

【國際證券暨期貨市場要聞】

摘譯：從危機中汲取教訓



林坤鎮（證期局
科員）

►國際貨幣基金（IMF）呼籲重新思考如何管理全球系統性風險

壹、前言：

國際貨幣基金 Survey Magazine 於 2009 年 3 月 6 日出版的一份報告開宗明義指出此次金融危機發生的病灶及因應之策：

- ◆ 市場紀律、法規未能跟上創新及槓桿操作的腳步
- ◆ 總體經濟政策未能因應逐步升高的風險
- ◆ 國際層級的領導才能監測到風險並提供必要的因應

在研析全球金融危機的特質過程中，IMF 在汲取教訓的同時，也重新思索如何著手進行系統性風險的管理。IMF 在該組織國際貨幣及金融委員會（the International Monetary and Financial Committee）的要求下，為 G-20 經濟國家籌劃金融市場管理的改革，以及如何讓國際金融機構如 IMF 及世界銀行等更有效運作的藍圖。

貳、危機為何發生

IMF 的分析指出危機發生的三項原因：

- ◆ 金融監理機關未能洞悉風險的集中度，以及隱藏在金融創新熱潮背後不良誘因。市場紀律及法規皆未能掌握住快速創新及高升的槓桿所帶來的風險。

- ◆ 決策者未能有效地考量到逐漸升高且失衡的總體經濟，導致金融體系及房屋市場系統性風險的形成。中央銀行只聚焦於通膨的風險，卻忽視了與高資產價格及槓桿逐漸增加的相關風險。金融監理機關專注於傳統的銀行部門，卻忽略了影子金融體系所造成的風險。
- ◆ 國際金融機構未能有效地促成國際性的合作，以致未能及時發現逐漸產生易受傷害的弱點，以及跨國界的骨牌效應。

參、輕度管理以致未能發現風險

IMF 在研析金融法規時發現，過去十年金融體系如何過度擴張以及如何創造低風險高收益的新工具。這是奠基於一個輕度管理的共通理念，而這個理念是建立在一個假設前提，即金融市場紀律會自我排除輕率魯莽的行為，金融創新旨在分散風險，而非集中風險。

這些假設證明都是錯的，結果是大量的資產價格泡沫化，尤其是房價，以及造成傳統銀行體系內外部風險大量的形成。IMF 貨幣及資本市場部主管 Jaime Caruana 說：「在景氣繁榮時有個主要的疏失是，未能發現逐漸攀升的資產價格泡沫所隱藏的巨大威脅；決策者只聚焦於自己所困擾的部分，卻忽略了更大的問題。」「此次危機很清楚地告訴我們，監理範圍必須擴大，將其運作未受到監理及監測的系統性機構及市場納入。我們建議採用兩階段式的方法擴大監理：擴大資訊揭露，以便監理機關檢測那些機構過於龐大或過於錯綜複雜以致產生系統性風險，以及加強功能性的監理及監視。」

該報告指出五個需要修正的主要弱點：

首先，監理或法規的範圍必須擴大，將所有造成全面性經濟風險的活動皆納入。管理法規應該維持彈性，以隨時因應金融市場的創新；而且管理應專注於業者的業務，不是機構本身。風險集中度不應超出監理範圍外。

其次，市場紀律必須強化。信用評等機構未能適當地評估風險的缺失廣受各界批評，有關降低他們的利益衝突以及改善投資者的適當評量的倡議已在進行中。其他步驟包括，降低對評等的依賴以符合審慎的法規，以及對結構性商品採行差別性評量等。系統性銀行的解決方式應包括早期干預機制，以及更多有關股權損失的可預測性機制。

第三，從法規及會計上著手以減少景氣循環波動（procyclicality）。銀行在市場榮景時增加資本，可以成為景氣反轉時的緩衝器。一個國際型的法規架構以反映預期循環性的損失是有必要的。監理者應該進行例行性評估報酬機制，以確保其不會產生造成過度承擔風險的誘因。

第四，資訊間隙應該填滿。複雜性金融工具的評價必須具有充分的透明度。經過改善後的場外交易及資產負債表外的資訊曝露，可以令監理機關評估整個系統的風險；這些措施同時可以強化市場紀律。

最後，中央銀行應該加強其系統性流動準備的結構。主要金融市場的基礎結構也應該改善。

肆、系統風險並不是總體經濟政策的目標

此次危機是由於長時期且活絡的全球經濟成長以及低利率的環境所造成。這種環境鼓勵了投資者追求高報酬，卻造成了對於具風險性金融商品的需求。IMF 官員說：「危機的根結在於長時期的榮景所帶來的樂觀氣氛；這種樂觀氣氛導致全球經濟的風險未照既定程序進行審慎評估。由於管理及監視的重大失策，促成了高槓桿及高風險資產的形成。」

雖然貨幣及財政政策在次危機中並不是扮演重要的角色，但此次危機仍給決策者在總體經濟方面提供了幾個教訓。

首先，貨幣政策應該對系統風險的形成有所因應。決策者應該專注於總體金融的穩定以及系統風險的形成。基本上，在處理資產價格及信用擴張時，貨幣政策顯然是緩不濟急的工具。因此貨幣政策的使命應該擴充，包括總體金融的穩定，不僅只是價格穩定。

其次，財政政策在榮景時期應該奠定穩健基礎。財政政策並不是扮演處理危機的主要角色，但是許多國家在榮景時期並無法支付公債以及縮減赤字，結果發現他們現在身陷危機中卻無法提振經濟。近幾年來賦稅政策也鼓勵了舉債，這些稅法應該改變。

最後，當國際資本流動對各國有益時，全球的失衡必須處理。決策者應該利用總體經濟及結構性政策以調和自己境內的儲蓄及投資。他們也應該利用法規協助降低資本流動所帶來的系統性風險。比如限制國內金融機構及借貸者的外匯暴露。

此次危機說明了國際合作的重要，包括經濟及金融層面，IMF 歸納出下列四項領域：

- ◆ 示警機制應該更集中且明確。IMF 目前正與金融穩定論壇（Financial Stability Forum）合作研議一套早期預警系統。
- ◆ 為因應全球系統性風險，領航者是有必要的。一連串的組織機構皆可宣稱具領航角色，包括 IMF、G7、G20、OECD 等，但是卻沒有一個具有效益性。理想的全球性解決方案應是結合專業知識、合法性、效益性，以及提供一個論壇給高階決策者參與。
- ◆ 管理跨境金融部門的法規有需要制定，鼓勵互相合作以減少本地納稅人可能與鄰為壑的負擔。
- ◆ 建立一個可信賴的全球流動性架構是有必要的。容易取得大規模的資金及保險措施對大多數新興市場國家而言仍是一個主要課題。IMF 正在研究一個符合所有會員的借貸架構。假如 IMF 無法提供一個必需的保險機制，有些國家在未來可能會依賴其收支順差及外匯存底尋求自保，果真如此，未來數年全球的貿易

可能遭到扭曲。

參考資料：

1. IMF Survey Magazine: Policy, “IMF Urges Rethink of How To Manage Global Systemic Risk”, March 6, 2009. 網址
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/POL030609A.htm>