

新冠肺炎疫情影响後英國央行貨幣政策 操作策略之探討

中央銀行業務局

林曉伶

2025 年 6 月

本文純屬作者個人意見，與服務單位無關，如有任何疏漏或謬誤，概由作者負責

目錄

壹、前言	1
貳、BoE 貨幣政策操作策略之重要變革.....	2
一、 2008 年全球金融危機前 BoE 之貨幣政策操作策略.....	3
二、 全球金融危機後 BoE 貨幣政策操作策略之主要調整內容.....	5
三、 BoE 提供銀行流動性機制	11
參、BoE 因應全球金融危機及新冠肺炎疫情之措施	15
一、 BoE 因應全球金融危機之措施	15
二、 BoE 因應新冠肺炎疫情之措施	18
肆、英國 LDI 基金流動性危機事件分析	23
一、 LDI 基金操作特性	24
二、 LDI 基金流動性危機	26
三、 BoE 因應 LDI 基金流動性危機事件之措施.....	27
伍、結論	31
一、 因應全球經濟金融情勢之不確定性，央行宜持續審慎調整貨幣政策	31
二、 為使外界確實瞭解貨幣政策措施之目的，央行宜持續強化對外溝通 策略.....	31
參考資料.....	33
附錄、BoE 貨幣政策操作工具之合格擔保品.....	35

壹、前言

2008 年全球金融危機、2020 年新冠肺炎疫情，以及 2022 年俄烏戰爭等重大事件，均對全球經濟及金融情勢產生顯著衝擊。主要央行為達成貨幣政策目標，適時調整貨幣政策操作策略，以維持物價穩定及經濟金融健全發展。

2008 年全球金融危機期間，為維持金融市場之健全運作與金融穩定，主要央行調整貨幣政策操作策略，採行大規模資產購買計畫等量化寬鬆措施，挹注市場流動性，以維持物價穩定，協助維持經濟成長。

2020 年新冠肺炎(COVID-19)疫情爆發及其後疫情蔓延，嚴重影響全球經濟成長，並引發全球金融市場劇烈波動，主要央行除充分挹注市場流動性外，亦針對民眾與企業之需求採行紓困措施，以支撐實體經濟之成長。2021 年新冠肺炎疫情趨緩後，全球經濟穩定復甦，民間消費需求擴增，以致全球通膨逐步增溫，另 2022 年俄烏戰爭爆發，導致原物料及大宗商品供應鏈無法順暢運作，進一步推升全球通膨壓力；2021 年以來，主要央行為抑制通膨預期，採行緊縮貨幣政策措施，其中英國央行(Bank of England, BoE)自 2021 年 12 月起採行緊縮貨幣政策措施，係主要央行中最先執行緊縮貨幣政策措施者。

BoE 如何因應全球金融危機及新冠肺炎疫情引發之經濟金融情勢變動，適時調整貨幣政策操作策略，以維持物價穩定及經濟金融健全發展環境，值得深入探討。本文除本章前言外，第貳章介紹 BoE 貨幣政策操作策略之主要調整內容，包括利率操作策略之變革、提

供銀行流動性機制；第參章說明 BoE 因應全球金融危機及新冠肺炎疫情相關重要措施，第肆章就 2022 年英國 LDI 基金流動性危機事件進行分析；最後為結論。

貳、BoE 貨幣政策操作策略之重要變革

1997 年，英國政府賦予 BoE 獨立決定利率目標之職權，以達政府所設定之通膨目標(圖 1)¹。1997 年起，英國政府設定通膨目標為零售物價指數(RPIX)年增率 2.5%；2003 年 10 月 12 日起，英國政府將通膨目標改為消費物價指數(CPI)年增率 2%。

圖 1. BoE 通膨目標與英國 CPI 年增率



資料來源：BoE、英國國家統計辦公室(Office for National Statistics)

2008 年全球金融危機發生前，英國處於低通膨與經濟成長並存的環境；但另一方面，信用市場與資產價格的成長速度卻遠高於經濟成長；BoE 以通膨為目標的貨幣政策架構無法有效因應資產價格快速上揚的情況。

¹ 若英國通膨率大幅偏離通膨目標，即 CPI 年增率低於 1%或高於 3%時，BoE 總裁須提出公開信向財政大臣說明原因，並說明 BoE 將採取何種措施，使 CPI 年增率符合通膨目標。

全球金融危機後，為強化 BoE 維持金融穩定之功能，2009 年 2 月英國政府修訂英格蘭銀行法(the Bank of England Act 1998)，將維持金融穩定納入 BoE 政策目標，並在維持物價穩定與金融穩定之範圍內，協助英國政府達成經濟政策目標，包括經濟成長及就業。

以下首先介紹 2008 年全球金融危機前 BoE 之貨幣政策操作策略，其次則說明 2008 年全球金融危機後，BoE 貨幣政策操作策略之主要調整內容，以及 BoE 提供銀行流動性機制。

一、2008 年全球金融危機前 BoE 之貨幣政策操作策略²

2008 年全球金融危機前，BoE 主要係以準備金制度、常備機制及公開市場操作等貨幣政策操作工具，影響準備金部位，以引導短期貨幣市場利率趨近於政策利率之水準。

(一) 準備金制度

2005 年 5 月 18 日起，BoE 實施平均準備金制度，銀行依據其流動性管理需求，自行設定準備金提存期之平均準備金目標額。銀行準備金提存期係當月 BoE 貨幣政策委員會(Monetary Policy Committee, MPC)開會日至下個月開會日前 1 日，約為 1 個月。準備金提存期，銀行準備金帳戶日平均餘額若維持其所設定之目標額 $\pm 1\%$ 內，BoE 按政策利率付息，若銀行準備金帳戶日平均餘額偏離此區間，則須計付懲罰息。

在平均準備金制度下，銀行可於準備金提存期，每日調整準備餘額，而 BoE 對銀行準備金目標區間付息之機制，具有引導短期

² 主要參考林清惠、曾虹瑋(2012)。

貨幣市場利率趨近於政策利率之功能。

例如，銀行設定之準備金目標額 1,000 億英鎊，則其準備金目標區間介於 990 億英鎊至 1,010 億英鎊，當短期貨幣市場利率相對高於政策利率時，銀行可於拆款市場拆出資金，降低準備金餘額至所設定之準備金目標區間下限(990 億英鎊)，取得較 BoE 政策利率為高之收益，且銀行增加拆出資金，可帶動市場利率下降；反之，若市場利率相對低於政策利率，銀行則有動機於拆款市場拆入資金，增持準備金至準備金目標區間上限(1,010 億英鎊)，銀行增加拆入資金，帶動市場利率上升。

(二) 常備機制

BoE 常備機制包括常備融通機制及常備存款機制，其目的為提供銀行因應突發情況而產生之流動性需求，以及調節準備金部位。在準備金提存期，BoE 設定之常備融通利率為政策利率加 100bp，常備存款利率為政策利率減 100bp；而準備金提存期底，BoE 考量銀行為達成準備金目標，可能大幅調整準備金，導致短期貨幣市場利率波動幅度擴大，為避免前述情形發生，BoE 縮小常備機制之利率區間，設定準備金提存期底之常備融通利率為政策利率加 25bp，常備存款利率為政策利率減 25bp，以降低提存期底市場利率之波動幅度。

(三) 公開市場操作

BoE 透過公開市場操作，調節銀行體系準備金水準，使銀行達成其所設定之日平均準備金目標額，並引導短期貨幣市場利率趨於政策利率水準。BoE 主要透過短天期附買回操作(Short-Term

Repo, STR)調節銀行體系準備金水準，BoE 每週操作 1 次短天期附買回操作，操作天期為 7 天，操作利率為政策利率。

二、全球金融危機後 BoE 貨幣政策操作策略之主要調整內容

2008 年全球金融危機，BoE 為因應經濟與金融環境的變動，調整其貨幣政策操作措施，主要調整包括採行操作常備機制，以及引進利率下限制度，強化對短期貨幣市場利率之引導效果。

2021 年新冠肺炎疫情趨緩，全球需求復甦，加以 2022 年俄烏戰爭爆發，全球大宗物資供應鏈受阻，全球通膨增溫，2021 年底 BoE 開始緊縮貨幣政策，而為維持短期貨幣市場利率穩定，2022 年 8 月起，BoE 重啟 STR，因應金融機構短期資金需求。

(一) 採行操作常備機制，以協助維持市場利率穩定

2008 年全球金融危機初期，BoE 持續揭露銀行使用常備機制資訊，銀行因擔憂經常使用該機制可能損及其信譽(即污名化問題)，導致常備機制無法發揮穩定短期貨幣市場利率的功能。

2008 年 10 月 BoE 宣布實施操作常備機制(Operational Standing Facility, OSF)，包含操作常備融通機制及操作常備存款機制，均為隔夜期，操作常備融通利率為 BoE 政策利率加 25bp，操作常備存款利率則為政策利率減 25bp(表 1)，另 BoE 不對外公布個別銀行使用 OSF 之相關資訊，僅定期公布全體銀行使用 OSF 之情形，減輕銀行使用 OSF 之污名化問題，提高銀行使用意願，以引導短期貨幣市場利率於操作常備融通利率與操作常備存款利率區間內波動，協助穩定市場利率。

表 1. BoE 操作常備機制與原常備機制

項目	操作常備機制	原常備機制 (2005 年~2008 年 10 月)	
		提存期間	提存期末
隔夜融通利率	BoE 政策利率+25bp	BoE 政策利率+100bp	BoE 政策利率+25bp
隔夜存款利率	BoE 政策利率-25bp	BoE 政策利率-100bp	BoE 政策利率-25bp

資料來源：BoE，作者整理

(二) 配合量化寬鬆措施，實施利率下限制度

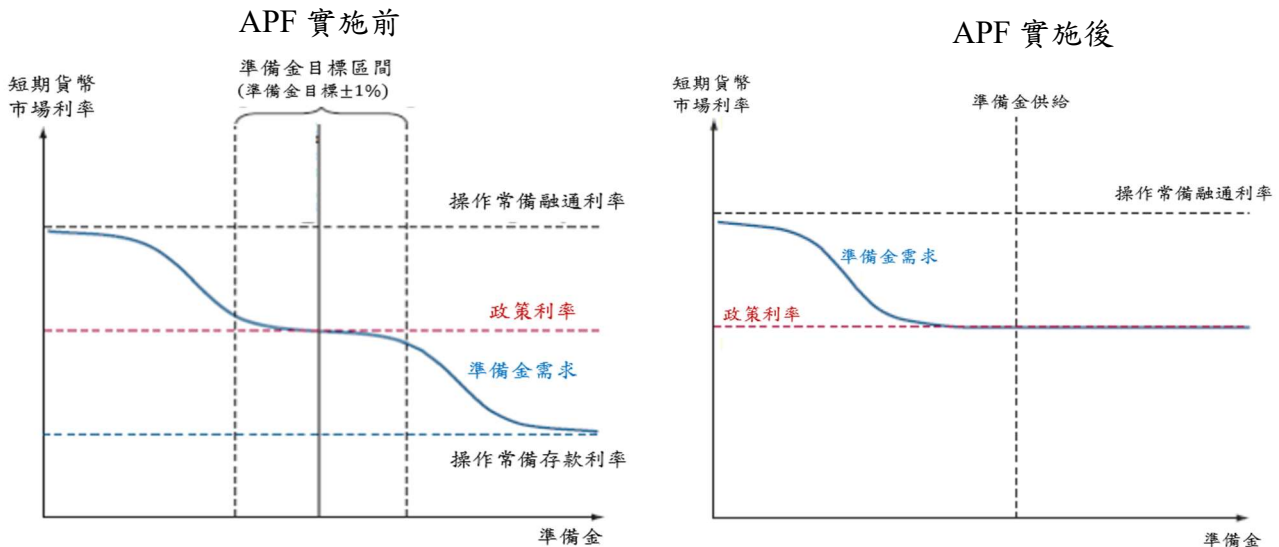
全球金融危機發生後，為改善國內信用市場資金緊縮情況，2009 年 1 月 30 日，英國財政部授權 BoE 執行資產購買機制(Asset Purchase Facility, APF)，額度為 500 億英鎊，2009 年 3 月、5 月及 8 月，BoE 分別提高 APF 額度至 750 億英鎊、1,250 億英鎊及 1,750 億英鎊，11 月則再提高至 2,000 億英鎊。

隨著 BoE 實施 APF 之量化寬鬆措施，銀行體系準備金餘額顯著增加；BoE 考量若持續實施平均準備金制度，準備金供給將遠高於銀行所設定之準備金目標，使短期貨幣市場利率明顯低於政策利率。2009 年 3 月 5 日，BoE 宣布暫停銀行自訂準備金目標，並配合 APF 之實施，對準備金全額以政策利率付息，實施利率下限制度(floor system)(圖 2)，強化對短期貨幣市場利率之引導效果。

因 BoE 對銀行準備金全額以政策利率付息，使政策利率形成短期貨幣市場利率之下限，導致操作常備機制之存款利率不再具有利率下限之指標性意義，2009 年 8 月 BoE 將操作常備機制之存款利率調整為 0%，並規定當政策利率為 0.5%或更低時，操作常備機制存款利率均維持於 0%，而操作常備機制融通利率仍維持於政

策利率加 25bp。

圖 2. APF 實施前、後準備金供需與短期貨幣市場利率關係



資料來源：BoE(2015)

(三) 重啟短天期附買回操作提供短期資金，維持市場利率穩定

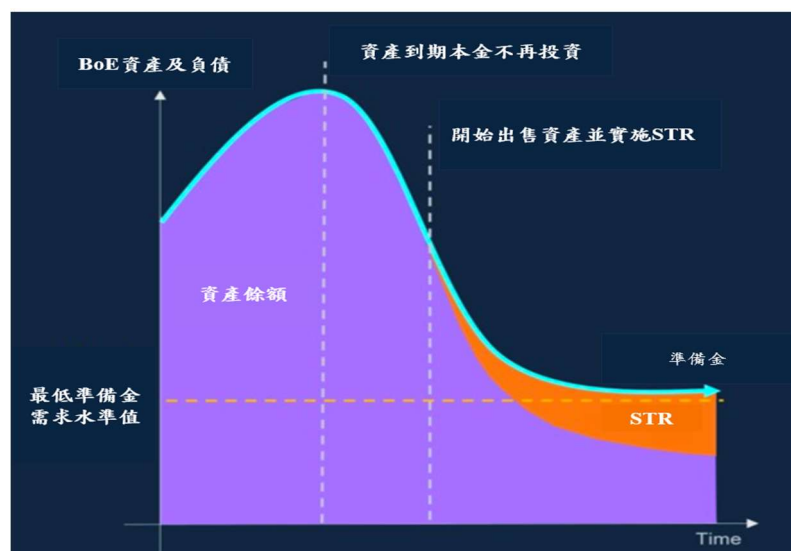
2008 年全球金融危機發生後，2009 年 1 月 BoE 實施 APF 挹注市場充裕流動性，並暫停銀行自訂準備金目標，2009 年 8 月，BoE 考量 APF 已提供銀行充裕流動性，銀行體系對短期資金需求顯著降低，宣布暫停 STR。

新冠肺炎疫情後，全球經濟重啟及 2022 年俄烏戰爭導致全球通膨增溫，2021 年底 BoE 啟動緊縮貨幣政策，係最先調升政策利率之主要央行。2022 年 2 月 3 日，BoE 宣布停止公債及公司債到期之本金再投資，逐步縮減資產規模，開始實施量化緊縮政策；隨著通膨預期持續升溫，2022 年 5 月 BoE 開始出售公司債，2022 年 9 月開始出售公債，以進一步緊縮貨幣政策。

BoE 考量隨其持續縮減資產規模，銀行準備金部位將逐步降

低，為因應金融機構短期資金需求，2022 年 8 月 4 日 BoE 宣布重啟 STR，以減緩市場利率波動(圖 3)。

圖 3. BoE 模擬之資產負債變動情形



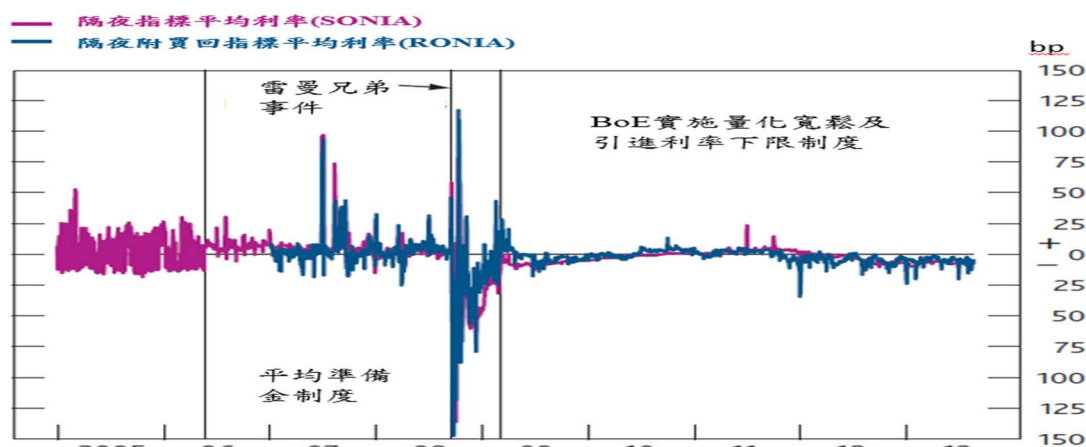
資料來源：<https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/our-objectives>

(四) BoE 調整利率操作架構對貨幣市場利率之影響

1. 利率下限制度有助降低貨幣市場利率波動幅度

Jackson and Sim(2013)指出，2008 年 9 月雷曼兄弟事件引發全球金融危機，銀行對交易對手償債能力之疑慮，以及顧及本身流動性部位，不願將準備金拆借予其他銀行，使貨幣市場陷入壓力情境，隔夜期利率波動性提高(圖 4)。

圖 4. 英國隔夜期貨市場利率與政策利率之利差



註：2012 年下半年後，隔夜期利率約維持在低於政策利率 5~10bps 的水準，係因全球金融危機後，銀行逐步降低對短期批發性資金的依賴，短期流動性的需求降低。

資料來源：Jackson and Sim(2013)

2009 年 3 月 BoE 實施利率下限制度，對銀行準備金全額以政策利率付息，在此制度下，若隔夜期貨市場利率低於政策利率，銀行可自市場借入資金存入 BoE，進行無風險套利，使市場利率逐步上升至接近政策利率之水準。整體而言，自 2009 年 3 月 BoE 採行利率下限制度後，隔夜期貨市場利率與政策利率之利差約維持在 2~3 個基點，波動幅度小於平均準備金制度時期(2006 年 5 月至 2008 年 8 月)(表 2)。

表 2. 英國隔夜期貨市場利率與政策利率之利差變動情形

單位: bp

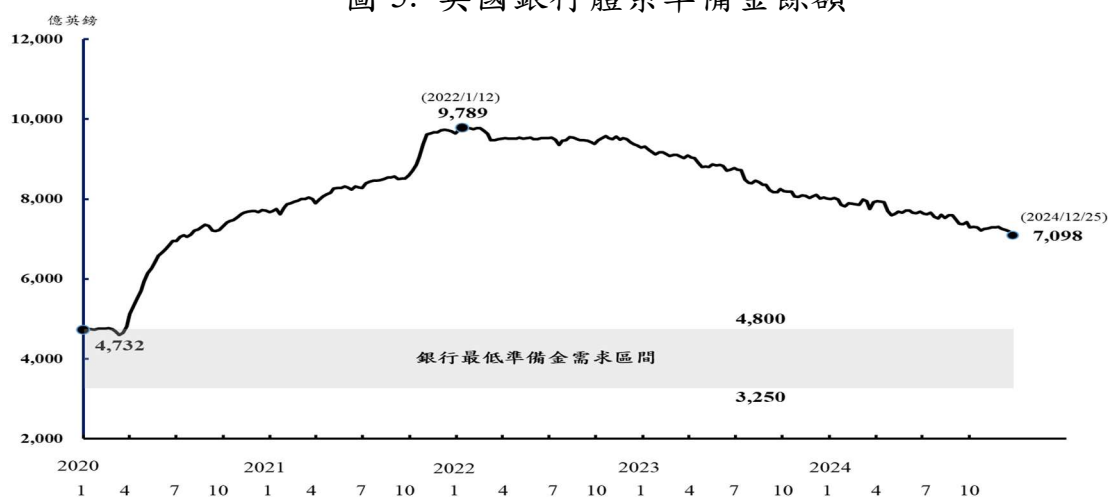
項目		平均準備金制度 時期 (2006/5/18~2008/8/31)	全球金融危機 時期 (2008/9/1~2008/12/31)	利率下限制度 時期 (2009/3/5~2013/8/16)
平均值	無擔保隔夜期利率	6	-30	-3
	有擔保隔夜期利率	3	-26	-2
標準差	無擔保隔夜期利率	9	35	4
	有擔保隔夜期利率	11	39	5

資料來源：Jackson and Sim(2013)

2. BoE 啟動量化緊縮政策後，短期貨幣市場利率仍維持平穩

2022 年 2 月 BoE 啟動量化緊縮政策，2022 年 8 月，因應金融機構短期流動性需求，BoE 重啟 STR 操作，以協助降低市場利率波動性。BoE 雖已逐步出售公債及公司債，縮減資產規模，但整體準備金餘額仍高於新冠肺炎疫情前之水準(圖 5)，主要係 2020 年 3 月至 11 月，為因應新冠肺炎疫情爆發，BoE 擴增資產購買規模 4,500 億英鎊至 8,950 億英鎊³。

圖 5. 英國銀行體系準備金餘額



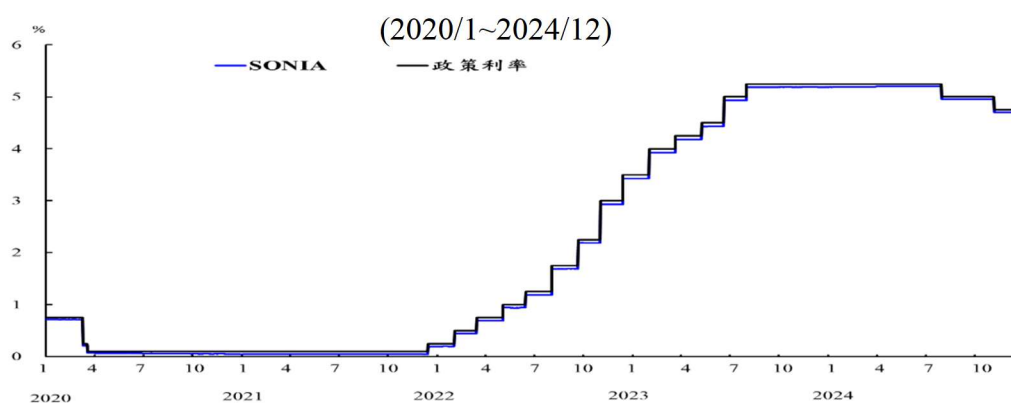
註：Bank Overground(2023)指出，依據 BoE 對 40 家商業銀行的問卷調查及模型結果顯示，英國銀行體系最低準備金需求約介於 3,250 億英鎊至 4,800 億英鎊。
資料來源: BoE

2022 年 8 月至 2024 年 12 月，英國銀行體系準備水準仍相當充裕，使用 STR 之需求相對偏低⁴，短期貨幣市場利率維持平穩(圖 6)。

³ 2020/3/20、6/20 及 11/20，BoE 分別宣布增加資產購買規模 2,000 億英鎊、1,000 億英鎊及 1,500 億英鎊。

⁴ 2022 年 8 月至 2024 年 12 月，STR 操作金額介於 0~381 億英鎊。

圖 6. 英國短期貨幣市場利率變動情形



資料來源：BoE

三、BoE 提供銀行流動性機制

2008 年全球金融危機後，BoE 採行提供銀行流動性機制，以維持金融穩定，將長天期附買回操作(Indexed Long-Term Repo, ILTR)、貼現窗口機制(Discount Window Facility, DWF)，以及因應突發事件之長天期附買回操作(Contingent Term Repo Facility, CTRF) 等 3 項提供銀行流動性機制，納入 BoE 貨幣政策操作架構，以確保銀行在不同壓力情境下，能取得營運所需之流動性(表 3)。

表 3. BoE 提供銀行流動性機制

操作機制	操作頻率/期限	操作利率	合格擔保品
長天期附買回操作(ILTR)	每週 1 次； 天期為 6 個月	由銀行競標決定；各級擔保品之最低投標利率如下： A 級：政策利率。 B 級：政策利率加碼 5bp。 C 級：政策利率加碼 15bp。	A 級、B 級及 C 級擔保品。 (詳附錄)
貼現窗口機制(DWF)	由銀行提出申請； 天期最長為 30 天	視銀行申請使用之規模及擔保品等級，採彈性費率制	
因應突發事件之長天期附買回操作(CTRF)	BoE 判斷市場因突發性衝擊，可能產生全面性的流動性危機，由 BoE 公布 CTRF 的操作天期、規模、頻率	BoE 公布之操作利率	

資料來源：BoE；作者整理

ILTR、DWF 及 CTRF 之主要操作內容，說明如次：

(一) 長天期附買回操作(ILTR)

2008 年 10 月，BoE 將 ILTR 納入貨幣政策操作架構，其目的為因應銀行長天期流動性需求，提供銀行所需準備金。BoE 每週進行 1 次 6 個月期 ILTR 操作，並視市場資金情勢，彈性調整操作頻率及操作規模。

1. 合格擔保品

ILTR 的合格擔保品分為 A、B、C 級：(1)A 級擔保品：如英國政府債券等高品質且流動性佳之資產；(2)B 級擔保品：具有充分流動性、可於活絡市場交易之債務證券(debt securities)，包括高信用評等的房貸抵押證券、資產擔保證券等；(3)C 級擔保品：流動性低於 B 級擔保品之有價證券及放款組合。

2. 操作利率

BoE 依交易對手提供之擔保品類別訂定最低投標利率，其中 A 級擔保品為政策利率，B 級擔保品及 C 級擔保品則分別為政策利率加碼 5bp 及 15bp。

3. 採單一利率標

ILTR 的決標方式為單一利率標，即每一得標者支付的利差均以決標利差(clear spread)計算。BoE 會視投標情形及其他參考因素，分配 3 類擔保品操作額度，而 3 類擔保品的標單，分別依投標利差由大到小排序，再進行分配。

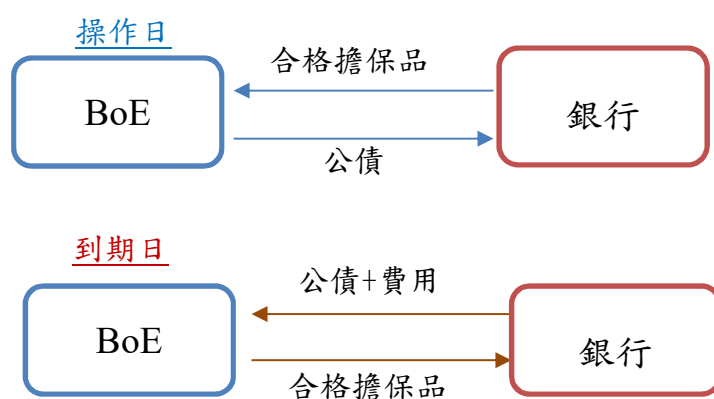
在此決標方式下，當交易對手的流動性需求增加，須以 B 級

或 C 級擔保品投標時，交易對手會提高以 B 級或 C 級擔保品投標的利差，以提高得標的機率。BoE 表示，ILTR 決標利率變動情形，為其判斷市場流動性狀況之參考資訊⁵。

(二) 貼現窗口機制(DWF)

2008 年 10 月，BoE 將 DWF 納入貨幣政策操作架構，其目的係為使銀行在必要時，以流動性較差之資產為擔保品，如房貸抵押擔保債券，向 BoE 借入所需之高品質流動性資產，如公債(圖 7)。銀行可依據需求，向 BoE 申請使用 DWF，合格擔保品範圍包括 A 級、B 級及 C 級擔保品。

圖 7. BoE 之 DWF 操作方式



資料來源: BoE, 作者整理

1. 銀行使用 DWF 費用

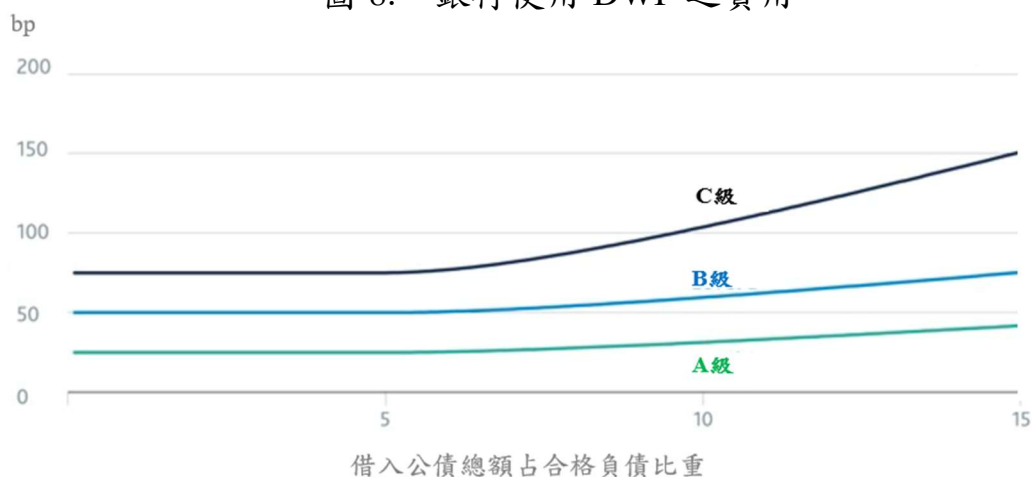
DWF 費用係依據銀行提供之擔保品等級，以及銀行借入公債總額占其合格負債⁶(Eligible Liabilities, ELs)之比重計算；擔保品流動性越低、借入公債總額占其合格負債的比重越高，銀行支付之費

⁵ <https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/our-tools>

⁶ 英鎊的合格負債為英鎊存款(扣除其他銀行與住屋互助會之存款後的英鎊存款)。

用越高(圖 8)。一般情況下，銀行借入公債的期限為 30 天，可提前償還，銀行亦可視需求申請到期展期。

圖 8. 銀行使用 DWF 之費用



資料來源: BoE

2. 銀行申請 DWF 前，須提前將擔保品存放於 BoE

銀行申請使用 DWF 時，至少須提前一天將合格擔保品存放於 BoE。另 BoE 建議，銀行平時宜將適當金額的合格擔保品存放於 BoE，以便在有需要時，可即時申請使用 DWF。

3. BoE 落後公布 DWF 資訊

為避免銀行因擔憂使用 DWF 產生污名化問題，而不願使用 DWF，BoE 採落後 5 季公布 DWF 資訊，且僅揭露每季使用 DWF 的平均金額。

(三) 因應突發事件之長天期附買回操作(CTRF)

2014 年 1 月，BoE 宣布將 CTRF，納入貨幣政策操作架構，為非常規操作的提供銀行流動性機制。BoE 判斷市場因突發性衝擊，而產生全面性的流動性危機時，BoE 為維持金融穩定，即會啟

用 CTRF，提供流動性。

CTRF 的合格交易對手為與參與 DWF 的銀行，操作方式類似 ILTR，合格擔保品為 A 級、B 級及 C 級擔保品，BoE 依據市場情勢，透過市場公布 CTRF 的操作天期、規模、頻率及價格⁷。

參、BoE 因應全球金融危機及新冠肺炎疫情之措施

全球金融危機與新冠肺炎疫情均顯著影響全球經濟及金融活動，惟全球金融危機主要係源自於美國金融體系的結構性問題，進而擴及影響全球金融體系及實體經濟活動，而新冠肺炎疫情則是先影響實體經濟活動，進而影響金融體系。因全球金融危機與新冠肺炎疫情對經濟及金融活動之影響方式與程度有所不同，BoE 適時採行相關因應措施，維持金融市場穩定，協助經濟成長。

全球金融危機期間，為維持金融市場之健全運作與金融穩定，BoE 採行資產購買機制等量化寬鬆措施，挹注市場流動性。新冠肺炎疫情期間，BoE 除充分挹注市場流動性外，亦採行針對民眾與企業的紓困措施，以支撐實體經濟之成長。

一、BoE 因應全球金融危機之措施

全球金融危機源自 2007 年 8 月美國次級房貸危機，金融機構與投資人交易轉趨保守，市場流動性緊縮，2008 年 9 月 15 日美國雷曼兄弟公司宣告倒閉後，危機迅速擴大，全球重要金融市場流動性緊縮，股票市場股價大幅下跌，金融機構認列鉅額損失。

⁷ 為因應新冠肺炎疫情，2020 年 3 月 24 日，BoE 宣布實施 CTRF，實施期間為 2020 年 3 月 26 日至 2020 年 4 月 30 日，操作天期為 1 個月期及 3 個月期，操作利率為 BoE 政策利率加 15bps，操作規模無上限。

2007 年全球金融危機初期，BoE 主要採取調降政策利率之寬鬆措施；其後為緩解市場流動性緊縮狀況，2008 年 4 月起 BoE 開始採行多項融通機制，加強挹注金融體系流動性。惟隨著危機持續擴大，經濟成長出現衰退跡象，2008 年 10 月 BoE 進一步擴大附買回操作合格擔保品範圍，2009 年 1 月起採行 APF，協助金融市場運作，並協助經濟成長(表 4)。

表 4. BoE 因應全球金融危機主要措施

措施	內容
調降政策利率	2007/12/6~2009/3/5，9 度調降政策利率，累計調幅 5.25 個百分點，由 5.75%降至 0.50%。
流動性與信貸支持機制	1.擴大附買回操作之合格擔保品範圍 (1)2007/12 納入 AAA 等級之住宅抵押貸款證券與擔保債券。 (2)2008/10 納入 AAA 等級的 ABS 與特定 CMBS、公司及政府保證之銀行債務。 2.2008/4 實施特殊流動性機制(SLS) 3.2008/9 實施美元附買回交易操作 4.2008/10 實施操作常備機制 5.建立提供銀行流動性機制 (1)2008/10 實施貼現窗口機制 (2)2009/9 實施長天期附買回操作
量化寬鬆	2009/1 起實施資產購買機制：自市場購入商業本票、公司債及公債等資產 ^註 。

註：2009 年 1 月~11 月，財政部授權 BoE 執行 APF 額度由 500 億英鎊增至 2,000 億英鎊，其中用於購買私部門有價證券(公司債及商業本票)的額度為 500 億英鎊

資料來源：林曉伶(2011)；林清惠、曾虹瑋(2012)；作者整理

(一)全球金融危機初期，BoE 著重於維持寬鬆貨幣環境及提供市場所需流動性

2007 年 8 月至 2008 年 8 月，危機爆發初期⁸，BoE 採行措施著重於維持寬鬆貨幣環境及提供市場所需流動性，包括：

- 1.2007 年 12 月 6 日至 2009 年 3 月 5 日，9 度調降政策利率，總計 5.25 個百分點，由 5.75%調降至 0.50%。
- 2.2007 年 12 月擴大 3 個月期附買回交易合格擔保品範圍，納入 AAA 等級之住宅抵押貸款證券與擔保債券。
- 3.2008 年 4 月 21 日採行特殊流動性機制(Special Liquidity Scheme, SLS)，實施期限至 2008 年 10 月，SLS 使金融機構得以品質佳但流動性不佳之 AAA 等級不動產抵押貸款擔保證券，向 BoE 換入公債，再至較活絡之金融市場，如公債附買回市場進行交易，取得所需流動性。

(二)全球金融危機擴大，BoE 強化挹注市場流動性，以改善金融市場信用緊縮情況

2008 年 9 月至 2008 年 12 月，全球金融危機擴大，2008 年 10 月 BoE 進一步擴大 3 個月期附買回操作合格擔保品範圍，納入 AAA 等級的資產抵押證券(Asset-Backed Security, ABS)與商業不動產擔保抵押債券(Commercial Mortgage-Backed Security, CMBS)、公司及政府保證之銀行債務，並延長 SLS 實施期限至 2009 年 1 月 30 日，持續挹注市場流動性。

⁸ 2007 年 8 月，英國北岩銀行因投資美國次級房貸相關產品遭受龐大損失，發生擠兌事件。

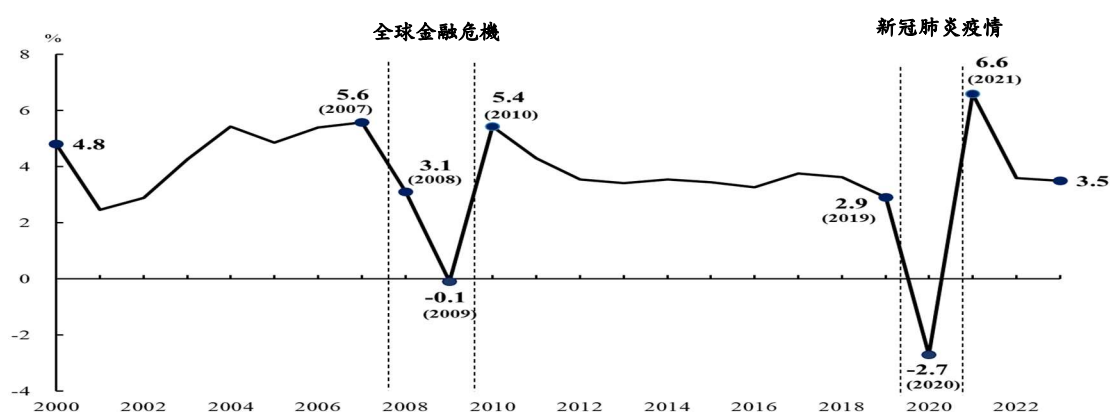
另一方面，為因應金融機構對美元資金之強勁需求，2008 年 9 月 BoE 與美國 Fed 簽訂換匯協議以取得美元資金，並與國內金融機構進行美元附買回交易，提供國內所需美元流動性。

另為維持金融體系穩定，並強化銀行貸放之信心與能力，以協助經濟恢復成長，2009 年 1 月英國財政部授權 BoE 執行 APF 計畫，2009 年 1 月 BoE 開始實施 APF，規模 500 億英鎊，其後因英國經濟情勢惡化，BoE 逐步擴增 APF 的規模，2009 年 11 月最高購買額度 2,000 億英鎊。

二、BoE 因應新冠肺炎疫情之措施

2020 年全球新冠肺炎疫情爆發，為抑止疫情擴散，各國政府採行限制經濟活動相關措施，如實施封城及限制社交距離等，導致經濟活動停頓，商品及服務需求迅速衰退(圖 9)；隨著疫情逐漸擴大，不確定性上升，金融市場波動幅度擴大，市場恐慌情緒升高(圖 10)。

圖 9. 全球經濟成長率



資料來源：IMF World Economic Outlook Databases

圖 10. VIX 恐慌指數
(2020 年)



註：2020 年 3 月 16 日 VIX 指數為歷史新高(前次高點為 2008 年 10 月 27 日 80.06)。

資料來源：Chicago Board Options Exchange

2020 年 3 月上旬新冠肺炎疫情初期，為維持金融體系順暢運作，BoE 主要採行調降政策利率措施，並大幅擴增資產購買規模，挹注金融體系流動性，降低新冠肺炎疫情對金融體系之影響。惟隨著疫情迅速擴大，2020 年 3 月 26 日英國政府開始實施封城措施，個人及企業部門流動性受到衝擊，依據 BoE 估計，2020 會計年度，受新冠肺炎疫情影響之英國企業部門資金缺口約 2,000 億英鎊(大型企業、中小型企業資金缺口分別約 1,250 億英鎊、400~700 億英鎊)⁹。

為協助受疫情影響之企業部門(含小規模營業人)取得所需流動性，BoE 採行協助企業取得資金之措施，2020 年 3 月實施「疫情期間企業融資機制」(Covid Corporate Financing Facility, CCFF)，由 BoE 之子公司購買企業發行之商業本票，以及「中小企業定期融資計畫」(Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs, TFSME)，以優惠條件提供金融機構資金，促

⁹ FPC (2020)。

使金融機構持續對中小企業提供所需營運資金(表 5)。

表 5. BoE 因應新冠肺炎疫情之主要措施

措施	內容
調降政策利率	2020/3/11~3/19，2 度調降政策利率，累計調降 0.65 個百分點，由 0.75%降至 0.10%。
QE 措施 (資產購買機制)	2020/3~2020/11 增加資產購買機制規模：資產(英國公債與公司債)購買規模由 4,500 億英鎊擴增至 8,950 億英鎊，其中公司債購買規模為 200 億英鎊。
信貸支持機制	1. 2020/3 實施「疫情期間企業融資機制」(CCFF)，購買企業發行之商業本票以提供企業流動性。 2. 2020/3 實施「中小企業定期融資計畫」(TFSME)，對企業提供流動性。

資料來源：BoE；作者整理

以下進一步說明 CCFF 及 TFSME 之主要操作內容。

(一)CCFF

2020 年 3 月新冠肺炎疫情爆發期間，英國財政部為協助大型企業取得營運所需資金，以持續支付員工薪資，維持就業市場穩定，2020 年 3 月 17 日財政部與 BoE 宣布合作執行 CCFF，2020 年 3 月 19 日 BoE 代理財政部，設立子公司「因應疫情之企業融資機制公司」(Covid Corporate Financing Facility Limited)，BoE 提供資金予「因應疫情之企業融資機制公司」，由該公司至初級市場或次級市場購買合格企業發行之 1 年期以內之商業本票，實施期間為 2020 年 3 月至 2021 年 3 月。主要操作內容如次：

1.合格購買標的

BoE 規定，商業本票發行企業須為財務健全之非金融業民間企業，發票企業至少須符合下列一項短期信評等級：(1)Standard

& Poor：A-3 以上；(2)Moody's：P-3 以上；(3)Fitch：F-3 以上；(4)DBRS Morningstar：R3 以上。另 BoE 考量企業可能因新冠肺炎疫情影響致信評遭到調降，故採用企業於 2020 年 3 月 1 日前之信評結果。

2.購買額度

(1)初級市場購買額度：依個別企業短期信用評等而定

短期信用評等等級	購買額度
A-1、P-1、F-1 及 R-1	10 億英鎊
A-2、P-2、F-2 及 R-2	600 萬英鎊
A-3、P-3、F-3 及 R-3	300 萬英鎊

(2)次級市場購買額度：單一企業最低購買額度為 100 萬英鎊。

3.購買利率

(1)初級市場：依相近天期英鎊 OIS 利率加碼訂定，加碼幅度主要考量企業信評與市場狀況。

(2)次級市場：依市價買進。

(二)TFSME

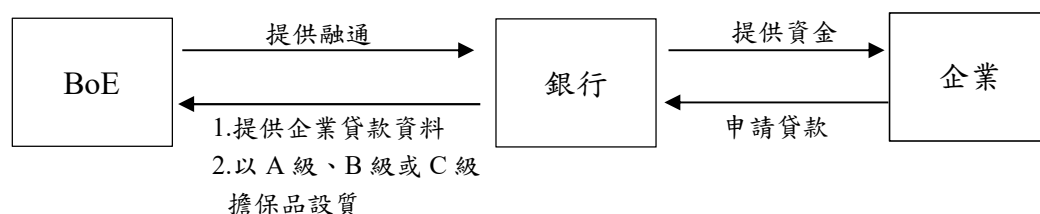
英國中小企業家數(含小規模營業人)約 580 萬戶，營業額占英國企業總營業比重 25%，就業人數占全體就業人口比重達 50%。新冠肺炎疫情期間，中小企業營運遭受重大衝擊，如旅館、餐飲及營建業等¹⁰。

為協助中小企業取得營運所需資金及維持就業市場穩定，2020 年 3 月 19 日 BoE 宣布實施 TFSME，實施期間為 2020 年 4 月 15

¹⁰ FPC(2020)。

日至 2021 年 4 月 30 日。2020 年 12 月 7 日，BoE 宣布 TFSME 實施期間延長至 2021 年 10 月 31 日。TFSME 運作方式如下(圖 11)：

圖 11.TFSME 運作方式



資料來源： BoE；作者整理

1.提供銀行長期之低利融通資金

BoE 透過 TFSME 機制，提供銀行長期且低利之融通資金，降低銀行之資金成本，增加銀行對企業之放款意願。TFSME 之融通期限為 4 年，銀行可提前還款，融通利率為 BoE 政策利率。

2.融通額度：依銀行對企業放款之類別而定

為鼓勵銀行辦理中小型企業及個人貸款，BoE 給予較高融通額度，為其對中小型企業放款與個人貸款金額之 5 倍，高於對大型企業放款之 1 倍。

放款類別	內容	融通額度
大型企業放款	銀行對年營業額大於或等於 2,500 萬英鎊之企業之放款	此類放款的 1 倍
中小企業放款	銀行對年營業額小於 2,500 萬英鎊之企業之放款	此類放款的 5 倍
個人貸款	銀行對小規模營業人之放款	

3.合格擔保品

TFSME 之合格擔保品為 A 級、B 級及 C 級擔保品。

(三)CCFF 與 TFSME 之實施成效

BoE(2021c)指出，CCFF 之「因應疫情之企業融資機制公司」購買商業本票總金額約 370 億英鎊。BoE 估計，申請使用 CCFF 之企業雇用員工人數約 250 萬人，有助維持英國就業市場之穩定。

FPC(2020)指出，依 BoE 對企業之信用調查，顯示 BoE 之 TFSME 有助於業者於新冠肺炎疫情期間取得營運所需資金，減輕流動性壓力。此外，TFSME 有助於中小企業取得所需資金，依據 BoE 統計，2020 年第 1 季至 2021 年第 2 季，銀行新增承作中小企業放款 514 億英鎊，占銀行新增承作放款總額比重約 50%。

肆、英國 LDI 基金流動性危機事件分析

2021 年新冠肺炎疫情後，全球需求強勁復甦，加以 2022 年俄烏戰爭爆發，致原物料價格進一步上揚，推升全球通膨壓力，2022 年 10 月，英國 CPI 年增率升至 11.1%之高點，為 1997 年 BoE 採行通膨目標機制以來之最高水準(圖 1)。為因應通膨壓力，BoE 快速大幅升息並啟動縮表¹¹。

隨著 BoE 緊縮貨幣政策，英國金融情勢趨緊，金融市場波動加劇。2022 年 9 月，英國政府公布預算政策後，引起英國公債市場大幅波動，英國銀行業因所持公債擔保品之價值下跌，進而要求

¹¹ 2021 年 12 月~2023 年 8 月，BoE 累計升息 5.15 個百分點，政策利率由 0.1%升至 5.25%；2022 年 5 月開始出售公司債，2022 年 9 月開始出售公債。

LDI 基金增提保證金，導致 LDI 基金拋售流動性資產，進一步加劇公債市場波動，英國公債市場流動性下降，金融體系面臨之風險大幅上升。為因應 LDI 基金流動性危機，維持金融穩定，BoE 在維持緊縮貨幣政策立場下，實施暫時性之寬鬆措施。

本章首先闡述 LDI 基金操作特性及其流動性危機，其次說明 BoE 因應 LDI 基金流動性危機事件採取之措施。

一、LDI 基金操作特性

英國採行確定給付制(Defined Benefit, DB)之退休基金¹²，為確保其資產足以執行該公司或機構之退休金義務，降低長期投資風險，多將資金交由槓桿舉債趨動型投資基金(Leveraged Liability-Driven Investment (LDI) Funds)管理，或自行執行 LDI 投資策略，以規避利率及通膨風險。FSB(2023)指出，2021 年全球 LDI 基金規模約 3.9 兆美元，其中英國 LDI 基金規模達 1.7 兆美元。

(一)LDI 基金主要透過公債附買回交易進行槓桿操作

LDI 基金(或 LDI 策略)主要係透過公債附買回交易進行槓桿操作，如 LDI 透過公債附買回交易取得短期資金，用以購買殖利率較高之長期公債，擴增長期公債部位。

(二)LDI 須持有一定規模之高品質流動性資產

LDI 基金之負債為長期負債，為降低資產負債之期限錯配情形，LDI 持有之資產多為長期資產，使其資產組合面臨較高之利率

¹² DB 退休金計畫，係企業提供給員工之退休金計畫，承諾在員工退休時，支付其預先確定之特定退休金額，其特點包括：1.員工可提前確定退休金額，通常為按月支付，企業則因承諾提供之退休金，而承擔投資及員工之長壽風險；2.退休金金額與員工薪資水準及服務年資有關；3.企業負責管理退休金計畫之投資，並受政府監管，而員工退休後可終身領取退休金。

風險。英國退休基金監管單位(The Pension Regulator, TPR)及金融業務管理局(Financial Conduct Authority, FCA)共同規定，LDI 基金須持有高品質流動性資產做為流動性緩衝(liquidity buffers)，因應長期公債殖利率波動而產生之流動性需求或損失；流動性緩衝之計算方式如下：

$$\boxed{\text{流動性緩衝}} = \boxed{\begin{array}{c} \text{營運緩衝} \\ \text{(operational buffer)} \end{array}} + \boxed{\begin{array}{c} \text{因應市場壓力緩衝} \\ \text{(market stress buffer)} \end{array}}$$

營運緩衝係指 LDI 基金須持有高品質流動性資產，以因應每日長期公債殖利率波動，維持日常營運；因應市場壓力緩衝係指當市場處於壓力情境，長期公債殖利率波動幅度加劇時，LDI 基金須持有足夠高品質流動性資產，使 LDI 基金有能力承受相關損失並持續營運。流動性緩衝規模係由各 LDI 基金自行評估及計算，TPR 及 FCA 負責審查 LDI 基金之流動性緩衝規模。

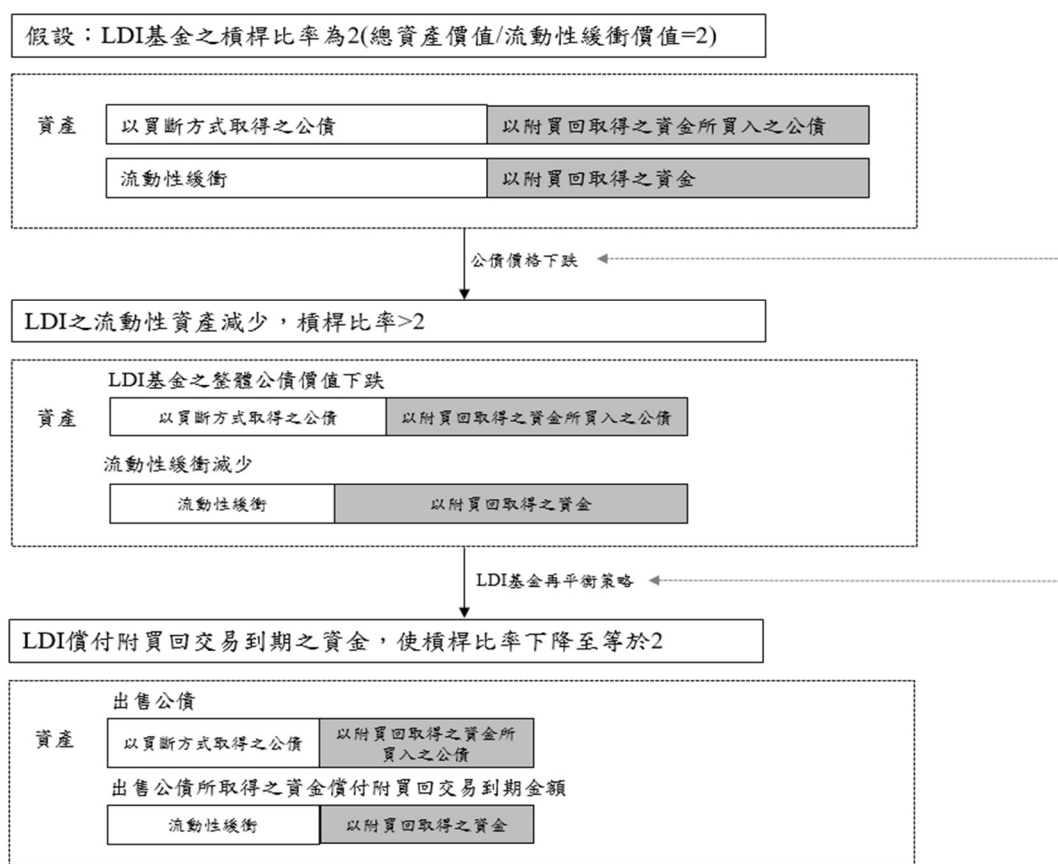
(三)LDI 基金隨公債殖利率波動調整資產組合

LDI 基金透過槓桿操作增加持有長期公債，其槓桿比率係指 LDI 基金之總資產價值相對於流動性緩衝價值之倍數：

$$\frac{\text{總資產價值}}{\text{流動性緩衝價值}} = \text{槓桿比率}$$

當公債殖利率大幅走升時，LDI 基金之資產價值與流動性緩衝價值均大幅減少，若流動性緩衝價值減幅大於資產價值時，將使槓桿比率上升，LDI 須調整其資產組合，減少承作新的公債附買回交易，並出售公債用於支付附買回交易到期之金額，降低槓桿比率，此即 LDI 基金之再平衡策略(圖 12)。

圖 12. 英國公債殖利率上升對 LDI 基金槓桿操作之影響



資料來源: FPC(2022)

二、LDI 基金流動性危機

2022 年英國通膨壓力持續增溫，BoE 採行積極升息措施，以抑制通膨預期升溫，惟金融情勢趨緊及市場對 BoE 持續升息之預期，導致英國公債殖利率波動幅度擴大；另 2022 年 9 月 23 日英國政府宣布「迷你預算」(mini-budget)計畫，當年財政年度之債券發行規模將增加 700 億英鎊，引發市場對英國經濟前景轉趨悲觀，英國長期公債殖利率大幅跳升，2022 年 9 月 27 日 30 年期公債殖利率較「迷你預算」宣布前(2022 年 9 月 21 日)上升 140bps，遠大於同期間美國及歐元區 30 年期公債殖利率之升幅(圖 13)。

圖 13. 英國、美國及歐元區 30 年期公債殖利率波動情形
(2022/8~11)



註：以 2022 年 8 月 1 日 30 年期公債殖利率為基礎，計算每日 30 年期公債殖利率之變動幅度(bps)。
資料來源:FPC(2022)

英國長期公債殖利率大幅上升，LDI 基金面臨交易對手要求增提附買回交易之擔保品，或追加利率交換契約之保證金。為因應增提擔保品、追加保證金之需求，以及調整流動性緩衝部位以降低槓桿比率，LDI 基金須出售公債或要求 DB 計畫之退休基金提供資金¹³，因而帶動英國長期公債殖利率進一步走升，加劇英國公債市場之波動度，使英國金融體系風險大幅增加。

三、BoE 因應 LDI 基金流動性危機事件之措施

全球金融危機後，英國政府進行金融監理架構改革，2011 年英國政府宣布新金融監理架構¹⁴，主要一項變革係由 BoE 新成立金融政策委員會(Financial Policy Committee, FPC)，負責總體審慎監理，以及整體金融體系的恢復力與穩定性。FPC 的設立係為協

¹³ 若 LDI 已出售全數高品質流動性資產，則須由退休基金對 LDI 基金提供資金，以降低其槓桿比率，而退休基金通常會以出售所持有公司債基金或股票方式，取得所需資金。

¹⁴ 另英國政府成立 BoE 的獨立子機關「審慎監管局」(Prudential Regulation Authority, PRA)，負責個別金融機構的個體審慎監理，以及成立 FCA，負責消費者保護與金融機構營運行為的規範。

助 BoE 達成金融穩定，主要負責監控英國金融體系之系統風險，並採行相關因應措施，包括對相關主管機關提出建議。

FPC 評估 LDI 基金流動性危機事件已嚴重影響英國公債市場之正常運作及金融穩定，為維持金融穩定及恢復英國公債市場正常運作，2022 年 9 月 28 日 FPC 建議 MPC 可採行因應措施，以協助公債市場恢復運作及維持金融穩定。BoE 依其建議，採行購債操作及暫時性擴大附買回措施(Temporary Expanded Collateral Repo Facility, TECRF)，挹注市場流動性¹⁵。

此外，BoE 就因應 LDI 基金流動性危機事件之經驗，2024 年 7 月，BoE 宣布對非銀行業金融機構提供流動性之措施，即因應突發事件之非銀行金融機構附買回操作(Contingent Non-Bank Financial Institution Repo Facility, CNRF)，以期在緊急狀況下，能協助英國公債市場正常運作，維持金融穩定。

(一)購債操作

2022 年 9 月 28 日，BoE 宣布實施購債操作，以協助恢復英國公債市場之運作，維持金融穩定。購債操作實施期間為 2022 年 9 月 28 日至 2022 年 10 月 14 日，主要內容如次：

1. 以長期公債為購買標的

LDI 基金為因應流動性需求，而需出售其所持有之長期公債，進而影響長期公債市場之流動性。為改善長期公債市場之流動性，降低公債市場波動幅度，BoE 以 20 年期以上之英國傳統公債(gilt)為購買標的，2022 年 10 月 11 日，購債操作標的擴大至指數連結

¹⁵ BoE (2022c)。

公債(index-linked gilts)。

2. 購買規模

(1)2022 年 9 月 28 日，BoE 宣布實施購債操作之每日購買上限為 50 億英鎊。2022 年 10 月 10 日，BoE 宣布每日購買上限增加至 100 億英鎊，其中傳統公債購上限 50 億英鎊，指數連結公債上限 50 億英鎊。

(2)2022 年 9 月 28 日至 2022 年 10 月 14 日，BoE 購買傳統公債及指數連結債券之金額分別為 121 億英鎊及 72 億英鎊。

(3)2022 年 11 月 29 日，BoE 開始出售購債操作所購入之公債，至 2023 年 1 月 12 日已全數出售。

3. 合格交易對手

銀行及債務管理局(Debt Management Office, DMO)指定之公債市場主要交易商(Gilt-edges Market Makers, GEMMS)。

(二)暫時性擴大附買回措施(TECRF)

2022 年 10 月 10 日，BoE 宣布實施 TECRF，實施期間 2022 年 10 月 10 日至 2022 年 11 月 10 日，協助銀行因應 LDI 基金流動性危機事件而產生之流動性需求，以維持金融市場平穩運作。TECRF 操作內容如次：

1. BoE 將合格擔保品擴大至信評等級 Baa3/BBB-之公司債。
2. TECRF 合格交易對手為銀行；操作期限為 30 天；操作利率為政策利率加碼 15bp。

3.依據 BoE 統計，2022 年 10 月 10 日至 2022 年 11 月 10 日，TECRF 操作總金額為 575 萬英鎊。

(三)因應突發事件之非銀行金融機構附買回操作(CNRF)

LDI 基金流動性危機事件顯示，隨著非銀行業金融機構影響英國金融市場的程度逐漸增加，非銀行金融機構之流動性問題為影響英國金融體系穩定的重要因素。

BoE 考量前述因素，2024 年 7 月 28 日，宣布實施因應突發事件之非銀行金融機構附買回操作(Contingent Non-Bank Financial Institution Repo Facility, CNRF)，並將此措施列入貨幣政策操作架構，其目的在於當緊急狀況發生，非銀行金融機構流動性需求增加，需大量出售公債取得流動性，致英國公債市場出現劇烈波動時，BoE 可直接對該等機構提供短期流動性，以恢復英國公債市場正常運作及維持金融穩定¹⁶。CNRF 主要操作內容如次：

1. 合格交易對手

保險公司、退休基金，以及 LDI 基金等非銀行金融機構，且持有之英國公債總額高於 20 億英鎊。

2. 合格擔保品：英國公債。

3. 操作頻率、利率及期限

BoE 視市場情勢決定操作頻率與利率。當 BoE 評估英國公債市場運作失常，出現劇烈波動，可能危及英國金融穩定時，即可宣布實施 CNRF，並視市場情勢訂定操作利率，操作天期以短天期

¹⁶ BoE(2024)。

(1~2 週期)為主。

為維持金融市場穩定，BoE 實施購債操作與 TECRF，以及 CNRF。相關措施之目的均為提供金融體系流動性援助，而非直接解決 LDI 基金之償付能力問題，以避免產生道德風險。

伍、結論

一、因應全球經濟金融情勢之不確定性，央行宜持續審慎調整貨幣政策

為因應通膨壓力，2022 年主要央行快速大幅升息並啟動縮表，金融情勢緊縮下，全球金融市場波動性加劇，引發多起金融機構危機事件¹⁷，2023 年 10 月後，隨著貨幣政策效果逐漸顯現，加以地緣政治風險及美國經貿不確定性上升，壓抑全球經濟成長，全球通膨壓力減緩，主要央行於 2024 年下半年陸續啟動降息。

2025 年以來，美國經濟政策影響效果之不確定性升高，尤其是關稅政策，其政策調整將對全球政經情勢之發展產生重大影響，主要央行貨幣政策調整之進程面臨挑戰。市場對於主要央行貨幣政策立場變動之預期，將影響國際資金流向，使金融市場波動性擴大，進而影響金融穩定。因應全球經濟及通膨走勢之不確定性，央行宜持續審慎調整貨幣政策，以因應經濟金融情勢之變動。

二、為使外界確實瞭解貨幣政策措施之目的，央行宜持續強化對外溝通策略

BoE 於執行購債操作及 TECRF 之前，預先對外說明相關操作

¹⁷ 2023 年 3~5 月美國陸續發生銀門銀行(Silvergate Bank)、矽谷銀行(Silicon Valley Bank)、標誌銀行(Signature Bank)及第一共和銀行(First Republic Bank)倒閉事件；2023 年瑞士發生瑞士信貸倒閉事件。

措施之目的，並敘明其與 BoE 貨幣政策立場無關，以避免外界錯誤解讀，而影響貨幣政策效果。

央行若有明確的溝通策略，可提升外界對央行的信任，有助於貨幣政策之順利推動，並強化貨幣政策之有效性。長期以來，央行持續著重於貨幣政策透明化與對外溝通，主要包括揭露貨幣政策決策相關資訊、貨幣政策操作策略之透明化、業務及財務的公開，以及向立法院財政委員會提出報告等。央行透過持續對外溝通，降低金融市場之波動，提高外界對央行政策決策之可測性，有助達成政策目標¹⁸。

近年來，央行已逐步利用如臉書、Youtube 等社群媒體與社會大眾進行溝通，未來可持續強化相關措施，增進社會大眾對貨幣政策措施目的之瞭解與信任，提升貨幣政策傳遞效果。

¹⁸ 中央銀行(2020)，「本行的貨幣政策溝通策略為何?」，中央銀行網站，3月18日。

參考資料

1. 林清惠、曾虹瑋(2012)，「英格蘭銀行調整貨幣政策操作工具之探討」，公務人員出國報告，12月。
2. 林曉伶(2011)，參加東南亞國家中央銀行研訓中心第4屆「SEACEN-CCBS/BoE總體經濟與貨幣政策管理」研討會出國報告，公務人員出國報告。
3. Bank of England (2024), “Contingent NBF1 Repo Facility (CNFR),” Provisional Market Notice, 24 July.
4. ____ (2023a), ”Report on the Official Market Operations 2022-23,” Bank of England, 6th July.
5. ____ (2022a), “Asset Purchase Facility: Corporate Bond Purchase Scheme sales programme,” Market Notice, 5 May.
6. ____ (2022b), “The Bank of England’s Sterling Monetary Framework: SMF Operating Procedures,” Bank of England, September.
7. ____ (2022c), “Bank of England Announces Gilt Market Operation,” News Release, Bank of England, 28 September.
8. ____ (2021b), ”Report on the official market operations 2019-21,” Bank of England, 4th October.
9. ____ (2021c), ”Covid Corporate Financing Facility Limited Annual Report and Accounts,” Bank of England, 17th June.
10. ____ (2015), “The Bank of England’s Sterling Monetary Framework,” Bank of England, June.

11. Bank Overground (2023), “What Do We Know About the Demand for Bank of England Reserves?” Bank of England, 22 February.
12. Financial Policy Committee (2022), *Financial Stability Report*, Bank of England, December.
13. ____ (2020), *Financial Stability Report*, Bank of England, August.
14. Financial Stability Board (2023), “The Financial Stability Implications of Leverage in No-Bank Financial Intermediation,” Financial Stability Board, 6th September.
15. Jackson, Christopher and Mathew Sim (2013), “Recent developments in the sterling overnight money market,” Quarterly Bulletin, Bank of England, Q3.

附錄、BoE 貨幣政策操作工具之合格擔保品

BoE 貨幣政策操作工具的合格擔保品可分為 A、B、C 三級，STR 與 OSF 之合格擔保品，為資產品質最佳的 A 級擔保品；ILTR、DWT 與 CTRF 的合格擔保品範圍則擴大至 B 級及 C 級擔保品，包括流動性較差的有價證券，如房貸抵押擔保證券(Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS)(附表 1、2)。

交易對手可將合格擔保品事先存放於 BoE，BoE 會與交易對手討論應如何配合 BoE 各類貨幣政策操作措施，使用合格擔保品。此外，BoE 規範交易對手應適度分散合格擔保品之種類，避免集中於單一發行者，以分散信用風險。

附表 1. BoE 貨幣政策操作措施適用之合格擔保品

擔保品等級	OSF	STR	ILTR	DWF	CTRF
A 級	√	√	√	√	√
B 級	×	×	√	√	√
C 級	×	×	√	√	√

資料來源: BoE

附表 2. BoE 之合格擔保品

擔保品等級	擔保品類型
A 級： 流動性最佳的資產	●英國政府債券。 ●英鎊國庫券。 ●英國政府發行具可售性之非英鎊債務。 ●BoE 發行之債務證券。 ●特定國家主權債務證券¹。
B 級： (1) 具有充分的流動性，即當發生交易對手違約事件時，BoE 能於市場出售資產。 (2) 該類資產的市場流動性與訂價行為具透明性且可預測，以利 BoE 評估擔保品風險，訂定適當之折價係數。	●特定國家主權債務及央行債務，以該國貨幣或英鎊、歐元或美元計價²。 ●主要跨國機構發行之以英鎊、歐元或美元計價之債券³。 ●G10 政府擔保機構所發行的債券，信用等級為 AAA。 ●2012 年 3 月 20 日英國政府宣布的國家貸款保證機制(National Loan Guarantee Scheme)所保證的銀行債務。 ●信用等級為 AAA 的美國聯邦住宅抵押貸款公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation)、聯邦國民抵押貸款公司(Federal National Mortgage Corporation)及聯邦住宅抵押貸款銀行(Federal Home Loan Bank)所發行的傳統型債券。 ●英國及荷蘭優級住宅抵押貸款證券(RMBS)，信用評等為 AAA 的最優先順位層級。 ●英國、法國、德國及西班牙高信用品質擔保債券(covered bonds)，信用評等為 AAA 且發行金額在 10 億英鎊以上，標的資產(Underlying Asset)為英國或 EEA 社會住宅貸款、公部門債務或優級住宅抵押貸款。 ●英國、美國及 EEA 以信用卡為資產池的優級資產抵押債券(ABS)中，信用評等為 AAA 的最優先順位層級。 ●英國、美國及 EEA 以汽車貸款、特定設備租賃為資產池的優級資產抵押債券(ABS)中，信用評等為 AAA 的最優先順位層級。 ●美國學生貸款及消費放款為資產池的優級資產抵押債券(ABS)中，信用評等為 AAA 的最優先順位層級。 ●其他國家的信用保證機制所保證的銀行債務，BoE 會定期檢視評估此類擔保品適用的內容。 ●英國、美國及 EEA 非金融業的企業所發行之主順位公司債與商業本票，公司債的信用評等為 A3/A-(含)以上，商業本票的信用評等為 A2/P2/F2(含)以上⁴。
C 級	●英國與 EEA 最優先順位層級之 RMBS，信用評等為 A3/A-(含)以上，亦包括創始機構即為金融機構⁵之 RMBS。 ●英國、美國與 EEA 的擔保債券，信用評等為 A3/A-(含)以上，標的資產(Underlying Asset)為英國或 EEA 社會住宅貸款、公部門債務、中小企業貸款、商業貸款或英國或 EEA 的房屋貸款，亦包括創始機構即為金融機構之擔保債券。 ●英國、美國及 EEA 以信用卡、學生貸款、消費放款、汽

附表 2. BoE 之合格擔保品

擔保品等級	擔保品類型
	車貸款、社會住宅貸款及特定設備租賃為資產池的優級資產抵押債券(ABS)，信用評等為 A3/A-(含)以上的最優先順位層級，亦包括創始機構即為金融機構之 ABS。 ●英國、美國及 EEA 的商業不動產抵押貸款擔保證券(CMBS)，信用評等為 A3/A-(含)以上，資產池不得包含建築放款，且須為高品質及多元化的放款，亦包括創始機構即為金融機構之 CMBS。 ●英國、美國及 EEA 以主順位擔保企業放款或公司債所組成的證券化組合(securitized portfolios)中，信用評等為 A3/A-(含)以上的最優先順位層級，資產池不得包含非投資等級的貸款(leveraged loans)，亦包括創始機構即為金融機構之證券。 ●英國、美國及 EEA 以公司債為資產池的證券化商品，信用評等為 A3/A-(含)以上的最優先順位層級，資產池不得包含非投資等級的貸款(leveraged loans)，亦包括創始機構即為金融機構之證券。 ●部分類型的英國、美國及 EEA 之資產基礎商業本票(Assets Backed Commercial Papers, ABCP)，信用評等為 A-1+/P1/F1+；BoE 會依據交易對手所提出的 ABCP 進行評估，予以准駁。 ●英國、美國及 EU 非金融業的企業所發行的主順位公司債及商業本票，主順位公司債之信用評等為 A3/A-(含)以上，主順位商業本票之信用評等為 A2/P2/F2(含)以上⁶。 ●英國、美國或 EEA 的擔保債券，資產池為特定輸出入銀行所擔保的放款，此類擔保品須經 BoE 個別評估。 ●其他國家政府保證的主順位銀行債務，BoE 會定期檢視評估此類擔保品適用的內容。

註：1.由加拿大、法國、德國、荷蘭及美國等國政府及央行所發行以英鎊、歐元、美元及加拿大幣計價之證券。

2.特定國家包括:澳洲、奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、愛爾蘭、義大利、日本、盧森堡、紐西蘭、挪威、葡萄牙、斯洛維尼亞、西班牙、瑞典及瑞士。

3.跨國機構包括非洲開發銀行(The African Development Bank)、亞洲開發銀行(The Asian Development Bank)、歐洲復興開發銀行(The European Bank for Reconstruction and Development)及美洲開發銀行集團(The Inter-American Development Bank Group)等，完整名單之連結：<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/money/elinstitutions.aspx>

4.BoE 為避免擔保品來源過於集中，規定單一發行者所發行的合格公司債與商業本票用於充當擔保品的金額上限為 10%。

5.金融機構本身之證券('own-name' securities)，係指金融機構為該證券資本資產池的創始機構，如金融機構本身之 RMBS，即是該金融機構為該住宅抵押貸款證券之基本資產池(住宅抵押貸款)的貸放銀行。

6.同註 4。

資料來源：<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/money/eligiblecollateral.aspx>；

林清惠、曾虹瑋(2012)