

## 第二章 金融危機對金融體系與總體經濟之影響

蔡曜如

### 壹、前言

源自2007年8月美國次級房貸(subprime mortgage)問題之金融危機持續延燒，2008年9月中旬，復因美國雷曼兄弟公司宣告倒閉，進入新的混亂局面，並以驚人的速度由美國向外蔓延，由工業先進國家波及新興市場經濟體及開發中國家，演變成一場百年罕見的全球金融危機。

就金融制度面而言，為振興經濟，各國政府積極採行寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，卻可能因信用過度擴張，埋下未來通膨壓力升高之隱憂，以及財政赤字惡化之長遠影響。因金融危機凸顯金融監理問題，更引發國際間的金融監理改革風潮，期能達成維護金融穩定，防範危機，以及促進總體經濟永續發展之政策目標。另由於新興國家受本次金融危機衝擊較輕微，且經濟實力持續增長，對國際財經政策之影響力與日俱增，

國際政治經濟環境亦邁入新紀元。

由於當前危機影響範圍較廣，各國受衝擊程度不同，至2009年11月國際金融市場緊俏局勢漸獲改善，但主要國家信用緊縮情況多未改善；各國經濟衰退雖有止穩跡象，復甦力道仍緩，短期內高失業率問題不易改善。如何從金融危機對金融體系與總體經濟不同層面的影響中，掌握此次危機之發展脈絡，並記取教訓，為各國央行重視之課題，亦為本文之要旨。

本文將先簡要概述貨幣政策中資產價格的傳遞管道，以及當前金融危機的蔓延途徑。其次分別從國際金融市場與國際大型金融機構，以及總體經濟等環節，詳細探討全球金融危機之影響，並解析對我國經濟金融之衝擊。最後總結，並提出重要啟示，提供相關單位參考。

### 貳、全球金融危機的蔓延途徑

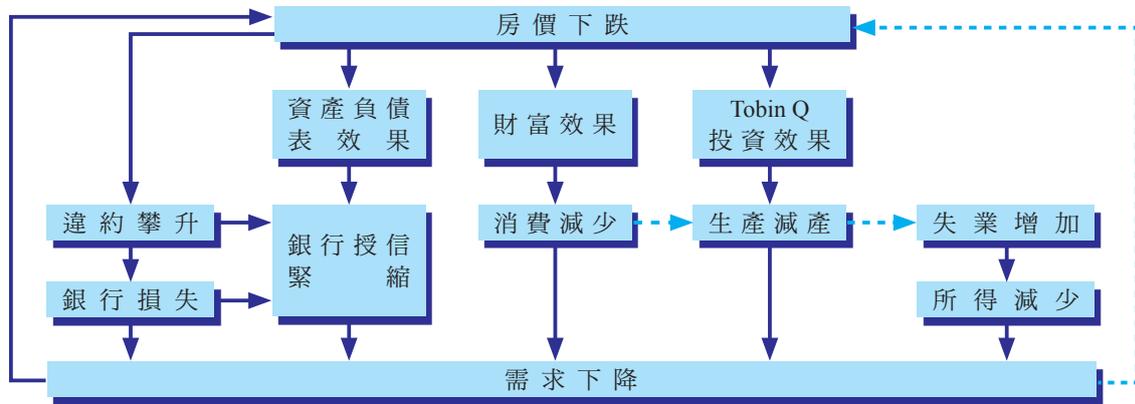
#### 一、房價下跌之負向反饋循環 (negative feedback loop)

貨幣傳遞機制中資產價格管道，係指資產價格波動，透過銀行資產負債表效果、財富效果與Tobin Q投資效果等三管道，改變總體經濟需求，進而影響經濟成長的效果<sup>註1</sup>。2007年下半年來，隨美國房價下跌，經由資產價格管道，即出現嚴重的負向反饋循環現象。首先，經由銀行資產負

債表效果，隨不動產擔保價值下降，引發銀行緊縮授信，加以房貸違約率持續升高，銀行信用虧損嚴重，授信能力下降，企業籌資成本提高，進而波及其他經濟部門表現，並產生購屋需求持續縮減，房價持續下跌，銀行資產品質惡化的負向反饋效應。

其次，美國房價泡沫破滅後，因民眾財富縮水與不動產投資萎縮，民間消費與生產活動縮

圖2-1 貨幣傳遞機制之房價負向反饋循環



資料來源：參考IMF (2008)、Wilson (2008)，作者整理。

減。另因歐美國家儲蓄率低，2000年以來，民眾以房屋淨值抵押貸款<sup>註2</sup>支應其民生消費所需現象日漸盛行，歐美國家的不動產財富效果更為顯著，加以近年歐美金融機構房貸證券化與槓桿操作程度高，受房市反轉的衝擊較大。同時，伴隨景氣低迷而來的失業問題，導致總體需求持續走緩，致使本次危機的衝擊更形惡化(圖2-1)。

## 二、由美國次級房貸危機擴散為全球危機之蔓延途徑

2006年下半年起隨美國房價漲勢逐漸消退，次級房貸違約率持續走高，埋下銀行信用危機的導火線。2007年4月美國第二大次級房貸借款者—新世紀金融公司(New Century Financial Corporation)申請破產後，全球開始意識到美國次級房貸問題將越演越烈，2007年下半年起金融市場逐漸動盪不安，迅即蔓延到其他市場。金融市

場在信心潰散的情況下，許多金融機構面臨嚴重虧損、甚至瀕臨破產窘境，揭開了全球金融危機的序幕(圖2-2)。

其後，隨金融機構信用緊縮，民間消費及投資需求下降，歐美國家經濟陷入衰退泥淖；並經由國際貿易管道，將歐美先進國家之金融危機衝擊，蔓延至以外貿為經濟成長主力之新興國家。

另因近十年來美國房貸證券化與金融全球化發展，將美國不動產市場與全球金融市場緊密連結。隨著美國次級房貸問題持續惡化，房價持續下跌，與房貸有關的證券化商品虧損擴大，加以投資人質疑相關金融商品債信評等，以致對這類金融商品的需求急遽萎縮，價格也一落千丈。影響所及，全球持有美國房貸相關證券的投資者均面臨嚴重虧損，也使得此次金融危機的衝擊規模與範圍更遠甚於過往。

## 參、全球金融危機對金融體系之影響

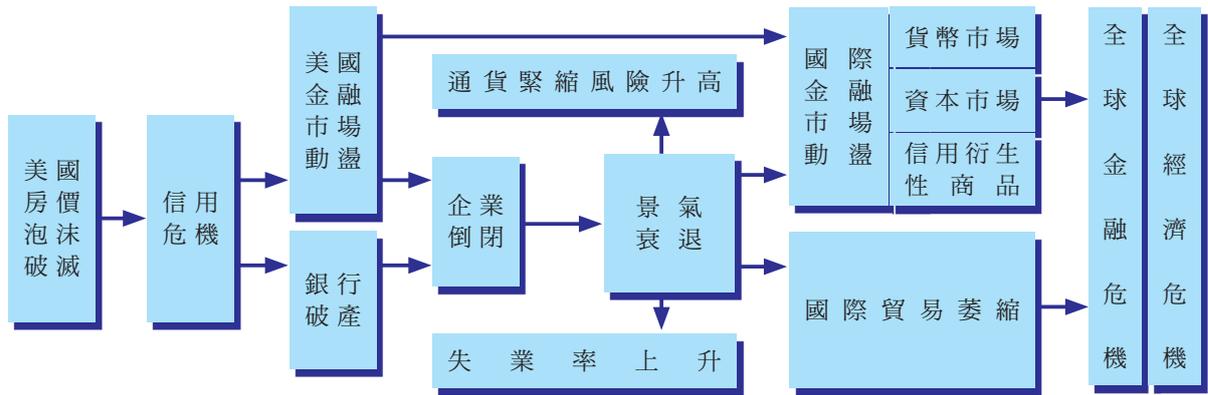
隨美國次級房貸問題惡化，國際金融市場動盪不安，各市場之價格波動加劇，並成為將美國次級房貸危機延燒成為全球金融危機之重要因素。

### 一、金融市場波動加劇

#### (一) 歐美國家貨幣市場利率飆升

2007年下半年起，由於美國次級房貸相關之市場資訊揭露不足，市場投資信心下滑，金融機

圖2-2 全球金融危機衝擊之蔓延途徑



資料來源：作者整理。

構開始面臨贖回壓力與停損賣壓。同時，金融機構對於同業是否因次級房貸授信而虧損，亦抱持不信任態度，對同業融資態度轉趨保守，導致銀行間拆款資金明顯緊縮，短期市場利率大幅飆升。

圖2-3以美國隔夜聯邦資金有效利率與隔夜附買回公債殖利率之利差，以及美元三個月期Libor利率與三個月期隔夜指數利率交換(overnight index swaps, OIS)之利差，作為觀察資金市場鬆緊指標，顯示2007年8月金融危機發生後，前述指標均大幅揚升，經各國央行大量挹注市場流動性，資金緊俏局勢一度緩解；惟美國貝爾斯登、以及Fannie Mae與Freddie Mac陸續於2008年3月與7月間出現財務問題後，市場信心明顯動搖，貨幣市場再陷緊張情勢。

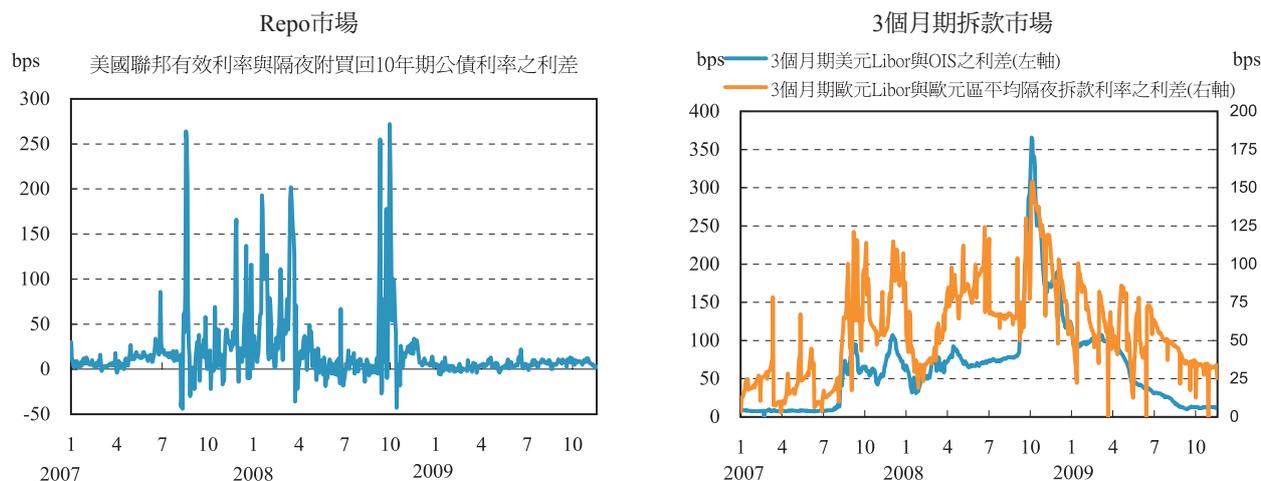
2008年9月投資銀行雷曼兄弟宣告破產後，市場投資信心更加潰散，銀行間拆款利率急速竄升，2008年10月間美國銀行間隔夜拆款利差，以及美元三個月期Libor利率與三個月期OIS之利差，均突破250個基本點(bps)，與金融危機前之25-50 bps比較，呈倍數成長，並同創歷史新高，顯示市場流動性短缺情況極為嚴重。

同期間，歐洲市場亦面臨資金緊俏情況。三個月期歐元Libor與歐元區平均隔夜拆款之利差亦逾150 bps(危機前均低於75 bps)，創1970年代以來新高，導致歐美國家貨幣市場資金全面急凍現象，嚴重危及金融機構之資金週轉能力與金融體系安定。其後，在主要國家央行積極擴大挹注市場流動性規模下，市場流動性漸獲紓緩，2009年5月以來，歐美貨幣市場資金緊俏壓力逐漸消退。

#### (二) 國際美元大幅震盪，波動幅度明顯擴大

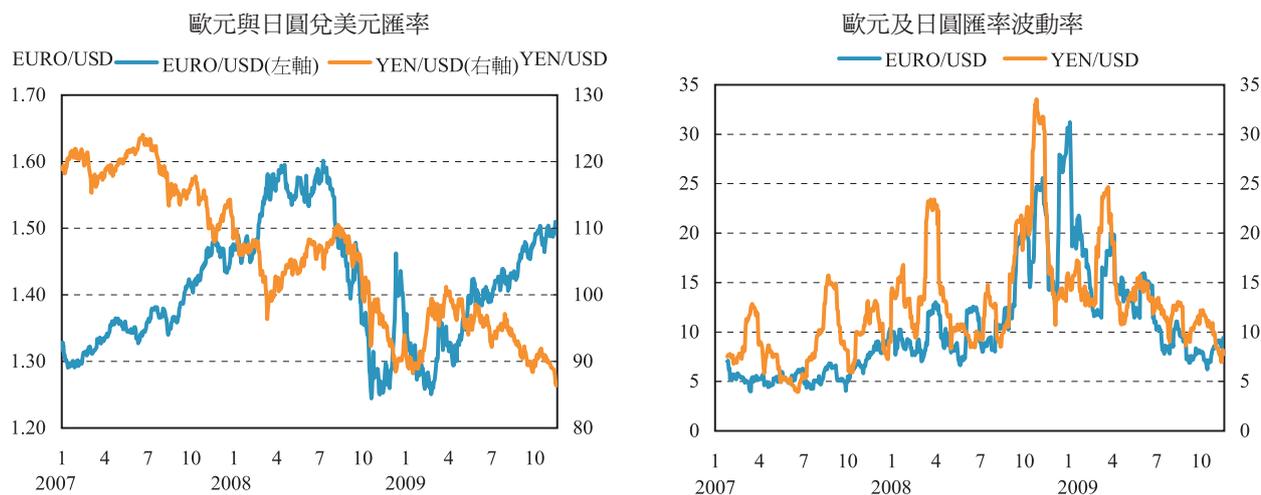
2007年9月以來，由於歐美大型國際金融機構深陷授信虧損、資產減損與資本不足困境，部分國際金融機構為充實資本，積極撤回其海外投資資金，加以面臨大量海外投資人贖回壓力，致使國際金融市場面臨美元流動性緊俏情勢，主要國家貨幣對美元匯率之波動明顯擴大。如圖2-4顯示，2007年下半年來，歐元對美元匯率在1.25元至1.60元間大幅震盪；日圓對美元匯率則由122元震盪走高至86元。兩種貨幣之波動率<sup>註3</sup>均由2007年上半年之10以下，至2008年第4季躍升逾30。2009年以來，國際美元隨美國經濟數據表現升貶波動，惟波動率已逐漸縮小。

圖2-3 歐美短期市場利率



資料來源：Bloomberg。

圖2-4 歐元與日圓兌美元匯率與波動率(volatility)



資料來源：Bloomberg，作者計算。

(三) 全球股市崩跌，波動幅度亦顯著擴大

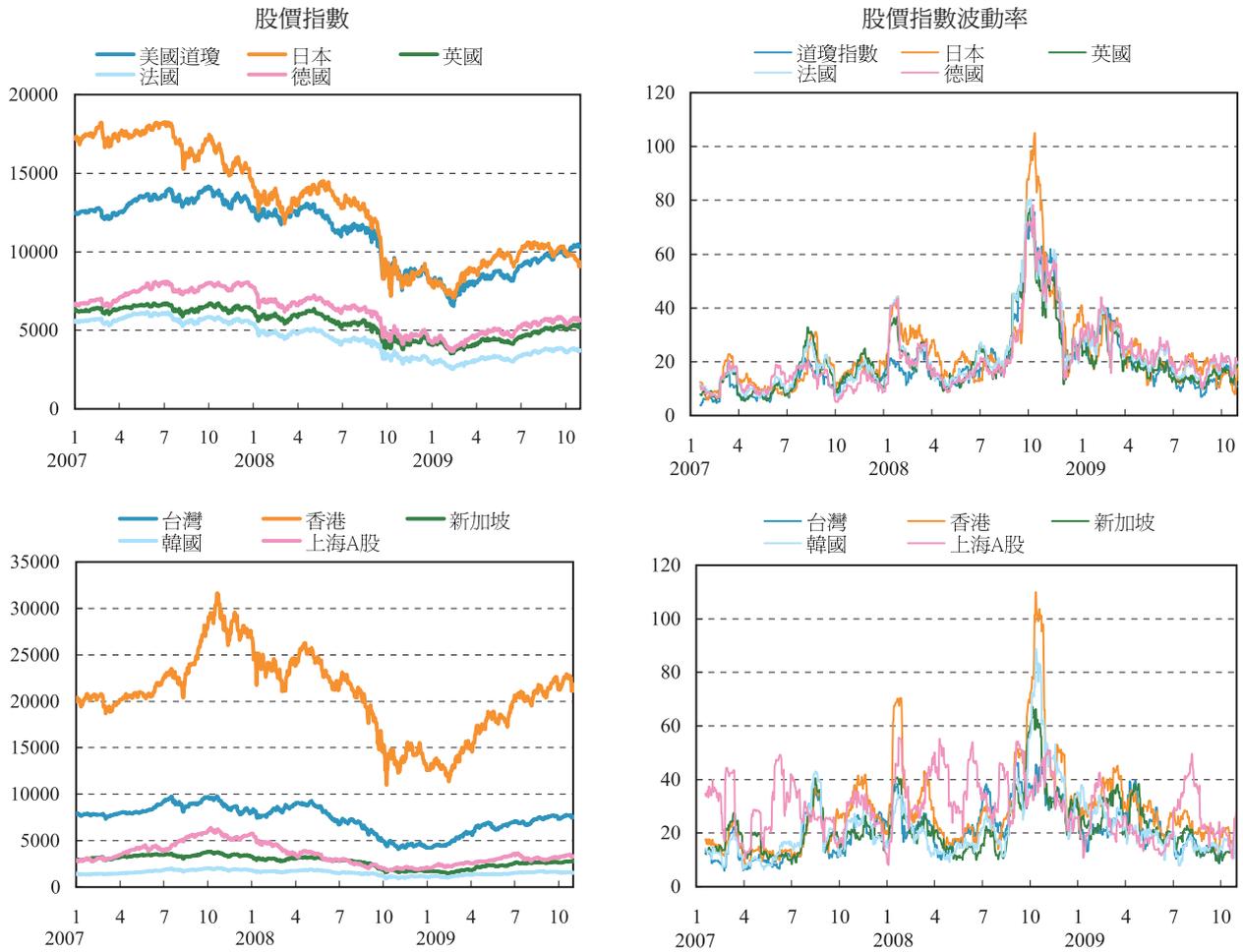
由於投資者對各國經濟復甦前景不樂觀，對金融機構營運表現無信心，亦導致全球股市波動加劇。圖2-5顯示，2007年下半年，全球股市全面反轉下挫，持續走低；2008年第4季隨雷曼兄弟破產後，全球股市更急遽惡化，10月間各國股市紛紛創下近五年來新低。至2008年底各國股市均較2007年底大幅下跌，其中亞洲國家股市跌幅更遠高於英美股市表現。

另就股價波動率觀察，2007年9月以來各國

股價波動率迭有大幅波動，至2008年上半年多維持低於50以下，惟2008年10月間因市場賣壓湧現，各國股價波動率均顯著倍增，尤以日經指數與香港恆生指數波動率均破百，最為顯著。

2009年3月以來，在美國花旗銀行由虧轉盈之消息帶動下，美國股市稍獲喘息，加以主要國家經濟漸露止跌回穩跡象，市場投資信心漸增，全球股市普遍觸底回升。至11月30日止，全球主要股市均較2008年底大漲，其中以上海A股漲勢最為強勁，台股、新加坡與香港等股市漲幅亦均

圖2-5 全球主要股價指數與波動率



	道瓊指數	英國	法國	德國	日本	台灣	香港	新加坡	韓國	上海A股
2008年 年增率(%)	-33.84	-31.33	-42.68	-40.37	-42.12	-46.03	-48.27	-49.17	-40.73	-65.38

註：本表資料計算至2009年11月30日止。  
資料來源：Bloomberg，作者計算。

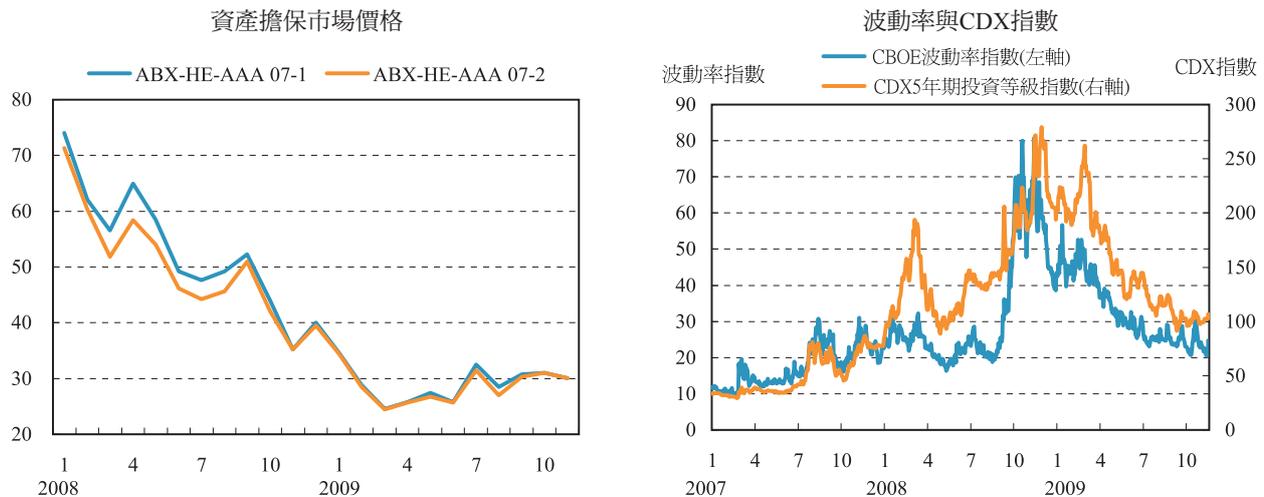
逾五成，且均回升逾上年同期水準。至於2009年股價波動率走勢，亦以上海A股最顯著。

(四) 房貸相關結構型商品之風險加碼擴大

隨美國次級房貸危機持續擴散，市場對房貸相關之結構型金融商品之投資信心遽降，相關商品之評價不確定性升高，價格波動持續擴大。2008年9月雷曼兄弟倒閉後，金融市場之交易對手風險更明顯激增，全球金融情勢更加險峻。圖2-6顯示，2008年起，美國資產擔保證券價格

指數(Asset Backed Securities Index, ABX)持續下滑，芝加哥選擇權交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)波動率指數與五年期信用違約交換指數(Credit Default Swap Index, CDX)之信用風險加碼，亦於2008年第4季相繼攀升，同創歷史新高紀錄，顯示該等資產市場價格風險大幅揚升。2009年以來，ABX價格雖略有回升，惟仍遠低於上年同期；波動率與信用風險加碼則逐漸縮小，惟仍高於危機前水準。

圖2-6 美國結構型金融商品價格波動趨勢



註：ABX指數為各月底成交中價資料。  
資料來源：Bloomberg。

#### (五) 證券化商品與結構型商品發行規模萎縮

隨次級房貸有關之證券化商品與信用衍生性商品價格下滑，投資人購買意願急速下降，致使全球證券化市場發行量嚴重縮水。圖2-7顯示，美國證券化市場發行量於2006年間達極盛高峰後逐漸走低，2008年更明顯鈍化，全體房貸抵押擔保證券(mortgage-backed securities, MBS)發行量<sup>註4</sup>由2005、2006年均逾2兆美元，縮減為2008年之1.2兆美元，包含結構型證券之民間證券化商品發行量則由2006年之3.3兆美元，銳減為2008年之1兆美元。歐洲情況雖不同，因2008年上半年MBS發行量顯著擴增，致整體民間證券化商品市場發行量達1.3兆美元，並創新高，惟因銷售表現欠佳，2009年上半年亦縮減為0.35兆美元。另全球擔保債券(covered bond)市場與其他證券化商品市場發行規模亦明顯縮小，顯示市場對證券化商品信心依然不足，且由美國波及其他國家之證券化商品市場。

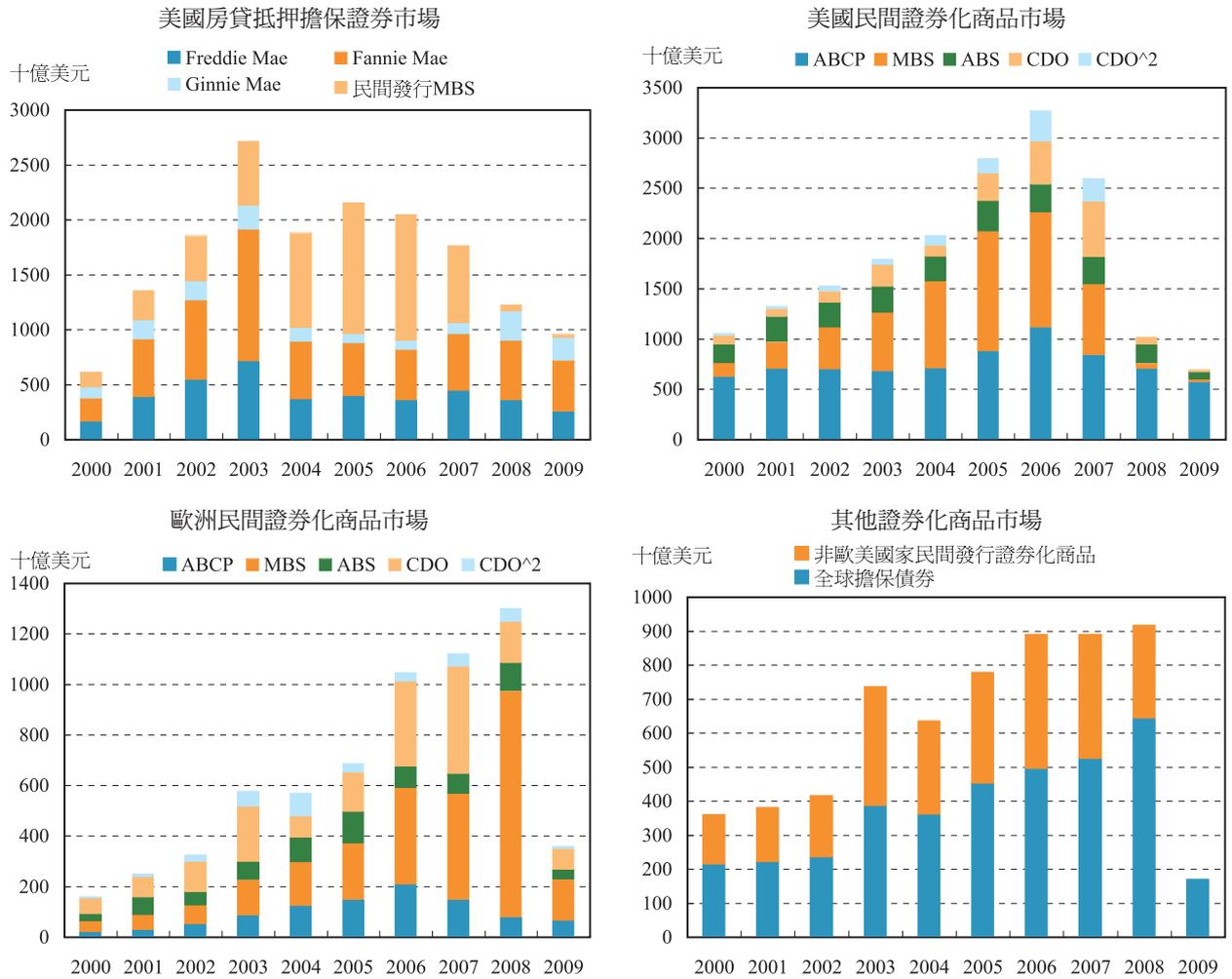
## 二、金融機構虧損嚴重，加速去槓桿化

### (一) 放款違約率持續攀升

近十餘年來，因歐美購屋者樂觀預期房價將持續上漲，以及銀行與房貸經紀商放寬授信審理標準，加以銀行提供房貸戶多元化房貸商品，卻忽略告知房貸戶貸款風險等問題，致使2006年以來，隨房價走緩，利率上揚，房貸違約風險攀升，尤以次級房貸中可調整利率房貸(adjustable rate mortgages, ARMs)最為顯著。

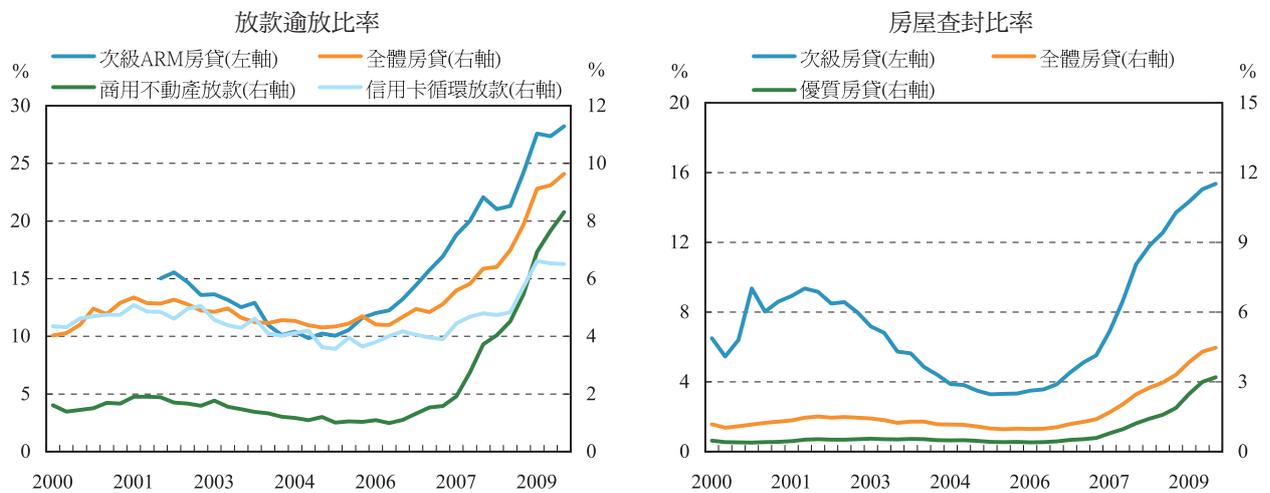
2008年以來，因先進國家失業人口攀升，購屋需求下降，房價持續下滑，民眾因房屋淨值萎縮，甚至降為負淨值，還款意願下降；或因失業無力繳款，致使民眾惡意破產或蓄意不還款現象激增。以美國為例，房貸戶違約問題逐漸由次級房貸擴及準優級房貸(Alt-A mortgage)，致使美國整體房貸違約率持續走高，至2009年第3季達9.6%(次級房貸之違約率高達26.4%)，並創歷史新高，商用不動產放款與信用卡循環貸款之逾放比率亦明顯攀升；同時，因房貸戶無力繳款，致住屋遭查封比率亦明顯惡化，至2009年第3季整體房貸住屋查封率達4.5%(次級房貸戶則高達15.4%)，亦創歷史新高(圖2-8)。

圖2-7 全球證券化商品市場發行量



註：2009年資料為至6月底止之發行總量。  
資料來源：IMF (2009f)。

圖2-8 美國放款之逾放比率與房屋查封比率



資料來源：FED, US Mortgage Bankers Association。

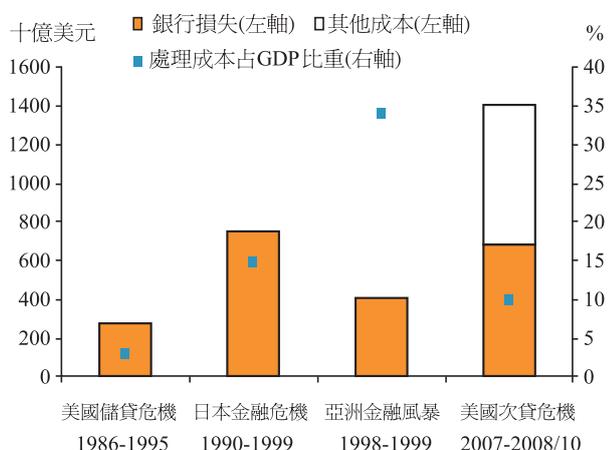
## (二) 歐美國家金融機構面臨鉅額虧損

隨房價下跌，銀行放款逾放情況持續攀升，歐美國家金融機構不動產擔保資產減損情況嚴重，相關授信損失亦日益擴增。另因市場信心渙散，相關證券投資之賣壓沉重，金融資產價格多下挫至偏離市場應有之行情，且在風險管理之停損設計與投資部位依公平市價評價之會計處理機制下，造成金融機構虧損更趨嚴重。

2008年10月國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)預估全球金融機構持有美國房貸或證券化相關商品之損失約達1.4兆美元，加計美國政府採行之紓困與穩定金融市場措施之成本，已遠超過1980年代以來之重大系統性金融危機(圖2-9)。其後，隨國際金融情勢惡化，IMF數度上修金融機構之損失，至2009年10月預測全球銀行打消呆帳損失已逾2.8兆美元，預估損失率約5%，其中放款損失約占67%，證券投資損失則占33%。另就地區別觀察，則以英美兩國銀行損失最嚴重，預估損失率均逾7%，亞洲銀行受損情況相對較輕(表2-1)。

因受衝擊程度不同，全球銀行市值前十大銀

圖2-9 歷次金融危機比較



註：1. 亞洲金融風暴僅含印尼、馬來西亞、韓國、菲律賓與泰國等國資料。

2. 美國次貸危機金額係採IMF2008年10月之估計損失金額加計政府採行紓困金額。

資料來源：IMF(2008)。

行排名大幅度改寫。表2-2顯示，至2009年12月1日，原全球市值排名前十大銀行之美國花旗集團(Citi Group)、瑞士銀行(UBS)與蘇格蘭皇家銀行(Royal Bank of Scotland)等銀行因受損嚴重，後二者已退居前二十名之外。此外，部分歐美大型國際金融機構更因不堪虧損打擊，面臨經營挑戰。例如，英國北岩(Northern Rock)銀行已國有化，德國IKB銀行及比利時富通(Fortis)銀行等均已宣告破產。

美國大型金融機構則多向央行與財政部申請緊急金援或被併購，如貝爾斯登、美林、花旗集團及AIG集團等；或申請轉型為銀行控股公司，如Goldman Sachs及Morgan Stanley等投資銀行；或申請破產，如美國雷曼兄弟公司；其它不堪虧損而倒閉銀行家數更持續攀升。根據美國聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC)網站公告資訊，截至2009年11月30日止，2009年累計銀行倒閉家數高達124家，創近17年來新高(圖2-10)，並使FDIC存保基金餘額於第三季時由正轉負。

表2-1 全球金融危機之全球銀行預估損失

地區別	放款損失 (十億美元)	證券投資損失 (十億美元)	合計 (十億美元)	預損失率 (%)
美國銀行	654	371	1,025	8.2
英國銀行	497	107	604	7.2
歐元區銀行	480	333	813	3.6
其他歐洲銀行 <sup>1</sup>	165	36	201	5.1
亞洲銀行 <sup>2</sup>	97	69	166	2.1
合計	1,893	916	2,809	5.0

註：1. 其他歐洲銀行係指丹麥、挪威、瑞典及瑞士等國銀行。

2. 亞洲銀行係包含香港、日本、新加坡、澳洲及紐西蘭等國之銀行。

資料來源：IMF(2009e)。

表2-2 全球銀行市值排名變化

單位：億美元

2009年12月		世界 排名	2008年8月	
銀行名稱	市值		銀行名稱	市值
中國工商銀行	2,618	1	中國工商銀行	2,476
中國建設銀行	2,098	2	中國建設銀行	2,055
英國匯豐銀行	2,020	3	英國匯豐銀行	1,985
美國摩根大通銀行	1,674	4	美國銀行(BOA)	1,495
中國銀行	1,498	5	蘇格蘭皇家銀行	1,448
英商渣打銀行	1,407	6	美國摩根大通銀行	1,435
美國銀行(BOA)	1,371	7	中國銀行	1,301
美國富國銀行	1,310	8	美國花旗銀行	1,084
法國巴黎銀行(BNP)	976	9	美國富國銀行	1,041
美國花旗銀行	940	10	瑞士銀行(UBS)	600

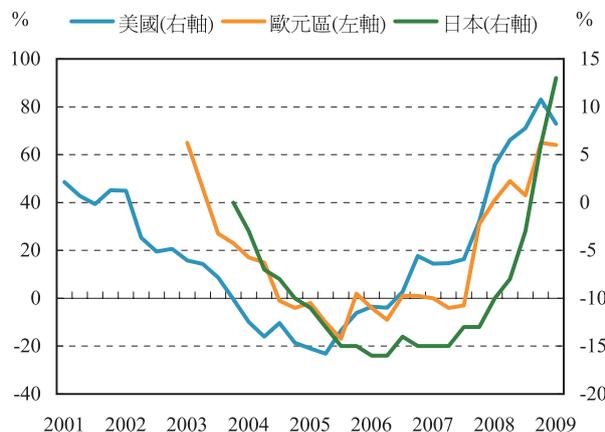
資料來源：Bloomberg (依2009.12.1台北下午5時股價排名)。

### (三) 歐美國家金融機構加速去槓桿化

由於金融機構虧損擴增，影響其授信能力，加以金融機構虧損之不確定性進一步挫低市場信心，並造成資金緊俏、銀行調度資金困難現象，2008年下半年，歐美國家之金融機構普遍面臨嚴峻的流動性風險及信用風險。此外，因各國經濟前景多不樂觀，金融機構紛紛調整經營策略，大幅緊縮放款與投資規模，產生加速去槓桿化(deleverage)現象。

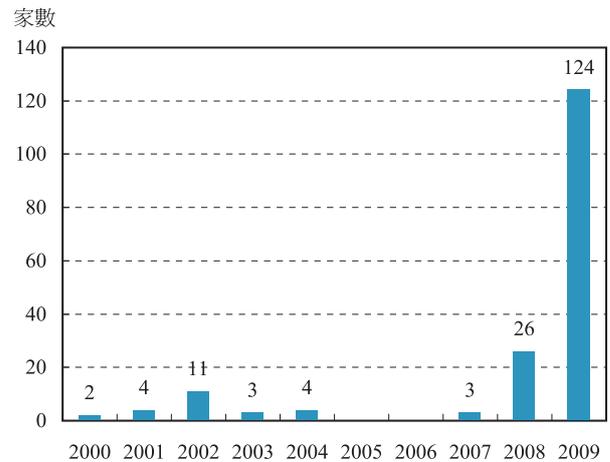
根據主要國家對銀行授信調查<sup>註5</sup>結果顯示，2007年下半年來，美國、歐元區與日本之金融機

圖2-11 主要國家信用緊縮銀行比重



資料來源：IMF WEO Database及各國央行網站。

圖2-10 美國銀行倒閉家數

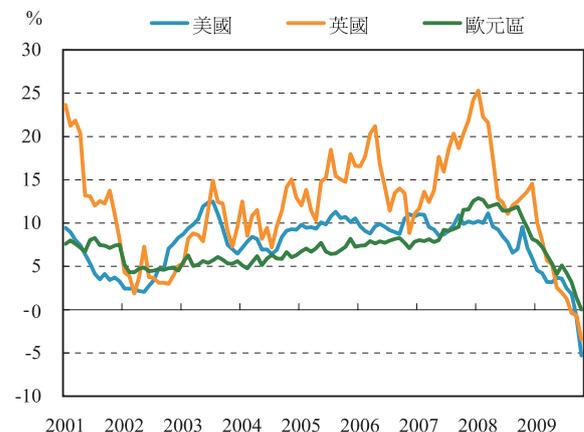


註：根據FDIC公告，至2009年11月30日止之銀行破產名單，作者計算。

構授信標準明顯趨嚴(圖2-11)，且由次級房貸，逐漸擴及其他較優級房貸、商用不動產貸款與信用卡貸款等其他消費者放款。2009年第3季美國銀行緊縮比重略有下降，惟仍遠高於危機前水準。

另因經濟衰退，民間投資、消費之資金需求降低，美國、歐元區與日本等主要國家之金融機構授信年增率，自2008年起持續下滑，顯示貨幣信用緊縮情況仍未改善(圖2-12)，民眾取得生產與消費活動所需資金仍不易，進而可能影響經濟復甦之力道。

圖2-12 主要國家授信年增率



資料來源：IMF WEO Database及各國央行網站。

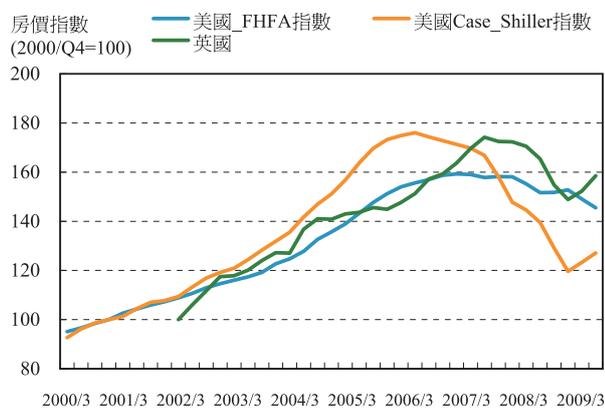
## 肆、全球金融危機對總體經濟之影響

### 一、英、美國家房市泡沫破滅

2007年下半年起，隨美國次級房貸問題擴大，先進國家普遍面臨房市反轉下修的窘境。美、英等國房價分別自2006年與2007年起明顯下滑，其中尤以金融危機起源地之美國自高點下跌幅度最大，如圖2-13所示，美國Case-Shiller房價指數由2006年第2季高點下降至2009年第1季，跌幅逾三成，其後緩步回升，至第3季與高點比較仍下跌近28%。

隨房價下跌，英、美兩國房屋市場多出現購屋需求與新屋推案同步縮減現象，顯示房市景氣低迷不振。以美國為例，圖2-14顯示美國新屋與中古屋之銷售年增率，均自2005年12月起呈現負成長走勢，其中新屋銷售明顯下滑，至2009年1月較上年同期減少幅度達45.9%，其後，減幅逐漸縮小，至2009年10月轉為正成長5.1%。受美國振興措施激勵，中古屋市場銷售衰退程度相對較和緩，年增率已由2008年2月之-23.7%，逐漸回升，並自2009年6月起轉呈正成長。至於營建支出，則自2006年11月起呈現負成長，至2009年10月之年增率為-13%，衰退幅度創歷史新高紀錄，

圖2-13 主要國家不動產價格波動趨勢



資料來源：Bloomberg，財團法人國土規畫及不動產資訊中心，作者計算。

顯示業者投資意願低迷。

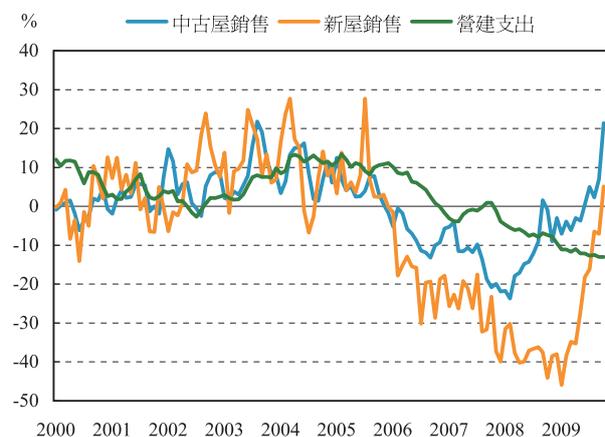
### 二、全球經濟嚴重衰退

隨金融危機衝擊擴散，並蔓延至全球，最終導致全球經濟均面臨嚴重衰退。根據IMF於2009年10月之最新預測，2008年、2009年全球經濟成長率將由2007年之5.2%，分別下降為3%與-1.1%；其中先進國家由2007年之2.7%，降至2009年之-3.4%，美國與英國則分別由2007年之2.1%與2.6%，降為2009年之-2.7%與-4.4%(表2-3)。

美國國家經濟研究局的景氣循環認定委員會(The Business Cycle Dating Committee of the National Bureau of Economic Research)表示，美國經濟自2007年12月以來，即陷入景氣衰退期，如圖2-15所示，2009年第2季美國GDP萎縮了3.8%，為1982年第1季以來，經濟成長率下滑最嚴重的一次，主要係受金融風暴影響，民間消費者支出、住宅投資、民間投資等均表現不佳所致。

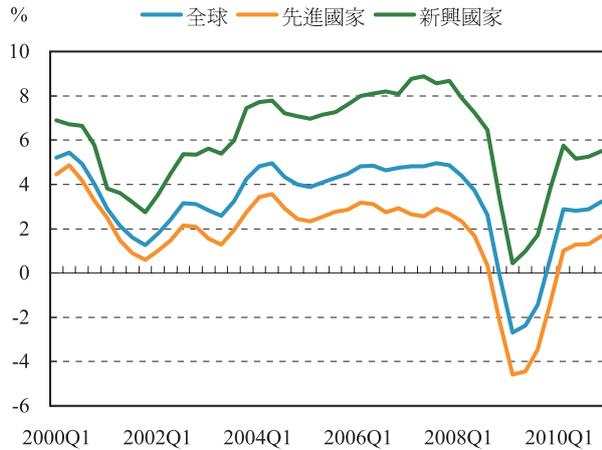
另就圖2-15與表2-3所顯示，其他已開發與新興市場國家亦均遭受程度不一之衝擊。各國經濟

圖2-14 美國房屋銷售年增率與營建支出年增率

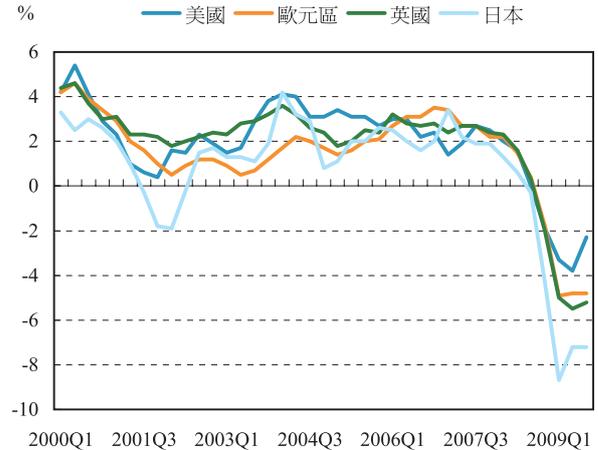


資料來源：National Association of Realtors與美國普查局。

圖2-15 主要國家各季經濟成長率



資料來源：IMF WEO database。



資料來源：Bloomberg。

成長率均於2008年出現走弱跡象，2009年多轉呈負成長。先進國家中，以日本與德國經濟成長率分別降為-5.4%與-5.3%，衰退程度最為顯著，主要係因日本與德國長期仰賴出口帶動經濟成長，加以因少子化、高齡化等社會問題，民間消費表現長期疲弱，更加重對外貿易的依賴程度，導致

其經濟衰退程度比美國與英國還嚴重。

至於以出口導向為主之新興市場經濟體表現走緩，主要係受先進國家經濟成長減緩衝擊。有鑑於先進國家景氣衰退，對外需求銳減，IMF預測2009年全球貿易量將縮減11.9%，為近80年來最大跌幅(圖2-16)；並預估新興市場國家之經濟成長率將由2007年之8.3%，遽降為2009年之1.7%，僅中國大陸與印度之經濟成長率仍維持5%以上(表2-3)。

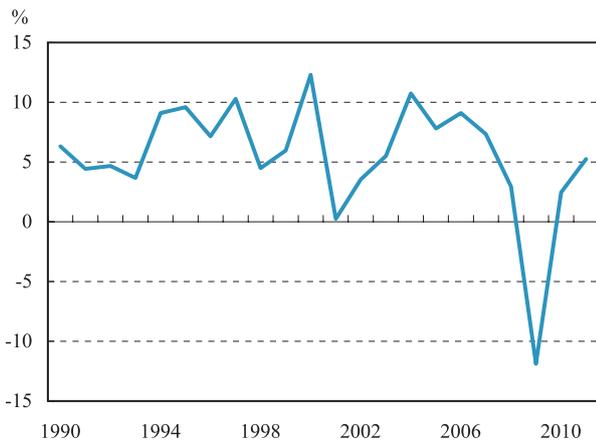
表2-3 主要國家經濟成長率

經濟體	2007	2008	2009 f	2010 f
全球	5.20	3.00	-1.10	3.10
先進經濟體	2.70	0.60	-3.40	1.30
美國	2.10	0.40	-2.70	1.50
歐元區	2.70	0.70	-4.20	0.30
日本	0.00	-0.70	-5.40	1.70
英國	2.60	0.70	-4.40	0.90
新興及開發中國家	8.30	6.00	1.70	5.10
非洲	6.30	5.20	1.70	4.00
中東歐	5.50	3.00	-5.00	1.80
蘇聯國家	8.60	5.50	-6.70	2.10
亞洲新興國家	10.60	7.60	6.20	7.30
中國	13.00	9.00	8.50	9.00
印度	9.40	7.30	5.40	6.40
東協五國	6.30	4.80	0.70	4.00
中東國家	6.20	5.40	2.00	4.20
拉丁美洲	5.70	4.20	-2.50	2.90

註：本表為IMF於2009年10月公布之預測數。

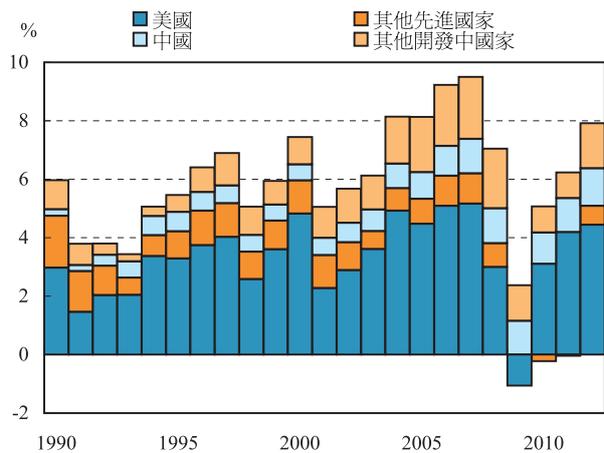
另根據世界銀行 (World Bank) 對全球107個開發中國家的調查結果顯示，2009年近四成國家高度曝露在金融危機的風險下，惟不同經濟體間，受衝擊程度差異仍大，其中以油價與不動產價格上漲過快的經濟體(如俄羅斯)最脆弱，中歐與東歐地區國家，以及外債較多的經濟體(如南韓)等次之，經濟衰退幅度均逾5%。相形之下，儲蓄率較高、貿易長期順差、外債較少、以及財政政策有較大操作空間者(如亞洲與中東國家)，經濟表現相對較佳。圖2-17顯示，中國、印度、東協等亞洲國家與中東國家等新興市場國家，取代歐美國家，扮演支撐2009年全球經濟成長之重要角色。

圖2-16 世界貿易量年增率



資料來源：IMF WEO Database。

圖2-17 對全球經濟成長之貢獻



註：IMF計算各國經濟成長對全球經濟成長之貢獻百分點。

### 三、消費信心低落，民眾消費行為改變

市場信心為維繫市場經濟運作之最主要關鍵，本次金融危機持續惡化，主要癥結即在於信心潰散。為迅速恢復市場信心，各國政府莫不積極採取穩定市場措施。惟金融危機爆發後，市場不確定性升高，導致民眾多持觀望心態，消費信心相對保守。如圖2-18顯示，美國、歐元區、英國與日本等國之消費者信心指數，自2007年下半年起全面下滑，至2009年以來，在各國政府積極採取穩定金融市場與振興經濟措施，成效逐漸發揮下，民眾消費信心才逐漸出現觸底回穩跡象。

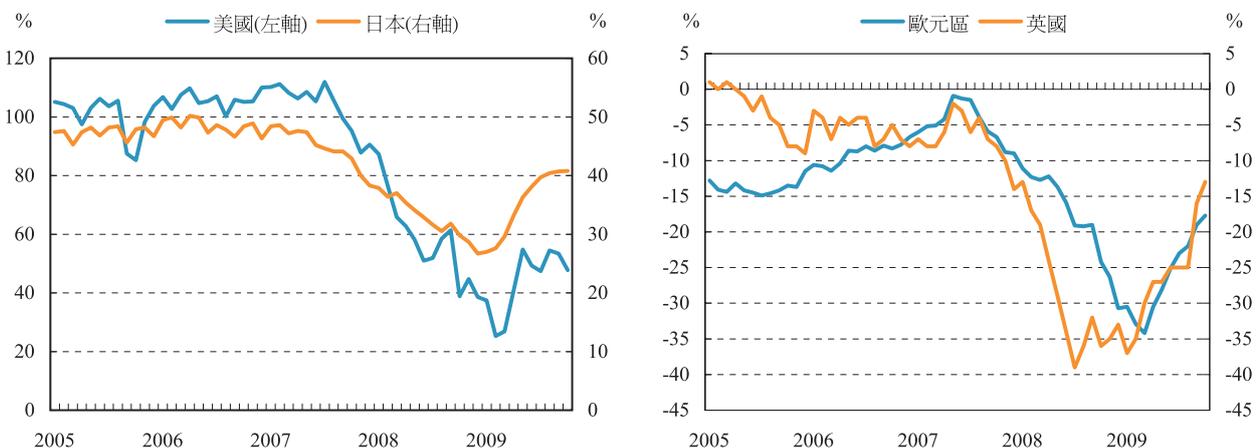
惟隨景氣下滑，歐美人民逐漸改變消費習

慣，慢慢縮減非民生用品支出，致使主要國家銷貨表現明顯欠佳，美國、歐元區與日本銷貨年增率，至2009年10月續呈負成長，惟英國則自2009年6月起已轉呈正成長(圖2-19)；另美國與歐元區國家民眾儲蓄傾向則有升高趨勢(圖2-20)。

### 四、生產活動大幅縮減後反彈回升

受國際景氣衰退，出口不振，民眾消費信心下降影響，各國生產活動均呈現大幅縮減。根據IMF計算，先進國家自2008年5月起工業生產轉呈負成長。新興市場國家工業生產活動則受國外需求銳減波及，自2008年9月起轉呈負成長；2009年4月以來，隨全球股市回升，民間消費逐漸回

圖2-18 主要國家消費信心指數



資料來源：Bloomberg。

溫，工業生產已強勁反彈回升，成長力道大於先進國家(圖2-21)。

另從採購人指數觀察，IMF先進國家與新興市場之製造業採購人指數亦均出現V型反彈格局，多已回升至上年同期水準。若就個別國家觀察，因市場信心逐漸回穩，2009年10月份美國與歐元區各類採購人指數均已回升超過上年同期水準，顯示先進國家經濟觸底回穩跡象更趨明朗。

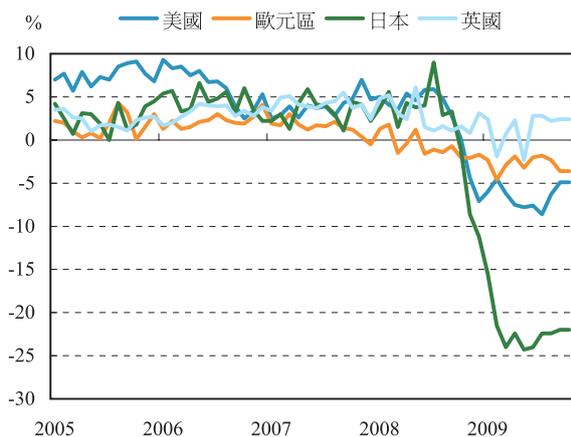
### 五、失業率攀升

當前全球金融危機不僅造成國際景氣衰退，金融機構及企業在嚴重虧損威脅下，或因生產訂

單減少，大幅裁員或實施無薪休假制度，導致各國失業率攀高。如圖2-22顯示，美、英、日、歐洲地區等先進國家的失業率均自2008年下半年起顯著攀升，美國及歐元區失業率分別高達10.2%與9.7%，且美國創1983年3月以來新高紀錄，歐元區則為1999年1月以來新高；同期間，英國創1997年8月以來新高，日本則於7月創歷史新高後，略為下降。

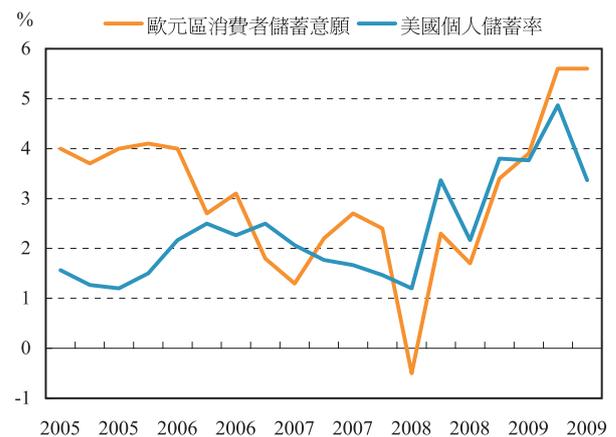
其他新興市場國家受出口衰退，生產縮減衝擊，亦面臨失業人口激增問題。國際勞工組織的統計資料顯示，新興經濟體2008年的失業人口

圖2-19 主要國家銷貨年增率



資料來源：Bloomberg。

圖2-20 美國與歐元區之民間儲蓄傾向



註：歐元區消費者儲蓄意願係指消費者一年內將增加儲蓄之傾向。

圖2-21 主要國家生產面指標



註：年增率係採三個月移動平均計算。

資料來源：IMF WEO Database、Bloomberg。

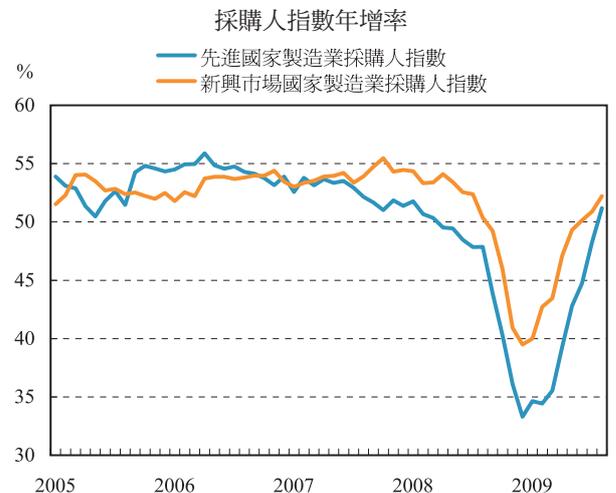
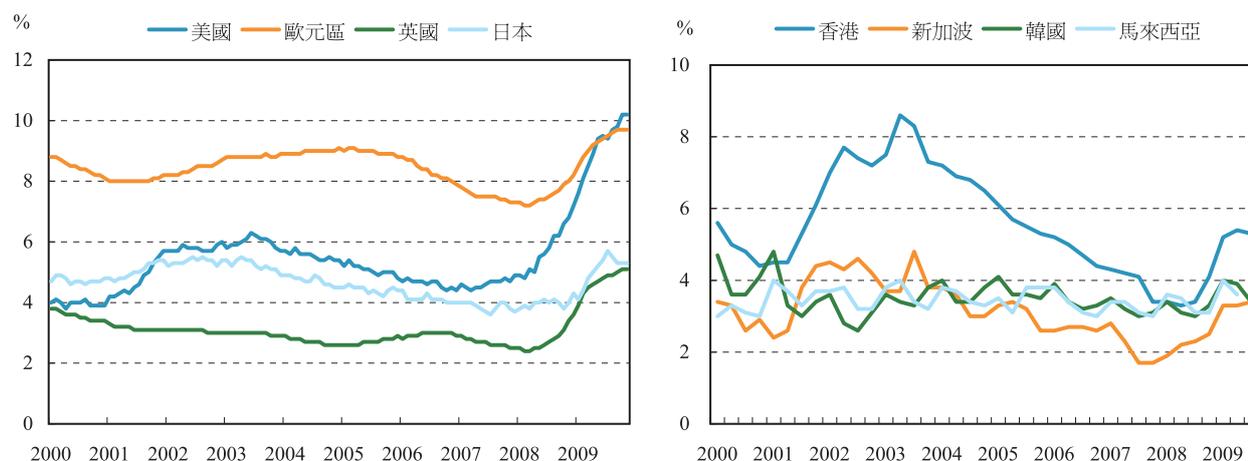


圖2-22 主要國家失業率



資料來源：Bloomberg。

增加8百萬人，失業率為5.9%，該組織預測2009年之失業人口將增加3千2百萬人。就個別國家觀察，至2009年10月香港失業率由2007年6月之3.3%上升為5.2%，新加坡亦由2007年9月之1.7%上升為2009年9月之3.4%。

## 六、通貨緊縮風險升高

### (一) 國際原油與原物料價格大跌後回升

2008年下半年以來，隨全球經濟走緩，國際需求降溫，加以國際美元升值，原油、貴金屬等原物料價格急速下滑(圖2-23)。美國西德州中級原油與JOC(美國哥倫比亞大學工業原料價格指數)於2008年7月間達歷史高點後持續下探，至2008年底與高點比較，分別大跌逾69%與52%。

2009年3月起受全球股市反彈回升，國際美元走貶等因素影響，國際油價回升，9月以來在每桶70至80美元間波動；貴金屬價格持續走高，JOC指數亦大幅上揚。

### (二) 通貨緊縮風險升高

2008年各國消費者物價均出現戲劇性轉折，上半年因國際原油、穀類與貴金屬等原物料價格飆漲，普遍面臨通膨升高壓力；下半年起，國際原物料價格急遽下跌，加以歐美民眾開始擰節消

費支出，各國消費者物價指數(CPI)年增率與核心CPI年增率均急轉直下，通貨緊縮風險明顯升高(圖2-24)。

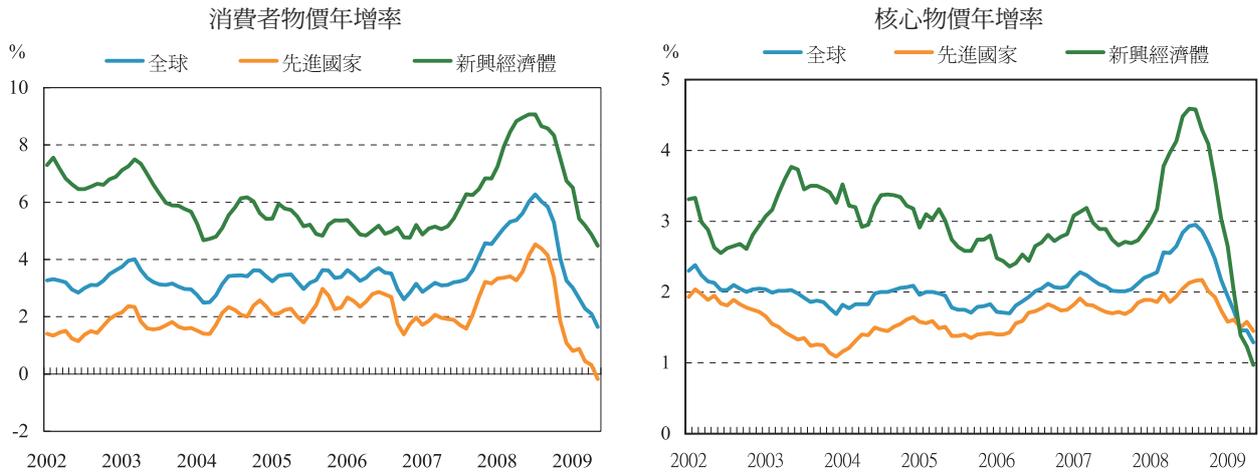
IMF於2009年10月公布之預測顯示，先進國家之CPI年增率將由2008年之3.4%下降為2009年之0.1%，其中美國與日本CPI年增率將分別轉為-0.4%與-1.1%；另新興經濟體及開發中國家亦由2008年之9.3%遽降為2009年之5.3%。另依各國資料顯示，亞洲國家中，泰國、中國與台灣自2009年2月起均呈負成長，1至10月平均CPI年增率分別為-1.5%、-1.1%與-0.8%(表2-4)。

圖2-23 國際油價與原物料價格趨勢



資料來源：Bloomberg。

圖2-24 全球消費者物價趨勢



資料來源：IMF WEO Database。

表2-4 亞洲國家消費者物價年增率

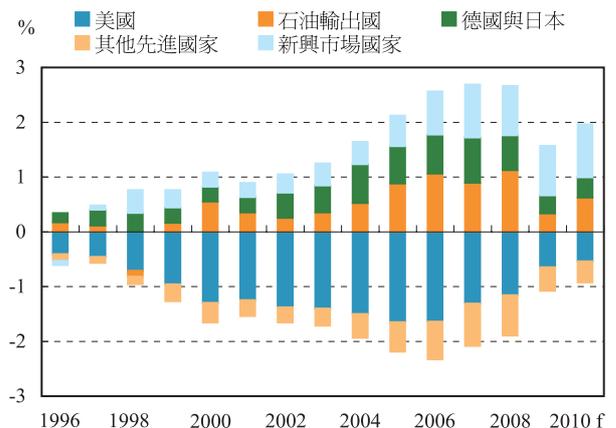
年	香港	台灣	新加坡	南韓	馬來西亞	泰國	菲律賓	印尼	中國	印度
2006	2.0	0.60	1.0	2.2	3.6	4.6	6.2	13.1	1.7	5.8
2007	2.0	1.80	2.1	2.5	2.0	2.2	2.8	5.8	4.8	6.4
2008	4.3	3.53	6.5	4.7	5.4	5.5	9.3	9.5	5.9	8.3
2009	0.4	-0.8	0.4	2.8	0.7	-1.5	3.3	5.4	-1.1	10.0
(平均)	1-10月	1-10月	1-9月	1-10月	1-10月	1-10月	1-10月	1-10月	1-10月	1-9月

資料來源：Bloomberg。

### 七、全球經常帳失衡縮小

1996年以來，美國、英國等先進國家經常帳逆差持續擴大，德國、日本、石油輸出國與新興市場國家，則維持長期經常帳順差之全球經濟失衡現象。此波金融危機因美國等先進國家經濟衰退，消費能力與對外貿易需求銳減，經常帳逆差持續縮減。依據IMF最新預測，美國經常帳逆差占全球GDP比率，將由2005年之-1.65%，縮小為2009年之-0.65%，2010年進一步縮小為-0.54%。石油輸出國、德國、日本等出口導向國家之經常帳順差則明顯縮小，新興市場國家則因出口衍生之進口減幅大於出口，加以區域內貿易仍維持一定需求，呈現經常帳順差持續擴大現象(圖2-25)。

圖2-25 各國經常帳餘額占全球GDP比率



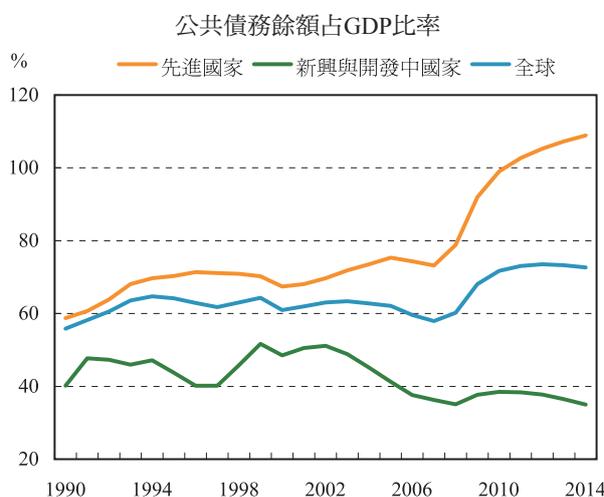
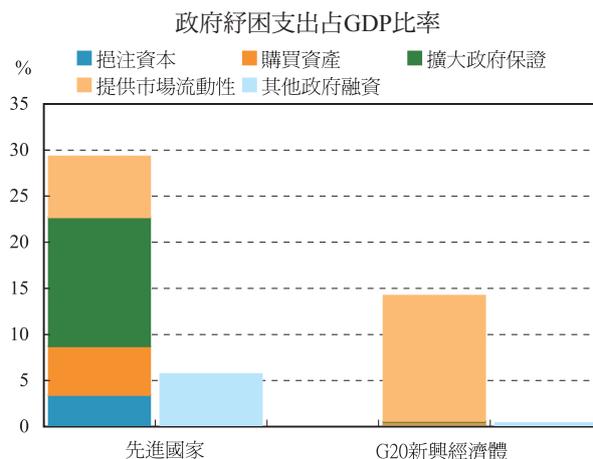
資料來源：IMF WEO Database。

## 八、政府財政支出擴大

為減緩金融危機的衝擊，2008年以來，各國普遍擴大挹注市場流動性與協助金融機構紓困方案規模，並投入龐大政府預算，用以擴大內需，提振景氣，其中主要先進國家擴大政府財政支出之規模，較新興經濟體更為顯著(圖2-26)。2009年以來，由於各國經濟復甦力道仍疲弱，4月二十國集團(G20)領袖峰會決議，將鼓勵G20成員國，於2010年底前，在目前投入經濟振興方案預算兩兆美元的基礎上，持續擴增政府支出規模，至5兆美元，期能帶動經濟成長，惟先進國家財政赤字問題亦可能更加惡化。

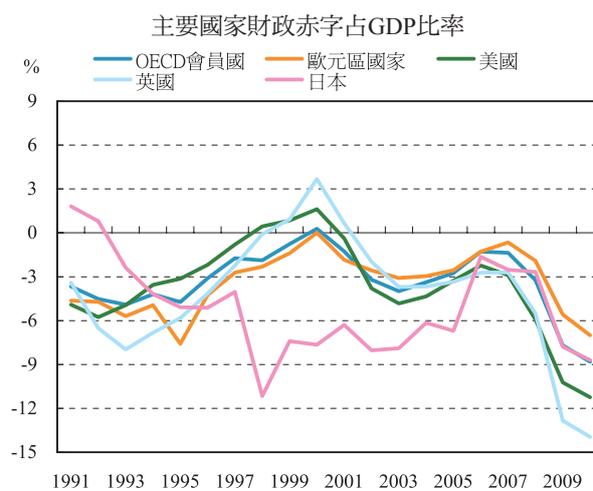
IMF預估，G20成員國之擴張性政策支出占GDP比率，2009年將達2%，2010年則為1.5%，將導致2009至2010年間全球財政赤字占全球GDP<sup>註6</sup>比率，較2007年危機發生前，提高約6個百分點。另根據OECD之預測，英、美兩國2007年財政赤字占GDP比率，分別為-2.7%與-2.9%，2009年擴大為-12.8%與-10.2%，2010年進一步擴大為-14.0%與-11.2%。

圖2-26 重要財政支出指標



註：IMF預估至2009年6月底止之紓困支出占2008年GDP之比率。

資料來源：IMF (2009b)。



資料來源：OECD Economic Outlook 85 Database。

## 伍、對我國經濟金融之影響

### 一、經濟嚴重衰退

2008年下半年來，隨外需銳減，對我國貿易，以及生產與消費活動均產生負面衝擊，經濟成長率自2008年第3季起轉呈衰退。主計處預測，2009年全年經濟成長率為-2.53%，為歷年最低。茲就全球金融風暴對我國對外貿易、民間消費、民間投資等層面之衝擊，分別說明如下：

#### (一) 對外貿易銳減

由於我國為一小型開放經濟體，1990年代中期以來，經濟成長的主要動能均來自出口，加以近幾年我國出口地區較為集中，並高度集中於電子及高科技產品，受國際景氣影響至鉅。自2008年9月起，我國海關出口由前8個月平均二位數成長，急速反轉大幅萎縮。影響所及，實質輸出(含商品與服務)自2008年第3季起轉呈負成長，至2009年第1季減幅更擴大為-26.87%，為1974年第2季以來最大降幅(圖2-27)，並導致國外淨需求對經濟成長的貢獻由2007年之4.65個百分點，持續

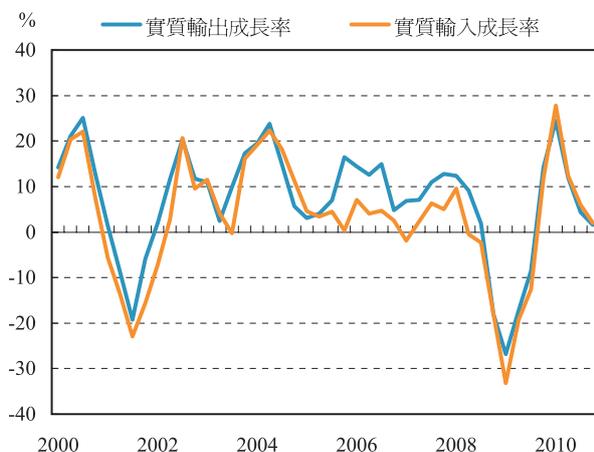
下滑至2009年之1.09個百分點(圖2-28)。

#### (二) 民間消費縮減

受全球股市重挫波及，台灣加權股價指數自2008年5月起亦由高點反轉下挫(圖2-29)，民眾財富大幅縮水，以及同年9月起，失業率持續攀升，且2008年非農業部門經常性薪資幾無成長(圖2-30)等因素影響，大幅削弱民間消費能力，致使商業銷售表現欠佳，尤以批發業銷貨衰退最為嚴重(圖2-31)。我國實質民間消費自2008年第3季起，連續四季呈現負成長，為繼2003第2季因SARS因素導致消費衰退後，再度出現罕見的負成長情況，並導致2008年全年民間消費為負成長0.57%(圖2-32)。

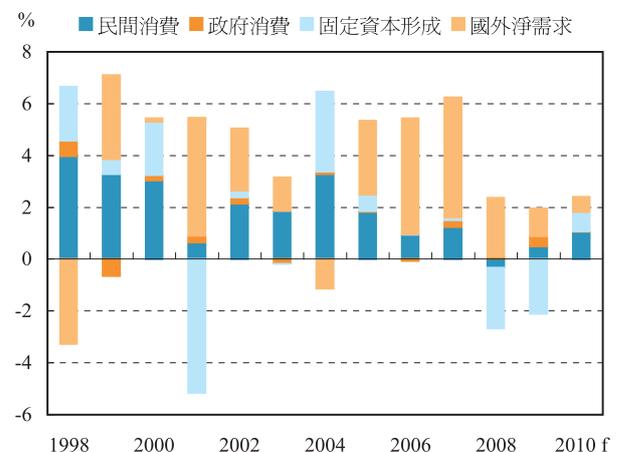
2009年以來，隨台股揚升，市場消費信心恢復，零售業銷貨表現逐漸好轉，第3季民間消費轉呈正成長，惟因失業率居高，回溫力道仍和緩。

圖2-27 實質輸出成長率(YOY)



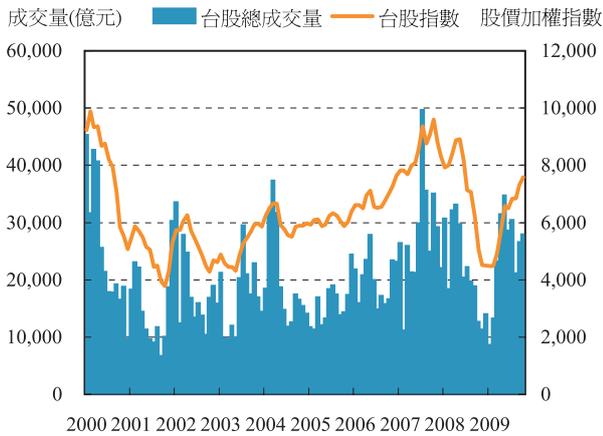
資料來源：行政院主計處總體經濟資料庫。

圖2-28 對經濟成長的貢獻



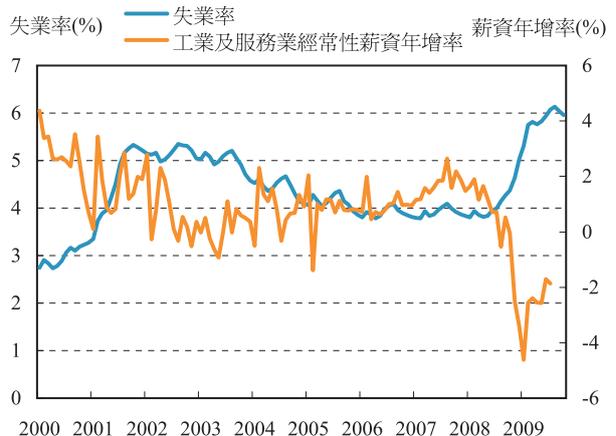
資料來源：行政院主計處總體經濟資料庫。

圖2-29 台灣加權股價指數與總成交量



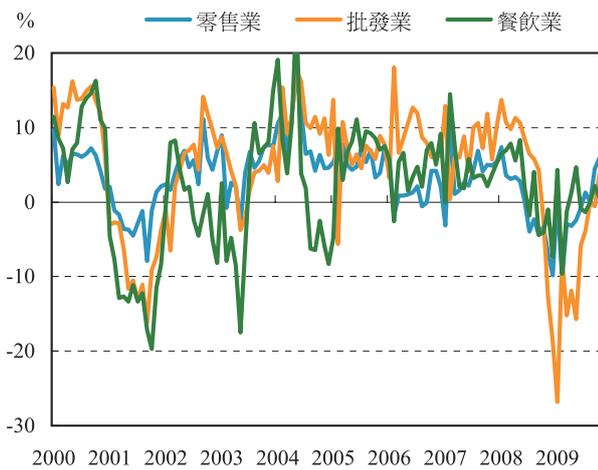
資料來源：中央銀行金融統計月報。

圖2-30 失業率與非農業部門平均薪資



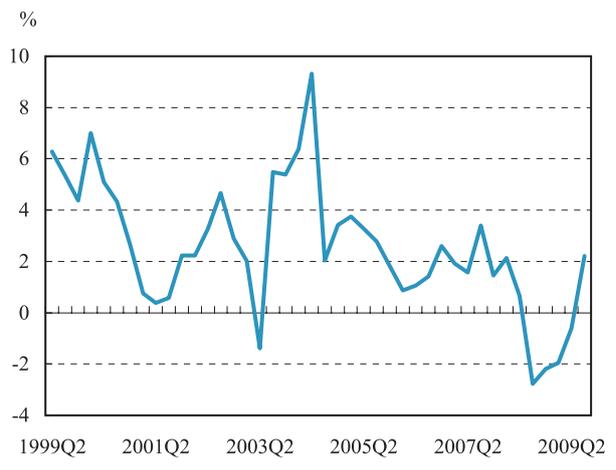
資料來源：行政院主計處總體經濟資料庫。

圖2-31 商業營業額年增率



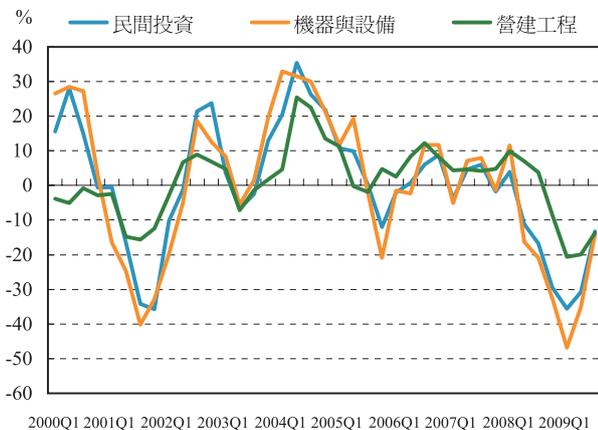
資料來源：經濟部統計處資料庫。

圖2-32 實質民間消費成長率(YOY)



資料來源：行政院主計處總體經濟資料庫。

圖2-33 實質固定資本形成成長率



資料來源：行政院主計處總體經濟資料庫。

圖2-34 消費者物價年增率



資料來源：行政院主計處。

### (三) 民間投資萎縮

金融風暴對我國民間投資的負面衝擊，自2008年第2季開始顯現。2008年第3季以後，由於全球景氣急速反轉直下，廠商產能閒置，加以庫存增加，我國廠商投資意願轉趨保守，致2008年第4季實質民間投資衰退幅度擴大為29.49%，其後連續三季減幅超過二成，因上年比較基期偏低，主計處預測2009年第4季將轉呈正成長8.94%，2010年持續成長6.85%(圖2-33)。

### 二、失業率攀升

隨國內景氣下滑，廠商歇業及業務緊縮，再加上學校畢業生投入尋職行列之季節性因素，失業率持續走高，至2009年8月攀升為6.13%創歷史新高後(圖2-30)，緩降至10月之5.96%，失業人數則達65.3萬餘人。

觀察2008年下半年來的失業原因，多以「因場所歇業或業務緊縮者」為主，因此一原因而失業者於2009年6月達35.5萬人高峰，並創下歷史新高。其後，隨景氣止跌回穩，企業逐漸恢復產能，因場所歇業或業務緊縮失業者逐漸減少，惟初次尋職者之失業人口仍持續擴增，且中高齡失業人口顯著增加，突顯因金融風暴所導致之非志願性失業問題。

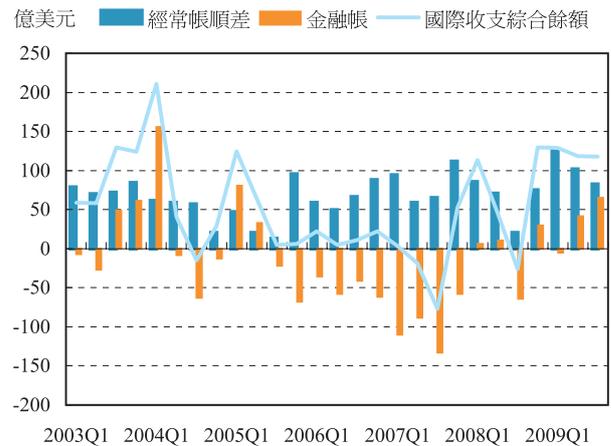
### 三、消費者物價低而穩定

我國消費者物價指數(CPI)年增率走勢(圖2-34)，自2007年9月起CPI年增率均維持3%以上，2008年7月達到5.81%的高點之後，快速下滑，並自2009年2月起年增率轉為負，主要係因國際原物料價格較上年同期下跌，且國內需求不振所致。

### 四、國際收支表現相對強健

我國雖受全球金融危機衝擊而出口嚴重衰退，惟因進口減額大於出口減額，致2008年經常

圖2-35 國際收支餘額



資料來源：中央銀行國際收支統計。

帳仍維持順差251億美元，2009年前3季順差再擴大為331億美元(圖2-35)。

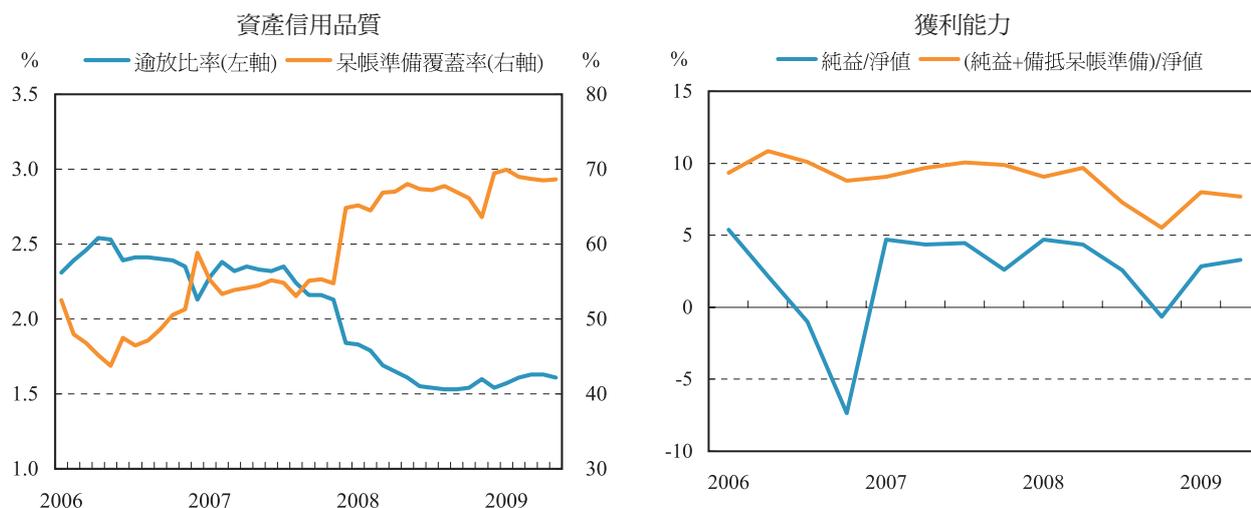
金融帳方面，2008年隨全球金融危機越演越烈，金融帳淨流出銳減為17.5億美元，主因國人贖回海外證券投資，第3季證券投資轉呈淨流入，致全年證券投資金額減少為125億美元，加以其他投資因民間部門收回國外存款而呈淨流入140億美元所致。2009年以來，隨外資匯入與國人匯回持續擴增，金融帳前3季累計淨流入101.4億美元。

由於國際收支餘額持續累增，致使外匯存底持續攀升，至2009年10月底為3,412億美元，對外部位表現相對強健。

### 五、金融機構虧損輕微，財務體質仍良好

由於國內金融機構持有美國次級房貸相關證券化商品及雷曼兄弟等大型金融機構之相關連動債部位較少，與歐美國家銀行之證券投資虧損比較，虧損相對有限，惟因國內金融市場波動擴大，有關投資收入仍受影響，導致本國銀行平均淨值報酬率(稅前純益占淨值比率)由2008年上半年平均4.5%，於2008年第4季轉為負0.67%。其後，隨國內股市好轉，景氣逐漸回穩，2009年又

圖2-36 本國銀行財務狀況



資料來源：中央銀行本國銀行營運績效季報。

恢復穩定獲利(圖2-36)。

此外，2000年以來，本國銀行積極打銷呆帳，並改善其財務體質，加以近年國內房貸利率低，民眾按期還款意願較高，銀行逾放比率持續走低，並持續增提備抵呆帳準備，呆帳準備覆蓋

率持續攀升，且2006年第3季以來，本國銀行平均資本適足率均維持10%，超過法定比率8%，顯示銀行獲利穩定、資產品質改善、資本適足，整體財務體質良好。

## 陸、結論與啟示

這場1930年代以來最嚴重的金融危機，已撼動全球金融版圖，並對全球實質經濟造成重大衝擊，多數國家面臨金融市場動盪加劇，經濟嚴重衰退，失業人口快速增加，通貨緊縮，與財政赤字惡化等問題，主要先進國家更須解決問題銀行累增之挑戰。2009年下半年來，各國景氣雖漸露回穩曙光，惟仍面臨高失業率與銀行信用緊縮之挑戰，何時才能恢復經濟成長動能，仍待密切觀察。

本次金融風暴，對於我國的金融體系雖未造成太大的負面衝擊，除了歸因於我國的金融機構體質尚稱健全，資本適足性頗高，再加上我國金融業所持有的房貸擔保相關證券相對較少之外，

在危機甫擴大之際，央行與政府相關部門及時採取寬鬆貨幣政策，並輔以其他穩定金融市場措施，均有助防止危機在國內擴散。

此次金融危機的根源-美國次級房貸問題的產生，與金融機構本身、金融監理當局、以及其他政府部門對於風險的低估有極大關係，對衍生性金融商品的監理不足與金融全球化的發展趨勢，更使得此波危機擴散到全球。因此，未來對類似危機之防範，不論民間或政府，均必須提高風險意識，特別是當經濟景氣正處於榮景、資產價格長期走多時，更應「居高思危」。

同時，這次危機所顯現的市場流動性緊縮現象，更突顯金融機構須保持充足流動性的重要

性。目前全球各國均將銀行規範的重點放在資本適足性，相形之下，對於流動性管理並未給予足夠的重視。記取此次危機的教訓，各國金融監理機關與國際組織，宜將加強銀行流動性管理列為當前金融改革之重要方向。另針對金融市場波動加劇現象，更須加強與落實金融機構風險管理，並改善其財務體質，以提高其應變能力。

此外，這波危機對主要先進國家的國內消費產生嚴重負面衝擊，導致許多出口導向國家遭受重創，經濟成長明顯下滑。未來我國宜思考如何改善或調整出口導向之經濟發展策略，並發展以內需或服務業導向之產業，如觀光、精緻農業、文化創意、數位遊戲或醫療照護等新興產業，使國內產業的發展更加多元化。

另就貨幣政策而言，此波危機係因房地產市場價格泡沫破滅所引爆，使得一個長久以來的爭

議重新浮上檯面，亦即中央銀行應在該等資產泡沫破滅後收拾殘局；亦或應在適當時機，採行必要措施阻止泡沫的過度膨脹？此次危機之前，主要國家央行普遍多支持前者論調，經過這次慘痛教訓後，主張應適時抑制泡沫的看法，已凝聚越來越多的共識。

另一個與中央銀行職掌有關的議題，就是外匯準備的管理。長久以來，各國外匯存底多以美元計價之資產為主。此次金融風暴後，由於英、美兩國央行資產負債表快速膨脹，財政赤字顯著惡化，引發市場擔心美元與英鎊走貶之疑慮，進而提出有關國際儲備貨幣之議題。未來各國貨幣當局在進行外匯準備的資產配置時，宜審思針對各主要幣別之未來走勢，調整資產配置比重的機制。

## 附註

- (註1) 房價與總體經濟具有雙向關係，即房價上漲時，可產生提升總體經濟需求之正向反饋效果；反之，房價下跌時，將導致總體經濟需求萎縮之負向反饋效果。
- (註2) 房屋淨值抵押貸款(美國稱為home equity reverse mortgage或home-equity lines of credits《HELOCs》，英國則稱為housing equity withdrawal《HEW》)，係指即按借款人之住宅市值，扣除相關房貸本金後之房屋淨值(home equity)，作為新增貸款額度的抵押擔保品。若房價上漲，民眾即能動用住宅淨值抵押貸款額度內資金，用以支付家庭消費所需。
- (註3) 波動率，以20天移動平均之日變動標準差計算。
- (註4) 包含由Ginnie Mae、Freddie Mae與Fannie Mac等政府贊助機構(GSEs)發行之MBS，以及其他民間發行之MBS。
- (註5) 例如，美國Fed發布之「高階授信主管貸款意願調查(Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices)」，歐洲央行發布之「歐元區銀行放款調查(The Euro Area Bank Lending Survey)」，英格蘭銀行發布之「銀行信用情勢調查(Credit Conditions Survey)」，日本銀行發布之「銀行放款調查(Bank Lending Survey)」等。
- (註6) 全球GDP係依購買力加權計算。

## 參考文獻

- 中央銀行(2009),「全球金融危機之發展與展望」,中央銀行金融穩定報告第三期第貳章,5月。
- 徐千婷(2009),「美國次級房貸風暴與全球金融危機的發展、衝擊、與政策因應」,財團法人俞國華文教基金會獎助出國專題研究報告書,3月。
- 彭德明、黃富櫻、蔡曜如(2009),「美國次級房貸問題與金融改革方向探討」,中央銀行國際金融參考資料第57輯,6月。
- 蔡曜如(2009),「因應當前全球金融危機之對策暨其政策挑戰」,中央銀行國際金融參考資料第58輯,12月。
- Bank for International Settlements (2009),“Rescue, Recovery, Reform,” BIS 79th Annual Report, June.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2009),“Monetary Policy Report to the Congress,” July 21.
- International Monetary Fund (2008),“Assessing Risks to Global Financial Stability,” Global Financial Stability Report, Chapter 1, October.
- International Monetary Fund (2009a),“Global Prospects and Policies,” World Economic Outlook, Chapter 1, April.
- International Monetary Fund (2009b),“Global Prospects and Policies,” World Economic Outlook, Chapter 1, October.
- International Monetary Fund (2009c),“Country and Regional Perspectives,” IMF, World Economic Outlook, Chapter 2, October.
- International Monetary Fund (2009d),“From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?” Global Financial Stability Report, Chapter 3, April.
- International Monetary Fund (2009e),“The Road to Recovery,” IMF, Global Financial Stability Report, Chapter 1, October.
- International Monetary Fund (2009f),“Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls,” IMF, Global Financial Stability Report, Chapter 2, October.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2009),“Beyond the Crisis: Medium-term Challenges Relating to Potential Output, Unemployment and Fiscal Positions,” OECD Economic Outlook 85, June.

(本文完稿於民國98年12月,作者蔡曜如為中央銀行經濟研究處一等專員。)