此次俄羅斯金融和經濟受到震盪後，許多增進金融安全的法條應運而生，國內有《俄聯邦中央銀行法》、《俄聯邦銀行及銀行活動法》、《信貸機構破產法》、《俄羅斯憲法》及《俄聯邦銀行及銀行活動法》；國外有國際清算銀行支付與結算委員會公布《支付系統基本原則》，指出俄羅斯銀行支付系統必需涵蓋考慮信貸風險、清算風險、法律風險、業務風險及系統風險。俄羅斯證券市場的監管則有職業參與人許可證制度、證券持有人法律保護系統，對證券市場中無許可證者將予以取締，2002 年更成立了獨立董事協會(IDA)，是一個自律性非商業職業組織。

當金融安全條件改善後，在面對 2007 年次貸風暴時更能減低傷害，雖然盧布價格在 2008 年 7 月份雷曼兄弟宣布倒閉後，從 23.4 盧布對 1 美元迅速貶值，總計 10 個月內盧布貶值幅度高達 52.5%，但比起 1998 年的傷害較為減少。這時候的俄羅斯金融安全雖然較為穩固，但和已開發國家相較仍屬脆弱，從 MSCI 股價指數波動率(equity VIX index)觀察 4 個國家，包含美國、俄羅斯、日本及歐洲，可以發現俄羅斯股市波動率最高，以 2007 年的 136.7 及 2008 年的 432.7 居冠，顯示俄羅斯的金融安全還有進步空間。

第四章 金融健全指標與各項檢測

第一節 金融健全指標背景

壹、金融健全指標的使用

金融健全指標(Financial Soundness Indicators, 簡稱FSIs), 常被用來檢視一國的金融部門脆弱性及面對衝擊時所能承受的損失, 這些數據包含了金融市場數據、預警指標以評估這些衝擊的可能性及總體經濟狀況和債務可持續性。世界上愈來愈多的中央銀行定期公布其財務風險分析的結果, 通常被稱為金融穩定報告(GFSR), 專門用於評估金融體系的穩定條件, 在19世紀末, 北歐各國央行率先提出金融穩定報告, 如挪威、瑞典及英國分別在1995年及1997年發行, 到20世紀初, 歐洲各國也開始跟進, 如匈牙利、法國、丹麥、奧地利及比利時, 美洲則有加拿大及巴西(表4-1), 該刊物目的是加強財政穩定、透過揭露訊息提高透明度。金融穩定報告(GFSR)促進中央銀行對金融部門的風險控制, 內容包含資本適足率、資產品質、盈利和流動性分析。

表 4-1 發行金融穩定報告的國家

國家	機構名稱	發行頻率	起始日期
奧地利	奧地利國民銀行	半年	2001
比利時	比利時國家銀行	一年	2002
巴西	巴西中央銀行	半年	2002
加拿大	加拿大銀行	半年	2002
丹麥	丹麥國家銀行	一年	2002
法國	法蘭西銀行		2002
匈牙利	匈牙利國家銀行	半年	2000
挪威	挪威銀行	半年	1995
瑞典	瑞典銀行	半年	1997
英國	英國銀行	半年	1995

資料來源：Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.4

統計質量上不僅關係到數據的準確性, 還涵蓋統計訊息的蒐集、處理和公佈, 做到嚴格遵守統計數據蒐集的客觀性原則、按照定期且透明的時間表確定數據修訂方針, 在聯合國《官方統計的基本原則》(Fundamental Principles of Official Statistics)²³⁴基礎上, 國家和國際統計當局在國際貨幣基金組織(IMF)內外緊密磋

²³⁴ “Fundamental Principles of Official Statistics”, United Nations Statistics Division, <http://unstats.un.org/unsd/methods/statorg/FP-English.htm>

商的結果。對大多數與金融健全指標有關的數據序列，數據蒐集已獲得適當的法律支持，若需蒐集新的數據，第一步應該評估現有法律對蒐集新數據的支持程度，適當的法律支持對統計機構是必要的，可以鼓勵私人部門提供所需數據，第二步應從範圍、靈活性、強制性、保密、誠信及信任的框架下實行，第三步這些數據是從單個機構蒐集，只能在加總後才能公佈²³⁵。

金融健全指標(FSIs)分為核心和進階組，核心組指標包含國際貨幣基金組織(IMF)認定與金融穩定風險高度相關的，皆為銀行部門；進階組指標包含市場流動性和不動產價格，除了銀行部門還包括了非金融部門、家計部門、不動產市場及企業部門(表 4-2)。

表 4-2 金融健全指標：核心組及進階組

核心組指標	
存款機構(銀行)	
資本適足率	法定資本與加權資產風險資產比 第一級資本監管的加權風險資產
資產品質	不良貸款佔資本比率
不良貸款佔貸款總額比率	
部門分配貸款佔貸款總額	
盈收和獲利	資產報酬率 股東權益報酬率 淨利息與總收入比率 非利息支出與總收入比率
流動性	流動資產比率 資產流動與短期負債比率
市場風險敏感度	資產存續期間 負債存續期間
未平倉合約的外匯與資本比率	
進階組指標	
存款機構(銀行)	資本與資產比率 地理分布貸款佔總貸款比率 金融衍生性商品中總資產與資本比率 金融衍生性商品中總負債與資本比率 交易收入與總收入比率 人事費用與非利息支出比率 貸款利率與存款利率的差 銀行同業拆款利率的高低差 客戶存款總額貸款

²³⁵ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), pp.98~100

	外幣計價的貸款佔總貸款比率
	外幣計價的負債佔總負債比率
	股票中未平倉合約與資本比率
市場流動性	證券市場中平均買賣價差
	證券市場中平均每日成交金額比率
非金融機構	資產與金融系統資產總額比率
	資產佔 GDP 比率
企業部門	總債務與股東權益比率
	股東權益報酬率
	收入與利息和支出比率
	淨外匯暴露與股權比率
	破產訴訟的數目
家計部門	家庭債務佔 GDP 比率
	家計部門債務和法定費用與收入比率
不動產市場	商業地產價格
	住宅房地產貸款佔貸款總額比率
	商業房地產貸款佔貸款總額比率

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.8

金融健全指標監控了金融部門在吸收損失時，資本和盈收狀況。資本比率和資本監管比率的產生，用以評估個別銀行的資本充足率，當任何一個銀行倒閉或受到接管，其他總資本比較低的銀行就可藉由此項指標來檢測，是否會受到系統性危機影響或產生流動性問題；股東權益報酬率及資產報酬率是用來檢測，盈收是否有足夠能力，在資本不受到影響的前提下吸收虧損部分。使用資本比率來評估財務實力前，必須重視資本的品質與質量。金融安全指標中用以檢測的項目，包含了債務的品質及銀行資產組合。貸款品質主要參考逾期放款比率，逾期放款由資本中扣除，這項指標可檢測出當銀行有拖延資產品質的問題時，資本會因為逾期放款增加而減少。當貸款給體質較不佳的特定國家或區域，同樣會影響貸款品質，此項則用地理分布貸款佔貸款總額項目檢測。市場風險敏感度在檢測金融部門對匯率、利率及股票市場風險的脆弱性。股票中未平倉合約與資本比率的設立，符合了 1996 年修訂的巴賽爾協議²³⁶。

金融健全指標中，監測銀行部門流動性的指標有流動資產比率及流動資產與短期負債比率，流動資產比率也稱為流動比率，主要檢測銀行部門受到流動性危機時，資產負債表的虧損可藉由出售非流動性資產彌平的程度；流動資產與短期負債比率檢測當市場資金損失時，和短期負債有關的流動性資產彌補的程度。企業部門之金融健全指標，包含槓桿比率、股東權益報酬率、淨外匯暴露、股權比率與破產訴訟的數目，用以檢測金融情勢和脆弱性，提供全面的檢視角度，其中，

²³⁶ Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(May 2003),pp12~14

槓桿比率是企業部門債務與股權的比率，而股東權益報酬率和資產報酬率是指利息和本金與盈收的比率；淨外匯暴露與股權比率檢測當匯率變動時，該部門脆弱性；破產訴訟數目則是金融市場失序的指標(表 4-3)²³⁷。

表 4-3 核心組角色與企業部門之金融健全指標

金融健全指標種類	名稱	監管金融部門的角色	
銀行部門之金融強度	資本適足率	資本比率	相對於風險加權資產為股東權益和保留盈餘
		資本監管比率	為廣度的量測包含提供資金保護不受損失，如償債、稅收抵免和未實現的資本收益
	盈收和獲利	股東權益報酬率	評估範圍為相對收益彌補虧損資金或貸款和資產組合
		資產報酬率	
		淨利息與總收入比率	盈利中淨利息收入的重要性為承受損失的能力
		非利息支出與總收入比率	非利息支出削弱盈利的程度
	銀行部門脆弱性	資產品質	逾期放款比率
逾期放款資本規定			評估逾期放款相對於資本
地理分布貸款佔貸款總額			銀行業中部門之信貸風險
流動性		流動資產比率	評估資金進入市場或吸收存款時銀行業的脆弱性
		流動資產與短期負債比率	
市場風險敏感度		資產與負債之存續期間	評估到期日錯置之利率風險
	股票中未平倉合約與資本比率	評估外幣錯置之匯率風險	
企業部門	槓桿比率	當信用風險影響高槓桿操作衝擊償還能貸款之能力	
	股東權益報酬率	評估盈利補虧損之程度	
	收入與利息和支出比率	收益用於彌補虧損之程度	
	淨外匯暴露與股權比率	企業面臨匯率變動之漏洞	
	破產訴訟的數目	評估企業部門遇險機率	

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.12

²³⁷ Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(May 2003),pp15~19

貳、核心組與進階組金融健全指標可用性

全球共有 100 個國家提供了可用的數據，雖然各國提供數據難免產生自我選擇的誤差，但在國際貨幣基金組織(IMF)彙編運用上仍效益顯著。全球共有 55% 比率的國家參加此調查，其中，先進經濟體中有高達 90% 的國家參與、其次是轉型經濟體中有 62% 參與、最後是發展中經濟體有 45% 的國家參與，非洲是提供經濟數據中比例最低只佔 43%。總體來說，54 個國家中參與金融部門評估計畫(FSAP)有 38 個國家，高達 70% 的參與率使整個報告更加完善(表 4-4)。

表 4-4 全球調查回應比率

	WEO 中國家總數	提供資料以供研究之	參與 FSAP 之國家	參與調查的
		國家數目	數目	國家比率
國家總數	183	100	38	55%
先進經濟體	29	26	10	90%
發展中經濟體	128	58	19	45%
非洲地區	51	22	7	43%
亞洲地區	26	13	2	50%
中東地區	16	8	3	50%
西方國家	35	15	7	43%
轉型經濟體	26	16	9	62%

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.22

一、核心組指標

從提供資料當中有 90% 的受訪國家，被要求在核心組金融安全指標中，至少需要含有資本適足率、資產品質、盈餘、獲利率和流動性。若以國家分類，在先進經濟體中，有 62% 的資料由該國自行提供，只有 26% 的資料由國際貨幣基金組織(IMF)自行蒐集而來；非洲地區中有 48% 的資料由參與計畫的國家自行提供，另外 38% 由國際貨幣基金組織(IMF)自行蒐集；亞洲地區及中東地區則分別有 40% 和 48% 的資料由國際貨幣基金組織(IMF)蒐集；其中，資料幾乎由該國自行提供的國家以轉型經濟的比例最高，達到 75% (圖 4-1)。若以金融健全指標(FSIs)的項目分類，在資本適足率的項目中，有 40% 的資料由國際貨幣基金組織(IMF)蒐集，另 53% 的資料來自於受檢測國家自行提供；盈收與獲利及流動性的項目中，有 66% 及 44% 的資料來自於受檢測國家自行提供，27% 及 43% 的資料為國際貨幣基金組織(IMF)蒐集而來；由受檢測國家自行提供比例最高的項目為資產品質達 84%；其中，來源最平均的項目為市場風險，由國際貨幣基金組織(IMF)蒐集的比例為 33%，來自受檢測國家提供的比例為 28% (圖 4-2)。

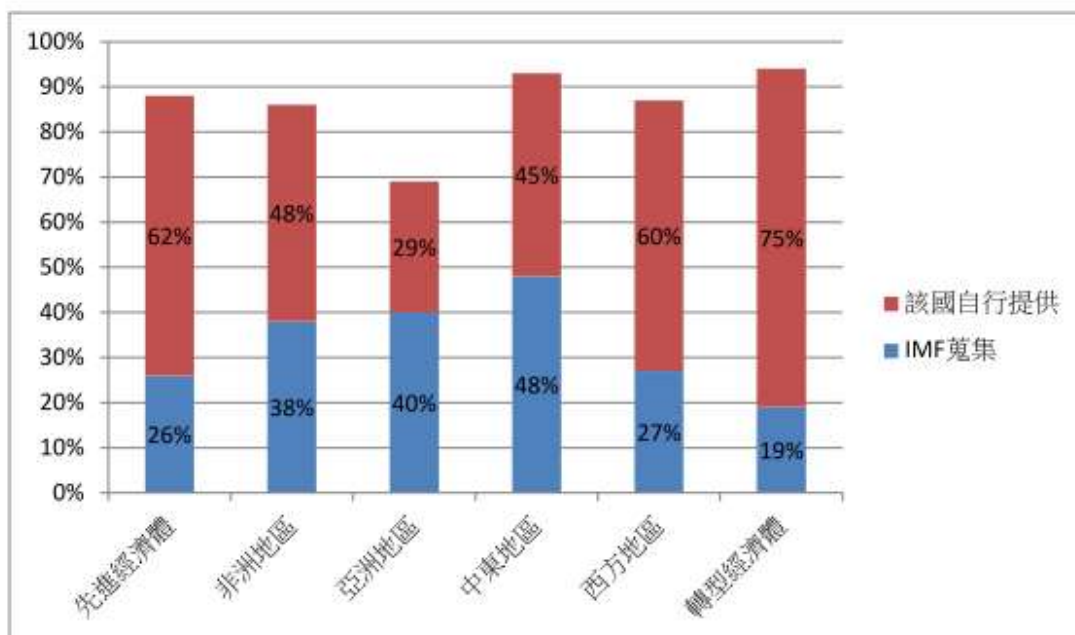


圖 4-1 金融健全資料來源(按地區)

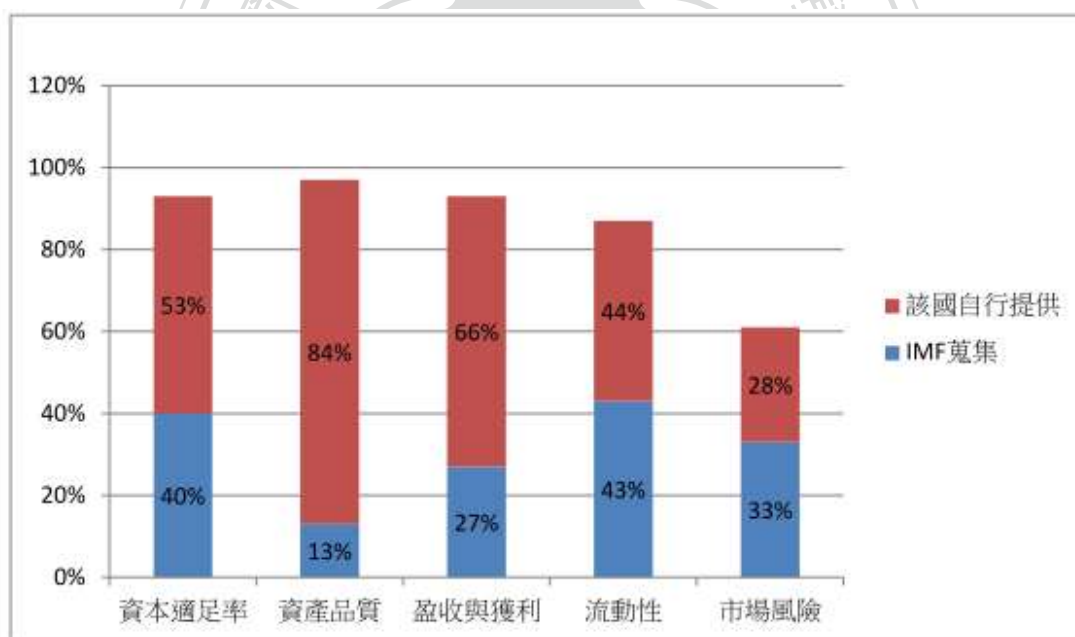


圖 4-2 金融健全資料來源(按項目)

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.23

在所有蒐集出的資料中，也並非每項都納入國際貨幣基金組織(IMF)編撰的金融健全指標(FSIs)，只有部分資料納入計算，若按照地區分類，以中東地區及先進經濟體採計 74% 資料為最多，而非洲地區、西方地區及轉型經濟體則採計了 68%、65% 及 69% 的資料，最少的地區為亞洲地區，僅有 54% 的資料納入採計(圖 4-3)。若按照金融健全指標(FSIs)的項目分類，以資本適足率的相關資料納入最多達 92%，依序為流動性相關資料採納 76%，盈收與獲利相關資料也採納了近

半的比率，採納最低的项目為市場風險相關資料僅有 45%，不及一半(圖 4-4)。

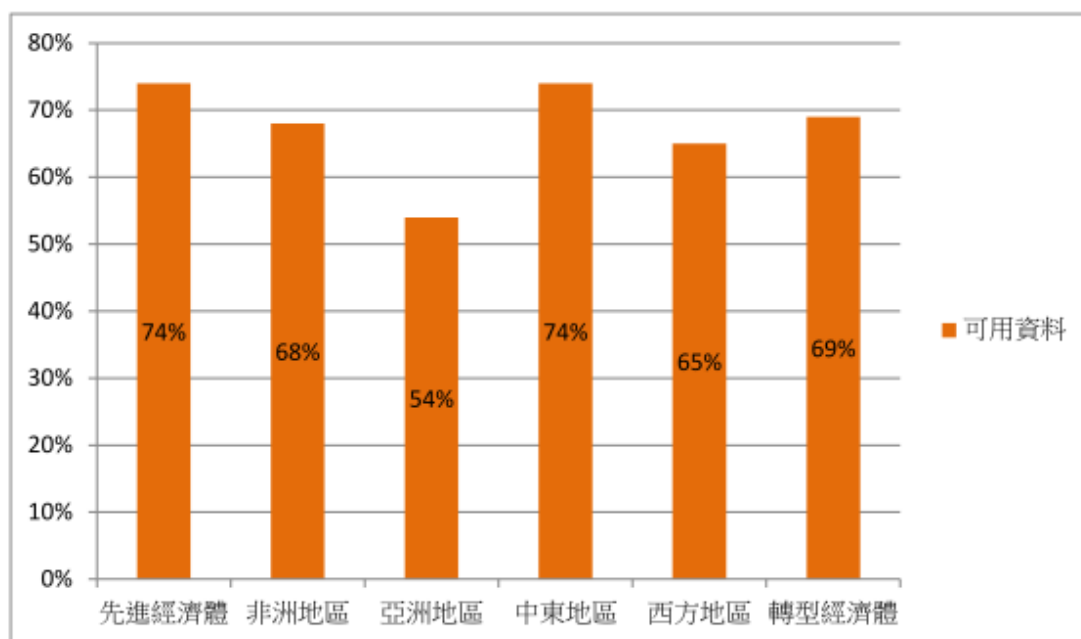


圖 4-3 可用資料彙編成 FSIs (按地區)

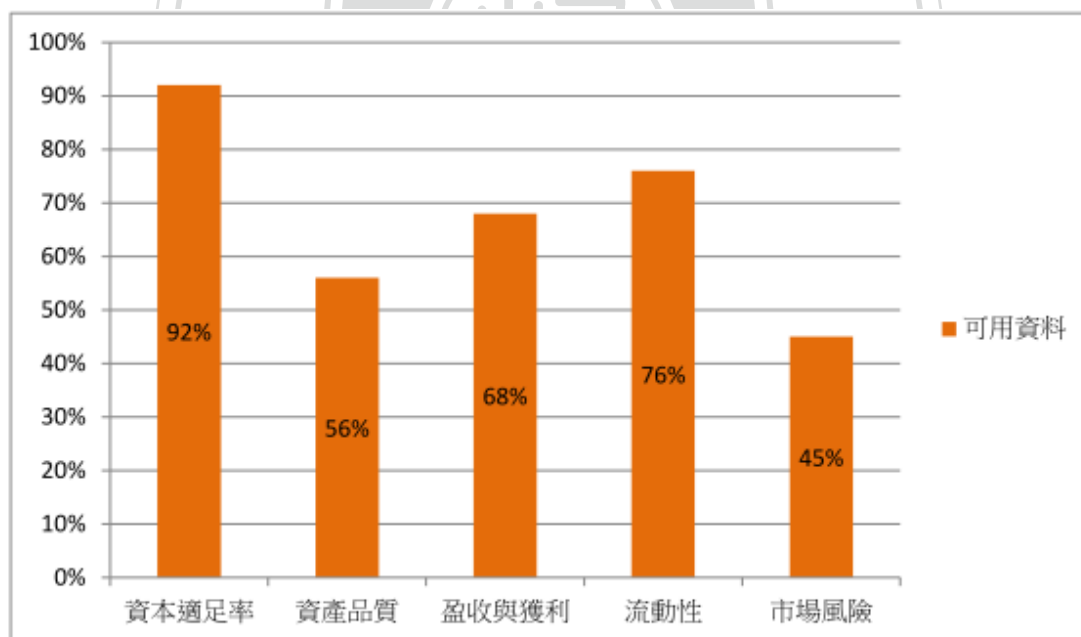


圖 4-4 可用資料彙編成 FSIs (按項目)

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.23

在所有編撰出的金融健全指標(FSIs)中，共 100 個受檢測國家，並非每個國家都有足夠的公開揭露資訊讓國際貨幣基金組織(IMF)統計，按照指標來分，在資本適足率類別中，僅有 79 個國家提供的數據符合 2 個指標，其餘 21 個國家不能完全符合金融健全指標(FSIs)的指標，顯示在資本適足率類別上，有 21%的國

家是缺乏資訊的(圖 4-5)；資產品質類別中，有高達 78%的國家是缺乏資訊的，僅有 22%的國家完全符合資產品質調查中的 4 個指標(圖 4-6)；盈收與獲利類別中，有 74%的國家完全符合調查的 4 個指標(圖 4-7)；流動性類別中，有 84%的國家完全符合調查的 2 個指標(圖 4-8)；市場風險類別中，僅有 18%的國家完全符合調查的 3 個指標(圖 4-9)。

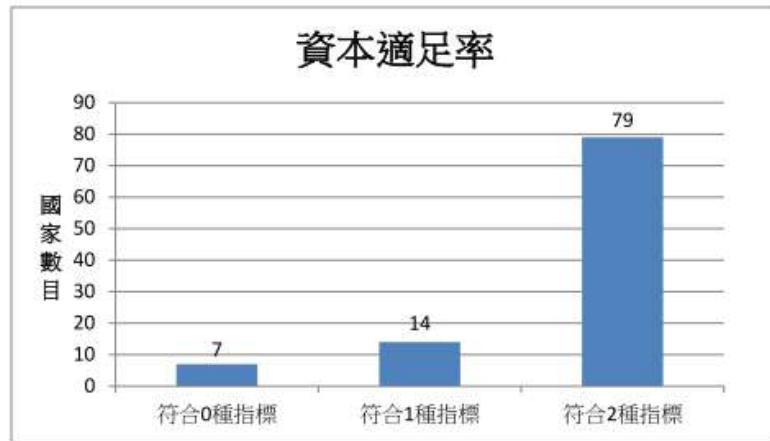


圖 4-5 資本適足率類別中符合指標的國家數目

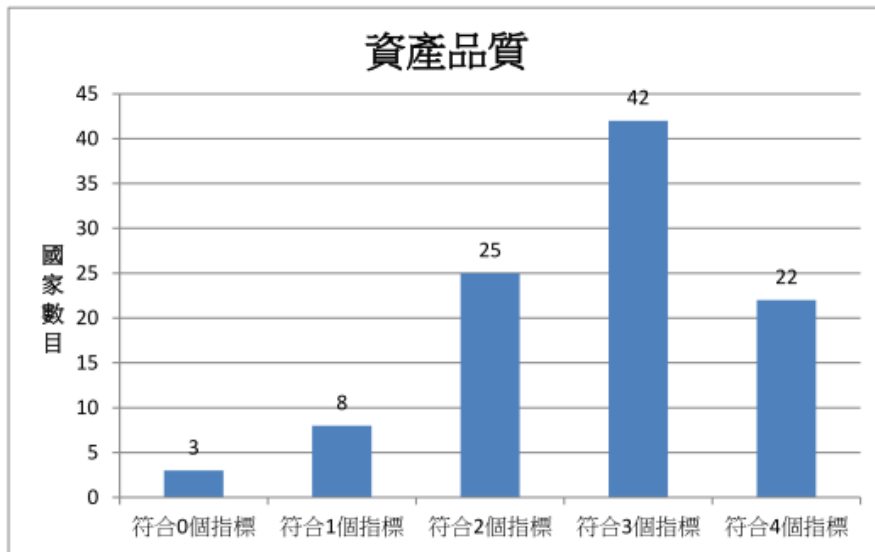


圖 4-6 資產品質類別中符合指標的國家數目

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.24

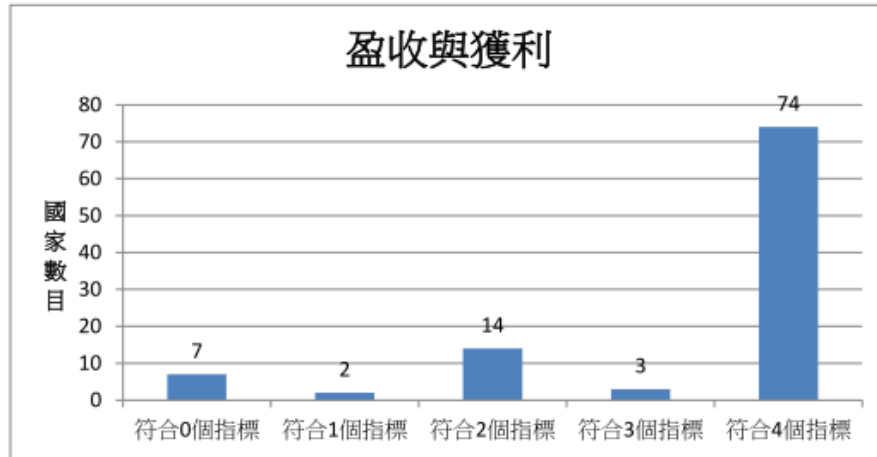


圖 4-7 盈收與獲利類別中符合指標的國家數目

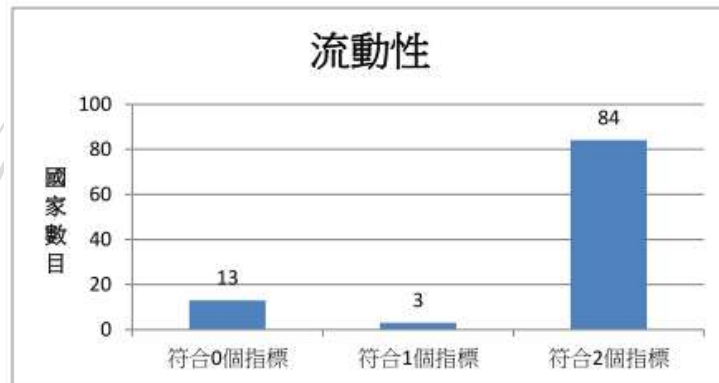


圖 4-8 流動性類別中符合指標的國家數目

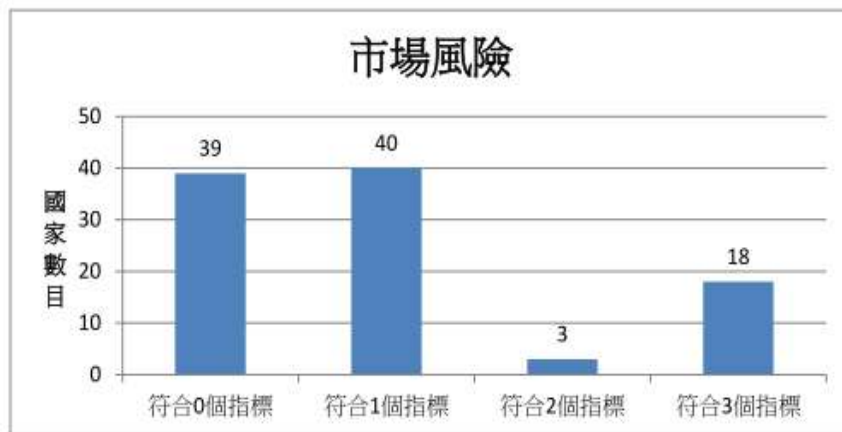


圖 4-9 市場風險類別中符合指標的國家數目

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.24

二、進階組指標

進階組指標劃分為兩大類，一是市場經營下的銀行，二是企業部門及家計部門。比起核心組指標，進階組指標的數據由各國自行提供比例較高，由國際貨幣基金組織(IMF)蒐集的比例較低。按照地區分，先進經濟體的資料中有 14%是由國際貨幣基金組織(IMF)蒐集，該國自行提供的比例高達 54%；非洲地區則有 18%來自該國自行提供；中東地區和轉型經濟體有 34%和 31%由該國自行提供，同樣高於由國際貨幣基金組織(IMF)蒐集的比例 13%和 8%(圖 4-10)。按照項目分，不動產市場類別中由各國自行提供數據的比例 43%最高，企業部門類別次之為 32%，市場流動性類別和家計部門分別有 26%及 22%的數據來自於各國自行提供(圖 4-11)，顯示出進階組指標的數據大部分都來自於各國自行提供。

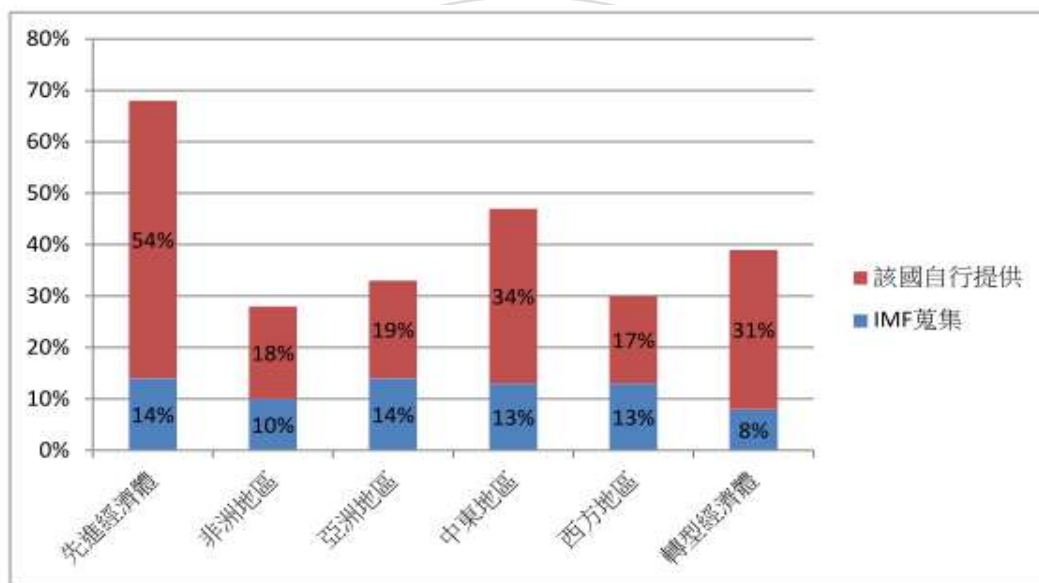


圖 4-10 金融健全資料來源(按地區)

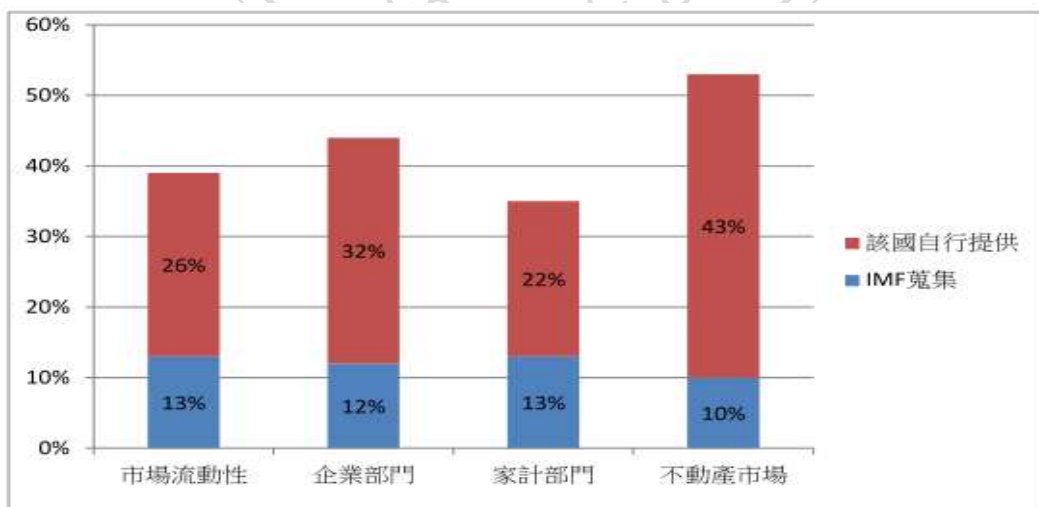


圖 4-11 金融健全資料來源(按項目)

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.27

同樣的，在所有蒐集的資料中，也並非每項都納入國際貨幣基金組織(IMF)編撰的金融健全指標(FSIs)，只有部分資料納入計算，若按照地區分類，先進經濟體的數據被採納的比重最高達 85%，其中有 55%的數據來自於該國自行提供，30%蒐集於國際貨幣基金組織(IMF)；非洲地區及中東地區的數據也有 72%及 75%被採納；西方地區與轉型經濟體則有 69%及 71%被採納，但這兩個區域採用國際貨幣基金組織(IMF)蒐集的資料的比重高於該國自行提供；亞洲地區的數據被採納的比重最少為 51%(圖 4-12)。若按照金融健全指標(FSIs)的項目分類，盈收與獲利項目的資料被採計的比率最高為 93%，次之為流動性項目的 90%及資本適足率的 85%，最後依序為資產品質項目的 63%及市場風險項目的 26%(圖 4-13)。

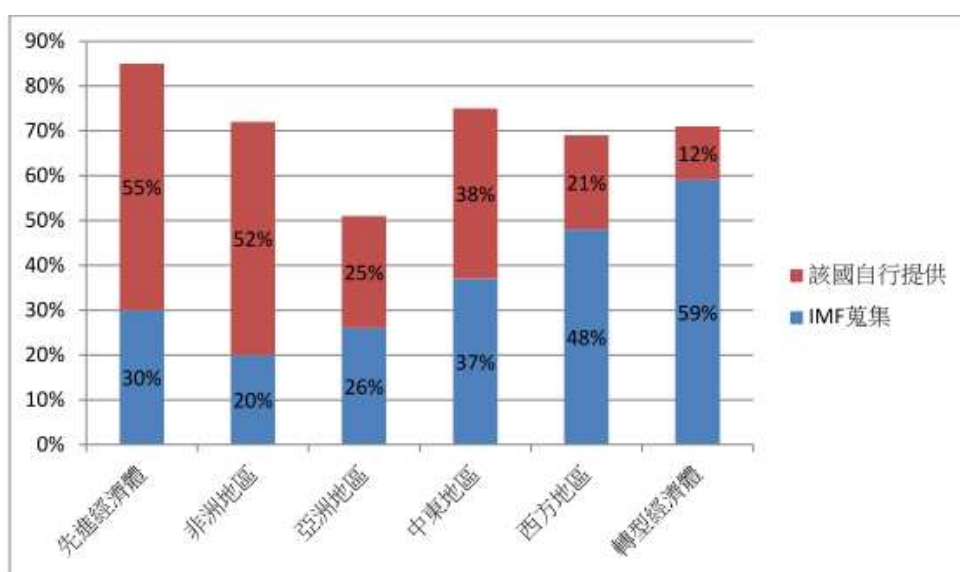


圖 4-12 可用資料彙編成 FSIs (按地區)

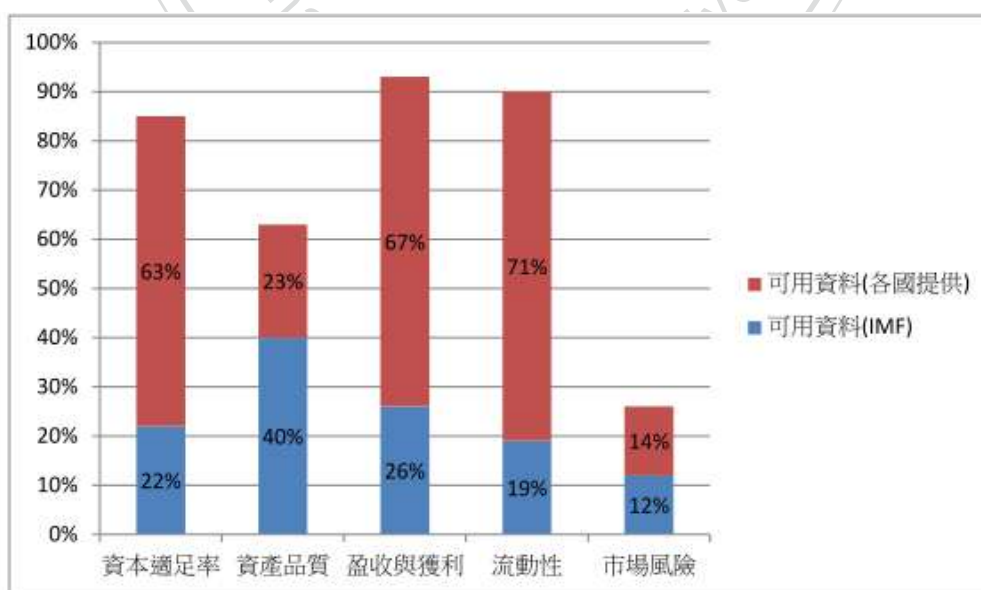


圖 4-13 可用資料彙編成 FSIs (按項目)

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.27

在所有編撰出的金融健全指標(FSIs)中，共 100 個受檢測國家，並非每個國家都有足夠的公開揭露資訊讓國際貨幣基金組織(IMF)統計，按照指標來分，銀行類別，僅有 4 個國家提供的數據符合 10 個指標，達到符合 5 及 7 個指標的國家數目最多達到 17 個(圖 4-14)；市場流動性類別中，有高達 75%的國家是缺乏資訊的，僅有 25%的國家完全符合資產品質調查中的 2 個指標(圖 4-15)。

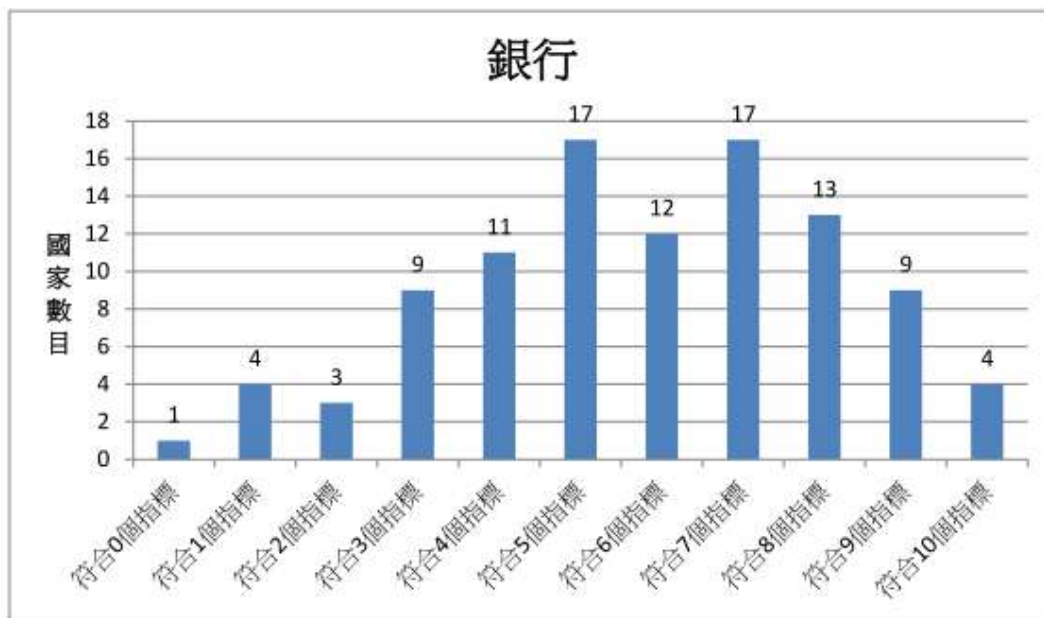


圖 4-14 銀行類別中符合指標的國家數目

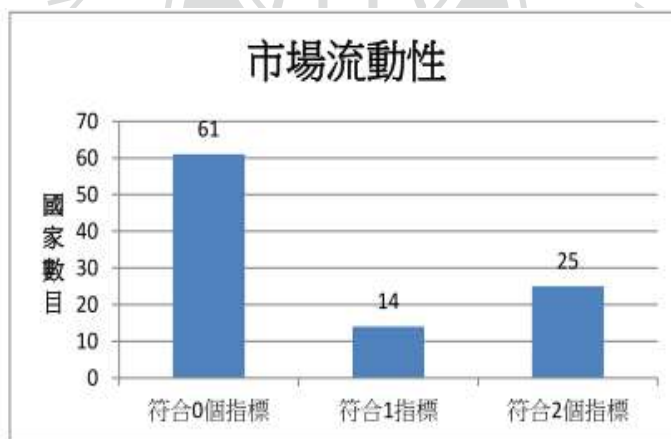


圖 4-15 市場流動性類別中符合指標的國家數目

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.27

企業部門類別中，有 5%的國家完全符合調查的 5 個指標(圖 4-16)；家計部門類別中，有 35%的國家完全符合調查的 1 個指標(圖 4-17)；市場風險類別中，僅有 42%的國家完全符合調查的 2 個指標(圖 4-18)。

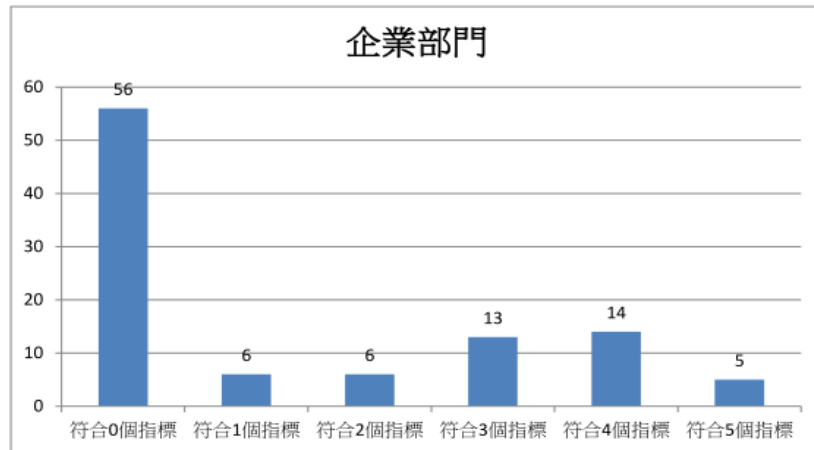


圖 4-16 企業部門類別中符合指標的國家數目

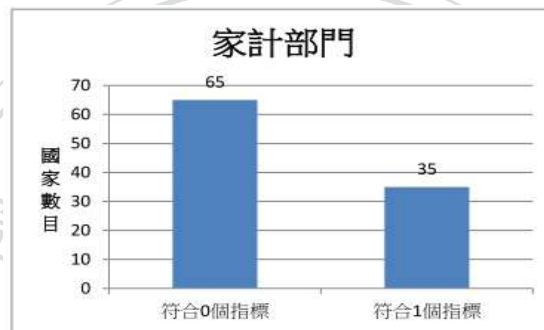


圖 4-17 家計部門類別中符合指標的國家數目

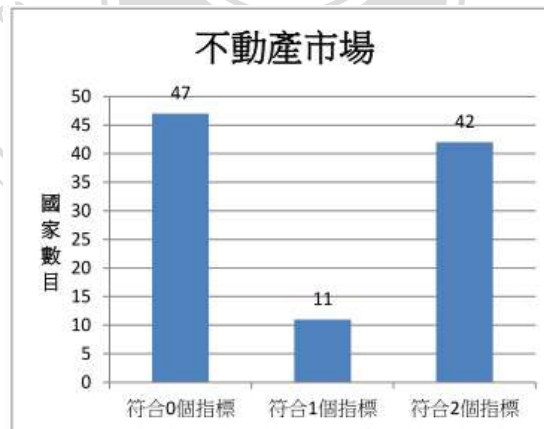


圖 4-18 不動產市場類別中符合指標的國家數目

資料來源: Financial Soundness Indicators-Background Paper, IMF(2003), p.27

第二節 金融健全指標種類與框架

壹、會計框架及巴塞爾資本充足率

90年代的歷次金融危機促使國際社會意識到金融健全指標統計數據的必要性，回顧最近幾十年來，國際貨幣基金組織(IMF)的許多成員國都經歷了金融危機，這些危機經常給經濟活動帶來嚴重破壞，危機引起的直接代價如存款吸收機構再資本化的成本和間接代價如實際經濟活動遭受的損失，使編制一整套可以幫助決策者進行總體分析的指標，以確定該國金融體系中的各種強項和弱點。金融體系的脆弱性來源可能各有不同，如資產質量低落、市場和信用風險暴露過度、資本欠缺。而在金融體系處於脆弱狀態時候，便容易受到金融危機體系危機，直接或間接的使經濟受到嚴重損失²³⁸。

一、會計框架

國際貨幣基金組織(IMF)在編製金融健全指標(FSIs)時，借鑒了3個基本的測算框架，即國民帳戶會計、商業會計及銀行監管指南。國民帳戶體系根據國際認可的定義、分類標準和會計原則編製的總體經濟帳戶及資產負債表，提供了一個綜合的會計框架。國民帳戶和有關方法的核心問題是居民概念，把居民機構單位劃分為5類，另把非居民單位劃分為國外部門；同時把相關的經濟流量和存量分為3個廣義帳戶，經常帳戶和累積帳戶涵蓋經濟流量，資產負債表帳戶則包含存量。國民帳戶核算的主要訊息來源是1993年《國民帳戶體系》、《貨幣與金融統計手冊》、《國際收支手冊》、《政府財政統計手冊》、《外債統計：編制者和使用者指南》²³⁹。

國際會計準則(IAS)是商業會計制定的一系列標準，提供了編制和表述商業、工業和企業財務報表所需的概念，修訂的一部分國際會計準則，即所謂的國際財務報告準則(IFRS)於2004年完成。財務報表將交易按照經濟特徵分為幾大類，並描述其財務影響，如資產負債表中與衡量企業財務狀況直接相關的項目是資產、負債和股本，損益表中與財務狀況直接相關的是收入和支出，並且採權責發生制而非收付實現制紀錄。1988年，巴塞爾銀行監管委員會(BCBS)通過了關於國際銀行資本充足性的規定²⁴⁰，稱為巴塞爾一號協定(Basel I)，巴塞爾委員會工作的中心圍繞2個基本目標，其一是為了加強國際銀行體系的穩健性和穩定性，其二是保持公平，減少國際銀行間的不評等競爭，然而巴塞爾一號協定(Basel I)未涵

²³⁸ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006),p.132

²³⁹ 同註²³⁹,p.23

²⁴⁰ 為強化國際型銀行體系的穩定，避險因各國資本需求不同所造成不公平競爭之情形，國際清算銀行下的巴塞爾銀行監理委員會，公布以規範信用風險為主的跨國規範。

蓋信用風險以外的其他風險，且信用風險權數級距區分過於粗略，扭曲銀行風險全貌，加上法定資本套利(regulatory capital arbitrage)的盛行，都突顯巴賽爾一號協定(Basel I)的不足。1999年6月，巴賽爾銀行監理委員會公布了新的資本適足比率架構(A new Capital Adequacy Framework)諮詢文件，對巴賽爾一號協定(Basel I)做了大量修改，2001年1月更加入了作業風險的參數，2004年巴賽爾銀行監管委員會公布了一個修訂後框架，對現有的資本充足率及監督管理的銀行揭露訊息進行修訂，被稱為巴賽爾二號協定(Basel II)²⁴¹。

二、巴賽爾資本充足率

巴賽爾資本充足率是用以評估在十國集團國家開發業務活動的銀行是否擁有足夠的資本來抵禦經濟衝擊的一個標準，此比率要求的最低資本水平應能夠：為資產負債表內外風險暴露引起的違約所導致的損失提供緩衝、表明銀行的所有者願意以其自有資金冒險、迅速提供沒有交易和清算成本的資金、為正常的擴充和企業財務做準備、通過統一適用標準提供一個公平的競爭平台和鼓勵低風險貸款。最初的巴賽爾資本比率要求國際銀行資本量，必須大於或等於按估算信用風險加權資產的8%。此比率建立在資本(分子)和風險加權資產(分母)上，表述為²⁴²：

$$\text{基於風險的資本充足率} = \frac{\text{資本} \times 100\% \text{風險加權資產}}{\text{資本}} \geq 8$$

此比率說明銀行企業在全球合併會計報表基礎上的資本數額必須大於或等於風險加權資產數額的8%，其中的資本可表述為²⁴³：

$$\text{資本} = (\text{一級資本-商譽}) + (\text{二級資本}) + (\text{三級資本}) - \text{調整}$$

一級資本，又稱核心資本，包括股本資本、股票溢價、留存利潤、一般儲備、法定儲備和可隨時用於支付銀行債權的公開儲備；二級資本包括未公開的儲備，由可用來吸收損失的金融工具和儲備組成，也包括資產重估儲備，在資產負債表中以歷史成本定值的固定資產和長期持有的股份，但具有潛在的重估價值，更包括一般儲備和普通呆帳準備金、兼有債務和股本特徵的混合工具及沒有擔保的初始固定期限超過5年的次級債務和年限有限的可贖回優先股，但這些資本缺乏持久性，其價值不確定，出售時可能會有損失，或者不具備一級資本那樣完全吸收損失的能力，二級資本和次級債務分別不能超過一般資本的100%和50%；三級資本由初始期限不短於2年的次級債務組成，為了在需要時預防由資產的市場價格波動帶來的市場風險。商譽是減項，因為其價值在危機期間會跌落，並且須對資本進行各種調整以避免可能存在的重複計算；風險加權資產即巴賽爾資本比率

²⁴¹ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), p.36

²⁴² 同註²⁴¹, p.37

²⁴³ 同註²⁴¹, p.37

中的分母，是各種表內和表外資產的加權總和，權重與各種資產的風險有關(表4-5)各國監管機構在定義權重和調整時有不同程度的考量，在資產定值、確認貸款損失和提取準備金的作法上存在差異，因此各國的資本充足率不能夠直接比較。

表 4-5 風險加權資產定值的例子

資產的類型	持有資產的價值	風險-權重	風險加權資產
美國國庫券	200	0%	0
抵押貸款	250	50%	125
公司債券	120	100%	120
消費者貸款	370	100%	370
總計	940	--	615

資料來源: Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), p.37



貳、金融健全指標種類及關係

一、金融健全指標種類

金融健全指標(FSIs)依照種類分成存款吸收機構、資本充足率、資產質量、收益和盈利能力、流動性、對市場風險的敏感度、家計部門和房地產市場。金融機構承受資產負債表衝擊的穩健能力，最終取決於其資本充足率和獲取資本的機會，根據巴賽爾銀行監管委員會於1988年商定的方法，最常用的資本充足率指標是總風險資本率，即監管資本與風險加權資產比率，同時，資本與資產比率也可用來補充衡量，這些指標如果呈現不利走勢，也許顯示風險暴露有所增加，以及資本充足情況可能存在問題。扣除準備金後的不良貸款與資本比率是用以衡量銀行資本承受不良貸款引起的損失的能力，大多數情況下，金融機構償付能力面臨的風險來自資產質量的下降，而這種下降則可能是金融機構的債務人，尤其是非金融公司部門的財務狀況和盈利能力惡化所造成，故經常把不良貸款與總貸款比率做為資產質量的替代參數²⁴⁴。

貸款組合多元化程度不高顯示金融體系存在弱點，貸款如果集中於某個具體的部門或活動，銀行容易受到該部門出現的不利發展損害，對房地產部門的風險暴露尤其如此。透過貸款的地區分布數據，可以監測對該國風險暴露所引起的信用風險，並能夠評估這些國家內發生不利事件時對金融體系產生的影響。關於銀行利潤、收入和支出的會計數據是廣泛用來衡量銀行盈利能力的指標。用於評估銀行盈利能力的常見營運比率包括淨收入與平均總資產比率，也稱為資產報酬率(ROA)，以及淨收入與平均股本比率，稱為股東權益報酬率(ROE)²⁴⁵。

流動性水平影響著銀行體系受衝擊的能力，如大規模的衝擊助長信用或市場損失，會使市場參與者或存款人對銀行體系喪失信心，進而導致流動性危機，可能使原來有償付能力的銀行也發生破產，因為這些銀行若失去獲得融資的機會，有可能被迫以低價出售資產，以獲得流動性。常用的流動性衡量尺度是流動資產與總資產比率，此比率顯示在被迫出售非流動性資產前，銀行部門可以承受多大幅度的資產負債表縮水，另一個衡量的尺度是流動資產與短期負債比率，此比率顯示若喪失融資途徑，必須透過出售資產來償還的短期負債。隨著日益多樣化的金融工具催生，銀行面臨因市場價格變化而遭受損失的風險，即市場風險，愈來愈大，用以衡量利率風險敏感程度指標是資產和負債的期限，資產與負債之間的年限上愈不相近，則利率風險就愈大。家計部門對存款吸收機構的風險暴露影響很大，家計部門消費行為會對公私部門產生強而有力的影響，且資產組合決定可以影響銀行負債和資產的價格，利用部門資產負債表、資金流量表來評估家計部門的脆弱性，包括債務與GDP比率、債務與資產比率及本息償付額與收入比率。

²⁴⁴ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), p.139

²⁴⁵ 同註²⁴⁴, pp.140~141

房地產價格的迅速上升經常是因為擴張性貨幣政策或資金大量流入，若隨後發生經濟衰退，會透過信貸質量和抵押物價值下降影響金融部門的穩健性²⁴⁶。

二、金融穩定指標之間的關係

2003年6月，國際貨幣基金組織(IMF)提出了框架(圖1-2)，分成4個不同組成部分：評估金融部門遭受衝擊的風險、評估非金融部門的狀況、監測信用、流動性及市場風險導致的金融部門脆弱性、評估金融部門吸收損失的能力、分析各種總體金融聯繫、監督總體經濟狀況。

(一)公司的槓桿程度與資產質量

用於監測非金融公司部門財務狀況的金融健全指標，有助於及早發現潛在的資產質量惡化，而剛好可以彌補以不良貸款作為可獲得的資產質量比率的缺陷。以不良貸款作為可獲得的資產質量比率是落後指標，部分原因是一筆貸款需要在拖欠一段時間後才被宣布為不良貸款。把公司槓桿程度和債務償還能力比率當作資產質量指標，因為對於影響存款吸收機構部門的衝擊而言，公司部門是一個主要的傳導渠道²⁴⁷。

(二)總體金融關係

為衡量金融危機對總體經濟發展造成的影響，非金融部門和銀行部門之間的總體金融聯繫就扮演重要角色。這些聯繫產生於其他部門在存款吸收機構借款和存款的活動，可以透過各種貨幣數據結合衡量，對於透過外國金融中心進行的交易，則可以採用國際清算銀行編制的國際銀行統計。在大多數經濟體，存款吸收機構都是金融體系的核心。結構性調查指標(表4-6)，有助於了解存款吸收機構對於經濟的重要性，並有助於衡量金融危機可能產生的影響，其中包含機構數目與所有權結構、分行數目和雇員人數、所持金融資產的絕對和相對規模等指標，此外，這些指標透過提供關於所有權結構的訊息，可以顯示存款吸收機構，包括國外控制和政府控制的存款吸收機構，在發生危機時得到外來支持的可能性。

金融部門所持政府和私人部門發行的債務證券非常重要，具體而言，信用或市場損失及資本比率的急遽下降會使存款吸收部門持有的這類債務發生調整。若存款吸收機構的資產負債表中尚未償還的政府或私人債務證券佔有很大比例，債務人的借債成本和債務轉期能力會受影響，從而可能影響債務的可持續性。為了評估這些聯繫的重要性，可以結合部門財務報表數據對金融健全指標進行監測，此外，若發生銀行部門危機，而且政府必須向銀行部門提供援救，則政府債券的可持續性也會受到影響；另一個聯繫的存在原因是銀行部門問題對貨幣政策傳導機制的潛在影響，金融體系的薄弱會增加緊縮貨幣政策的效果，從而限制中央銀

²⁴⁶ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), pp.142~144

²⁴⁷ 同註²⁴⁶, p.144

行的政策選擇。在這種情況下，金融健全指標數據成為貨幣數據的補充，同時，市場融資和銀行融資的相對重要性，也有助於這種分析。支付系統也是金融部門與其他經濟部門之間的重要聯繫樞紐²⁴⁸。

表 4-6 國內金融部門結構性指標示範

金融資產	機構數目	雇員數目	分支機構	佔體系資產	佔 GDP	市場集中	對居民的債權	保險
	數目	百分比 ²⁴⁹	百分比	程度 ²⁵⁰	(佔資產%)	費收入		
居民存款								
吸收機構 ²⁵¹								
國內機構								
政府	不適用							
私人	不適用							
國外機構								
子公司	不適用							
分支機構	不適用							
跨境合併 ²⁵²	不適用	不適用	不適用	不適用				
其他金融公司								
保險公司 ²⁵³								
非人壽保險	不適用							
人壽保險	不適用							
養老基金	不適用	不適用						
證券交易商	不適用	不適用						
投資基金	不適用	不適用						
其他金融	不適用	不適用						
實體								

資料來源：Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), p.137

²⁴⁸ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), pp.145~146

²⁴⁹ 佔金融體系總資產的百分比

²⁵⁰ 機構數目佔全部部門金融資產的 75%以上

²⁵¹ 可透過列出該部門中 5 家(或視國家具體情況適當列出 5 家)最大機構的名稱以及這些最大機構合併的金融資產所佔比率，反映經濟體中重要金融公司的情況

²⁵² 指國內註冊和控制的存款吸收機構，其存款吸收業務的跨境合併數據

²⁵³ 若國外控制國內機構的程度相當高，可考慮區分國內機構和國外機構

第三節 金融健全指標意義與檢測

壹、金融健全指標意義

金融健全指標(FSIs)是相互關聯數據的集合體，這些數據的相互關係可能無法在簡短的概要中闡述明白，在必要的情況下，引用了各分部門財務報表中的相應數據。國際貨幣基金組織(IMF)假定存款吸收機構的監管渠道是經過合併的，但合併的性質應該與金融穩定報告(FSR)比較。金融健全指標(FSIs)中的交易項目採權責發生制紀錄，而家計部門的居所概念是指經濟利益中心的所在地，外幣交易應該按照市場匯率轉換為單一的記帳單位，短期期限定義為一年或不到一年，長期期限定義為超過一年。金融穩定指標(FSIs)建立在合併基礎上編制各公司部門的數據，包括存款吸收機構、其他金融公司和非金融公司，故包含母公司、分支機構以及子公司²⁵⁴。

金融健全指標(FSIs)主要分成7大類別，分別為存款機構核心組指標12項(表4-7)、存款機構進階組指標13項(表4-8)、其他金融機構2項、非金融機構5項(表4-9)、家計部門2項、證券市場流動性2項及不動產市場4項(表4-10)。

一、存款機構核心組指標²⁵⁵

表 4-7 金融健全指標－存款機構核心組指標(FSIs)

代碼	指標名稱
I1	法定資本與加權風險資產比 Regulatory capital to risk-weighted Assets
I2	一級監管資本與加權風險資產比 Regulatory Tier 1 capital to risk-weighted assets
I3	不良貸款佔資本比率 Nonperforming loans net of provisions to capital
I4	不良貸款佔貸款總額比率 Nonperforming loans to total gross Loans
I5	部門貸款分布佔貸款總額比率 Sectoral distribution of loans to total loans

²⁵⁴ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), pp.144~146

²⁵⁵ 同註²⁵⁴, pp.45~183

I6	總資產報酬率 Return on assets
I7	股東權益報酬率 Return on equity
I8	淨利息與總收入比率 Interest margin to gross income
I9	非利息支出與總收入比率 Noninterest expenses to gross Income
I10	流動資產與總資產比率(流動性資產比率) Liquid assets to total assets (liquid asset ratio)
I11	資產流動與短期負債比率 Liquid assets to short-term Liabilities
I12	未平倉合約的外匯與資本比率 Net open position in foreign exchange to capital

資料來源：Financial Soundness Indicators (FSIs)-Concepts and Definitions, IMF

(一)法定資本與加權風險資產比率(Regulatory capital to risk-weighted Assets；I1)

法定資本與加權風險資產比率採用巴塞爾銀行監管委員會定義的法定資本和風險加權資產，以測算存款吸收機構的資本充足性。將法定資本額作為分子，全部門的風險加權資產作為分母，風險加權資產包括通貨和存款、貸款、證券和其他資產負債表內資產，資產用代表信用風險和違約可能性的因子進行加權。這類數據建立在監管概念上，為了獲得全部門監管資本的數據，應列出報告總體中各家存款吸收合併後監管資本的總額，為了獲得全部門風險加權資產數據，也應列出報告總體中各家存款吸收集團合併風險加權資產的總額。

(二)一級監管資本與加權風險資產比(Regulatory Tier 1 capital to risk-weighted assets；I2)

一級監管資本與加權風險資產比根據巴塞爾銀行監管委員會核心資本概念來度量存款吸收機構的資本充足性，全部門一級資本作為分子，全部門風險加權資產為分母，一級資本包括已支付對價的股份和普通股，及發行並已支付價款的普通股和永久非累積性優先股，和因留存收益或其他盈餘撥款而產生或增加的公開準備金。

(三)不良貸款佔資本比率(Nonperforming loans net of provisions to capital ; I3)

不良貸款佔資本比率目的在比較扣除準備金後的不良貸款對資本的潛在影響。只要不良貸款確認恰當，此比率就可以反映依靠銀行資本消化與不良貸款有關之損失的能力，不過在大多數情況下，不良貸款對資本的影響並不確定，例如貸款機構可能期望挽回一部分潛在的不良貸款損失，或例如借款人可能已經向貸款機構提供抵押品或其他形式的減少信用風險手段。以不良貸款減去專項貸款準備金之差作分子，資本做分母，相除所得數值即為該金融健全指標。計算分子時要扣除專項準備金，而分母中則要包含一般準備金，因此若未設置專項準備金，只設一般準備金，則分子與分母都偏大；若未設置一般準備金，只設專項準備金，則分子和分母都偏小。監管資本的情況較複雜，根據現行的巴塞爾協議，如果總監管資本中可以包括不超過風險加權資產 1.25% 的一般準備金，則使用資產負債表數據亦可得出類似結果；但按照新版巴塞爾協議，是採用內部評級的計算方法，不考慮為預計的損失設立準備金，表示分子及分母皆會變小，對於用資本能在多大程度上彌補預計之損失，此比率提供的是事後指標而非事前指標，主管當局可監控準備金不足的程度和準備金不足對總監管資本的影響。

(四)不良貸款佔貸款總額比率(Nonperforming loans to total gross Loans ; I4)

不良貸款佔貸款總額比率目的在確定貸款組合的資產質量問題。將不良貸款作為分子，貸款資產組合總額為分母，兩者相除之值即為該金融健全指標。其中，定義不良貸款為本息支付逾期 3 個月(90 天)以上(含 3 個月)，或相當於 3 個月(90 天)以上(含 3 個月)的應付利息已被資本化²⁵⁶，或再次作為放貸資金或展期²⁵⁷，該貸款即成為不良貸款，此外，不良貸款還應包括根據國家監管指導原則下，被視為不良貸款且逾期不到 90 天的貸款，表示即使逾期不到 90 天，若有證據顯示債務人申請破產，也應將該筆貸款劃作不良貸款，一旦某筆貸款被劃為不良貸款，則在核銷或收到該筆貸款或替代貸款²⁵⁸的利息和本金前，將被記為不良貸款。

(五)部門貸款分布佔貸款總額比率(Sectoral distribution of loans to total loans ; I5)

部門貸款分布佔貸款總額比率提供居民部門和非居民貸款分布的訊息。計算該金融健全指標所需的分子分母分別是對各機構部門的貸款和總貸款，居民部門包括存款吸收機構、中央銀行、廣義政府、其他金融公司、非金融公司、非營利機構；貸款包括由資金直接借貸產生的金融資產，是透過協議由債權人向債務人提供的資金。貸款方沒有獲得證明交易的證券或僅獲得不可轉讓的憑證。在貸款交易中，可能會提供擔保品，擔保品的形式可以是金融資產如證券，也可以是非金融資產如土地或建築物，但這些不是貸款的基本特徵，貸款包括商業貸款、分

²⁵⁶ 即該款項做為本金再投資。

²⁵⁷ 即達成延期付款協議。

²⁵⁸ 替代貸款包括對原先貸款進行重組或再融資後，提供的貸款或用於償還原先貸款之金額。

期付款的貸款、租購貸款、為貿易信貸和預付款融通資金的貸款、金融租賃、不劃作存款的回購協議和透支。

(六)資產報酬率(Return on assets ; I6)

資產報酬率目的在測算存款吸收機構使用其資產的效率。計算方法為，扣除特別項目和稅收之前的淨收入，除以同期內總資產平均值，結果即為該金融穩健指標。雖然也可以透過期初和期末的平均值計算分母，但編制者盡可能使用頻率最高的觀測數據來計算平均值。與國民帳戶方法相比，淨收入的計算依據更接近於商業會計和監管方法，與國民帳戶不同的是此處的淨收入包含金融工具的損益以及出售固定資產的損益，後者以出售價值與上期末資產負債表價值之差測算。

(七)股東權益報酬率(Return on equity ; I7)

該指標旨在測算存款吸收機構對其資本的使用效率。其計算方法為，扣除特別項目和稅收之前的淨收入，除以同期資本的平均值，結果即為該金融健全指標。此處的資本是以資本和儲備總額來測算，對於跨境合併的數據，資本也可按照衣級資本來測算，當沒有一級資本數據時，可以使用所有者提供的資金和留存收益。測算全部門資本時，部門內股本投資應以該部門總資本中扣除，這樣該部門的資本和儲備就不會重複計算，此外，按照監管指導原則，資本不包括購入的商譽。

(八)淨利息與總收入比率(Interest margin to gross income ; I8)

淨利息與總收入比率用於測算總收入中淨利息收入²⁵⁹的相對比重，將淨利息收入作為分子，總收入²⁶⁰作為分母，相除所得數值即為該金融健全指標。這個指標可能受到存款吸收機構資本/資產比率的影響，在資產一定的情况下，資本愈高則借款需求愈低，從而降低利息成本，增加淨利息收入。

(九)非利息支出與總收入比率(Noninterest expenses to gross income ; I9)

非利息支出與總收入比率用於測算行政管理支出/總收入的比率。將非利息支出作為分子，總收入作為分母。

(十)流動資產與總資產比率(Liquid assets to short-term liabilities ; I10)

流動資產與總資產比率提供了可用於滿足預期和為預期的現金需求之資金流動性指標。將流動性資產²⁶¹的核心測算值作為分子，總資產作為分母，相除所

²⁵⁹ 即利息收入減去利息支出。

²⁶⁰ 總收入即為淨利息收入和非利息收入總和，非利息收入是存款吸收機構收到的所有其他收入，包括為提供服務收取的手續費和佣金，金融工具收益和損失。

²⁶¹ 流動資產是在實體面臨現金需要時，可以容易變現的資產，雖然可藉由借款獲得資金，但市

得數值即為該金融健全指標。同時，也可以透過流動性資產的廣義測算值來計算比率，流動資產包括貨幣、存款和其他隨時或在 3 個月內變現的金融資產(不包括在存款吸收機構的債權)、流動性市場上交易中可隨時變現的證券，在一般市場條件下，這種證券價值變化的風險不顯著，政府或中央銀行發行的本幣證券也符合流動資產的標準，市場中高質量的私人證券如證券和股本證券，也符合流動資產的標準，若金融工具可以進行回購交易或可用於央行的再貼現，就可以被劃分為該經濟體的流動資產。

(十一)流動資產與短期負債比率(Liquid assets to short-term liabilities；I11)

流動資產與短期負債比率目的在反應資產和負債流動性的不匹配，並表明存款吸收機構在遇到存款人短期撤回資金時，在何種程度上不會發生流動性問題。將流動性資產的核心測算值作為分子，短期負債作為分母，相除所得數值即為該金融健全指標。短期負債等於存款吸收機構負債中的短期部分加上金融衍生性市場淨值。

(十二)未平倉合約外匯與資本比率(Net open position in foreign exchange to capital；I12)

未平倉合約外匯與資本比率目的表示存款吸收機構的外匯風險暴露與資本的比率，以評估存款吸收部門資本狀況對匯率變動的潛在脆弱性。存款吸收機構的未平倉合約外匯透過外匯加總作為分子，資本作為分母，相除所得數值即為該金融健全指標。計算一個存款吸收機構的未平倉合約外匯，包含以非本國貨幣之貨幣計價的應付款項，也包括應以本國貨幣支付但應付金額與外匯相關的項目。

二、存款機構進階組指標²⁶²

表 4-8 金融健全指標－存款機構進階組指標(FSIs)

代碼	指標名稱
I13	資本與資產比率 Capital to assets
I14	大額風險暴露與資本比率 Large exposures to capital
I15	按地理分布的貸款佔總貸款比率 Geographical distribution of loans to total loans

場條件並不總是有利。經驗顯示，存款吸收機構維持一定水平的謹慎性流動資產是必要的，工具是否具備流動性取決於主觀判斷，且受市場條件的影響，如現金、可轉讓存款以及可以立即變現的存款都具有流動性；但較長期限的不可交易工具則不是流動資產。

²⁶² Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), pp.47~188

I16	金融衍生性商品中總資產與資本比率 Gross asset position in financial derivatives to capital
I17	金融衍生性商品中總負債與資本比率 Gross liability position in financial derivatives to capital
I18	交易收入與總收入比率 Trading income to total income
I19	人事費用與非利息支出比率 Personnel expenses to noninterest Expenses
I20	貸款利率與存款利率的差 Spread between reference lending and deposit rates
I21	銀行同業拆款利率的高低差 Spread between highest and lowest interbank rate
I22	客戶存款與非同業總貸款比率 Customer deposits to total (non-interbank) loans
I23	外幣計價的貸款佔總貸款比率 Customer deposits to total (non-interbank) loans
I24	外幣計價的負債佔總負債比率 Foreign-currency-denominated liabilities to total liabilities
I25	股票中未平倉合約與資本比率 Net open position in equities to capital

資料來源：Financial Soundness Indicators (FSIs)-Concepts and Definitions, IMF

(一)資本與資產比率(Capital to assets；I13)

資本與資產比率是資本/總資產比率，其中總資產並未進行風險加權。該比率測算資產獲得自有資金以外的資金支持比例，同時也測算存款吸收部門資本充足性。將資本作為分子，資產作為分母，相除所得數值即為該金融健全指標。

(二)大額風險暴露與資本比率(Large exposures to capital；I14)

大額風險暴露與資本比率目的在確定信用風險集中導致的脆弱性。大額風險暴露是指，對同一個人或群體的信用風險暴露超過監管資本的一定百分比，設立這個監管指標是為了對具體的存款吸收機構進行個體監控，國際貨幣基金組織(IMF)提出了3種在部門層次上監控大額風險暴露的方法。第一種方法是報告存款吸收機構大額風險暴露的總筆數，這個數字會因各國監管制度而有所不同；第二種方法是結合向其他部門規模最大實體的放貸情況來評估大額風險暴露，例如

其他金融公司部門和非金融公司部門中規模最大的實體，因為經濟體系中規模最大的實體倒閉，可能造成系統性的影響，計算時將資本和儲備作為資本，若是跨境合併數據，可將一級資本視為資本，在沒有一級資本數據的情況下，可以用所有人出資即留存收益做為替代；第三種方法為監控關聯貸款，進行關聯貸款時可能會放鬆信用標準，並且在一個集團的成員內部可能會出現資本槓桿係數過高情況，這會增加存款吸收部門的脆弱性。

(三)按地理分布的貸款佔總貸款比率(Geographical distribution of loans to total loans ; I15)

按地理分布的貸款佔總貸款比率提供總貸款的地理分布訊息。透過該指標，可監控對一個國家的風險暴露所導致的信用風險，並有助於評估一國發生負面事件時，對國內金融體系的影響。

(四)金融衍生性商品中總資產與資本比率(Gross asset position in financial derivatives to capital ; I16)

金融衍生性商品中總資產與資本比率目的在表示存款吸收機構金融衍生工具暴露與資本的比率，涉及兩項數據，第一項以金融衍生工具資產的市場價值作分子，第二項以資本作分母。金融衍生工具是具特定的金融工具、指數或商品相聯繫的金融工具，借助於衍生工具，特殊的金融風險可以在金融市場上進行交易。金融衍生工具主要包括：期貨(在交易所內的遠期合約²⁶³)、利息和貨幣互換、遠期利率協議、遠期外匯合約、信用衍生工具和各種類型的期貨選擇權²⁶⁴。金融衍生工具的總資產和總負債之市場價值應計入資產負債表，任何定值損益計入損益報表。若一項工具如證券或貸款包含一個和基礎資產不可分離的內含衍生工具，這項工具就應當依據其基本特徵型歸類和定值，內含衍生工具的金融工具有：可轉化為股本證券的債券、有選擇權的證券等。

(五)交易收入與總收入比率(Trading income to total income ; I18)

交易收入與總收入比率目的在表示存款吸收機構，從包括貨幣交易在內的金融市場活動中所獲收入的份額。將金融工具的損益作為分子，總收入作為分母，相除所得數值即為該金融穩健指標。

²⁶³ 在遠期合約下，交易雙方同意交易特定數量的基礎資產－實務資產或金融資產，在特定日期以特定的合約價格進行交易。在交易雙方同意依據事先確定的規則互換現金流量，此流量根據貨幣價格或利率決定，期初的合約價值通常為零，但是當市場價格變動時，就產生了資產和負債，其數量將隨時間而發生變化。

²⁶⁴ 在期貨選擇權合約下，購買的一方透過支付期貨選擇權費用，獲得一定的權利，該權利賦予賣方可在一個特定日期或之前，以特定的合約價格(執行價格)買入或賣出特定資產－實物資產或金融資產的權利而非義務。在合約的有效期內，賣方持有負債而買方持有資產，儘管期貨選擇權到期時，市場價格並不一定。

(六)人事費用與非利息支出比率(Personnel expenses to noninterest Expenses ; I19)

人事費用與非利息支出比率將人員支出與非利息成本總額進行比較，將人事費用作分子，非利息支出作分母，相除所得數值即為該指標。

(七)貸款利率與存款利率的差(Spread between reference lending and deposit rates ; I20)

貸款利率與存款利率的差表示加權平均貸款利率與加權平均存款利率之差，不包括存款吸收機構之間的貸款和存款利率。為了測算這個差值，國際貨幣基金組織(IMF)建議參考期間內，居民存款吸收機構證券組合中的所有貸款和存款利率之加權平均值，利差也可以在國內控制、跨境合併的數據的基礎上計算，以此表示涵蓋不同市場活動的總盈利能力。

(八)銀行同業拆款利率的高低差(Spread between highest and lowest interbank rate ; I21)

同業拆款利率²⁶⁵可以衡量存款吸收機構在國內同業市場拆款資金成本，即介入其他存款吸收機構過剩準備金的成本，數據來源通常是同業拆款交易商或經紀商。存款吸收機構的拆款利率取決於其規模或財務實力，銀行間最高與最低拆款利率之差若不斷增加，可能表示拆款利率最高的存款吸收機構所支付的風險溢價正在增加，也就是存款吸收機構認為銀行體系內部的貸款風險正增加當中。但是，這個指標也可能存在侷限性，例如一個經濟體內存在政府擁有的存款吸收機構，此類存款吸收機構即使瀕臨破產，可能也依然能夠繼續獲得最優惠的同業拆款利率。另外，中央銀行向貨幣市場對公開市場操作也可能影響貨幣市場資金的總體狀況，和同業拆款利率的利差。

(九)客戶存款與非同業總貸款比率(Customer deposits to total (non-interbank) loans ; I22)

客戶存款與非同業總貸款比率透過計算穩定的存款量佔總貸款(不包括銀行間活動)的比例以測算流動性。將客戶存款²⁶⁶作為分子，非銀行間貸款作為分母。根據經驗，某些類型的存款人在察覺到某存款吸收機構或整間銀行體系有缺陷時，並不願意轉移自己的資金，關鍵因素為存款人類型、存款在多大程度上可以得到存款保險制度的保護以及存款的剩餘期限。

(十)外幣計價的貸款佔總貸款比率(Foreign currency denominated loans to total loans ; I23)

外幣計價的貸款佔總貸款比率測算外匯貸款佔總貸款的比率。將發放給居民

²⁶⁵ 同業拆款利率通常都是短期性質，由於這個金融健全指標可反應存款吸收機構自身對其他銀行所面臨風險的認知，並且這種認知可能會迅速變化。

²⁶⁶ 客戶存款指穩定存款，如活期存款、小額存款、定期存款和受到存款保險制度保戶的存款。

和非居民的總貸款中以外幣²⁶⁷計值與外幣相關的部分貸款作為分子，將總貸款作為分母。本幣是指一個經濟體中的法定貨幣，其由貨幣當局為該經濟體或經濟體所屬的共同貨幣區發行的貨幣，任何不符合此定義的貨幣都是該經濟體的外幣。

(十一)外幣計價的負債佔總負債比率(Foreign currency denominated liabilities to total liabilities ; I24)

外幣計價的負債佔總負債比率測算外幣融資在總負債中的相對重要性。該比率應當與前一項金融健全指標一同討論。將外幣負債作為分子，總債務加上金融衍生工具負債減去金融衍生工具資產所得數值作為分母。

(十二)股票中未平倉合約與資本比率(Net open position in equities to capital ; I25)

股票中未平倉合約與資本比率目的在確認存款吸收機構股本風險暴露與資本比率，將存款吸收機構的股票中未平倉合約作為分子，資本作為分母。股本風險暴露是指股本價格的變動，影響存款吸收機構投資組合的價值，從而影響資本的風險。這個風險是由特异性部分和一般性部分組成，特异性部分是指與個股的價格變動有關之風險，一般性部分是指與股本市場整理變動有關的風險，這個金融穩健指標採用的數據關注在一般性市場風險。

三、其他金融機構及非金融機構²⁶⁸

表 4-9 金融健全指標—其他金融機構及非金融機構(FSIs)

代碼	指標名稱
I26	資產與金融系統資產總額比率 Assets to total financial system assets
I27	資產佔國內生產總值(GDP)比率 Assets to GDP
I28	總負債與股東權益比率 Total debt to equity
I29	股東權益報酬率 Return on equity
I30	收入與利息和支出比率 Earnings to interest and principal expenses
I31	淨外匯暴露與股權比率 Net foreign exchange exposure to equity

²⁶⁷ 外幣工具是指那些透過外幣而不是本幣進行支付的工具。

²⁶⁸ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), pp.88~190

I32	破產保護的申請數量 Number of bankruptcy proceedings initiated
-----	---

資料來源：Financial Soundness Indicators (FSIs)-Concepts and Definitions, IMF

(一)資產與金融系統資產總額比率(Assets to total financial system assets；I26)

資產與金融系統資產總額比率測算其他金融公司，在國內金融體系中的相對重要性，其他金融公司的金融資產是分子，金融體系總資產是分母。

(二)資產占國內生產總值比率(Assets to GDP；I27)

資產占國內生產總值比率測算的是，其他金融公司的規模相對於整個經濟體而言的重要性，其他金融公司的金融資產是分子，國內生產總值是分母。計算這個指標時，按照國內合併法編制數據，國內生產總值是經濟體生產總量的指標，等於所有居民機構單位從事生產的增加值總額之和。

(三)總負債與股東權益比率(Total debt to equity；I28)

總負債與股東權益比率測算公司的槓桿比率，即經濟活動由自有資金支持的程度，將負債作為分子，資本和儲蓄作為分母。許多業務活動的資金需要透過負債來籌集，而不是使用自有資金，考慮到債務需要償付利息和本金，若企業的槓桿效應高，面對經濟衝擊或金融市場衝擊時，企業實體會更脆弱，並且償付能力也降低，企業的槓桿效應與企業經營環境的波動性綜合在一起，可做為企業陷入財務困境可能性的重要指標。

(四)股東權益報酬率(Return on equity；I29)

股東權益報酬率通常用來測算，非金融公司的資本使用效率，將某段時期息前稅前收益作為分子，該段時期資本和儲蓄平均值作為分母。

(五)收入與利息和支出比率(Earnings to interest and principal expenses；I30)

收入與利息和支出比率測算非金融公司償債²⁶⁹支付能力。該金融健全指標是測算一個公司能否按照要求，支付其債務，將某段時期的息前稅前收益與對其他非金融公司應收利息之和作為分子，這段時間償債支付款項作為分母。

(六)淨外匯暴露與股權比率(Net foreign exchange exposure to equity；I31)

淨外匯暴露與股權比率測算非金融公司，外匯暴露與其資本的比率。外匯風

²⁶⁹ 這裡的償債，指利息和本金。

險暴露愈大，發生嚴重貨幣貶值時非金融公司的金融健全性面臨壓力就愈大，最終對存款吸收機構的壓力也就愈大。非金融公司資產負債表內項目的淨外匯風險暴露是分子，資本和儲蓄是分母。

(七)破產保護的申請數量(Number of bankruptcy proceedings initiated ; I32)

破產保護的申請數量測算破產趨勢的指標，其受到破產法及相關立法質量和性質的影響。該指標是在一定期間內提出破產保護申請的非金融公司數目的相加之和。提供的數據應是經濟體中某一期間內，遞交破產保護申請的居民非金融公司的總數，居民實體的國外子公司遞交的申請不包括在內。

四、家計部門、證券市場流動性及不動產市場²⁷⁰

表 4-10 金融健全指標—家計部門、證券市場流動性及不動產市場(FSIs)

代碼	指標名稱
I33	住戶債務佔國內生產總值(GDP)比率 Household debt to GDP
I34	住戶付息和還本支出與收入比率 Household debt service and principal payments to income
I35	證券市場平均買賣差 Average bid-ask spread in the securities market
I36	證券市場每日周轉率 Average daily turnover ratio in the securities market
I37	住宅房地產價格 Residential real estate prices
I38	商業地產價格 Commercial real estate prices
I39	住宅房地產貸款佔貸款總額比率 Residential real estate loans to total loans
I40	商業房地產貸款佔貸款總額比率 Commercial real estate loans to total loans

資料來源：Financial Soundness Indicators (FSIs)-Concepts and Definitions, IMF

(一)住戶債務佔國內生產總值比率(Household debt to GDP ; I33)

住戶債務佔國內生產總值比率標測算住戶債務相當於國內生產總值中的比

²⁷⁰ Financial Soundness Indicators Compilation Guide, IMF(2006), pp.192~196

率。將住戶債務作為分子，國內生產總值作為分母。

(二)住戶付息和還本支出與收入比率(Household debt service and principal payments to income ; I34)

住戶付息和還本支出與收入比率測算住戶償還債務的能力，將某一時期內住戶償付支付款項作為分子，該時期內可支配收入總額作為分母。這指標可作為預測未來消費支出成長趨勢的數據，因為償債比率如果超過一季或連續幾季抱持高數據，可能會影響個人消費的成長速度。

(三)證券市場平均買賣差(Average bid-ask spread in the securities market ; I35)

證券市場平均買賣差是市場參與者願意買入和賣出資產的價格之差，其可測算市場的緊張程度，即從事交易的相對成本，而非賣出資產的市場絕對價格。計算時先求出市場最高出價與最低報價之差，並將其表示為資產²⁷¹買賣中間價的一個百分比，市場流動性和效率愈高，出價與報價之間的價差往往愈小。

(四)證券市場每日周轉率(Average daily turnover ratio in the securities market ; I36)

證券市場每日周轉率是平均日交易量與發行證券存量的比率，用來測量市場深度的指標，即測量市場吸收大額交易量而不對市場價格造成重大影響的能力。採計某段交易期間買入和賣出的證券數量，除以這段交易期初與期末發行證券數量的平均值，所得數值即為證券市場平均日周轉比率，市場正式交易時間內的所有交易量都應包括在內。

(五)住宅房地產價格(Residential real estate prices ; I37)

住宅房地產價格分別包括住宅房地產和商業房地產價格指數。目前，構建代表性房地產價格指數的國際經驗有限，房地產市場無論是在國內或國外都具有不均勻性，且缺乏流動性。國際貨幣基金組織(IMF)利用兩種方法來建構此房地產價格指數，第一為拉斯貝爾房地產價格指數²⁷²，第二為按照效用或質量調整的回歸價的指數²⁷³；同時，參考了平均單元價值指數²⁷⁴及流動性調整價格指數。

(六)商業地產價格(Commercial real estate prices ; I38)

商業地產價格測算的是，由代表性的房地產價格可推測出商業部門的數量。

²⁷¹ 首先是本國政府或中央銀行的基準債務性證券。

²⁷² 拉斯貝爾指數可計算某個固定的一籃子房地產，在一段基期內加權平均價格的變化。

²⁷³ 按照效用調整的回歸價格指數，是透過回歸和消除影響實際售價的多個特定質量因素的影響，推算出單位標準地產的價格序列，此指數比較複雜且調查起來成本較高。

²⁷⁴ 單位價值指數雖然不是價格指數，但是最常見的測量房地產價格指標，有時會提供重大價格變化的有用訊息。不過，若有少數交易出現極端價值、交易構成變動或被出售的房地產質量變化，這一指數會出現嚴重偏差。

(七)住宅房地產貸款佔貸款總額比率(Residential real estate loans to total loans ;
I39)

住宅房地產貸款佔貸款總額比率目的在確認存款吸收機構，對住宅房地產部門的風險暴露情況，重點是對借款住戶的風險暴露情況，計算方法將住宅房地產貸款作為分子，總貸款作為分母。

(八)商業房地產貸款佔貸款總額比率(Commercial real estate loans to total loans ;
I40)

商業房地產貸款佔貸款總額比率測算銀行對商業房地產風險暴露的情況。計算方法將商業房地產作為抵押的貸款、發放給建築公司的貸款、發放給房地產開發公司的貸款三者之和作為分子，總貸款作為分母，相除所得數值為該金融健全指標。



貳、金融健全指標檢測

本章主要挑選了金磚四國(BRICs)比較，分別在 2008 年至 2010 年間的金融健全指標中，去應證實際該國總體經濟狀況和政府制度。金磚四國(BRICs)包含了巴西、俄羅斯、印度及中國，分為兩組經濟體比較，俄羅斯和中國因為經濟轉型的歷程及政府制度演變相近，而巴西和印度同樣為含歐美色彩歷程的經濟體，故將其分別比較之。

一、金磚四國(BRICs)介紹

2001 年，美國高盛公司(Goldman Sachs)的吉姆·奧尼爾(Jim O'Neil)首次提出金磚四國(BRICs)這一名詞，指巴西(Brazil)、俄羅斯(Russia)、印度(India)和中國(China)。金磚四國的國土面積占世界領土總面積的 26%(圖 4-20)，人口占世界總人口數的 42%，國內生產總值占世界總量的 14.6%，貿易額佔全球貿易額的 12.8%，按照購買力平價計算，金磚四國對世界經濟成長的貢獻超過 50%²⁷⁵。

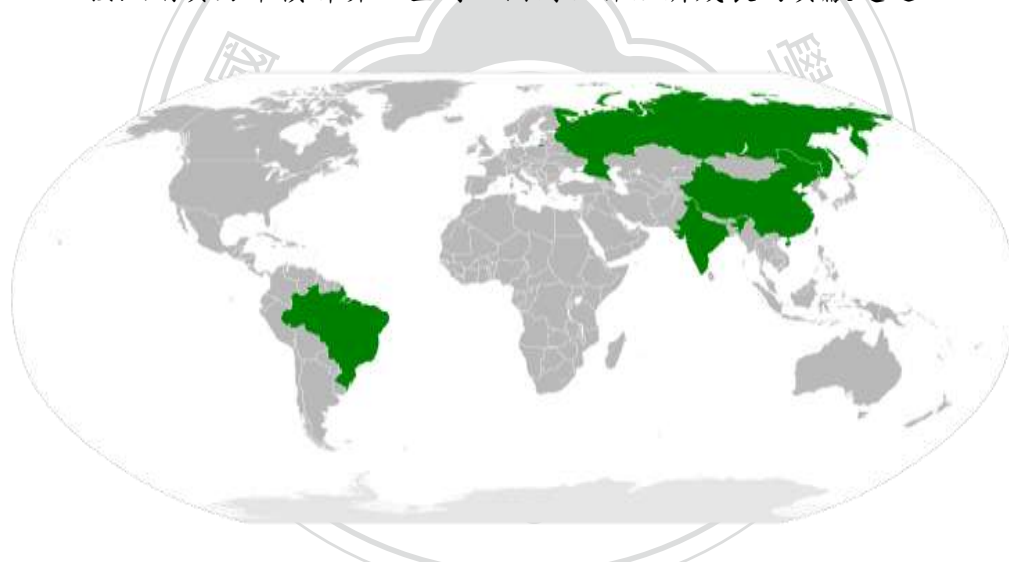


圖 4-20 金磚四國地圖總覽

資料來源：「BRICs」，<http://en.wikipedia.org/wiki/BRIC>

高盛(Goldman Sachs)在 2003 年中一份研究報告指出，在接下來的 50 年內，巴西、俄羅斯、印度和中國，金磚四國經濟體可能成為世界經濟中更大的力量，經過人口預測模型和資本累積及生產率的成長預測，至 2025 年這四國的經濟體規模可能超過 G6²⁷⁶的一半，且 2040 年左右將會超過 G6，美國及日本將在 2050 年時成為 G6 中最大的兩個經濟體²⁷⁷。

²⁷⁵ 「BRICs」，Wikipedia，<http://en.wikipedia.org/wiki/BRIC>

²⁷⁶ 指美國、日本、英國、德國、法國及義大利。

²⁷⁷ Jim O'Neill, Paulo Leme, Sandra Lawson, and Warren Pearson, "Dreaming With BRICs: The Path to 2050", *Glodman Sachs*, October 2003, p.2

金磚四國的實際匯率將以每年 2.5% 的升值速度，在未來 50 年升值 300%。中國、俄羅斯、巴西和印度正在改變自己的政治體制，以適應全球資本主義，中國和印度分別將成為世界上最主要的製成品提供者，其中中國盛產稀土，而巴西和俄羅斯將成為世界上最主要的原物料提供者，鑒於巴西和俄羅斯可以為中國及印度提供所需的原物料，金磚四國在未來更加廣泛的合作²⁷⁸。

表 4-11 G6 與 BRIC 國內生產總額預估成長率(2050 年/2006 年) (億美元)

集團	代表 國家	2050 年	2045 年	2040 年	2035 年	2030 年	2025 年	2010 年	2006 年	成長率
G6	美國	91,683	83,489	76,044	69,019	62,717	57,446	47,014	44,379	206%
	英國	79,234	73,807	67,391	61,049	55,904	49,173	41,543	38,108	207%
	日本	66,846	60,492	55,756	52,345	49,975	46,419	36,194	34,021	196%
	德國	68,253	62,658	57,118	51,710	47,263	45,033	37,474	34,588	197%
	法國	75,253	68,252	62,136	56,562	52,327	48,429	38,380	36,045	208%
	義大利	58,545	52,760	48,070	44,948	43,195	35,908	32,948	31,123	188%
BRICs	巴西	49,759	38,149	29,026	21,924	16,694	12,996	6,882	5,657	879%
	俄羅斯	78,435	65,708	54,221	43,800	34,368	26,061	9,833	6,909	1,137%
	印度	20,836	14,446	9,802	6,524	4,360	2,979	1,061	817	2550%
	中國	49,650	39,719	30,951	23,511	17,522	12,688	3,463	2,041	2,432%

資料來源:「BRICs」, <http://en.wikipedia.org/wiki/BRIC>

金磚四國被預估在 2025 年將超越 G6 的生產總值，且成為最大的經濟體組合，其中，中國與印度最被看好，預估至 2025 年國內生產總額成長率達到 2,432% 及 2,550%，而俄羅斯與巴西也有大幅成長的預估值達 1,137% 及 879%(表 4-11)；相較於 G6 中的美國與英國的預估國內生產總額成長率的 206% 及 207%，顯示未來經濟體預測的成長率，將相差達 5 倍以上。

²⁷⁸ Jim O'Neill, Paulo Leme, Sandra Lawson, and Warren Pearson, "Dreaming With BRICs: The Path to 2050", *Glodman Sachs*, October 2003, p.2

二、金磚四國之金融健全指標檢測

(一)巴西

以金融健全指標檢測金磚四國，其存款機構核心組指標為檢測項目，其中巴西的不良貸款佔資本比率(I3)是四國中唯一負數的國家。這項 FSI 指標採不良貸款減去準備金後為分子，資本為分母，是銀行資本抵禦不良貸款損失的重要指標。若是此項目為負數，表示準備金較不良貸款為多，銀行資本抵禦不良貸款損失的能力較大；而一級監管資本與加權風險資產比(I2)是四個國家中連年維持最高，在 2008 年的年成長率達到 74%，顯示巴西相對於其他國家的銀行資本適足率較為充足；在部門貸款分布佔貸款總額比率(I5)的項目中，以非居民連年成長的趨勢最明顯，從 2007 年到 2010 年成長率為 33%，表示非居民對於巴西的貸款持續增長，非居民對巴西當地的投資可能增加，也表示政府機關正在逐漸放寬外國人對巴西投資的法令規定(表 4-12)。

表 4-12 巴西之存款機構核心組指標檢測(2005~2010 年)

巴西		2005 年 總平均	2006 年 總平均	2007 年 總平均	2008 年 總平均	2009 年 總平均	2010 年 總平均
存款機構核心組指標							
I1	法定資本與加權風險資產比	17.8	18.7	18.5	17.6	18.5	17.9
I2	一級監管資本與加權風險資產比	14.9	18.6	13.9	54.7	14.5	14.9
I3	不良貸款佔資本比率	-11.2	-11.4	-10.2	-10.1	-11.3	-10.3
I4	不良貸款佔貸款總額比率	3.9	3.6	3.2	2.9	4.1	3.4
I5	部門貸款分布佔貸款總額比率						
	居民	95.7	96.3	95.5	95.6	95.6	94.0
	存款者	0.8	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
	中央銀行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	其他金融部門	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
	政府單位	1.6	1.4	1.2	1.0	1.3	1.4
	非金融部門	48.7	47.3	46.7	49.4	51.3	47.1
	其他國內部門	43.8	45.9	45.9	43.6	41.7	44.3
	非居民	4.3	3.7	4.5	4.6	5.3	6.0
I6	總資產報酬率	2.7	2.9	2.7	2.3	1.4	2.1
I7	股東權益報酬率	27.1	28.6	27.3	24.0	14.7	22.7
I8	淨利息與總收入比率	50.7	53.0	52.2	47.3	41.9	52.7
I9	非利息支出與總收入比率	69.5	64.8	66.1	66.4	68.3	63.4
I10	流動資產與總資產比率	58.1	55.8	55.8	54.1	54.1	52.5
I11	資產流動與短期負債比率	102.2	110.0	112.9	118.0	114.3	113.2
I12	未平倉合約的外匯與資本比率	4.5	-3.9	-6.4	-6.3	-7.9	-7.9

資料來源：<http://fsi.imf.org/>

巴西的資產流動與短期負債比率(I11)是四國之中最高達 100 以上，其他國家平均在 50 至 90 之間波動，表明存款吸收機構在遇到存款人短期撤回資金時，資金的流動性較高，在較短的時間內能以接近市價的價格將資產轉換成現金，表示巴西是相對較適合利用短期貸款轉投資的國家，但流動性高因涉及較低的交易成本，其市場價格比同類資產價格還要高；未平倉合約的外匯與資本比率(I12)是四個國家中唯一負數，表示存款吸收部門資本狀況對匯率變動的潛在脆弱性較大，容易受到外匯波動影響(表 4-12)。

(二) 印度

以存款機構核心組指標為檢測項目，其一級監管資本與加權風險比(I2)為四國之中最低，表示印度的存款機構資本適足率較低，若遇到景氣循環降溫時，存款機構信用緊縮的情形會更加顯著(表 4-13)。

表 4-13 印度之存款機構核心組指標檢測(2008~2010 年)

印度		2008 年 總平均	2009 年 第一季	2009 年 第三季	2010 年 第一季	2010 年 第三季
存款機構核心組指標						
I1	法定資本與加權風險資產比	13.0	12.9	14.3	14.2	15.2
I2	一級監管資本與加權風險資產比	9.1	8.8	9.2	9.5	10.3
I3	不良貸款佔資本比率	8.4	4.4	6.5	7.5	6.9
I4	不良貸款佔貸款總額比率	2.4	2.0	2.2	2.3	2.4
I5	部門貸款分布佔貸款總額比率					
	居民	94.6	94.3	93.7	94.3	94.2
	存款者	0.6	1.1	1.0	1.1	0.5
	中央銀行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	其他金融部門	4.6	2.4	1.9	2.5	2.8
	政府單位	1.8	4.4	3.8	3.8	1.8
	非金融部門	45.0	11.3	12.1	11.4	14.9
	其他國內部門	42.6	75.2	74.9	75.5	74.1
	非居民	5.4	5.7	6.3	5.7	5.8
I6	總資產報酬率	0.9	0.9	0.5	0.9	0.5
I7	股東權益報酬率	14.6	10.9	5.3	10.2	5.4
I8	淨利息與總收入比率	61.6	62.0	57.0	59.8	67.8
I9	非利息支出與總收入比率	50.7	48.0	50.7	50.2	48.5
I10	流動資產與總資產比率	11.3	13.4	9.8	8.9	10.7
I11	資產流動與短期負債比率	29.5	48.3	37.2	39.7	42.5
I12	未平倉合約的外匯與資本比率	1.0	1.7	1.9	2.8	4.2

資料來源：<http://fsi.imf.org/>

而部門貸款分布佔貸款總額比率(I5)的居民項目中佔最高，自 2008 至 2010 年皆為 94 上下，表示印度本地居民依賴當地的存款機構甚高，對金融存款機構的信心足夠，相對非居民對當地存款機構的借貸狀況較不明顯，印度的存款機構主要貸方仍然來自於該國居民，印度的政府單位對於開放非居民對存款機構的貸款法令可能較他國嚴謹；股東權益報酬率(I7)則在金磚四國中較不穩定的，2009 年第一季來到 10.9 但在第三季降為 5.3，同樣在 2010 年也從第一季的 10.2 降為第三季的 5.4，表示印度的銀行盈利能力並不穩定，印度的金融監管制度可能較寬鬆；另外，未平倉合約的外匯與資本比率(I12)較他國小，表示印度存款吸收部門資本狀況對匯率變動的潛在脆弱性較小，不易受外匯波動影響(表 4-13)。

(三)中國

以存款機構核心組指標為檢測項目，其法定資本與加權風險資產比(I1)是金磚四國中最低，顯示中國的金融穩健度在金磚四國中較弱。另外，其一級監管資本與加權風險資產比(I2)為金磚四國中僅高於印度，顯示中國金融體系的資本適足率偏低；在不良貸款佔貸款總額比率(I4)上，中國為金磚四國中最低，此指標以不良貸款為分子，貸款組合的總價值為分母，用以測量資產質量好壞，和貸款組合中的資產質量，表示中國的資產質量較佳且貸款組合中的質量也較其他三國良好；在資產流動與短期負債比率(I11)上僅有 42.2，表示中國存款吸收機構在遇到存款人短期撤回資金時，資金的流動性較低，不能在短的時間內以接近市價的價格將資產轉換成現金(表 4-14)。

在部門貸款分布佔貸款總額比率(I5)方面，非金融部門相對巴西及印度為高，顯示非金融部門對存款機構貸款的比率高，總體經濟狀況較為全面發展，其他中小企業的種類平均分布；另外，非居民的貸款比率相對巴西、印度及俄羅斯為低，顯示外國居民對中國貸款的情況逐漸減少，這種現象可能與中國政府在應對 2009 年底美國量化寬鬆(QE)的熱錢竄入新興市場有關，為避免過於浮濫的資金流入中國市場，頻繁採取升息動作，表示中國政府當局在 2011 年第一季已經達到良好效果，成功抑制了外國投資者投機的行為；在淨利息與總收入比率(I8)上高達 82.5，顯示中國的銀行在槓桿操作上面較其他金磚四國為低，風險也較他國金融體系低；在未平倉合約之外匯與資本比率(I12)為 62.7，為金磚四國中最高國家，顯示中國對全球市場的敏感極高，當外幣和負債受匯率變動，即會有劇烈影響，而從 2010 年底美國採取量化寬鬆以來，中國市場確實累積了許多的外匯存底及美元(表 4-14)。

表 4-14 中國之存款機構核心組指標檢測(2008~2010 年)

中國		2011 年 第一季
存款機構核心組指標		
11	法定資本與加權風險資產比	12.2
12	一級監管資本與加權風險資產比	10.1
13	不良貸款佔資本比率	-2.1
14	不良貸款佔貸款總額比率	1.1
15	部門貸款分布佔貸款總額比率	
	居民	99.4
	存款者	9.6
	中央銀行	0.7
	其他金融部門	1.7
	政府單位	
	非金融部門	66.7
	其他國內部門	20.8
	非居民	0.6
16	總資產報酬率	1.1
17	股東權益報酬率	19.2
18	淨利息與總收入比率	82.5
19	非利息支出與總收入比率	35.3
110	流動資產與總資產比率	22.6
111	資產流動與短期負債比率	42.2
112	未平倉合約的外匯與資本比率	6.7

資料來源：<http://fsi.imf.org/>

(四)俄羅斯

以存款機構核心組指標為檢測項目，其法定資本與加權風險資產比(I1)是金磚四國中最高且連續 3 年非常平均，用來測量銀行存款的資本適足率及資產負債的穩健程度，愈高則表示俄羅斯的金融自 2008 年至 2010 年愈來愈為穩健。此指標是以法定資本總額為分子，加權風險資產為分母。在不良貸款佔貸款總額比率(I4)方面，俄羅斯的數據相較其他國家高出許多，2008 年至 2010 年在印度平均約為 2.26，中國平均約為 1.3，而俄羅斯平均卻高達 8.18，此指標以不良貸款為分子，貸款組合的總價值為分母，經常用以測量貸款組合中資產質量的優劣，表示俄羅斯的不良貸款比率高出其他國家 4 到 8 倍，俄羅斯金融機構的壞帳比率可能較高，當金融發生傳染性危機時，容易快速蔓延到整體金融市場。在部門貸款

分布佔貸款總額比例(I5)方面，俄羅斯在存款者項目也相較其他國家為高，2008年至2010年印度及巴西平均皆為0.86，而俄羅斯為5.23，表示存款者的貸款較高，而非居民及非金融部門貸款的比例也是金磚四國之冠，表示國內外的投資人在2008年至2010年對俄羅斯金融存款機構的信任度提高，對其金融脆弱性的信心度也提高(表4-15)。

表 4-15 俄羅斯之存款機構核心組指標檢測(2008~2010年)

俄羅斯		2008年 總平均	2009年 第二季	2009年 第四季	2010年 第一季	2010年 第二季	2010年 第三季
存款機構核心組指標							
I1	法定資本與加權風險資產比	16.8	18.5	20.9	20.5	18.9	18.4
I2	一級監管資本與加權風險資產比	11.6	13.1	14.7	14.6	14.1	13.6
I3	不良貸款佔資本比率	6.9	13.7	12.1	11.3	10.8	10.9
I4	不良貸款佔貸款總額比率	3.8	7.6	9.5	9.6	9.4	9.2
I5	部門貸款分布佔貸款總額比率						
	居民	86.9	88.2	86.4	86.6	87.4	86.9
	存款者	3.9	4.1	4.9	5.7	6.2	6.6
	中央銀行						
	其他金融部門	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8
	政府單位	0.8	0.9	1.1	1.1	1.0	0.9
	非金融部門	57.3	61.3	60.2	59.7	60.1	59.1
	其他國內部門	20.5	19.1	18.5	18.3	18.4	18.5
	非居民	13.1	11.8	13.6	13.4	12.6	13.1
I6	總資產報酬率	2.1					
I7	股東權益報酬率	13.7					
I8	淨利息與總收入比率	42.9					
I9	非利息支出與總收入比率	66.8					
I10	流動資產與總資產比率	27.1	27.5	30.4	31.8	30.2	28.9
I11	資產流動與短期負債比率	92.1	90.5	102.4	109.9	101.2	95.4
I12	未平倉合約的外匯與資本比率	0.8	1.1	0.9	1.1	0.8	0.1

資料來源：<http://fsi.imf.org/>

第四節 小結

全球共有 100 個國家提供可用的數據以測算金融健全指標(FSIs)，其中，先進經濟體中有高達 90%的國家參與、其次是轉型經濟體中有 62%的國家參與、最後是發展中經濟體有 45%的國家參與，非洲是提供經濟數據中比例最低只佔 43%。總體來說，54 個國家中參與金融部門評估計畫(FSAP)有 38 個國家，高達 70%的參與率使整個報告更加完善。

金融健全指標框架中參考國際上通用的會計準則，增加了金融健全指標的依據可用性，在指標種類中的第一類存款機構檢測指標較為完善，包含了資本適足率、資產質量及盈利能力，是本研究的主要使用指標(4-16)。

表 4-16 金融健全指標框架與種類

	項目	內容
會計框架	國民帳戶會計、商業會計及銀行監管指南	國民帳戶核算的主要訊息來源是 1993 年《國民帳戶體系》、《貨幣與金融統計手冊》、《國際收支手冊》
指標種類	存款吸收機構、資本適足率、資產質量及盈利能力	金融機構承受資產負債表衝擊的穩健能力，最終取決於其資本充足率和獲取資本的機會。
	流動性、對市場風險的敏感度	多樣化的金融工具催生，銀行面臨因市場價格變化而遭受損失的市場風險愈來愈大，用以衡量利率風險敏感程度指標是資產和負債的期限。
	家計部門和房地產市場	家計部門消費行為及資產組合可以影響銀行負債和資產的價格，包括債務與 GDP 比率、債務與資產比率及本息償付額與收入比率。

資料來源：作者整理

在金磚四國中，我們從指標檢測發現，巴西的銀行資本在抵禦不良貸款損失的能力較高、整體而言巴西的銀行資本適足率充足，同時也適合短期貸款轉投資但巴西的金融脆弱性高卻是需要注意的；俄羅斯的金融存款機構信任度在 2008 年~2010 年有明顯提高趨勢，總體而言俄羅斯金融體系近年愈為穩健，但存款機構內不良貸款比率仍偏高，表示壞帳的比率較他國為高，同時俄羅斯金融體系易受國際金融傳染危機影響；印度的銀行資本適足率低，且存款機構資金來源單一，多為當地居民而外國投資人少，近年來印度的銀行獲利能力仍屬不足；中國的金融穩健程度在金磚四國中較低，但其存款機構貸款質量較佳且壞帳比率低，從各個部門對存款機構貸款的比例平均中，可以看出總體經濟狀況全面發展，如此也間接鞏固了金融的穩定發展。

在 2008 年~2011 年檢測之中，我們可以發現俄羅斯在銀行資本適足率的項目中均表現良好，但是不良貸款比率高出其他國家許多，顯示壞帳比例及呆帳打消率是俄羅斯金融體系目前面對的難題。而在銀行盈利能力項目上，則是巴西最為突出，另外，中國金融體系相對穩健且資產質量相對良好，不易有壞帳問題，唯一需要注意的是易受外匯波動影響中國國內金融穩定(表 4-17)。

表 4-17 金磚四國在金融健全指標中比較結果(●為該項目中最高之國家)

	巴西	俄羅斯	印度	中國
法定資本與加權風險資產比(I1)		●		
一級監管資本與加權風險比(I2)	●			
不良貸款佔資本比率(I3)		●		
不良貸款佔貸款總額比率(I4)		●		
股東權益報酬率(I7)	●			
資產流動與短期負債比率(I11)	●			
未平倉合約外匯與資本比(I12)				●

資料來源：作者整理

第五章 結論

壹、研究發現

近年來，伴隨著俄羅斯經濟實力的提升，俄羅斯國民生產總值已經由 1999 年的 1570 億美元成長至 2011 年 1894 億美元²⁷⁹，外匯儲備更從 1998 年的 100 億美元增加至 2011 年的 5280 億美元²⁸⁰，成為世界上擁有最多外匯儲備的國家之一。這所帶來的結果即為俄羅斯金融體系的茁壯，並推動俄羅斯國內對金融安全需求的迅速增長。有關金融安全研究已經在全球形成一個熱潮，國際貨幣基金組織 (IMF) 提出了金融健全指標 (FSIs)，彙編了全球 100 個國家的金融部門數據，來源除了銀行部門還包括了非金融部門、家計部門、不動產市場及企業部門。先進國家之中有高達 94% 的國家皆參加此計畫，轉型經濟體有 62% 的國家參加，開發中國家亦有 50% 亦參加。俄羅斯不僅配合金融健全指標計畫以提升一般大眾對金融信心，更提出了存款保險法，積極推動金融安全進步，提高俄羅斯金融對世界影響力。

經由金融危機理論的文獻，我們認為當一國在經濟轉型或改革中，資本市場架構與金融監管體制尚未健全，過快開放國際資本流入金融市場，將會引來投機性的資金，導致經濟基本面的惡化，俄羅斯的情況與之相符，當俄羅斯在 1992 年從事經濟轉型時，因為實施價格自由化和大量發行國家短期債券與聯邦債券，造成通膨率高漲、盧布貶值，銀行間支付系統幾乎癱瘓。俄羅斯政府在 1995 年採取緊縮性貨幣政策、賣出外匯以捍衛本國匯率的措施，且立法限制中央銀行直接融通政府預算赤字的法規，減少資金逆流，雖使通貨膨脹率下降，但同時也傷害了俄羅斯國內金融部門，促使俄羅斯金融機構面臨倒閉。1998 年俄羅斯有 5 家以上的主要銀行宣布合併，第二大銀行也由政府接管。

俄羅斯金融體系受政治影響極深，中央銀行缺乏獨立性。在俄羅斯金融制度變遷過程中，政府扮演十分重要的角色，蘇聯時期列寧首先將銀行國有化，20 世紀以來，赫魯雪夫、布里茲涅夫及戈巴契夫大力推動金融改革，不僅通過了銀行體制改革、實施銀行的產權所有制改革、二級銀行體制、改善銀行與企業關係、興建資本市場及發展社會保險等等。自 2000 年普丁上任俄羅斯總統以來，將主權財富基金作為俄羅斯金融安全的後盾，設立俄聯邦穩定基金後不僅有效減少俄羅斯對能源產業過分依賴，也替俄羅斯國內財政帶來穩定的效果，同時普丁也積極打擊金融寡頭 (Financial Oligarch)，通過「俄羅斯聯邦的個人銀行存款保險」法案，亦在 2004 年制定了「銀行部門 2008 年前發展戰略」，顯示俄羅斯積極改

²⁷⁹ Stock Q, <http://www.stockq.org/economy/gdp.php>

²⁸⁰ 鉅亨網, <http://new.cnyes.com/Content/20110617/KDXF6WVDC78JY.shtml>

善金融體系的決心。目前絕大部分銀行都參加存款保險制度，我們發現存款保險政策在 2005 年確實穩定了俄羅斯金融體系。

按照國際貨幣基金組織(IMF)的金融健全指標(FSIs)分類，可概分為存款機構核心組指標、存款機構進階組指標、非金融機構、家計部門、證券市場流動性及不動產市場七大類。根據文獻研究，我們歸納出存款機構核心組指標對於新興市場的金融安全最具預測性。存款機構核心組指標包含了法定資本與加權風險比，可觀察出金融機構的資本適足率；不良貸款佔貸款總額比率可確定貸款組合的資產質量問題；不良貸款佔資本比率可比較扣除準備金後的不良貸款對資本的潛在影響，此比率反映依靠銀行資本消化與不良貸款有關之損失的能力。因此，我們以資產的品質、資本適足率、總資產報酬率及股東權益報酬率等指標，來衡量俄羅斯的金融安全。

2007 年次貸風暴對俄羅斯經濟傷害甚鉅，2008 年 7 月雷曼兄弟宣布倒閉後，總計 10 個月內盧布貶值幅度高達 52.5%，從 MSCI 股價指數波動率(equity VIX index)觀察美國、俄羅斯、日本及歐洲，顯示俄羅斯股市波動率最高，以 2007 年的 136.7 及 2008 年的 432.7 居冠。這樣的經濟狀況與金融穩定指標(FSIs)的統計相呼應，從資產流動與短期負債比率(I11)觀察，俄羅斯在 2008 年的指數為 92.1，高於印度的 29.5，顯示在金磚四國中，俄羅斯短期資金的流動性較高，股市波動率也較高。俄羅斯金融體系不良貸款比率高，易發生金融傳染危機，在不良貸款佔貸款總額比率(I4)方面，俄羅斯的數據卻比其他國家高出許多，2008 年至 2010 年在印度平均約為 2.26，中國平均約為 1.3，而俄羅斯平均卻高達 8.18，此指標以不良貸款為分子，貸款組合的總價值為分母，經常用以測量貸款組合中資產質量的優劣，表示俄羅斯的不良貸款比率高出其他國家 4 到 8 倍，俄羅斯金融機構的壞帳比率可能較高，當金融發生傳染性危機時，容易快速蔓延到整體金融市場。

俄羅斯金融趨於健全、投資人信心逐漸增加與俄羅斯政府政策有關，普丁時期提出《俄羅斯政府長期社會經濟政策基本方針》，主要目標為保持低通貨膨脹率和維持盧布匯率穩定、由浮動匯率制度轉為管理式浮動匯率制度、建立穩定的金融市場和合理融資管道、進行銀行重組，建立一個以國家控股銀行為核心、財務狀況基本穩定的銀行為基礎，從金融健全指標(FSIs)中分布佔貸款總額比例(I5)指標觀察，存款者項目相較其他金磚四國為高，2008 年至 2010 年印度及巴西平均皆為 0.86，而俄羅斯為 5.23。俄羅斯自 2010 年公布《銀行和銀行活動法》修正法案，俄境內銀行的最低資本額度不得少於 9000 萬盧布，大量減少俄羅斯銀行的數量，提高俄羅斯中央銀行對銀行的監管能力。從金融健全指標中(FSIs)非居民及非金融部門貸款的比例(I5)可觀察到，俄羅斯的數據是金磚四國之冠，顯示國內外的投資人在 2008 年至 2010 年對俄羅斯金融存款機構的信任度提高，

對其金融脆弱性的信心度也提高。

2008年10月，俄羅斯總統簽署《支持金融體系補充措施》法案，向銀行注資以化解流動性風險，俄羅斯總統梅德維杰夫在2009年宣布，政府將再撥出9500億盧布以支持金融系統。另從金融健全指標(FSIs)的法定資本與加權風險資產比(II)觀察，俄羅斯在2008年的指數為16.8，高於印度的13，並且在2010年上升至20.5，顯示銀行的資本適足率愈來愈高，說明了俄羅斯政府在普丁時期的政策奏效，金融體系在2008年至2010年愈來愈為穩健及安全。

在金磚四國中，俄羅斯短期資金的流動性較高，股市波動率也較高。總體而言俄羅斯金融體系近年愈為穩健，俄羅斯的金融存款機構信任度在2008年~2010年有明顯提高趨勢，但存款機構內不良貸款比率仍偏高，同時俄羅斯金融體系易受國際金融傳染危機影響俄羅斯金融體系不良貸款比率高，易發生金融傳染危機，若能降低目前俄羅斯金融存款機構的壞帳比例及呆帳率，則俄羅斯的金融安全會更加穩固。



貳、研究限制與建議

本研究在許多方面不足之處，首先是資料來源大部分缺乏俄文相關資料，只能從英文翻譯及中文翻譯的二手資料中補齊，限制了本研究的結果，再者是俄羅斯及中國政府在金融揭露資訊上不完整且不透明，筆者僅能透過國際貨幣基金組織(IMF)及其他研究機構的報告中獲取資訊。基於以上限制，在蒐集資料上的困難對本研究完整性構成了影響。

其次，金融安全的相關研究在俄羅斯仍屬於新的議題，在這方面的資料仍然不多，國際貨幣基金組織(IMF)提供的資料中僅有 I1 至 I12 是完整的，顯示運用金融健全指標評估金融安全之方法和研究尚未成熟。根據研究發現，主要從外國直接投資、對外援助和擺脫二元經濟研究延伸，但是本文主要從經濟改革背景及面對金融危機的政策去觀察，導致蒐集的資料可能過於片面，故將會影響本論文的完整性。

最後，全面性的金融安全研究還有很多發展空間，筆者建議就俄羅斯金融之議題，可再實際走訪各個俄羅斯金融機構，採取第一手資料及深度訪談，從文化角度強化俄羅斯金融安全的獨特性，應能發展出更多面向，這也是未來學術界可以持續研究的一個方向。

參考文獻

中文專書

王瑛，**經濟安全-中國面臨的挑戰**(太原：山西經濟出版社，2004年)，頁118~122。

李榮謙，**貨幣金融學概論**(臺灣：東華出版社，2007年)，頁2。

林錦慧譯，Dr. Chris Howard 著，**搞懂金融世界的第一本書**(臺北：大是文化有限公司，2011年)，頁28~205。

高曉慧、陳柳欽，**俄羅斯金融制度研究**(北京：社會科學文獻出版社，2005年)，頁1~456。

梁勇，**開放的難題：發展中國家的金融安全**(北京：高等教育出版社，1999年)，頁10。

陳齊，「**俄羅斯中央銀行獨立性之研究**」，(臺北：國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文，2001年)，頁34~37。

劉雪松，「**俄羅斯銀行體制改革分析與啟示**」，(北京：對外經濟貿易大學在職碩士論文，2003年)，頁9~10。

鄭漢通，**經濟全球化中的國家經濟安全問題** (臺灣：國防大學出版社，1999年)，頁97。

羅任媛，「**新興市場國家金融危機成因之研究—以俄羅斯為案例**」 (臺北：國立政治大學俄羅斯研究所碩士論文，2001年)，頁8~117。

中文期刊

王元龍，「**關於金融安全的若干理論問題**」，**國際金融研究**(北京)，2004年，第5期，頁17。

王楚明，「**影響我國金融安全的國內外因素分析**」，**金融理論與實踐**(河南)，2006年，第1期，頁1~6。

王凌燕、王建英、萬正曉，「**經濟全球化背景下的中國金融安全問題研究**」，**河南師範大學學報**，2005年7月，第32卷第4期，頁47。

- 吳孟道、周國偉、曾翊恆，「金融市場壓力指標之建置與應用-東亞八國於此波金融海嘯之表現」，**台灣經濟論衡**，2009年9月，第7卷第9期，頁8。
- 吳懿娟，「我國金融危機預警系統之研究」，**中央銀行季刊**，2003年9月，第25卷第3期，頁7~9。
- 李石凱，「全球經濟失衡與新興市場經濟體主權財富基金的崛起」，**國際金融研究**（北京），2008年，總第9期，頁31~32。
- 李霞，「淺談俄羅斯主權財富基金的運作管理規則及其對中國的啟示」，**時代金融**（雲南），2009年4月，總第390期，頁7~9。
- 周國偉，吳孟道，「金融海嘯與台灣金融市場壓力及因應政策」，**法制論叢**，2010年1月，第45期，頁5~7。
- 徐向梅，「俄羅斯國有銀行：優勢地位、私有化及啟示」，**廣東金融學院學報**，2007年，第22卷第3期，頁1~35。
- 陳一瑞，「IMF 金融安全指標之編制暨其於台灣之運用」，**中央銀行季刊**（臺北：中央銀行經濟研究處），2005年5月，第27卷第4期，頁21。
- 陳南光，張光亮，「亞洲金融風暴的緣起：基本面或傳染？」，**行政院國家科學委員會補助專題研究計畫成果報告**，2000年，頁3。
- 郭連成，「俄羅斯證券市場：發展特點與發展戰略」，**太平洋學報**（北京），2004年，第12期，頁4。
- 黃仁德、林進煌，「亞洲金融危機與國際貨幣基金的角色」，**問題與研究**（臺北），2007年，第46卷第1期，頁4。
- 婁芳，「談俄羅斯金融改革中的銀行體系」，**東歐中亞研究**（北京），1999年，總第2期，頁1。
- 張曉田，劉清江，「金融安全區問題研究」，**財經理論與實踐**（上海），2001年1月，第22卷第109期，頁9~10。
- 賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，**台北外匯市場發展基金會委託計畫**，2009年3月，頁2~46。
- 程亦軍，「論俄羅斯證券市場」，**俄羅斯中亞東歐研究**（北京），2006年，第4期，頁38~39。

- 趙俊筌，「經濟全球化下的俄羅斯金融安全：以葉爾欽時期為例」，*稻江學報*(臺北)，2008年，第3卷第2期，頁265~266。
- 賴景昌，「國際金融理論的發展」，*經濟與管理論叢*，2005年，第1卷第2期，頁6~8。
- 劉敬遠、蘇琳，「淺析俄羅斯經濟轉型的歷史沿革及啟示」，*學理論*(哈爾濱市)，2010年，第27期，頁7~10。
- 劉軍梅，「俄羅斯金融制度的變遷」，*復旦學報*(上海)，2003年，第2期，頁1。
- 潘廣云，「俄羅斯主權財富基金改組及其國際比較」，*國際論壇*(北京)，2008年9月，第10卷第5期，頁56~59。
- 關雪凌、劉西，「全球主權財富基金：現狀、原因與影響」，*中國人民大學學報*(北京)，2008年，總第5期，頁73~76。

英文期刊

- Aerdts, Houben and Jan, Kakes and Schinasi, Garry, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", *IMF Working Paper*, (June 2004), pp.18~46.
- Blundell-Wignall, Adrian and Atkinson, Paul, "The Sub-prime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform" *OECD-GEM policy Brief* (March 2010), p.3.
- Bhagwan, Chowdhry and Amit, Goyal, "Understanding the Financial Crisis in Asia", *Pacific-Basin Finance*, Journal 8 (2000), p.4.
- BRICs: The Path to 2050", *Glodman Sachs*, October 2003, p.2
Carson S. Carol and Ingves Stefan, "Financial Soundness Indicators—Background Paper", *International Monetary Fund*, (May 2003), p.6.
- Crockett, Andrew, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?", *Symposium Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City (1997), pp.2~9.
- Chant, John, "Financial Stability As a Policy Goal", *Bank of Canada Technical Report*, No. 95, (Sep., 2003), pp.3~4.
- Crockett, Andrew, "The Theory and Practice of Financial Stability," *GEI Newsletter Issue*, No. 6 (July, 1997), pp.11~12.

Cantor, Richard and Emery, Kenneth and Duggar Elena and Cailleteau,"Sovereign Default and Recovery Rates, 1993-2007", *Moody's Global Credit Research*, (March 2008), p.30.

DIW, Berlin, "The Argentinean Currency Crisis: A Markov-Switching Model Estimation", German Institute for Economic Research, *Discussion Papers*, No. 348(May 2003), p.4.

Douglas W. , Diamond and Philip H. , Dybvig," Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 24, No. 1(2000), pp.2~3.

Flood, R. P. and Garber, P. M. , "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, No.17(1984), pp.1~13.

Fisher, Irving, "The Debt Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, Vol.1, Issue 4(Oct., 1933), p.2.

Foot Michael, "What is 'Financial Stability' and How Do We Get It?", The Roy Bridge Memorial Lecture (April , 2003), pp.1~13.

Financial Soundness Indicators-Background Paper, *IMF*(2003), pp.4~27.

Financial Soundness Indicators Compilation Guide, *IMF*(2006), pp.45~196.

Guillermo A. Calvo, Enrique G. Mendoza, "Mexico's Balance-Of-Payments Crisis: A Chronicle of A Death Foretold" *Journal of International Economics*, No.41(1996), p.8.

IMF : "Compilation Guide on Financial Soundness Indicators " , Draft, Published by *IMF*, (September 2003), p.1.

International Monetary Fund, "Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability," *IMF World Economic Outlook* , chapter 4(1998), pp.1~10.

Kaminsky, L. Graciela and Carmen, M. Reinhart," The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems", *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3 (Jun., 1999), pp.6~7.

Kaminsky, L. Graciela and Carmen, M. Reinhart, "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol.88(January 1998), p.1.

- Krugman, Paul, "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", conference draft, (January 1999), p.3.
- Krugman, Paul, "What Happened to Asia?", conference in Japan, (January 1998), p.3.
- Laura, Solanko and Zuzana Fungacova, Helsinki, "The Russian Banking Industry After the 2008-2009 Financial Crisis-What Next?", *Russian analytical digest*, No.74(2001), p.2
- MIRRLEES, J.A., "The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behavior: Part 1", *Review of Economic Studies*, No.66 (1999), pp.2~5.
- Miller, Marcus and Luangaram, Pongsak, "Financial Crisis in East Asia: Bank Runs, Asset Bubbles and Antidotes", *CSGR Working Paper*, No. 11 (July 1998), pp.2~17.
- Moskow, H. Michael, "Disruptions in Global Financial Markets: The Role of Public Policy", *Economic Perspectives*, pp.2~3.
- Mishkin, S. Frederic, "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers" *proceeding*, (1997), pp.9~10.
- McKinnon, R.I. and Pill, H. , "Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Over Borrowing", *Oxf Rev Econ Policy*, Vol.15 (1999), pp.19~38.
- O'Neill, Jim and Leme, Paulo and Lawson, Sandra, and Pearson, Warren, "Dreaming with Svetlana Corda-Stanley and Damien Synnott, Banking in Russia, (*Financial Times Management Reports*, London, 1996), p.2
- Pauly, V. Mark , "The Economics of Moral Hazard: Comment", *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 3, (Jun., 1968), p.6.
- Radelet, Steven and Sachs, Jeffrey, "The Onset of The East Asian Financial Crisis", *NBER WORKING PAPER SERIES*, No.6680(August 1998) ,pp.4~6.
- Radelet, Steven, Sachs, D. Jeffrey, Cooper N. Richard, Bosworth P. Barry, "The East Asian financial crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1998, No.1(1998), pp22~23.
- Radelet, Steven and Sachs, Jeffrey, "What Have We Learned, so far, from the Asian Financial Crisis", *CAER II Discussion Paper*, No. 37 (March, 1999), pp.3~4.
- Sovereign Wealth Funds : Generally Accepted Principles and Practices, *International Working Group of Sovereign Wealth Funds*, October 2008, pp.3~7.

V.V Chari, Ravi Jagannathan, “Banking Panics, Information and Rational Expectation Equilibrium”, *working paper*, No.320(February 1988), p.2.

Willem, H.Buiter, “Lessons from the 2007 Financial Crisis”, *UK Treasury Select Committee, CEPR Policy insight*, No.18(Nov., 2007), p.1.

網頁資料

FASP

<http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp>

FSI

<http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>

GFSR

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>

Financial Soundness Indicators (FSIs)—Concepts and Definitions

<http://fsi.imf.org/misc/FSI%20Concepts%20and%20Definitions.pdf>

BBC News, March 17, 2008

http://news.bbc.co.uk/chinese/trad/hi/newsid_7300000/newsid_7300000/7300011.stm

BBC News, July 28, 2008

http://news.bbc.co.uk/chinese/trad/hi/newsid_7530000/newsid_7530000/7530095.stm

United Nations Statistics Division,

<http://unstats.un.org/unsd/methods/statorg/FP-English.htm>

The Central Bank of Russian Federation,

http://www.cbr.ru/eng/today/history/central_bank.asp

IFSL

<http://www.lesechos.fr/medias/2010/0304/300414062.pdf>

IMF

<http://www.imf.org>

SWF Institute

<http://www.swfstitute.org/swf.php>

Ministry of Finance of the Russian Federation,
<http://www1.minfin.ru/en/stabfund/about/>

FSI

<http://fsi.imf.org/>

中央存款保險公司

<http://www.cdic.gov.tw/ct.asp?xItem=604&CtNode=447&mp=1>

