

各國強化資本市場監理機制之主要進展與挑戰

中央銀行業務局

李翊綸

2023 年 5 月

目錄

壹、前言	1
貳、長期以來之挑戰	2
一、證券市場、衍生性商品市場與金融穩定	2
二、各國面臨不同之金融穩定風險	3
參、監理制度架構	4
肆、資本市場監理機制之改革與挑戰	6
一、資產管理業	6
二、市場中介機構	7
三、金融市場基礎設施	8
伍、新興議題	11
一、金融科技與網路韌性	11
二、利率參考指標轉換	12
三、氣候轉型及綠色金融	15
四、債券市場及其他新興議題	16
陸、結論	17
參考資料	19

各國強化資本市場監理機制之主要進展與挑戰¹

壹、前言

資本市場之韌性，對於金融穩定至關重要。資本市場對於提供全球經濟所需資金與避險所扮演之角色日益重要，尤其是近二十年來全球非銀行金融中介機構（Nonbank Financial Intermediation, NBFIs）大幅且快速成長，其資產總額自 2004 年約 70 兆美元，增至 2021 年 239 兆美元，成長逾 3 倍，占全球金融資產總額比重已達 49%²。

2008 年全球金融危機（Global Financial Crisis, GFC）及其後續發展，突顯資本市場之主要脆弱性及相關衝擊之傳遞管道，促使主管機關進行監理規範之改革，包括店頭衍生性商品市場、貨幣市場基金（Money Market Funds, MMFs）流動性及金融基礎建設。

本文依據國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）金融部門評估計畫（Financial Sector Assessment Program, FSAP）就 2015~2020 年各國資本市場之風險、脆弱性、監管及危機管理之評估內容，探討分析相關監理規範之改革情形³。GFC 之後，FSAP 更加注重評估金融穩定度，包括：「金融安全網」對重要交易對手倒閉之處理機制；集中結算機構日益去中心化下，集中交易對手（Central Counterparties, CCPs）之韌性；MMFs 與債券基金等資產管理之脆弱性；交易場所監理範圍之擴大，包括股權、債務工具及衍生性商品。

¹ 本文純屬筆者個人意見，與服務單位無關，如有任何疏漏或謬誤，概由筆者負責。

² FSB(2022)。

³ Cuervo et al. (2022)。

相關監理改革已有明顯進展，惟仍需進一步推動，以強化金融安全網與風險管理機制。目前金融監理主要面臨網路安全、金融科技、參考指標轉換及氣候變遷等危及金融穩定之新挑戰。此外，未來監理重點尚包括債券市場、會計與審計準則及投資人行為改變之影響。

IMF 評估各國監理架構發現，監理機構資源不足係各國面臨之重大議題。GFC 之後各國持續進行的監理改革，使監理對象與業務範圍明顯擴大，大眾亦期待相關監理措施可有效評估與降低風險。不過，證券與衍生性商品之監理機構卻未相對增加相關資源，而隨著監理範圍日益擴大，新監理挑戰持續出現，監理機構必須具備更廣泛的專業知識，以確保監理方式與技術可伴隨金融科技同步成長。此外，部分國家之監理機構缺乏獨立性，使其監理資源更加不足，進而影響其有效監控與因應風險之能力。因此，如何就相關議題取得進展係當務之急。

本文首先說明證券市場與衍生性商品市場長期以來面臨之挑戰，以及各國監理制度架構共同面臨之問題，並分別就資產管理業、市場中介機構及金融市場基礎設施之監理重點加以說明；其次探討各國對近年來重要新興議題之處理機制，最後總結相關議題對監理機關之政策意涵。

貳、長期以來之挑戰

一、證券市場、衍生性商品市場與金融穩定

證券市場與衍生性商品市場除了是投資者與金融機構的財富來源，亦對促進經濟活動相當重要，故相關市場之壓力事件或營運中斷將對金融穩定造成重大風險。GFC 之後，證券市場與衍生性

商品市場之國際監理準則已有顯著改善，包括針對若倒閉可能造成金融穩定風險的所有公司，均確保其受到高度監理；店頭衍生性商品應透過集中交易對手進行結算，並對非集中結算之交易場所提高資本要求；強化對具系統重要性金融機構之清理方案。

GFC 經驗顯示，金融穩定風險可能透過 NBFI 及證券市場與衍生性商品市場擴散，金融穩定委員會（Financial Stability Board, FSB）因而採取將影子銀行納入監理範圍等相關措施，國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）及支付與市場基礎設施委員會（Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI）亦已強化金融市場基礎設施之國際監理準則（Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI）。

COVID-19 疫情流行期間發生的事件，更加突顯國際間應持續注意此一領域之必要性，例如，2020 年出現之短期融資與債券市場大幅波動，包括大量投資人自新興市場債券基金撤資，以及具系統重要性企業公司債違約事件。2021 年歐洲系統性風險委員會（The European Systemic Risk Board, ESRB）就提高 MMF 韌性發布政策建議⁴，建議歐盟執委會可加速流動性管理工具之使用，以及強化監控與壓力測試架構，以降低 MMF 營運之流動性風險。

二、各國面臨不同之金融穩定風險

本文依據 2015~2020 年 IMF 之 FSAP 對證券市場與衍生性商品市場之評估內容，分析各國現況與面臨之主要挑戰。本文透過相關評估對 GFC 後改革重點之探討，以及所涉脆弱性、管制與監督相關重要發現，闡示各國面臨之金融穩定風險。本文主要依據各國

⁴ ESRB(2022)。

情況，分析特定主題對其金融穩定之影響。圖 1 顯示 FSAP 涵蓋之樣本國家中，各國面臨之不同金融穩定主題。

圖 1、FSAP 探討 GFC 之後的證券改革議題



資料來源：Cuervo, Cristina, Jennifer Long and Richard Stobo (2022), “Strengthening Capital Markets Regulation - National Progress and Gaps” IMF Departmental Paper 2022/012, Jun.

參、監理制度架構

制度架構向來為監理機關注重的核心領域，一個國家若沒有妥善的制度基礎，將難以具備辨識及管理風險的必要能力，而國際準則已就金融服務之監理制度訂定基準。

監理機關的獨立性是有效監督的基本條件，惟其仍存在挑戰。某些情況下，監理機關高階管理人員之人事任命權可能受到政治干預，將使民眾質疑其獨立性及公正性，例如某些國家財政部得以指派監理機關的董事會代表，有權審查這些機關的決定或具最終決策權。有些國家之制度似乎賦予金融服務業者過多影響監理意見的機會，例如，過多市場參與者對未受完全監督的自律組織有影響力。由於這些問題普遍存在，未來仍應優先加強此一領域的改革。

監理機關可用資源的充足性是另一項重要議題，即使全球最龐大且複雜的證券市場與衍生性商品市場亦然。GFC 後，主管機關之監理範圍及對象均明顯擴大，但資源卻沒有相應增加，造成顧此失彼之困境。此外，隨著氣候相關及其他環境、社會、公司治理（Environmental, Social, and Governance, ESG）議題、金融科技等發展，監理當局需要借助更多相關領域的專業人士，資源不足問題將成為監理當局另一重大挑戰，隨著監理方式越來越依賴科技，監理當局自身的技術韌性也可能成為新的風險來源。

強化國際合作方面則有顯著進展。例如，歐盟境內致力採取一致性監理規範；國際間（如美國及歐盟）亦努力確保 GFC 關鍵領域之改革，可分階段實施，以降低對市場之影響。此外，在倫敦銀行同業拆借利率（London Interbank Offered Rate, LIBOR）與其他基準利率之退場準備工作方面，國際間亦充分進行合作。

肆、資本市場監理機制之改革與挑戰

一、資產管理業

資產管理業的金融穩定風險，只有透過足夠大範圍之監理架構，才能真正了解相關風險並加以因應。證據顯示，目前資產管理業之監理範圍過於限縮。部分國家的所有全權委託投資組合管理業務（約占該國資產管理規模之 50%）均未受監理，另有部分國家僅就零售型基金加以監理，其他類型基金則因瞭解有限或無相關資料，以致難以評估可能規模及風險來源，有些國家之監理範圍雖屬妥適，但各類基金未採一致性申報規定，以致監理機關無法全面瞭解風險之變動情形。雖然證券監理機關在提高資料的精細度及品質方面已有重大進展，惟仍有所不足。

即使是監理架構相對成熟的國家，在實施足夠預防措施及管理流動性風險方面仍面臨挑戰。許多國家明確規範的流動性管理工具極為有限，部分國家甚至明確禁止使用波動定價（swing pricing）⁵等此類有效工具，另有國家雖承認一系列流動性管理工具，但主管當局並無權要求業者將其納入基金規則或在特定情況下實施。某些情況下，主管當局唯一可使用的流動性管理工具為暫停贖回，惟其通常不願使用此種嚴重干預市場之工具。因此，各國適度調整監理機制以納入更多管理工具，將可帶來實質益處。

各國在 GFC 後加強對銀行業之審慎監理，資產管理業者為符合規定，對期限轉換交易需求增加，進而增加基金被贖回之流動性衝擊。另依據主要國家相關資料顯示，各類證券投資基金之間、基

⁵ 又稱反稀釋機制，亦即，當申購金額過大，基金淨值將向上調整，投資人需以較高的淨值申購，反之，如贖回金額過大，基金淨值將向下調整，投資人只能以較低的淨值贖回。此係對基金長期投資人之保護機制，透過調整淨值的方式，將相關的交易成本由當日申購或贖回的投資人承擔，以防止基金遭受突發性大量申購或贖回。

金與其他金融機關間通常具有高度相關性，近期公司債基金及新興市場基金因利率大幅上升而面臨潛在虧損壓力，並逐漸蔓延至資產管理部門其他商品，突顯監理機關必須擁有足夠工具，以降低金融穩定風險的重要性⁶。

二、市場中介機構

證券監理機關之主要目標為避免因重要金融中介機構之倒閉或不當處置而嚴重影響投資者信心，進而危及金融穩定。若投資人補償計畫等金融安全網制度有欠完備，重要金融中介機構之倒閉將使交易對手及客戶之風險增加，即使未發生倒閉情形，若其引發普遍之不當出售（mis-selling）或其他不當行為，仍將影響投資人信心。

監理機關對重要中介機構的審慎監理措施已有改善，倒閉事件發生時，金融安全網運作機制亦更加明確，惟仍需採取進一步措施，以確保對隸屬銀行集團的中介機構之倒閉處理機制具備一致性作法。部分國家已加強對倒閉風險上升之早期預警機制，另有國家則強化對經紀商的資本提列要求。惟為增強金融安全網的穩固性，有關增加投資人補償計畫之資金及強化其運作機制方面，仍有改善空間。此外，各國應明確定義存款保險計畫與投資人補償計畫之間的相互影響性，以釐清銀行集團一旦發生倒閉事件之賠償問題。更明確地說，銀行業及證券業的監理機關對於銀行所屬中介機構之倒閉處理措施，是否具有 consistency 處理機制，並不明確。在銀行

⁶ FSAP 有關債券基金壓力測試結果顯示，壓力情境下，部分基金會面臨困難，監理機關必須採取措施，以防止及因應相關贖回衝擊，若基金需要自銀行取得融資時，則衝擊可能會蔓延擴大。

業及證券業分屬不同監理機關之國家，採行妥適的監理措施格外重要⁷。

中介機構監理之主要挑戰在於，監理範圍必須在多重監理目標下，足以涵蓋不同之業務模式與企業規模。資料顯示，許多國家對一種或一種以上中介機構之監管程度不足，此外，監理機關為加強監管某些領域而必須降低其他重要領域之監管程度。例如，監理機關加強對投資顧問業的監督，卻必須降低對其他中介機構之監督，惟其無法證明係因風險狀況之變動而必須改變監理措施。除金融穩定外，監理機關通常尚需負責市場完整性及投資者保護目標，致其監理對象範圍大至國內系統重要性機構或全球系統重要性金融機構的附屬機構，小至眾多小型企業，而後者即使對金融穩定之影響很小，惟其可能引發重大行為風險，故亦需投入監理資源。

三、金融市場基礎設施

(一) CCP

衍生性商品市場採集中結算機制日益盛行，為確保金融穩定，關注重點為監理機關對 CCP 的監理與監督，包括 CCP 之復原與清理計畫、危機管理規劃，以及跨境、跨部門之合作機制。

許多國家 CCP 之穩健性仍待提高，透過增加極端情境之壓力測試，以及充分考量金融體系相互關聯性等方法，可有效提升穩健性。整體而言，CCP 風險管理架構尚有改進空間，特別是保證金提撥架構應考量順循環問題，以避免在壓力期間加劇清算會員及其客戶之財務壓力，並應定期進行敏感性分析與評估驗證，確保模

⁷ 例如，證券監理機關對銀行集團下證券公司的資本規範，與銀行監理機關對銀行集團資本規範有所不同。

型之穩固性。除信用與流動性風險外，風險管理架構尚須考量其他更多類型之風險，包括聲譽及競爭風險，極端情境的壓力測試亦應屬風險管理架構的一環。

各國逐漸將監理重點放在 CCP 危機管理之充分性及其復原與清理計畫，各國或可成立跨部門危機管理小組，以及透過制定法規或簽訂正式協議之方式，發展新的監理工具。

部分國家將 CCP 可自央行取得流動性視為優先選項，例如，瑞典 FASP 請求瑞典央行考慮提供 FMI（特別是對於 CCP）隔夜流動性。歐元區金融部門則請求歐洲央行允許歐元體系之 CCP（無論 CCP 是否取得銀行執照）可開立央行存款帳戶並取得流動性，以提供公平競爭的環境。

（二）交易場所

儘管有些國家已加強對次級市場之監督，包括擴大監管資產種類與交易場所，惟仍存在落差及挑戰。例如，2020 年 FSAP 資料顯示，美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）已實施「swap 交易執行機制」（swap execution facilities）登記制度，但美國證券交易委員會（The U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）尚未就證券型 swap 商品訂定相關規範，僅要求加強揭露股權另類交易系統（Alternative Trading Systems, ATS）營運模式資訊，並直至近期才提出擴大 ATS 監理範圍草案，納入政府公債、附買回及附賣回協定之交易系統。中國大陸 FSAP 認為，應就未上市股權之交易場所訂定相關監理規範，至於歐盟，多數債券及衍生性商品交易場所均已納入監理範圍。

為因應股權交易風險，許多國家的監理架構已更加穩固，包括自動化交易與相關措施、市場異常波動或極端情況下有關暫停與恢復交易之規範。隨著市場及交易實務的發展，因應各個市場之特性，確保監理範圍可涵蓋股權、債券與衍生性商品市場之交易場所，仍有其重要性。

（三）營運韌性

儘管許多國家瞭解營運韌性的重要性，卻少有國家實施系統性之因應措施，因此，就避免及降低 FMI 中斷之不利影響而言，仍然存在挑戰。

由於金融市場對交易場所及其他金融管理資訊系統技術的高度依賴，使許多監理機關不僅要避免營運中斷，更需確保事故發生時可有序恢復營運。部分國家實施之特定資訊科技韌性監督計畫，有助於解決問題，儘管複雜度及強度不同，或可將此類型計畫視為營運不中斷或危機管理的備用方案。部分國家可能因為交易特別集中於開盤與收盤等特定時點，以致相關風險增加，若開盤與收盤價格無法正常產生，將影響依據該等價格進行評價之基金及衍生性金融工具，此議題未來將對更多市場造成影響。

此外，營運韌性監理措施應更加注意可能之壓力時間點，主管機關及 FMI 應了解營運中斷之影響範圍，以及如何降低與管理相關風險，並針對可能造成營運中斷之事件，進行危機模擬演練。例如，模擬無法同時關閉多個關鍵基礎設施情形，以確實掌握基礎設施之間相依性，並確認可有效降低風險之措施。

伍、新興議題

一、金融科技與網路韌性

加密資產（或稱虛擬資產）在金融領域的重要性日益增加，監理機關及市場參與者首要挑戰便是確認既有法規之適用問題。部分國家針對具證券特性加密資產之相關服務，係按證券或衍生性商品相關法律進行監理，但在實際應用中仍出現挑戰，例如，加密資產私鑰託管問題與安全保護機制等。此外，許多加密資產服務提供商係跨境營運，使監理更加困難。

分散式帳本技術（Distributed Ledger Technology, DLT）相關議題與 FMI 尤其相關，未來仍將相當重要，並應注意去中心化金融（Decentralized Finance, DeFi）之發展。主管機關與提供 FMI 運營商持續研究實施 DLT 的好處與風險，特別是應用於支付與證券清算結算系統之利弊分析。此新興技術之應用關鍵問題在於，必須評估現有監理架構對使用創新技術 FMI 監理之妥適性。在可能範圍內，主管機關採用國際標準以評估風險與收益，將可確保 DLT 在 FMI 的應用符合相關準則。

未來 DeFi 的其他應用將為監理機關帶來新挑戰，如某些分散式帳本技術支援自動執行智能合約，可能帶來潛在效益，但也可能對金融穩定造成風險。例如，對於授權管理之交易系統，其所受監理強度較為有限，可能產生責任歸屬難以辨識之挑戰。此外，智能合約及其他 DeFi 應用程式不易歸屬於特定國家，則將面臨跨境監理問題。

網路韌性亦值得關注，部分國家已將網路安全納入監理範圍，然而，監理機關並不易自內部取得所需專業知識。部分機關過度依

賴現有資訊技術人員或特定外部專業人士，一旦市場基礎設施遭受攻擊，監理機關可能無法及時有效因應。未來網路韌性應與營運韌性其他面向綜合考量，包括技術變革之有效管理、攻擊事件之復原機制等。

二、利率參考指標轉換

（一）LIBOR 退場及相關因應措施

利率參考指標普遍應用於利率交換及其他金融契約，惟部分基準利率（如 LIBOR）因市場交易規模有限，參與報價銀行多採人為判斷方式作為報價基準，易衍生人為操縱問題。2012~2016 年國際間發生多起 LIBOR 操縱弊案，促使各界對此種採取人為判斷之基準利率報價機制進行檢討。

部分國家迅速採取管制措施。例如，歐盟及英國要求基準利率管理機構必須取得該國監理機關之許可，並應實施相關管理機制，以避免可能之利益衝突。

2017 年英國金融監理局（Financial Conduct Authority, FCA）宣布 2022 年起不再強制要求 LIBOR 報價銀行進行報價，促使各國積極研議替代參考利率。目前各幣別 LIBOR 之貨幣主管機關均已選定替代利率，多屬隔夜期交易之無風險或近似無風險利率（Risk Free Rates, RFRs），其優點是以實際交易為基礎，惟其並無類似 LIBOR 之各天期前瞻性利率期限結構可供市場參考使用。

LIBOR 退場可能影響市場交易秩序，在沒有前例可供參考情況下，如何有序轉換係檢視監理機關透過國際合作以避免市場混亂的良好機會。就 LIBOR 而言，英國的法規制度與積極之監理成

果，使主管機關得以維持市場有序轉換。LIBOR 轉換期間可能出現之問題，也會發生在其他國家，尤其是部分天期之美元 LIBOR 將繼續使用至 2023 年 6 月底。

因應 LIBOR 與其他類似利率參考指標之退場準備工作，包括需設計替代利率參考指標、建立基礎設施以利新工具交易，以及研究既有以 LIBOR 為訂價指標之契約轉換。新利率參考指標確定後，市場參與者需設計參照新利率的契約及工具，並確保可完成清算及具備相當之流動性。國際交換及衍生性商品協會（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）已就 LIBOR 與其他利率之退場，提供相關契約範本，作為既有衍生性金融商品契約轉換之參考。在美國，考慮到美元 LIBOR 的重要性，監理機關共同致力於設計替代方案，並消除相關阻礙，惟較少關注如何降低基礎設施供應商及市場中介機構面臨轉換風險之監理工具。

多數 LIBOR 於 2021 年底退場，惟 2021 年持續以美元 LIBOR 訂價之新契約數量仍相當多，故需確保 2023 年 6 月底美元 LIBOR 全數退場時可維持有序轉換。2021 年 3 月，FCA 宣布美元以外之其他幣別 LIBOR 將於 2021 年 12 月 31 日停止報價，而部分天期之美元 LIBOR 將持續報價至 2023 年 6 月 30 日，各國應持續密切注意美元 LIBOR 契約轉換情形。

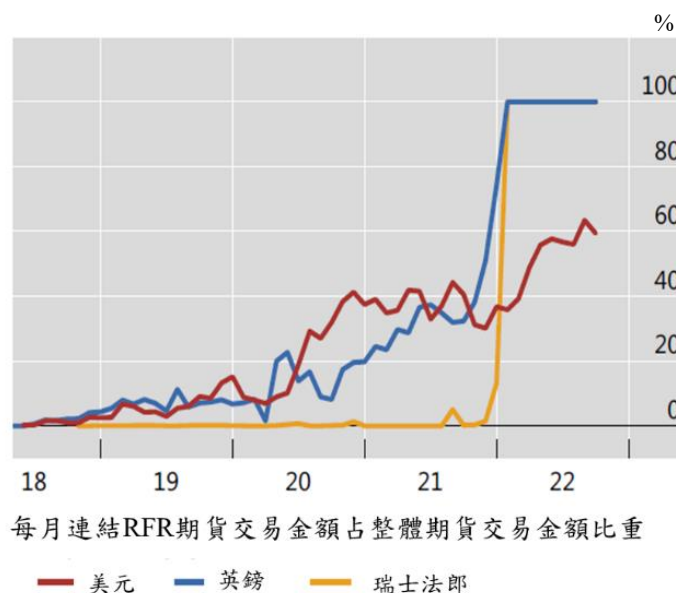
（二）指標轉換情形及其對市場之影響

BIS 研究⁸指出，多數固定收益金融工具之訂價基準已由 LIBOR 轉換至 RFRs，2022 年金融市場已停止發行連結 LIBOR 之債券，連結 LIBOR 之貸款亦明顯下降；至於衍生性商品部分，英

⁸ BIS(2022)。

鎊與瑞士法郎期貨契約幾已全數改採 RFRs，美元期貨契約以 RFRs 為訂價基準者約占 60%（圖 2）。

圖 2、連結 RFRs 之期貨交易金額比重大幅上升



資料來源：Wenqian Huang and Karamfil Todorov (2022), “The post-Libor world: a global view from the BIS derivatives statistics” BIS Quarterly Review, December 2022.

BIS 研究同時指出，基準利率改革對店頭衍生性商品市場可能造成下列結構性變化：

1.遠期利率協定（Forward Rate Agreement, FRA）成交金額下降

基準利率自 LIBOR 轉換至 RFRs 後，因利率重設訂價風險（fixing risk）降低，避險需求下降，使 FRA 交易量下降；其中，以美元計價之 FRA 交易金額，自 2019 年 1.26 兆美元，大幅降至 2022 年 0.03 兆美元。

2.隔夜利率指數交換（Overnight Indexed Swaps, OIS）交易金額增加

越來越多國家採用以隔夜利率作為計算基礎之 RFRs，使利率交換契約（Interest Rate Swap, IRS）連結 RFRs 之交易增加；其中，

瑞士法郎、日圓、英鎊 OIS 交易金額占 IRS 交易總額之比重均明顯上升，自 2019 年 6%~66%，升至 2022 年 99%，主要係因該等貨幣交換契約幾已完全採用 RFRs。

三、氣候轉型及綠色金融

因應氣候變遷風險及綠色金融相關發展是證券市場與衍生性商品市場重要新議題。各國正努力提升氣候相關國際標準的一致性及穩固性，包括經濟活動分類標準、氣候變遷與能源轉型相關資訊揭露等。投資人期望監理機關制定相關規範，以確保發行公司能有效因應氣候風險，並正確揭露轉型策略與目標等相關資訊，以確保發行公司能有效因應氣候風險，並正確揭露轉型策略與目標等相關資訊，以降低「漂綠」風險。惟國際標準可能會不斷修正，將使監理機關、金融機關及其他企業發行人面臨挑戰。

2015 年 FSB 成立氣候相關財務揭露專案小組(Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD)，擬定氣候相關風險與機會之財務資訊揭露建議，目前相關規範已被廣泛採用。此外，2021 年 11 月國際財務報導準則基金會（International Financial Reporting Standards Foundation, IFRSF）成立國際永續準則委員會（the International Sustainability Standards Board, ISSB），建立永續資訊揭露架構，企業應依規定揭露相關資訊。

各國需因應不斷發展的國際氣候揭露標準，確保財務報表可正確顯示氣候風險及其影響，並配合調整相關審計標準。由於氣候變遷之影響具高度不確定性，加上資訊明顯不足，各國查核氣候相關風險及其影響將是重大挑戰。此外，氣候變遷及能源轉型政策可能會降低某些資產之價值（例如石化燃料開採相關資產），基金及

投資組合價值將因而減損，不僅影響資產管理公司及其客戶，還可能影響提供相關貸款之銀行。各國需要檢視現行監理及監督方法是否足以因應這些挑戰，並考量擴大壓力測試的範圍及方法，以充分涵蓋氣候相關壓力情境。

綠色金融蓬勃發展，對於金融機構而言，各類永續金融商品（如永續發展債券、永續連結貸款等）之發展可帶來商機；對投資人而言，可兼顧收益及實現公共政策目標。然而，如果缺乏一致性分類標準、可靠的驗證方法及充分資訊揭露，可能無法確保相關資金運用能滿足投資人之偏好或符合公共政策目標。例如，許多退休基金宣稱其投資於氣候相關資產，惟實際投資標的若與宣稱內容不符，必須處分相關資產，可能對金融穩定造成影響。

四、債券市場及其他新興議題

2020 年 3 月主要融資市場面臨壓力，在各國央行迅速採行因應措施後才得以緩解。新興市場經濟體因面臨美元短缺的衝擊，央行因應措施以傳統貨幣政策或提供美元流動性為主。部分先進經濟體央行亦購入風險性資產（商業票據、資產抵押證券、公司債及高收益債 ETF 等），或採行特定措施以提供交易商、MMF 流動性，以及暫時放寬槓桿比率規範，允許銀行持續辦理貸款，以提供經濟活動所需資金。

前述相關措施有效緩解市場流動性壓力，惟 2020 年 10 月 G7 央行資產較同年 2 月增加 7 兆美元（2008 年雷曼兄弟倒閉 1 年後僅約增加 3 兆美元）。由於此類措施可能衍生道德風險，即市場參與者因預期央行在危機時將提供流動性，而未將流動性風險納入

控管機制，未來各國央行應考量降低此類流動性援助措施之必要性。

各國監理機關應明確考量修訂適用債券市場之監理架構，以確保交易商及其他市場參與者因應流動性衝擊的能力。各國監理機關可檢視其監理制度是否符合國內債券市場之特性，包括傳統債券交易及電子交易之市場流動性需求，並考量於壓力期間調整對不同交易方式之市場監理規範。

美國股市歷經「迷因股⁹」之動盪，以及中介業務轉向「零手續費」模式，顯示持續改變之中介業務模式會擴大證券市場的脆弱性。COVID-19 疫情流行期間發生的主要債券市場大幅波動，促使主管機關反思是否需要採取更多之政策措施，以確保市場韌性。此外，知名企業倒閉及詐欺案件，引發市場對審計標準是否足夠穩健，以及是否需要進一步強化監督機制之質疑；由於氣候變遷及 ESG 議題之發展，未來此類非財務相關資訊之審計方式亦為重要議題。

陸、結論

各國在因應金融穩定風險方面已有重大進展，但仍有改善空間。即使是先進國家，仍應加強實施國際標準，且需研議其他政策工具，以確實解決資產管理業之流動性錯配問題。至於其他國家則需採取更根本性之措施，以確保監理範圍及強度之妥適性。

2015 年以來新興議題不斷出現，將持續對科技及更廣泛的營運韌性帶來挑戰，DLT 及 DeFi 相關技術將隨加密資產的成長而擴

⁹ 迷因股係指在網路平台(如 Twitter、Reddit)突然大受歡迎之股票，知名事件如 Reddit 網民散戶大量購入遊戲驛站股票，使梅爾文資本、香櫞研究等做空機構遭受重大損失。

大應用。氣候變遷及轉型政策需要更加關注，且必須密切注意債券市場的韌性、審計標準之變動，並考慮監理範圍是否足夠。

監理機關未來面臨之挑戰，突顯其獨立性及資源短缺問題的急迫性。若監理機關之資源與能力不足，以致無法取得必要之專業知識，將對其有效監督形成重大障礙。未來相關議題將會變得更加顯著且具挑戰性，影響因素包括：持續擴大的監理範圍；提升監理科技，以加強監理日益複雜之金融市場；在技術創新及金融韌性、氣候影響及其他永續發展領域等，需要更多的專業知識；持續透過國際合作，以因應如加密資產與 DeFi 等具重大挑戰性之跨境金融服務。

參考資料

- Cuervo, Cristina, Jennifer Long and Richard Stobo (2022), “Strengthening Capital Markets Regulation - National Progress and Gaps” IMF Departmental Paper 2022/012, June.
- ESRB (2022), “Report on the economic rationale supporting the ESRB Recommendation of 2 December 2021 on money market funds and assessment”, January.
- FSB (2022), “Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2022,” December.
- Wenqian Huang and Karamfil Todorov (2022), “The post-Libor world: a global view from the BIS derivatives statistics” BIS Quarterly Review, December.