發佈：2008-10-09, 週四 23:44
點擊數：18266

壹、前言

許多報張雜誌常以「如果美國經濟打噴涕，那麼全世界的經濟都會感冒」來形容美國經濟在全球的主導地位，最主要的原因是美國的國內生產毛額占了全球的1/3，因此美國經濟的波動對全球經濟衝擊有絕對的影響力。

2007年，受到製造業景氣滑落、石油價格飆漲、以及次級房貸風暴的影響，美國經濟成長率開始下修。許多國家的經濟表現，諸如中國、印度、歐洲、拉丁美洲以及台灣等，也被經濟成長動能減緩的美國所拘絆。美國經濟究竟以什麼樣的管道來影響各國的經濟呢？其一是透過國際貿易的管道，其二則是透過國際金融的管道。台灣對美國的貿易及金融均有著很高的依存度，因此美國經濟打噴涕，台灣經濟很難不感冒。本文探討美國金融情勢動盪對台灣資本市場的影響，並且說明台灣可以在美國的金融風暴中，得到什麼樣的啟示。本文的第二段，將說明近來美國金融情勢對台灣資本市場的影響，第三段則比較台灣和美國的金融市場情勢，並討論是否台灣有可能會步入美國金融風暴的後塵，最後則探討台灣政府該如何解決美國金融市場動盪對台灣資本市場所造成的影響。

貳、近來美國金融情勢對台灣資本市場的影響

在次級房貸爆發前，僅管美國國內有經常帳赤字和財政赤字等問題，但其經濟情況仍舊於長期經濟軌道上穩健地成長，這由麥肯錫研究人員計算的2006年美國金融市場資產總值尚高達56.1萬億美元可以佐證。直到2007年第二季前，美國金融市場雖然出現幾次小振盪，卻不至於到波濤洶湧的程度。然而，截至2007年7月，美國違約的房貸已累積至2,000億美元，次級房貸風暴至此全面引燃。在這次的美國次貸風暴中，美國衍然成為全球股市的麻煩製造者，全球股市大幅向下修正。而台灣股市原本投資人期待於2007年中旬之後登上萬點，但今年受到美國金融危機的影響，馬總統就職演說後至今的台灣股市已下跌四千點，投資人無不哀鴻遍野、損失慘重。

次級房貸的問題明明僅是銀行和房貸者之間的交易，又怎麼會導致全球金融危機？此外，在次級房貸風暴發生後，根據金管會的調查，台灣僅有16家銀行投資與美國次級房貸有相關的金融商品，且投資部位約404億左右。當時金管會初步估計對台股的影響程度應該不至於太大，為何台灣股市的下跌幅度竟高達-43%？是總體景氣使然、抑或金融市場交易制度出現問題，還是人為操弄的結果？

美國是一個消費大國，且美國的消費型態和台灣不相同。美國人習慣透支消費，當美國因為房貸過度舉債而導致泡沫破裂後，民眾只能緊縮其消費。而美國消費占其GDP高達70%，在民眾減少消費直接衝擊到企業營收，積累之下，企業也因此減少投資支出。房貸違約問題同時也直接衝擊金融業，保守的放款策略將是普遍情形，而這再次緊縮了企業的融資管道。房地產市場的持續下修，讓房貸違約問題惡化並在無解決之方下，許多金融公司、生產公司都面臨了倒閉危機。美國消費的衰退使得台灣出口貿易呈現疲態、甚至衰退。再者，美國金融市場的資金出現緊俏，金融公司為充足其資本，持續賣出他在台灣的金融資產，並匯回美國母公司。因此，僅管台灣僅16家銀行投資與美國次級房貸相關連的金融商品、金額404億左右，卻因外資大量撤離台灣，導致了2007年第四季爆發股市大幅下跌。

不幸的，股災卻未就此停止。由於台灣和美國的貿易依存度相當深，2007年的台灣的貿易量，就高居全世界第十五位。單針對美國市場而言，就是美國第七大進口來源。當美國人民開始

Phoca PDF

緊縮消費，這也意謂著台灣的外銷產品要進入寒冬了。生產過剩導致的經濟衰退(甚至蕭條)，是次貸房貸風暴所帶來的第二項災難。而這項災難帶給台灣整體經濟情況的傷害會持續多久，則沒人說得準，可能還是需要觀察美國消費力量復原情形，以及美國金融體系的資本重建速度和新監理機制。

最後，台灣股市投資人高估馬總統的治國能力、高估陸客來台觀光和兩岸包機直航的經濟效果，也是台灣股市投資人慘賠的重要原因。

參、美國金融市場動盪對台灣資本市場的啟示

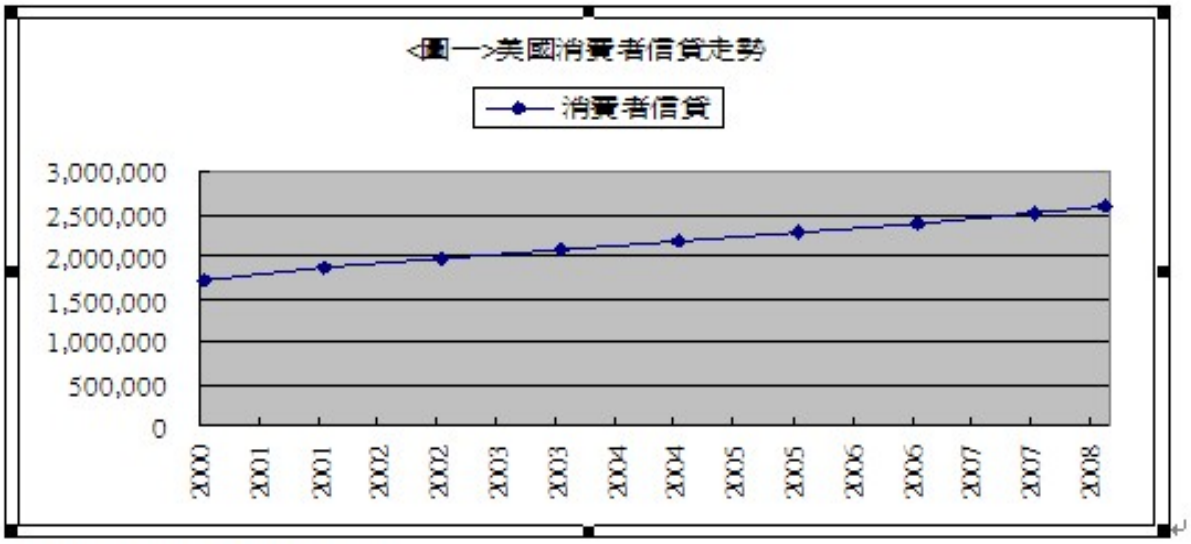
一、 台灣消費傾向 v.s. 美國消費傾向

次級房貸風暴的導火線之一可歸咎於美國民眾的消費習性，美國民眾的儲蓄傾向低且習慣高度消費，幾乎是以融資來度日，圖一為美國民眾信用貸款的總額的走勢，由圖一可知美國民眾的信用貸款每年都在增加。而根據資料顯示，在2007年底，美國抵押債貸款債務占可支配所得的比例從64%爬升至106%，因此當美國聯準會為了抑制過熱的景氣而調升利率的同時，民眾面對的借貸成本也同時增加，導致遲繳或繳不出貸款的違約率提高，而次級房貸房貸的違約率又高於一般貸款的違約率，截至2007年七月，美國違約的房貸已累積至2,000億美元，次級房貸風暴至此正式引燃。

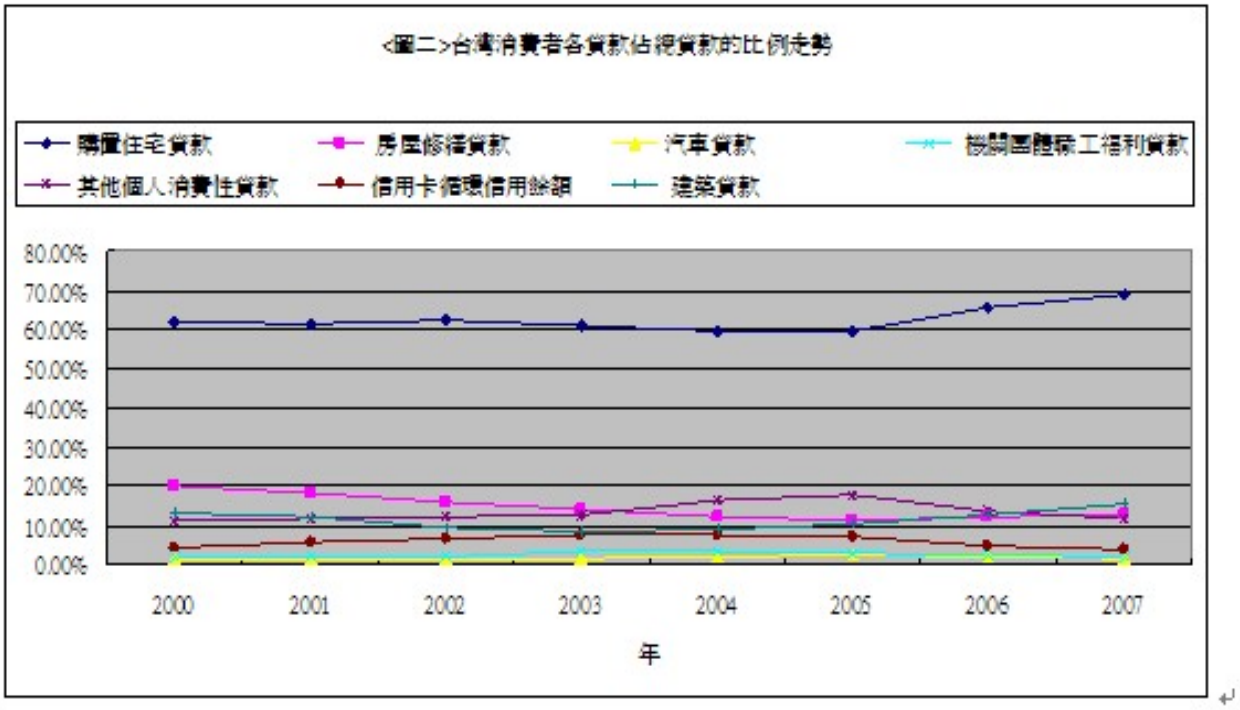
圖二為為台灣消費者各貸款佔總貸款的比例走勢。圖二顯示，台灣民眾的貸款額絕大部分的比例都分配在房屋貸款上，其次則是房屋修繕貸款以及消費性貸款，值得注意的是，受到近幾年來房屋價格不斷上漲的影響，自2005年起房屋貸款佔總貸款的比例也稍稍上揚，然而漲幅不到10%。而圖三則為台灣總貸款以及房貸占可支配所得的比例走勢。由資料顯示，消費者貸款佔可支配所得的比例由2000年至2007年間上漲幅度將近20%，而房貸占可支配所得的比例也不斷地攀升，從2000年至2007年上揚了13%。僅管資料顯示台灣民眾總貸款佔可支配所得的比例以及房貸佔可支配所得的比例近幾年來有不斷上升的趨勢，然而相較於美國民眾的消費習性，台灣民眾的消費習慣卻顯得保守的多，因此台灣發生房貸風暴的可能性應該遠低於美國。另外，台灣金融業普遍沒有能力將房貸債權證券化，也是台灣不會出現次貸金融風暴的諷刺性原因。(由行政院金融管理委員會的統計資料圖顯示，台灣金融商品證券化的核準量並不高，至今年八月只核準了330件，而不動產證券化則是0件，由資料中可以看出台灣資產證券化的程度不及美國那般普及。)

Phoca PDF

發佈：2008-10-09, 週四 23:44
點擊數：18266



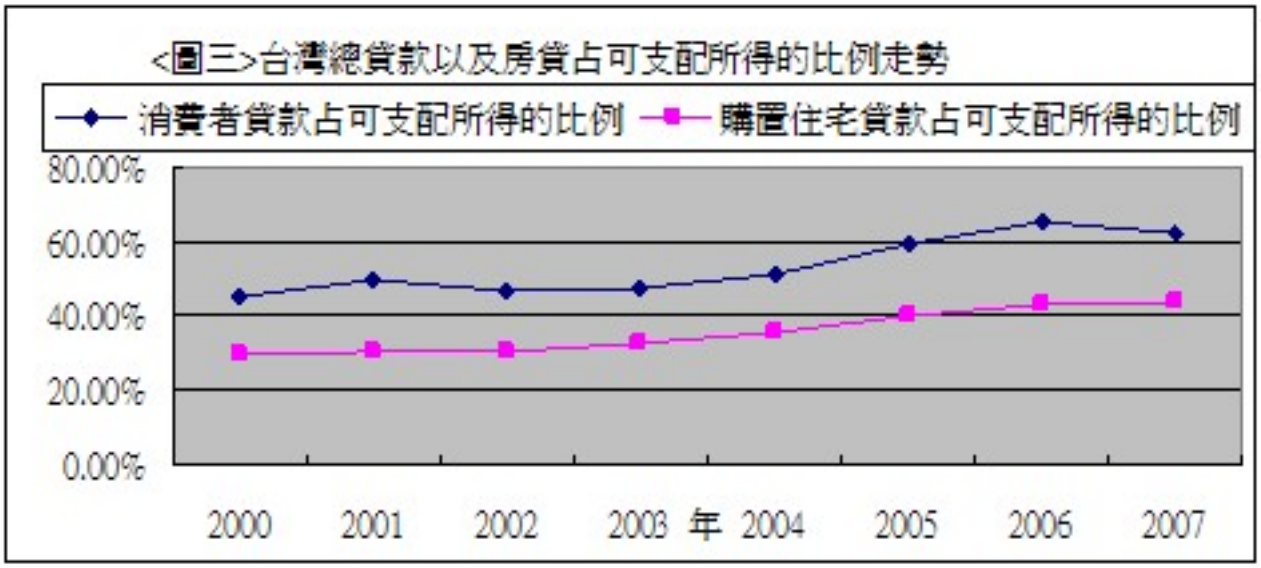
資料來源：台灣新報資料庫



資料來源：行政院主計處

Phoca PDF

發佈：2008-10-09, 週四 23:44
點擊數：18266



資料來源：行政院主計處

Phoca PDF

二、 銀行受信

金融仲介機構的角色在於向資金過多的單位籌措資金，透過審查程序後再放款給資金不足的單位。而傳統金融仲介機構的籌措資金方法大多透過吸收存款、同業拆款以及發行可轉讓定期存單等方式。1970年代，美國在房地產市場開始復甦，抵押貸款的需求量劇增，傳統籌措資金的方式已經無法負荷劇增的資金需求，為了改善房貸業務流動性不足的缺失，1980年代，美國聯邦住宅抵押貸款公司(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC) 將抵押債權包裝發售成新的衍生性金融商品，稱之為抵押貸款債權憑證。至此，正式開啟了資產證券化的序幕。

資產證券化就是金融機構將債權如不動產抵押、信用卡或汽車分期貸款等經由證券化後再出售。經由資產證券化，不但可以增加金融機構多樣化之籌資管道，此種專業化分工合作，也為相關之金融機構創造眾多的流動性及商機，同時為美國金融業注入無比的活力。此外，由於資產證券化的信用評等較高，收益率比一般債券以及定期存款都來得高，風險又比股票來得小，因此才剛推出就大受美國金融機構的青睞。

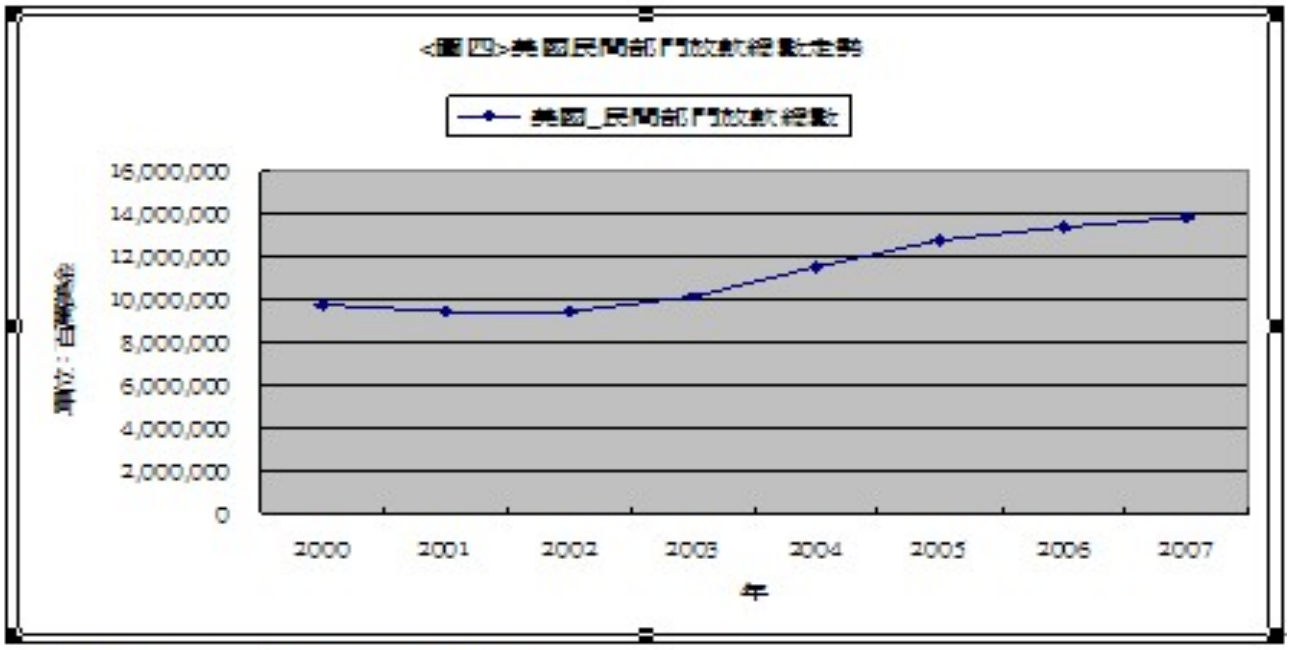
次級房貸指的是信用紀錄較差或有信用不良紀錄的民眾，因為無法跟一般銀行以正常市場利率抵押貸款，只能轉向專門提供信用不良客戶貸款的金融機構做融資的房屋貸款，然而由於貸款人的債信不良，因此貸款風險較大，抵押貸款利率也因此較高。原本這些人的信用記錄就有問題，違約率風險也較高；然而金融機構貸款給這些客戶的誘因也很高，因為較高的利率對應於較高的獲利及風險。此外，透過資產證券化，銀行可以將債權賣給其他的金融機構，而變相地分散風險。由於證券化以及逐利的雙重因素，貸款機構審核借款者的信用動機也越小，信用審核逐漸鬆散。由圖四可以看出美國金錢放款至民間部門的總額不斷地增加，且增加的幅度驚人。從次級房貸問題中，我們可以看到美國的信用市場出現了嚴重的問題。

縱觀台灣的金融市場，自從民國70年起，政府允許開放民營銀行設立後，台灣的金融市場就面臨了結構性的改變。我們可以看到目前在台灣，不論是本國銀行、外國銀行在台分行、信託投資公司、票券金融公司等，每一家金融機構都想在市場上取得更多份額，然而市場上卻容納不下那麼多家金融機構。各金融機構為了提高獲利，訂定的信用的門檻也越來越低。2005年發生的卡債風暴就是因為金融機構為了追逐高獲利而浮濫發卡，但是卻未確實地做到受信審核的動作所造成的後果。此外，2003年以來，台灣的房地產開始復甦，各金融機構開始將目標放在房地產市場，在房貸市場過度競爭和低利率政策誘發假性房屋需求，我們不免憂心台灣是否會再次暴發因信用擴張而暴發的金融危機。

個人信用貸款的增加，反應的是消費的增長。在一般情況下，消費的增加有帶動國民所得增加的正面效果，因此信用貸款業務在某些國家還受到政策支持，例如在美國，房利美和房地美這兩個專門承接次級房貸業務的企業，就是屬於美國國會設立的政府支持機構(government sponsored enterprises)所支持的企業；在韓國則有減稅鼓勵民眾使用信用卡的政策。然而，最後的結果皆是逾期放款比率嚴重偏高，授信品質惡化而導致金融危機的下場。因此，金融機構在信用擴張的同時，應更完善地建立一套完整的審核程序以了解貸款的受信對象，並隨時注意風險的控管。

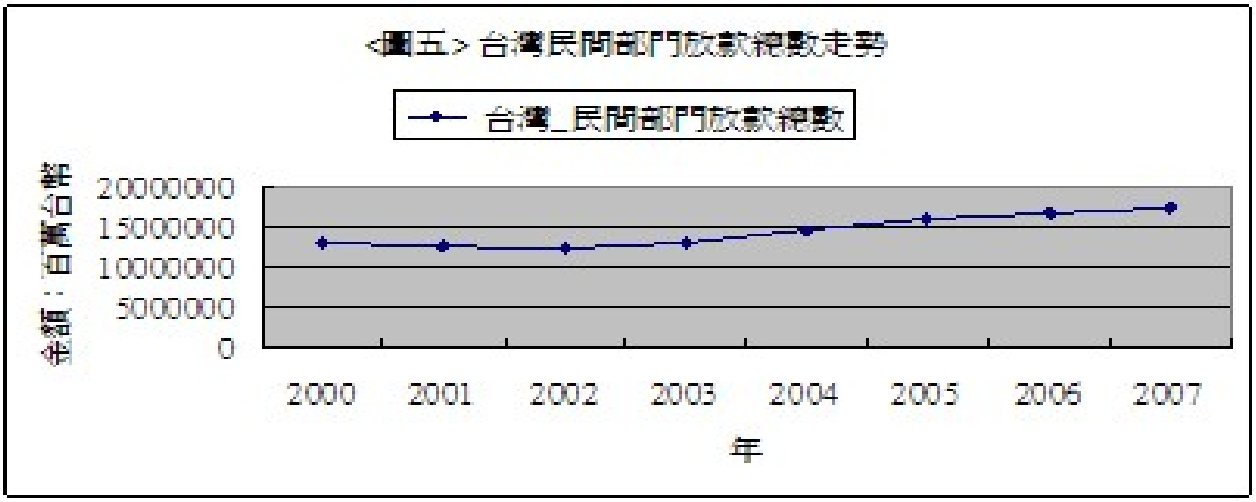
Phoca PDF

由圖五中可知台灣金融機構的民間放款總數也有上升的驅勢，然而由圖五可知近幾年台灣的逾放比卻大幅度的下降，由這兩項資料中可以看出台灣信用市場的授信狀良好，釀成系統性金融風暴的可能性應不高。

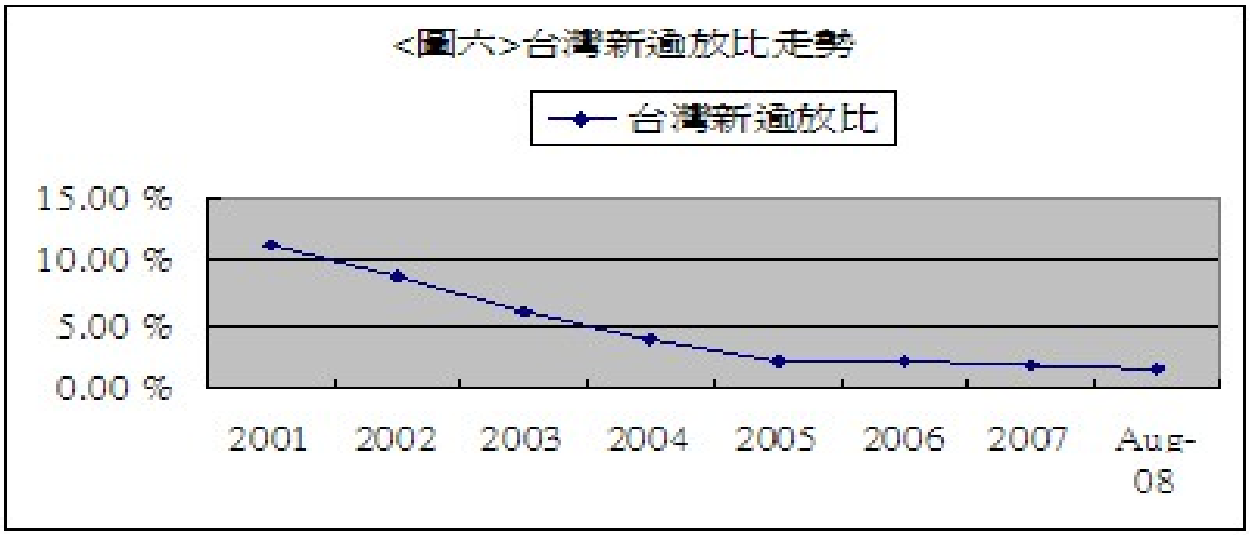


資料來源：台灣新報資料庫

Phoca PDF



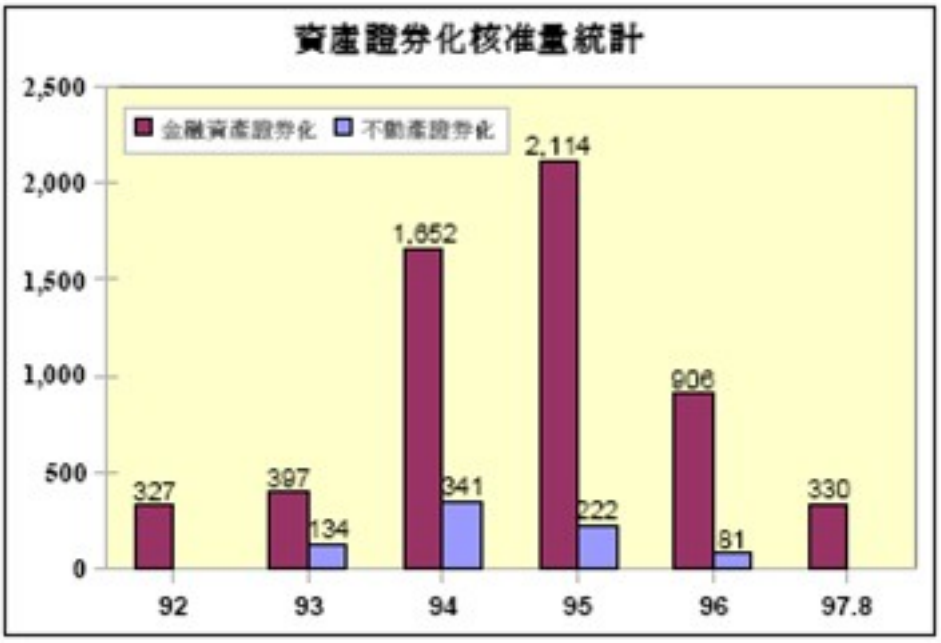
資料來源：行政院主計處



資料來源：行政院金管會

Phoca PDF

發佈：2008-10-09, 週四 23:44
點擊數：18266



本圖由行政院金管會整理

Phoca PDF

三、金融機構應該學到什麼樣的教訓

美國金融市場近日來的振盪主要還是源起於次級房貸風暴的餘威，而多數的研究人員以及華爾街相關人士都認為次貸引起的金融市場危機和金融證券化脫離不了關係，光是2006年就估計有1,000億美元次級房貸被包裝成總額近3,750億美元的衍生性金融商品於美國市場銷售。而當時許多評等公司如標準普爾、惠譽...等，由於缺乏此類商品的歷史資訊，因此僅能以理論模型給予這些零零總總的衍生性金融商品做評價。此外，以往大多數的人都以為，美國的金融產業健全且技術先進，因此對於美國所發行的金融商品較具信心，再加上一些評等公司所給予的高度評等，因此這些衍生性金融商品可以說是暢銷全球，由於這些證券化的衍生性金融商品過於氾濫，因此當某個環節出問題，所顯現的問題就如同連鎖效應一般排山倒海而來。

首先，我們撇開這個債券的評等不談，由於這些金融商品都是透過私募賣給銀行，而銀行又可能轉賣給其它公司或自行包裝成債務抵押型債券，因此這個金融商品的透明度很低，許多基金招募者以及投資人，根本不清楚這些金融商品背後到底是什麼東西，因此當這些發行公司一家家傳出財務危機後，投資人才猛然發現自己買到的金融商品原來被後是這些債信不良者的貸款業務。因此，趁此時機改善評等的計算方式，提高這些複雜的衍生性金融商品的的透明度，是改進缺失很重要的一環。其次，銷售人員的金融知識也須有評等審核機制，以強化投資人商品資訊取得的正確性。再者，政府的金融監理人員也應該對於金融創新提出有效的監管方法。

衍生性金融商品的氾濫是金融風暴的原因之一，而許多投資銀行為了獲取更高的利潤，大玩高度槓桿遊戲，則是金融風暴的另一個引燃點。由於高度槓桿投資會使得自身的資金靈活度減低，因此當大環境由盛轉衰時，金融機構面臨贖回的壓力變高，卻苦無其它籌措資金管道時，就會出現流動性危機、甚至倒閉的可能。雷曼兄弟宣布破產保護時，其負債權益比高達24倍，美林被收購前負債權益比率也超過20倍。而房利美和房地美資這兩個專門承接次級房貸業務的企業，則是資本適足率根本不符合規定。本來，在金融市場發生動盪時，有些金融機構得以存活，而有些金融機構得倒閉，然而有些金融機構的對經濟體系的運作極為重要，一旦倒閉會危害經濟情況，因此政府平日就應該對這些金融機構的財務情況做好監督的責任。

四、政府該如何解決美國金融市場動盪對台灣資本市場所造成的影響

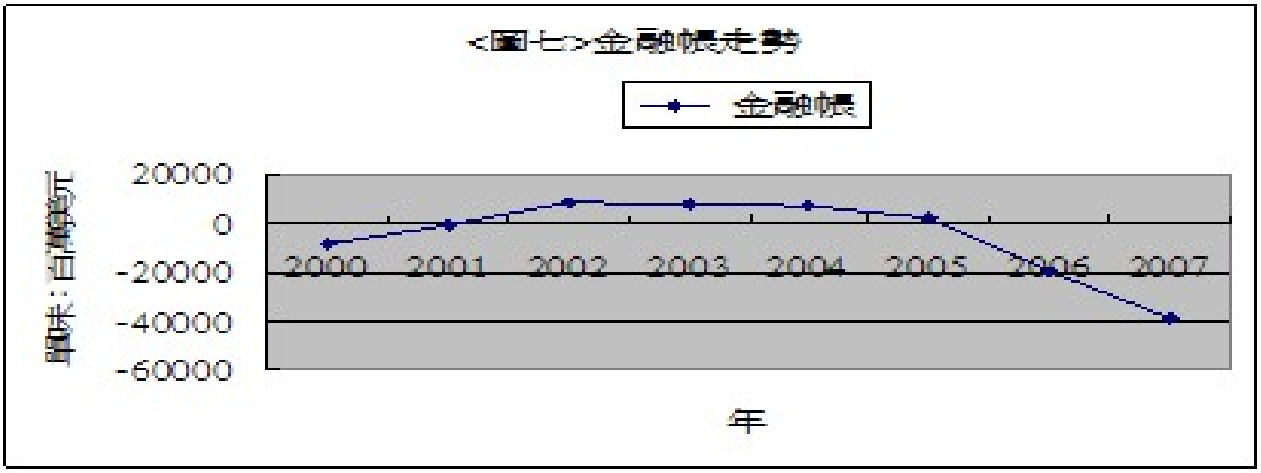
2007年七月台股正看萬點之際，受到突如其來的次級房貸風暴影響，外資大量抽離，而使台股急速下跌。近日，台股受到美國雷曼兄弟、AIG公司相繼傳出倒閉危機，造成台股劇烈動盪，6000點關卡已然失守，5000點也是兵臨城下。盡管行政院推出了八大利多、五大措施來挽救台灣股市，但不論是哪一種措施，皆不足以扭轉全球總體經濟趨勢，救市成效的不彰是預期中的事。我們看到的是，為何一個強調救經濟的政府卻端出霍稀泥、急就章的政策。許多強調公平正義的財經政策被犧牲來換取大股東的短暫認同，但事實表明了短線的政策謀略無助於台灣股市，財經政策的前瞻性才是挽救台灣經濟的骨幹之一。

投資人之所以願將資金投入資本市場，目的是為了獲利。在新一輪的景氣循環裡，下滑段的股市投資首重避險。不論政府如何信心喊話，台灣股市仍不易有起色。事實上，近來政府所實施救股市的方案，只是治標不治本的方法。政府應該提出政策誘因以吸引國內外的中長期資金投資台灣資本市場，來補位外資外流的資金缺口，將是改善台灣股市投資結構很重要的一步。

圖七為台灣金融的走勢。金融帳主要有三項，包括外人直接投資(Foreign Direct Investment)、外人證券投資(Foreign Portfolio Investment)以及外人其它投資(Foreign Other Investment)。從圖七可以看出，台灣從2005年起，金融帳即呈現赤字的狀況，而受到美國次級房貸的影響，2006年及2007年金融帳赤字的情況更為嚴重，至2007年，金融帳赤字已高達38656百萬

Phoca PDF

美金。當外資大量徹移，台灣資本市場當然會毫無起色，如果政府提出的方案無法使得資金回流，那麼挽救資本市場的程度會相當有限。



肆、結論

由於資訊科技高度的發展以及金融監管自由化，使得金融全球化在20世紀已成為無法抵擋的趨勢，金融全球化意謂著原本在世界各地的金融市場有了聯結的契機，但是背後也隱含了世界各地的金融市場將面對更激烈的競爭、更緊密的金融政策協調。

就經濟學的觀點來看，競爭市場最大的好處是企業會進行一個有效率的生產決策並且提供更優良的產品和服務；此外，競爭市場也讓消費者有更多的選擇。大體而言，競爭市場會使得整體社會福利提升。然而，就實際情勢來看，過度競爭的背後也隱藏著許多風險。美國金融市場由於競爭激烈，許多金融機構為了擴大市場規模，而採取變相的作法，例如減輕信用審核、降低貸款標準，或是以高度的槓桿比例追逐高獲利，這些動作都會提高金融機構的營運風險而嚴重地影響金融機構的資產安全。台灣金融產業對衍生性金融商品創新能力的不足、對海外新金融商品知識了解的不足、金融監理單位對台灣金融業投資狀況掌握度不足且沒有能力事先警訊業者、投資人與金融機構之間不對稱問題都已存在多年。國際金融的動盪也是金融改革與金融國際化的好機會。

作者蕭明福為政治大學經濟系副教授

（本文僅代表作者各人意見，不代表本智庫之立場）

Phoca PDF

發佈：2008-10-09, 週四 23:44
點擊數：18266

版權所有 ©2008 台灣新社會智庫 Taiwan SIG. All Rights Reserved.

Phoca PDF