

社會科學論叢 2010 年 4 月  
第四卷第一期 1-24 頁

**全球金融海嘯：肇因與因應對策**  
**The Gloleal Finaneial Crises:**  
**Causes and Pelieq Ruponses**

中央研究院院士暨經濟研究所通信研究員 胡勝正

Sheng-Cheng Hu

Corresponding Research Fellow of Economics at Academia Sinica

# 全球金融海嘯： 肇因與因應對策

胡勝正

中央研究院院士暨經濟研究所通信研究員

## 中文摘要

2007 年美國發生房市泡沫與次級房貸危機，風暴快速蔓延，形成全球金融海嘯，重創各國金融體系與實質經濟。本文從總體經濟面向切入，探討全球結構失衡與金融海嘯的關係，各國因應之道，及其對臺灣經濟的影響與啟示。本文並從監理面向切入，分析在資訊不對稱之下房貸證券化如何使次級房貸危機擴大，及誘因機制如何鼓勵金融機構過度風險承擔。

**關鍵字：**資訊不對稱，結構失衡，資產證券化，金融危機，房市泡沫

**JEL分類：**E44; G21

## 壹、前言

2007年夏天，當臺灣股市呈現一片榮景之際，美國信評公司對次級房貸（次貸）調降評等，金融風暴已開始形成。2008年9月15日可說是金融海嘯的D-Day，當天雷曼兄弟宣布破產，金融風暴從此快速蔓延其他國家，更重創各國經濟，全球充滿著極度悲觀的氣氛，甚至有人預測，這次金融海嘯將是1930年代大蕭條後第二次大蕭條。<sup>1</sup>所幸，各國政府記取1930年代教訓，同心協力合作，以快速積極的擴張性貨幣與財政政策振興經濟，在擴張性政策加持之下，D-Day之後不到一年，全球經濟已經穩定下來，並朝復甦方向邁進，預期2010年各主要國家經濟成長率將會由負轉正（表1），儘管回升的速度及力道，端視各國振興經濟措施的退場時機與速度而定，仍有不確定性。另一方面，各國為振興經濟引發的龐大財政赤字也為未來的經濟穩定發展埋下變數。

■表 1 各國經濟成長率 (%)

	2007	2008	2009	2010*
全球	5.2	3.0	-1.1	3.1
美國	2.1	0.4	-2.7	1.5
歐元區	2.7	0.7	-4.1	0.3
日本	2.3	-0.7	-5.4	1.7
中國	13.0	9.0	8.5	9.0
新加坡	7.8	1.1	-3.3	4.0
南韓	5.1	2.2	-1.0	3.6
臺灣	5.7	0.1	-4.1	3.7

\* 2010年數據為估計值

資料來源：IMF (2010) October, (2010)

<sup>1</sup> 見S. Johnson與M. Mussa的預測 (Barkley, 2009)。克魯曼於2009年1月表示金融海嘯將開啟第二次大蕭條 (吳惠珍, 2009)。

金融海嘯D-Day之後，美國五大投資銀行－即高盛、摩根史丹利、美林、雷曼兄弟、貝爾斯登－面目全非。雷曼兄弟已經破產，貝爾斯登與美林則由美國財政部與聯邦準備理事會（聯準會）協助，分別由摩根史丹利與美國銀行併購，高盛與摩根史丹利雖然仍舊存在，但被迫轉型為金融控股公司，改由聯準會監理。此外，財政部與聯準會更首次伸出援手，協助一家保險公司（即 American International Group, AIG）。財政部與聯準會的一系列決策引發爭議，有人質疑，如果雷曼兄弟也獲得協助，金融海嘯就不致發生，另外也有人挑戰協助AIG的正當性<sup>2</sup>。

文獻大多將金融海嘯歸咎於美國聯準會，其寬鬆貨幣政策導致房市泡沫與次貸問題。另一方面，全球結構失衡導致儲蓄氾濫，熱錢亂竄，興風作浪，也助長房市泡沫。金融監理機構當然難以卸責，未能有效規範金融商品，尤其是證券化商品，任由金融機構利用資訊不對稱，牟取不當利益。薪酬誘因機制也導致金融機構過度承擔風險，過度槓桿，引爆金融危機。經過這次大浪，聯準會不但干預非銀行金融機構，而且被賦予更大的監理權限與責任，令各國中央銀行重新檢討其所扮演的角色，應該專注平穩物價，還是要兼顧資產泡沫？另一方面，美國國會正在討論，要強化對聯準會的審計（auditing），而此舉等同限縮其獨立性。

金融海嘯發生後，各國除振興經濟之外，更積極進行金融改革。在金融海嘯過程中，許多個人投資者或消費者遭受重大損失，有些人的退休生活甚至受到嚴重影響，突顯現代社會安全網的一個重大缺失。在現代社會，退休生活的經濟來源，除了社會保險給付之外，主要是靠個人儲蓄，個人儲蓄不能獲得適當的保障，勢將衝擊老人經濟安全。要完備社會安全網，恢復投資人對金融市場的信心，持續發展金融市場，首要之務在於強化對消費者保護。因此，美國政府改革金融的第一個步驟就是成立消費金融保護署（Consumer Financial Protection Agency），保護個人投資者。雖然有人擔心，過度保護個人投資者或消費者，將會阻礙金融發展與創新，有人則認為金融創新必須建立在個人投

<sup>2</sup> 2010年元月，美國國會要求財政部長蓋特納（Timothy Geithner）、聯準會主席柏南奇（Ben Bernanke）及相關人員針對AIG紓困案作證。

資者或消費者保護的基礎上，才有意義。

本文嘗試從總體與監理兩個面向探討金融海嘯的原因與因應之道，全文共分為四節，第二節探討金融海嘯的總體影響，第三節從金融監理面向，分別探討資訊不對稱與誘因機制問題，第四節探討全球結構失衡與金融海嘯的關係，第五節為結論。

## 貳、金融海嘯的影響與各國因應策略

金融海嘯對全球經濟的直接影響就是金融資產價值縮水，根據International Monetary Fundy (IMF 2009) 估計，2007-2010年金融海嘯所導致全球銀行資產（包括貸款與有價證券）帳面價值的損失約為US \$2.9兆。美國金融機構所遭受次貸的直接損失約為 US \$2000-4000億 (Remolona, 2009)，我國金融機構的直接損失大約為NT\$2,500億元 (顏慶章, 2009)。<sup>3</sup> 資產價值的折損大幅降低金融機構授信能力，再加上信心崩潰，於是就產生所謂「雨天收傘」現象，重創實質部門。其次，各主要股市一片慘跌，又快速回升。臺灣股市在2008年跌了46%，2009年又回升78%，其他國家也有類似經驗，其中，上海股市漲跌幅度最大：2008年下跌65%，2009年回升80%（表2）。股市的漲跌對各國民間消費產生財富效果，也影響企業籌資成本。

從金融部門延伸到實質部門，全球經濟在2008年大幅衰退，2009年上半年持續頹勢，所幸在各主要國家振興方案推動下，從下半年起已有觸底跡象。根據IMF（2010）統計，世界經濟成長率由2007年5.0%降至2008年3.0%，再降至2009年-1.1%，2010年預期將上升至3.1%（2010年數據為2010年1月估計值，較2009年7月估計值2.5%上升0.6百分點）。主要國家經濟成長率，美國由2007年2.1%下降至2008年0.4%，再降至2009年-2.7%。日本由2007年2.3%降至2008年-0.7%，2009年-5.4%。歐元區由2007年2.7%降至2008年0.7%，2009年-4.1%。中國由2007年13.0%降至2008年9.0%，2009年8.5%（表1）。整體而言，高度依賴出口、與生產資通（Information and Communications Technology,

<sup>3</sup> 根據亞洲開發銀行估計 (Loser, 2009)，金融海嘯所導致的所有全球金融資產帳面價值(包括股價)損失約達US \$50兆。

■表 2 各主要股價指數變動：2007-2009

		2007	2008	2009
臺灣加權指數	期末指數	8506.28	4591.22	8188.11
	年增率(%)	8.72	-46.03	78.34
美國道瓊工業指數	期末指數	13264.82	8776.39	10428.05
	年增率(%)	6.43	-33.84	18.82
美國NASDAQ指數	期末指數	2652.28	1577.03	2269.15
	年增率(%)	9.81	-40.54	43.89
日本日經225	期末指數	15307.78	8859.56	10546.44
	年增率(%)	-11.13	-42.12	19.04
倫敦金融時報	期末指數	6456.9	4434.17	5412.88
	年增率(%)	3.8	-31.33	22.07
香港恆生指數	期末指數	27812.65	14387.48	21872.50
	年增率(%)	39.31	-48.27	52.02
韓國綜合指數	期末指數	1897.13	1124.47	1682.77
	年增率(%)	32.25	-40.73	49.65
新加坡海峽時報	期末指數	3482.3	1761.56	2897.62
	年增率(%)	16.63	-49.41	64.49
上海綜合指數	期末指數	5261.56	1820.81	3277.14
	年增率(%)	96.66	-65.39	79.98

資料來源：行政院主計處資料庫

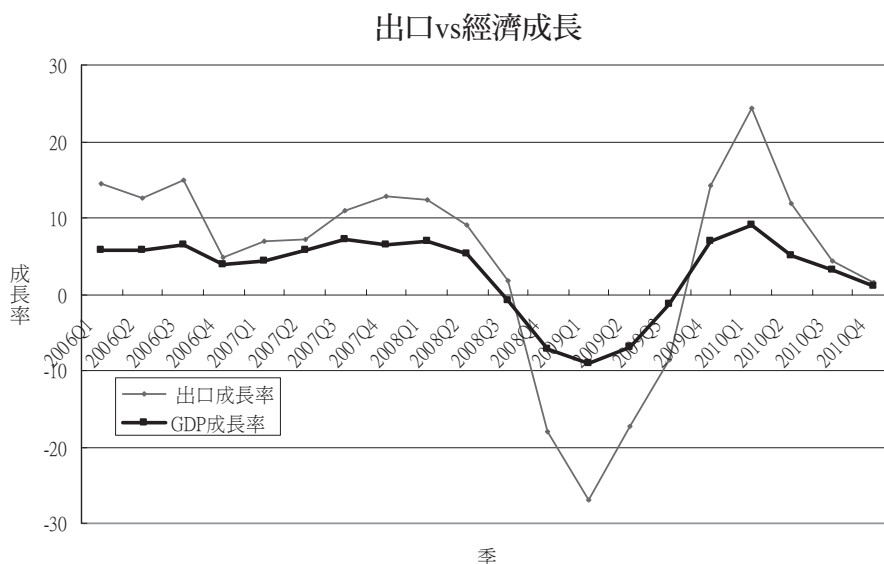
ICT) 及先進製程產品國家受創最為嚴重。

臺灣經濟從2001年網路泡沫復甦之後，雖有SARS及雙卡風暴的衝擊，尚能維持穩定成長（2002-2007年平均經濟成長率，臺灣為4.83%，韓國為4.80%），失業率逐年下降的局面。其次，歷經二次金融改革，殭屍銀行（Zombie bank）如寶華、中華等銀行都已遭到接管，銀行呆帳率大幅下降，銀行資本適足率顯著提升，同時中央銀行擁有龐大的外匯存底（2008年底為

2917億，超過一年進口外匯需求），足以因應外來的金融衝擊，因此金融部門尚稱穩定健全。但臺灣經濟高度依賴出口（尤其是ICT產品），由圖1可見，出口與經濟成長密切相關，是後者的主力。2008年後半年開始，外銷訂單急速下滑，出口也隨著大幅縮減，年增率到2008年11月已遽降至 -23.3%，12月更降至 -41.9%，2009年第一季度年增率仍為 -36.2%。

外銷訂單與出口的遽降使臺灣實體部門受創嚴重，經濟成長率快速下滑，遠遠超過預期。2008年第一季度仍高達6.9%，但到第四季已下降14個百分點至 -7.1%，2009年第一季度更下降至 -9.1%。2009年經濟成長率由主計處原先預估的5.08%下降至 -1.87%。

隨經濟的衰退，失業率也遭受嚴重衝擊，尤其美國與歐元地區失業率在2009年都攀升至10%以上（表3）。臺灣失業率從2007年3.9%，一直飆升至2009年8月6.1%高峰後，回降至2009年12月5.7%，全年5.9%。過去失業率的上升大多是由於新增就業機會不足以容納新增就業人口所致，而這次的失業率攀升則是由於就業機會的萎縮：2009年就業人數較2008年少12.7萬人（1.2%），



資料來源：行政院主計處資料庫

■圖 1 出口與經濟成長

■表 3 各國失業率 (%)

	2007	2008	2009	2010*
美國	4.6	5.8	9.3	10.1
歐元區	7.5	7.6	9.9	11.7
日本	3.8	4.0	5.4	6.1
香港	4.0	3.5	6.0	6.5
新加坡	2.1	2.2	3.6	3.7
南韓	3.3	3.2	3.8	3.6
臺灣	3.9	4.1	5.9	5.9

\* 2010年數據為估計值。

資料來源：IMF (2010) October, (2010)

若干著名高科技公司員工甚至首次被迫放無薪假。失業率是一個落後指標，其回降之速度將決定於經濟復甦跡象是否明確。

面臨經濟的快速惡化，各國記取1930年代經濟蕭條的教訓，以G20國家為首，協力合作，快速採行積極的擴張性貨幣及財政政策，穩定金融，擴張經濟。在各國政府積極性政策的加持下，全球經濟從金融海嘯D-Day開始不到一年就觸底回穩，並顯現復甦的跡象。

各國穩定金融第一步就是提供流動性，協助銀行處理不良債權，度過難關，並鼓勵融資企業。此外，各國也相繼接管問題銀行，2009年美國總共接管或迫使停業140家銀行，我國也提前接管一家財務困難銀行（即慶豐銀行）。雖然金融海嘯問題出在美國，首先被接管的銀行卻是英國的北岩銀行，顯示在全球化市場，金融風暴蔓延之快。

為因應金融海嘯，我國中央銀行從2008年6月至2009年2月前後總共降息八次，重貼現率由3.625% 降至1.25%。國家金融安定基金會也進入穩定股市，同時中央存款保險公司將存款保險由每戶新台幣一百五十萬元提升為全額保障，以穩定存款從體弱的民營銀行快速轉存公股銀行的情勢。行政院甚至以三挺（政府挺銀行、銀行挺企業、企業挺勞工）政策，進行道德勸說，要銀行擴大



企業授信。

擴張性財政政策方面，各國都用巨額赤字預算來支撐減稅、補貼或擴大政府支出，例如，美國調降所得稅、擴大基礎建設、辦理「舊車換現金」；中國調降出口商稅負、加速基礎建設、推動「家電下鄉」；臺灣推動愛台十二項建設、調降遺產稅及綜合所得稅、發放「消費券」及辦理「小汽車減低貨物稅三萬元」等。如上所述，整體而言，各國擴張性財政政策有助經濟加速復甦，但因失業率攀高，消費者信心低落，最受人注目的消費促進政策效果較為有限。<sup>4</sup>

依照IMF（2010），2009年各主要國家財政赤字分別為美國12.5%、英國11.6%、日本10.5%，都遠遠超過歐盟所訂的穩健水準（GDP的3%為上限），希臘2009年赤字與政府債務餘額更分別高達12.7%與115%，亟待國際支援，否則難以支撐。臺灣2009與2010兩年新增累積未償債務餘額，預估可能高達NT\$ 1兆以上，相當於過去六十年來政府累積未償債務餘額（NT\$ 3.4兆）的三分之一。IMF雖然一再呼籲各國政府，應該積極推行擴張性財政政策來拯救經濟，但也特別提醒各國，中長期仍應回歸財政的穩健，如果沒有一套明確而具公信力的中長期財政穩健方案，並認真執行，將不利於經濟的穩定發展（Blanchard, 2008; Freeman, Kumhof, Laxton, and Lee, 2009）。為解決渡過金融海嘯所引發的財政赤字問題，美國歐巴馬總統已於2010年1月14日宣布，自2010年6月30日起，將對大型與高度槓桿之金融機構（合併資產US \$500億以上）課徵「金融危機責任捐（Financial Crisis Responsibility Fee，約保證債務之0.15%）」，以十至十二年為期，籌足US \$1170億，償還納稅人因「不良資產援助計畫」（Troubled Asset Rescue Program, TARP）所花的費用，使政府債務不致因為拯救金融機構擴大，這是朝向穩健財政的第一步<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 以臺灣為例，消費券的發放，根據行政院經濟建設委員會原先估計可增GDP 0.66%，吳中書、陳建福、傅祖壇（2010）的研究顯示，實際效果只有增加GDP 0.28-0.43%。簡錦漢（2010）估計實際只有增加GDP效果為0.3-0.35%。

<sup>5</sup> 2010年1月14日美國財政部新聞稿（2010-1-14-18-25-40-8678）。

## 參、金融監理面向

### 一、資訊不對稱

雖然金融海嘯有許多肇因，但大多數學者認為，其觸發點是美國房市泡沫與次貸違約。第二次大戰後，美國經歷多次房市泡沫，其中較為嚴重的兩次泡沫，一次發生於1980年代初期，造成所謂「信貸機構崩盤（S&L Debacle）」，另一次就是這次的房市泡沫，兩次房市泡沫的程度相當。<sup>6</sup> 令人好奇的是，為何這次泡沫會引起金融海嘯，而1980年代房市泡沫對其他國家卻影響不大。次貸損失金額，據估計大約介於美元2000億至4000億之間，佔GDP的1.38%到2.75%，也尚在可控制範圍內。<sup>7</sup> 但次貸問題衍生為對所有房貸相關證券化商品的恐慌，一發不可收拾，由房市泡沫及次貸危機，演變為全球金融海嘯，也就是Akerlof所謂的「爛貨市場」現象。<sup>8</sup>

證券化一向被認為是「重要而具社會價值」的金融創新（Fuchita, Herring and Litan, 2009）。每筆傳統房貸會因金額、利率、貸款期限、風險與其他條件不同而不同，因此流通性低。證券化使其規格與風險標準化，並透過信託等手段，從授信銀行資產負債表移出，不受有關資本適足率的規範。證券化之後，授信銀行可將所承接的房貸轉售其他金融機構，使資金更有效地由批發市場流向零售市場。證券化除使金融資產化整為零外，並可分風險等級（Tranch）出售，有能力承擔風險者可購買風險較高等級的證券化商品，獲取較高之報酬，反之亦然，達到信用風險適度分攤的效果。因為流通性的提升與風險的有效分攤，證券化有助提升房貸市場效率。（Caprio, Demirgüç-Kunt,

<sup>6</sup> 林祖嘉、馬毓駿（2009）研究顯示，依房價所得比1980年代泡沫較2000年代嚴重，但依房價租金，則後者較為嚴重。

<sup>7</sup> 有關美國次貸金額之估計請見Remolona（2009）。2005年臺灣發生雙卡（現金卡與信用卡）風暴，信用卡損失約為NT \$3,700億，佔GDP的3.11%，與美國次貸損失佔GDP比率相當，但僅引起GDP成長率的些微下滑。

<sup>8</sup> 所謂「爛貨市場現象」是指，當資訊不對稱，賣方比買方對市場銷售商品品質擁有更多訊息時，買方往壞處思考，不願出高價，以致賣方不願推出高品質商品，造成劣幣驅逐良幣的現象。（Akerlof, 1970.）

and Kane, 2008；林左裕，2008）。

另一方面，證券化也使房貸模型改變，由「授信-持有（Originate and hold）」轉為「授信-轉售（Originate and distribute）」。在後一模型之下，授信機構風險承擔期間不再是整個房貸期間，而是縮短為房貸證券化商品出售之前的一段時期，因此課責性較小，授信機構對風險的管控也就相對放鬆，間接導致次貸的氾濫。（Milne and Wood, 2008）。

其次，房貸經過證券化之後的商品還可能再包含於其他證券化商品之內，一層層轉包、再轉包出去之後，所有相關證券化商品就有內容混濁（opaque）之慮，風險難以評估，不易分辨其中是否包含次貸。一旦次貸出了問題，所有與房貸有關的證券化商品都受到連累，被當作爛貨，甚至「毒財（toxic assets）」，大大地擴大了房市泡沫及次貸危機的規模。這就是Akerlof所謂的「爛貨市場」現象。

實際上，為解決資訊不對稱問題，所有證券化商品都經過信用補強及信評機構評等程序，提供證券化商品風險相關資訊。然而評等機構是由證券化商品創始或發行機構所聘請，有道德風險的疑慮。其次，信評機構只是評估違約或然率，並未提供其他風險的評估，而投資人卻常誤以為信評公司的評估是全部風險。第三，信評機構為免除評等差錯之民事責任，評等用詞模糊，並藉口言論自由，以其評鑑報告只是一個意見的陳述來卸責。這次金融海嘯證明，評等機構的評等只是給證券化商品投資者一個錯誤的安全感。（Caprio, Demirgüç-Kunt, and Kane, 2008）。

此外，Basel II與「市價計值（Mark to Market）」國際會計準則雖然在平時有助確保個別金融機構的財務透明與健全，其「正循環（procyclical）」傾向也被認為是加深金融海嘯的肇因。國際清算銀行在Basel II有關銀行資本適足率的規定，規範銀行不致過度槓桿，產生道德風險，而計算資本適足額時，也考慮市場、信用與作業等風險。但Basel II導致，景氣繁榮時低估風險與資本需求，景氣衰退時又高估風險與資本需求，產生所謂「晴天借傘、雨天收傘」的現象。在檢討金融海嘯時，Basel II成為各國批評的對象，德國財政部甚至建議暫停採用。西班牙在IMF的協助下，曾試行動態調整資本適足率，未雨綢繆，在景氣繁榮時提高資本適足率，這次金融海嘯，西班牙卻相對穩定，動態調整

貢獻良多。

「市價計值」會計準則以公允價格（fair value）而非歷史價格（historic cost）來評估資產價值，目的在於使之更為透明化。在實務上，資產如有市場價格，則以市場價格代表公允價格。然而，市場常常過度調整（Over adjustment），景氣繁榮時高估價值，景氣趨緩時低估價值。根據前美國聯邦存款公司董事長William Isaac在美國國會作證，這次金融海嘯，會計準則致使低估資本US \$5,000億，假定資本適足率為10%，所減少的授信額度將高達US \$5兆，加深海嘯的嚴重性，因此，「市價計值」會計準則也成為各國檢討的對象。

在金融海嘯過程中，許多個人投資者或消費者因為投資證券化或其他衍生性金融商品，遭受重大損失，有些人的退休生活甚至受到嚴重影響，突顯現代社會安全網的一個重大缺失。當然，金融市場不但是將儲蓄轉為投資的管道，更是風險分攤的平台，投資金融商品，風險承擔在所難免，因此，問題不在風險承擔，而在資訊不透明，個人投資者無法了解他真正承擔的風險有多少。要保護投資人，首在確保零售市場銷售的金融商品簡單化、標準化、透明化，讓消費者清楚易懂，了解報酬與風險，知道如何保護自己。

## 二、誘因機制-肥貓問題

金融海嘯使美國五大投資銀行面目全非，金融機構的董監及高級經理人坐領高薪也引起關注與詬病，被稱為「肥貓」。投資銀行可說是金融創新的火車頭，但在這次金融海嘯中，卻因過度槓桿、過度承擔風險而陷入困境。投資銀行的創新能量及過度風險承擔，與其薪酬誘因機制有很大關係。企業利用高薪、現金紅利或配股（包括stock dividends and stock options等）激勵員工，提升績效，本是經營常態，不足為奇。<sup>9</sup> 新創設的高科技公司更常以配股方式來吸引人才，對產業發展殊有助益。但是對金融機構而言，績效與風險常相伴

<sup>9</sup> 實際上薪酬誘因機制就是「效率工資」概念的衍生，所謂效率工資就是一分錢一分貨，以較市場均衡水準為高的工資延攬員工，員工會以較高的效率回饋。很多企業使用薪資加分紅或退休金的方式來激勵員工，或達到留住人才的目的。

隨，過分強調盈利，尤其是短期盈利，必然誘使過度承擔風險與過度槓桿，以致犧牲公司及利害關係人（stakeholders）的權益。以雷曼兄弟為例，2008年3月，在其宣布破產的前六個月，才因前一年財報亮麗，而發放巨額紅利。類似的情形也發生在其他受美國政府協助的企業與金融機構。換言之，「肥貓」問題不在薪酬過高，而在過度鼓勵冒險。

金融海嘯之後，美國財政部設置「薪酬沙皇（Pay Czar）」審查被協助金融機構及企業的薪酬制度，「薪酬沙皇」雖然大砍董監酬勞，但也遷就必須高薪才能留住人才的現實，將基層員工薪資大幅提升。英國政府則率先宣布自2009年12月至2010年4月止對銀行家現金紅利超過一定水準者（£2.5萬）課徵50%的紅利稅，但這項課徵不影響員工的基本薪資。這些措施除了抒解民怨外，更反映民眾對金融機構紅利制度誘使經理人員只顧短期盈利，未能兼顧公司長期發展與社會公益的反彈。解決肥貓問題的另一個正面效果是，迫使這些被協助機構儘速償還政府借款。

相對於華爾街，臺灣的金融機構董監及高級經理人的薪酬可說是微薄，因此問題不在薪酬高低，而在決策過程透明度不足，薪酬與績效及責任不符。其次，這次金融海嘯，臺灣有五萬多位個人投資者，因雷曼兄弟破產，損失慘重，甚至影響退休生活，突顯金融機構在銷售衍生性商品時，未能遵守金融商品的最佳銷售典範：要了解銷售商品（Know your products）、了解客戶（Know your customers）、善待客戶（Treat your customers fairly），站在同理心服務客戶。究其原因，在於基層理專之誘因機制出了問題，理專的職責不只在銷售金融商品，更應在契約期間持續服務客戶，協助妥善管理財富，但是金融機構的紅利制度使理專只重銷售而輕服務，有些機構甚至鼓勵理專銷售自己不懂的商品。

解決肥貓問題，首先，薪資報酬要透明化，在董事會成立薪酬委員會，董監及高級經理人酬勞，應經由股東會議決議，獲得股東認同。其次，誘因機制要避免過分強調當期盈餘，以免董監及高級經理人員過分承擔風險，犧牲機構的長期發展，最重要的是以配股取代現金紅利，配股應有閉鎖期，在閉鎖期間內，配放的股票不得出售，使薪酬與金融機構的長期發展結合。準此，理專的紅利也不宜一次發放，應在客戶持有金融商品期間，分期支付。

### 三、系統性重要金融機構

這次美國政府雖然讓雷曼兄弟破產，但卻決定拯救美林與AIG，顯示不只商業銀行，其他規模超大、業務牽連（interconnected）的金融機構，尤其是投資銀行，一旦出現差錯，也可能發生系統性危機，政府有不讓它倒的壓力。除投資銀行外，AIG雖為保險公司，但因大量承作「信用違約交換（Credit Default Swap）」，一旦出問題，整個金融商品市場可能因而崩潰，迫使美國政府必須伸出援手。即使規模較小的雷曼兄弟，也有人質疑是否因為讓它破產，後續問題才會那麼嚴重。<sup>10</sup> 經濟學家通常從道德風險觀點，反對拯救大金融機構，因為拯救一家就會鼓勵下一家過度承擔風險。正因為「太大不能倒（Too Big to fail）」，就會引起道德風險，美國政府也信誓旦旦地宣稱，沒有一個金融機構是大到不能讓它倒。<sup>11</sup> 但在執行面卻有相當的困難，當一家超大規模的金融機構發生問題，政府若不拯救，其所產生的骨牌效應與系統危機，可能讓整體經濟付出更大的代價。

既然「系統性重要」金融機構不能倒，其解決方式就是使之不至於陷入倒閉的危機，例如，對這些機構要求更高的資本適足率，對「相互牽連」業務加以限制，或在相互牽連的各部門之間設立防火牆（即部分回歸Glass-Steagall Act），使不致因為單一部門的問題，延燒到整個機構。當然，「系統性重要」金融機構的監理也要較一般金融機構更為嚴謹，美國政府就是基於這個觀點，迫使高盛與摩根史丹利轉型為金融控股公司，並改隸由聯準會監理（美國證券暨交易委員會對其所主管金融機構的監理較為寬鬆）。其次，就是將金融機構規模加以限制，不讓金融機構大到成為「系統性重要」，然而以規模界定「系統性重要」有其盲點，英國北岩銀行規模不大，但仍足以使金融市場發生「系統性危機」，所謂星星之火可以燎原。（Volker, 2010, P.WK11）

<sup>10</sup> John Taylor (2009) 分析風險貼水變動情形，獲致結論：雷曼兄弟破產並非後續金融海嘯演變的主因。

<sup>11</sup> 2009年12月11日美國財政部新聞稿（2009-12-11-14-46-38-15081）。

## 肆、全球結構失衡

金融海嘯的觸發點是美國房市泡沫與次貸違約。房市泡沫的起因又是什麼？不少文獻歸咎於葛林斯班的寬鬆貨幣政策，2001年面臨網路泡沫，聯準會以寬鬆的貨幣政策振興經濟，但寬鬆的貨幣政策持續太久，導致銀行積極辦理房貸，鼓勵購屋，連次貸戶都輕易獲得貸款，房價也因此快速攀升，房市泡沫開始醞釀，一旦房價漲勢趨緩，次貸就發生違約現象。但如將金融海嘯的全部責任推給聯準會也有失公平。<sup>12</sup> 另一原因是全球儲蓄氾濫，熱錢到處亂竄，也同樣炒熱房市、股市，甚至原油及原物料價格。與過去不同的是，寬鬆貨幣政策與全球資金氾濫，並未造成物價的過度波動。例如，美國的2000-2008年平均通貨膨脹率（CPI年增率）為2.89%，低於1990-1999年平均值3.01%，其中一個主要原因是，中國及其他新興國家崛起，成為世界工廠，提供大量廉價製造品，壓縮了物價上漲的空間，當資金在物品市場找不到出路，其後果就是資產泡沫的形成。

全球儲蓄氾濫反映全球結構失衡現象，即新興國家（尤其是東亞國家及產油國家）儲蓄超過投資過多，而先進國家（尤其是美國）卻儲蓄不足。這種全球結構失衡的現象又顯現於，新興國家經常帳的長期出超與先進國家經常帳的長期入超。<sup>13</sup> 圖2描述東亞國家（包括中國與四小龍）及中東（根據IMF定義）各國經常帳順差與G7國家（包括日本）經常帳逆差變動趨勢。東亞與中東國家的經常帳順差由2000年US \$1,336億快速上升至2008年US \$1.2兆，G7國家的經常帳逆差則由2000年US \$3,343億逐漸上升至2008年US \$4,962億。G7各國之中，逆差主要來自美國，而順差則主要來自德國與日本。以2008年

<sup>12</sup> 葛林斯班（Greenspan, 2009）的反駁：影響房市的是長期利率，美國聯準會的貨幣政策影響的主要是短期利率。近年來長期利率與短期利率有脫勾（decoupling）現象，短期利率對長期利率沒有顯著影響。長期利率逐年降低的原因是全球儲蓄氾濫。

<sup>13</sup> 由國民所得帳：

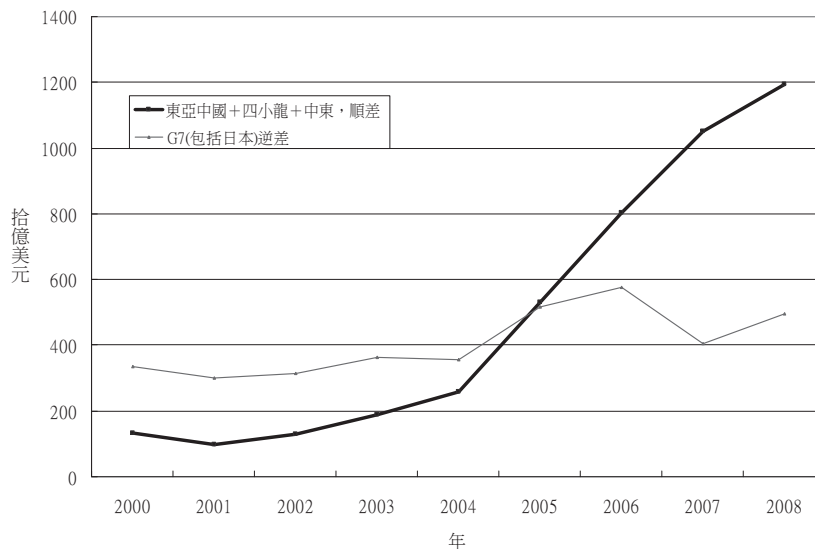
$$Y = C + I + G + (X - M)$$

$$X - M = (Y - C - G) - I$$

$$X - M = S - I$$

經常帳順差 = 超額儲蓄。

經常帳變動趨勢



資料來源：IMF (2010) October, (2010)

■圖 2 經常帳變動趨勢

為例，美國的逆差為US \$7,060億，德國與日本的順差則分別為US \$2,350億與US \$1,571億。若扣除美國，則其他G7國家合計仍有順差（2008年為US \$2,089億）。

全球結構失衡，長期以來以日本經常帳的巨額順差最受注目，近年來則被崛起的中國取而代之，其經常帳順差從2000年US \$205億，占日本經常帳順差的17%，快速攀升至2008年US \$4,261億，已達日本經常帳順差的2.7倍。中國經常帳順差所反映的超額儲蓄主要是由於，在一胎化政策之下，人口快速老化，65歲以上老年人口占總人口比率已超過10%，而隨著共產制度崩潰、市場經濟發展，社會安全制度尚待建立，個人必須增加累積儲蓄，作為退休生活的主要經濟來源，導致民間儲蓄過多。所得分配不均惡化也造成消費M型化，炫耀性消費到處可見，但整體消費傾向偏低，只占GDP的35%。

另外，近年來石油價格飆漲，產油國家從石油開採與出口累積大量外匯，以沙烏地阿拉伯為例，其經常帳順差在2000年為US \$143億，但到2008年已達



US \$1,342億。產油國家為石油竭盡之後未雨綢繆，必須累積外匯，也造成儲蓄過多。

另一方面，美國經常帳逆差由2000年US\$ 4,174億，或G7國家貿易逆差總合的1.25倍上升至2008年US \$7,161億，或G7國家經常帳逆差總合的1.42倍。除民間儲蓄率低落之外，政府長期財政赤字，無法控制，更是助長美國經常帳逆差的最重要原因。從1980年代開始，除1998-2000年外，美國政府每年都有赤字，自2002年起至2008年為止赤字占GDP比率更平均高達3.8%，超過歐盟所定穩健水準（GDP的3%以下），導致所謂「雙赤字（政府預算赤字與經常帳赤字）」現象。美國政府為因應金融海嘯大量舉債，使財政狀況更為惡化。日本雖然也是赤字連連，為未來的經濟成長埋下不穩定變數，但過多的民間儲蓄使其經常帳仍有順差。

新興國家累積的經常帳順差大多轉成美國金融資產的持有，根據美國財政部報告，迄2008年4月底為止，各國持有美國金融資產（股票及債）總額高達US \$10.3兆（另加存貸款US \$3.7兆，總計US \$14.1兆），其中日本及中國是兩大客戶，其持有金額分別為US \$1.25兆及US \$1.21兆，臺灣持有金額為US \$1,407億。由於各國都持有大量美國金融資產，美國本身的危機很快地傳染其他國家，成為全球性海嘯。

寬鬆的貨幣政策，氾濫的全球資金，再加上金融市場自由化，資金進出國界限制鬆綁，導致熱錢亂竄，不但在各國房市及金融市場興風作浪，也炒作油品及其他原物料，導致原油價格（WTI現貨價格）由2007年初US \$60.8一路飆到2008年初US \$99.6，再攀升至2008年7月初US \$145.3的高峰，然後一路下滑至2008年12月22日US \$30.3的谷底，再回升至2009年底US \$79.4。油價飆升所引發對通貨膨脹及經濟衰退的疑慮，也間接引爆房市泡沫的幻滅。

結構失衡怎麼解決？歐美各國政府都寄望於人民幣的升值，以縮小中國經常帳的順差。雖然各界認為人民幣有升值空間，但對升值的幅度，看法卻相當分歧，根據Lardy（2009）的估計，升值的範圍大約在15-25%左右，Cline and Williamson（2010）認為應該升值30%。而中國則堅稱人民幣升值於事無補，中國固然儲蓄過多，美國消費（財政赤字）過多，也不能卸責。

其實，問題的重心不在升值，而在人民幣幣值受到政府過度干預，未能由

市場決定。只要人民幣偏離市場均衡水準，結構失衡現象就會繼續存在，給投資者操作的機會。無可諱言，全球結構失衡的導正，不能只靠人民幣升值，就長期而言，中國及其他新興國家仍應解決貧富差距問題，建立一套社會安全網，降低預防性儲蓄的必要性，藉以提升民間消費。美國也應致力財政健全方案，縮小財政赤字。全球結構失衡現象未解決之前，另一個金融危機的重演，恐難避免。

金融海嘯期間，儲蓄氾濫，導致熱錢亂竄，尋求套利機會，引發油價、各國匯率及股價大幅波動，如何避免熱錢亂竄已成為各國中央銀行的首要任務，除直接依賴市場操作以穩定匯率之外，有些國家甚至採行直接管制，限制資金流動，我國中央銀行則採道德勸說，以強化市場穩定效果。文獻也殊多討論對資金流動課徵杜賓稅（Tobin's Tax），藉以降低利差交易的利潤。實際上，巴西已於2009年首先對國際資金流入課徵2% 稅負。理論上，套利行為未必導致外匯市場失穩，賺錢的炒作，應是在幣值超過基本面時作空，在幣值低於基本面時作多，使幣值更快向基本面收斂，有穩定市場作用，因此引發油價、各國匯率及股價的大幅波動，是否完全由於熱錢炒作所致，有更多研究的必要。實務執行上，杜賓稅是否容易規避，課稅成本是否太高，也尚無定論。

此外，中央銀行的職責也成為文獻討論的重點。美國政府金融改革方案已賦予聯準會更大的監理責任，另一方面，美國國會則針對聯準會加強審計一案進行討論，等同限縮其獨立性。過去中央銀行的政策目標大多集中於物價與匯率的穩定，「泰勒法則」即提供一個維持通貨穩定的政策公式。2000年之後，聯準會採寬鬆貨幣政策，與這一原則分離，但2000-2008年平均通貨膨脹率2.89%，仍低於1990-1999年平均通貨膨脹率3.01%，反而引發資產泡沫，因此學者也呼籲，各國中央銀行應注意防範資產泡沫。（許嘉棟，2009）

## 伍、結論

金融海嘯的直接原因是寬鬆貨幣政策導致房市泡沫，但其蔓延之快與影響層面之廣，超乎預期，究其原因，在總體層面為：（1）房貸證券化商品助長問題快速擴散。（2）全球化與全球儲蓄氾濫，熱錢亂竄，大量持有美國金融

資產，又使美國本身的問題禍延全球。（3）投資銀行過度槓桿，過分承擔風險，引爆危機。（4）會計準則與資本適足率規定加深金融市場循環。

由總體面向出發，解決全球結構失衡、儲蓄氾濫，除匯率的調整與自由化之外，更應該強化新興國家的社會安全網與先進國家的財政缺口。杜賓稅能否避免氾濫的資金到處亂竄，仍待更多實證研究的確認。而且要穩定經濟，不但要穩定物價，也不能忽視資產泡沫。

從監理面出發，這次金融海嘯不只暴露金融監理的缺失，也迫使各國重新檢視如何監理規模超大，業務互相連接的非銀行金融機構，避免引爆系統性風險。其次，則是如何強化資訊透明，讓投資人正確了解他所面臨的風險，作正確的投資決策，恢復金融市場信心。適當地保護投資人更是完備社會安全網的重要步驟。問題的重點不在管制的更加嚴謹，而在管制品質的提升。

臺灣金融體系尚稱健全，經濟體質也具競爭力，這次金融海嘯卻受創嚴重，主要是因為我國產業結構集中於ICT產業。臺灣是一個中小型開放經濟體，唯有全力集中於有利基的產業才能發揮經濟規模，但產業結構過度集中，容易加深經濟循環，臺灣的挑戰在於如何在現有的利基之下調整產業結構，強化競爭力，以異業方式（如結合IT與傳統產業），尋求更穩定的市場。

## 參考文獻

### 一、中文

- 林左裕，2008，「美國次貸風暴對臺灣金融資產證券化及投資者的啟示」，**住宅學報**，第17卷第1期，6月：頁111~123。
- 林祖嘉、馬毓駿，2009，「美國房地產市場泡沫現象之研究」，發表於世紀初金融風暴學術研討會（臺北：國立政治大學經濟系主辦，5月16日）。
- 吳中書、陳建福、傅祖壇，2010，「消費券發放之總體經濟短期效益評估」，發表於消費券政策分析研討會（臺北：中央研究院經濟研究所主辦，1月15日）。
- 吳慧珍，「2009年大陸崛起、次貸風暴8大最爛預言」，**工商時報**，2009年12月17日，A7版。
- 許嘉棟，2009，「大陸崛起、次貸風暴與央行之角色」，**臺灣銀行家**：[http://www.slidefinder.net/chinese\\_\(zh\)/p2079](http://www.slidefinder.net/chinese_(zh)/p2079)。2009/12/30。
- 簡錦漢，2010，「臺灣消費券之經濟分析」，發表於消費券政策分析研討會（臺北：中央研究院經濟研究所主辦，1月15日）。
- 顏慶章，2009，「金融海嘯週年的省思」，**全球工商**，10月，頁10~12。

### 二、英文

- Akerlof, George A. 1970. "The Market for "Lemons" : Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3(August), pp. 488~500.
- Barkley, Tom. 2009. "V or L?: Economists Debate Recovery's Shape," *Wall Street Journal*: <http://blogs.wsj.com/economics/2009/04/07/v-or-l-economists-debate-recoverys-shape/tab/article/> (accessed: March 21, 2010).
- Blanchard, Olivier. 2008. "The Tasks Ahead," *IMF Working Paper*, no. WP/08/262.
- Caprio, Gerard Jr., Asli Demirgüç-Kunt, and Edward J. Kane. 2008. "The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons not Scapegoats,"

- World Bank Policy Working Paper*, no. 4756.
- Cline, William R. and John Williamson. 2010. "Notes on Equilibrium Exchange Rates," *Peterson Institute for International Economics*, no. PB10-2.
- Freeman, Charles, Michael Kumhof, Douglas Laxton, and Jaewoo Lee. 2009. "The Case for Fiscal Stimulus," *IMF Position Paper*, no. SPN/09/03.
- Fuchita, Yasuyuki, Richard J. Herring, and Robert Litan. 2009. *Prudent Lending Restored: Securitization after the Mortgage Meltdown* (U.S.: Brookings Institution Press).
- Greenspan, Alan. 2009. "The Fed didn't Cause the Housing Bubble," *Wall Street Journal*, March 11, p. A2.
- IFM. 2009. *Global Financial Stability Report* (Washington, U.S. : International Monetary Fund).
- IMF. 2010. *World Economic Outlook Dataset/Update, January 2010* (Washington, U.S. : International Monetary Fund).
- Lardy, Nicholas. 2009. "China's Undervalued Currency," *Peterson Institute for International Economics*: <http://boodstore.iie.com/publications/interviews/pp20090721hardy.pdf> (accessed: February 26, 2010).
- Loser, Claudio M.. 2009. "Global Financial Turmoil and Emerging Market Economies: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth?" *Asian Development Bank (ADB) Research Report*.
- Miline, Alistair and Geoffrey Wood. 2008. "Banking Crisis Solution New and Old," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 90, no. 5 (October), pp. 517~530.
- Remolona, Eli. 2009. "How the Crisis Got So Big?" presented for Dr. Shieh Memorial Conference: The Impact of the Current Financial Crisis on the East Asian Economy (Taipei: Chung-Hua Institution for Economic Research, July 9~10).
- Taylor, John. 2009. "The Financial Crisis and Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong," *National Bureau of Economic Research*

*Working Paper*, no. w14631 (January).

US Department of Treasury, 2009. “Financial Regulatory Reform, A New Foundation,” *US Department of Treasury*:

<http://www.cfr.org/publication/19659> (accessed: February 26, 2010).

US Department of Treasury, December 11, 2009, no. 2009-12-11-14-46-38-15081:

<http://www.treas.gov/press/releases/2009121114463815081.htm> (accessed: February 26, 2010).

US Department of Treasury, January 14, 2010, no. 2010-1-14-18-25-40-8678: [http://](http://www.treas.gov/press/releases/tg506.htm)

[www.treas.gov/press/releases/tg506.htm](http://www.treas.gov/press/releases/tg506.htm) (accessed: February 26, 2010).

Volker, Paul. 2010. “How to Reform Our Financial System,” *New York Times*, January 31, p. WK11.

# The Global Financial Crises: Causes and Policy Responses

Sheng-Cheng Hu

Corresponding Research Fellow of the Institute of Economics at Academia Sinica

## Abstract

In 2007, a housing bubble and subprime mortgage crisis appeared in the United States and soon developed into a global financial crisis, severely damaging the world's financial system and real economy. This paper discusses from a macroeconomic perspective the relationship between global structural imbalances and the global financial crisis, government responses to the crisis, and the impact of the crisis on the Taiwanese economy and the lessons Taiwan can learn from it. The paper also analyzes from a financial supervisory perspective how under information asymmetry securitization exacerbates the subprime mortgage crisis and how the incentive system in financial institutions encourages excessive risk-taking.

**Keywords:** Information Asymmetry, Global Imbalances, Securitization, Financial Crisis, Housing Bubble

**JEL Classification:** E44, G21

