

六、美國投資銀行雷曼兄弟(Lehman Brothers)破產 10 週年之回顧與展望

2007 年美國次級房貸風暴(次貸風暴)擴大成為 2008 年全球金融危機，重創各國金融體系與實體經濟。本行曾於民國 99 年 3 月出版「[全球金融危機專輯\(增訂版\)](#)」¹，整理當時各界對全球金融危機的檢討文獻，並依序介紹危機之起因與影響、歐美國家之因應措施與金融改革，以及當時主流總體經濟理論與國際貨幣制度所存在的問題。

本(2018)年 9 月 15 日，適逢美國投資銀行雷曼兄弟(Lehman Brothers)申請破產滿 10 週年，本文從 2008 年雷曼兄弟申請破產事件切入，簡述美國次貸風暴如何引發後續全球政經重大變化，以及各國陸續推出之金融管制改革與救市措施(含貨幣政策及財政政策)，並扼要探討此次全球金融危機後尚待解決之問題與衍生的新挑戰。

(一)美國次貸風暴引發全球金融危機，造成後續全球政經重大變化(圖 1)²

美國次貸風暴於 2008 年雷曼兄弟申請破產後擴大為全球金融危機，致全球經濟陷入嚴重衰退，進而引發後續歐債危機、日本推行安倍經濟學、以及中國大陸實施再平衡政策等全球政經重大變化。

1. 美國經濟受到次貸風暴重創，當局以擴張性財政政策與非傳統寬鬆貨幣政策因應，卻留下後遺症

(1)美國前總統歐巴馬曾表示，[監理不當](#)、[人性貪婪](#)與[產品複雜](#)終釀成美國次貸風暴³；為此，美國全民付出高達 **14 兆美元 GDP 流失**之代價⁴，且失業率更於 2009 年 10 月攀至 10%，創 1982 年 11 月以來高點。

(2)次貸風暴導致美國陷入[經濟大衰退\(Great Recession\)](#)，迫使聯邦政府擴大支出振興經濟，也埋下 **2013 年初財政懸**

¹ 全書內容分為五篇，第一篇為「金融危機之起因與影響」，第二篇為「歐美國家之因應措施」，第三篇為「金融改革」，第四篇為「重要議題探討」，第五篇為「當代總體經濟理論及國際貨幣制度之檢討」，共 314 頁，可於本行官網下載(<https://www.cbc.gov.tw/content.asp?mp=1&CuItem=36396>)。

² 重大事件的發生時點，以及重大政策回應，請參考圖 1「2008~2018 年全球重大政經事件與政策回應」。

³ 引述自《華爾街日報》2009 年 6 月 18 日報導。

⁴ Luttrell, David et al. (2013), "Assessing the Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis and Its Aftermath," *Dallas Fed Economic Letter*, Sep.

崖(Fiscal Cliff)與當年 10 月聯邦政府暫時停擺之惡因。

- (3)同期間 Fed 因政策利率降至接近**零利率底限(Zero Lower Bound)**，故採行**量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)**與**前瞻指引(Forward Guidance)**等非傳統貨幣政策，欲藉由扭轉市場預期與推升資產價格，挹注經濟動能。
- (4)惟**2013 年 5 月的縮減恐慌(Taper Tantrum)**與 2015 年底後的**貨幣政策正常化(Monetary Policy Normalization)**反成為當前全球經濟金融的最大不確定性因素之一。

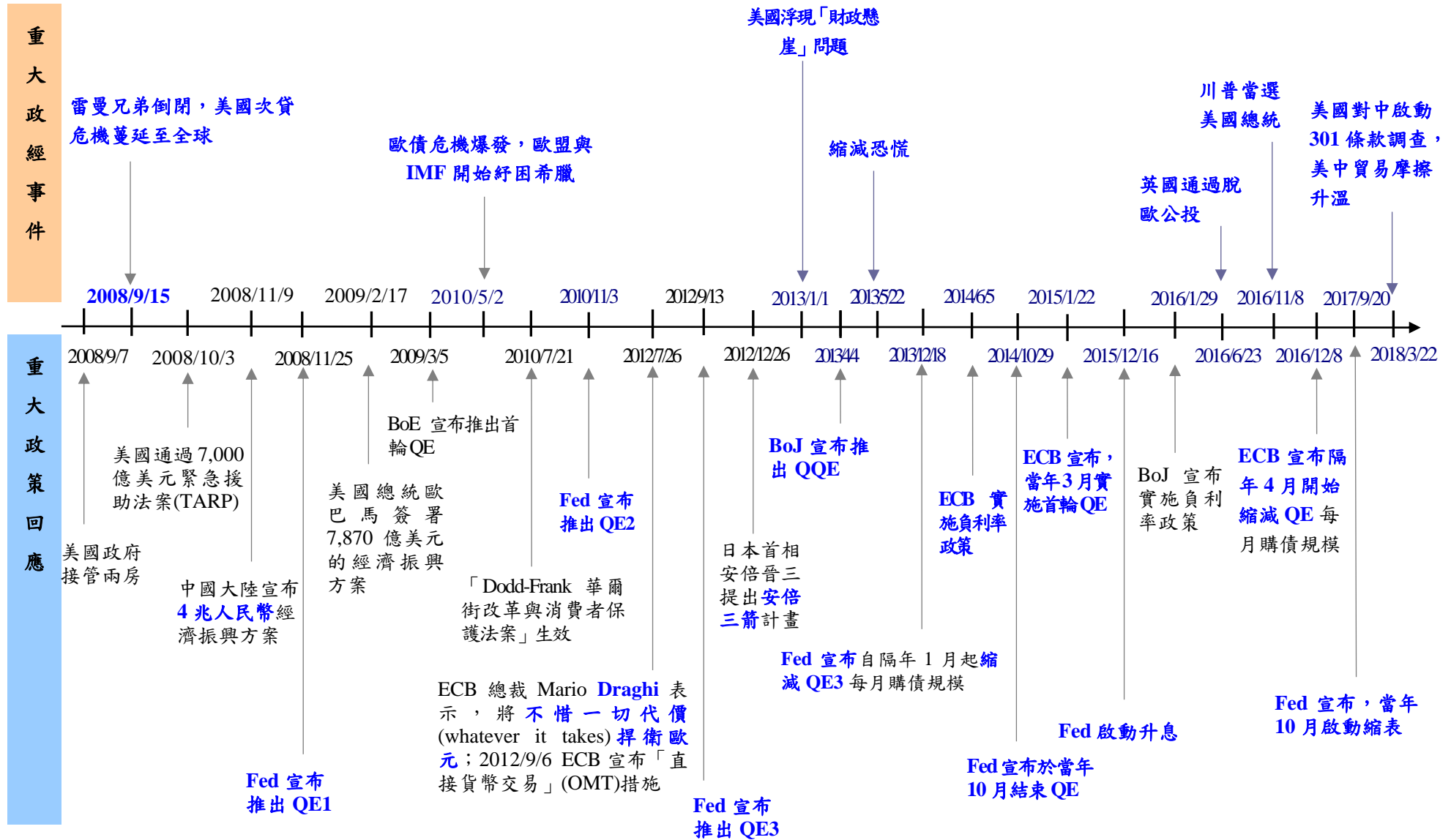
2. 美國次貸風暴擴大成全球金融危機，各國雖對財政政策立場不同，惟均採行寬鬆貨幣政策，但成效多不如預期

- (1)美國經濟金融坐處世界核心地位，當地次貸問題失控導致雷曼兄弟等金融機構倒閉，隨即演變成**全球系統風險(systemic risk)**，傳染效應形成**景氣循環與金融循環加乘之全球性衰退**，衍生後續各地金融危機。
- (2)**2010 年歐債危機**即因歐元區邊陲國家過度舉債刺激經濟，致該區域主權債信惡化。對此，德國等恪遵財政紀律會員國**不願採財政聯盟**一途，**力主樽節措施**，然而因景氣復甦緩慢，**2014 年歐洲央行(ECB)遂採負利率政策(negative interest rate policy)**，**隔年再實施量化寬鬆**。
- (3)美國次貸風暴亦造成避險貨幣**日圓大幅升值**，使日本通縮困境更加嚴峻，間接促成**2012 年底日本首相安倍晉三**推出財政、貨幣與結構改革等政策三箭，外界稱其為**安倍經濟學(Abenomics)**。
- (4)中國大陸則為舒緩該風暴衝擊，**2008 年底推出 4 兆人民幣信貸**振興經濟，卻出現債台高築與金融泡沫等副作用，以致**2012 年起當局須執行「再平衡」、「去槓桿」等政策**，但因成效有限，終究無法防範**2015 年陸股大跌與人民幣重貶**，至今當地經濟金融情勢尚未完全回穩。

3. 回顧過去 10 年，各界反思全球金融危機之肇因是否獲得妥善處理，且此段時期之政策因應亦衍生新的挑戰

- (1) 金融監管制度未能與金融自由化及金融創新並進發展，是引發美國次貸風暴之關鍵因素，惟在雷曼兄弟破產滿 10 週年的今日，**全球整體債務水準有增無減，影子銀行業務(shadow banking)持續擴張，大型金融機構大到不能倒(too big to fail)問題並未消失。**
- (2) 當時金融監理失責迫使先進經濟體採行非傳統貨幣政策，向市場挹注大量且低廉的流動性，儘管資產價格快速回升且屢創新高，背後卻隱含安全性資產收益率大減，投資人僅能**增持高風險標的換取較高收益率(searching for yield)之無奈。**
- (3) 資產價格飆升同時也**激化貧富差距擴大之衝突，助長民粹主義崛起。2016 年英國通過脫歐公投、美國總統候選人川普高舉「美國優先」旗幟入主白宮，以及接續的疑歐派勢力在歐盟各國壯大等，皆是一般民眾心聲的投射。**
- (4) 此段時期大型經濟體實施非傳統貨幣政策亦產生**以鄰為壑的外溢效果，不僅變相鼓勵舉債融資，跨境資本頻繁移動亦加劇匯率波動，其中新興市場經濟體受害尤深。**
- (5) 全球金融危機後，主管機關重新審視金融產業之角色與監理，間接促使**金融科技(FinTech)快速發展，惟因目前對其採較低度監管，稍有不慎恐不利金融穩定，另未來當新技術被廣泛使用，或將對總體經濟運作產生重大影響。**

圖 1 2008~2018 年全球重大政經事件與政策回應*



*: BoE 及 BoJ 分別代表英國央行及日本央行之英文縮寫

資料來源：主要經濟體官網及媒體報導彙整

(二)為避免類似金融危機再度發生，國際間推行多項金融管制改革

20 國集團(G20)於 2008 年全球金融危機爆發後，為強化全球金融體系因應危機能力，要求國際金融組織修訂多項國際監理規範，此外，美、英、歐盟等主要經濟體亦同步進行大幅度金融管制改革。

1. 國際金融組織增修多項國際監理規範，以強化全球金融體系因應危機能力

2008 年 11 月 G20 高峰會提出一套金融管制改革計畫，之後主要國際金融組織依據前述計畫，就**強化金融機構韌性、終結太大不能倒、建立更安全的衍生性金融商品市場及加強影子銀行管理**等四大改革方向，陸續增修多項國際金融監理規範，並透過定期評鑑以督促各國遵循。

2. 美、英、歐盟等主要經濟體亦同步進行金融監理體制之大幅改革

(1)美國：2010 年 7 月通過「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法」(簡稱 **Dodd-Frank 法**)，改革重點包括加強**系統風險監控**、改善**大型金融機構監理**、強化**消費者保護**及嚴格**管理衍生性金融商品**等。

(2)英國：自 2009 年起修訂多項法令，重整金融監理架構，大幅**擴增英國央行(BoE)監理職權**，並要求英國大型銀行**分拆零售業務與投資銀行業務**以隔離風險，以及建立永久性之**問題金融機構清理機制**。

(3)歐盟：為改善歐洲地區跨國監理及系統風險監控問題，進行大幅監理改革，包括設立專責委員會監控**系統風險**，建立**單一監理與清理機制**，並實施 EMIR⁵、MiFID II⁶法規以加強金融市場管理及投資人保護。

⁵ EMIR 英文全名為 European Market Infrastructure Regulation。歐盟於 2012 年開始執行 EMIR，旨在強化對店頭市場衍生性商品、集中結算機構(CCP)及交易資料庫(TR)之監管。

⁶ 英文全名為 Markets in Financial Instruments Directive II，歐盟於 2014 年通過 MiFID II 且自本年起實施。

(三)因應全球金融危機，先進經濟體採行非傳統貨幣政策，惟外溢效果不利他國金融市場穩定

1. 先進經濟體陸續採行非傳統貨幣政策，惟歐元區財政政策步調與美日互異

(1)美國迅速採行非傳統寬鬆貨幣政策，並搭配擴張性財政政策

- 2007 年次貸危機爆發後，Fed 立即採取降息與擴大融通銀行等傳統貨幣政策救市，惟因受制於零利率底限，遂於 2008 年 11 月宣布啟動 QE，截至 2014 年 10 月底，Fed 共執行 **3 輪 QE**，合計買進約 **3.96 兆美元** 資產。
- 美國財政部分別於 2008 年與 2009 年通過紓困金融業與擴張性財政政策相關法案，合計投入約 **1.65 兆美元**⁷，以穩定經濟與金融市場。

(2)歐債危機爆發後，歐元區實施財政撙節措施，惟 ECB 較晚採行 QE

- 2007 年次貸風暴造成全球經濟衰退，歐元區邊陲國家因過度舉債刺激經濟，致其財政狀況急速惡化，遂於 **2010 年引爆歐債危機**。之後歐元區一度採行財政撙節措施，直到 2014 年為振興各國經濟成長才放寬撙節措施。
- 由於前述財政撙節措施實施後，許多歐元區國家陷入經濟衰退危機，ECB 為提振通膨與協助經濟復甦而採行寬鬆貨幣政策，並先後於 2014 年 6 月與 2015 年 1 月宣布實施**負利率**與 **QE** 等非傳統貨幣政策，迄今因實施 QE 共買入約 **2.5 兆歐元** 資產。

(3)日本短暫受惠於安倍經濟學之景氣振興措施，惟長期成效尚待觀察

- 2012 年 12 月日本首相安倍晉三為振興經濟提出「安倍三箭」計畫：**寬鬆貨幣政策**、**擴大財政支出**與**經濟結構改革**；日本央行(BoJ)遂於 2013 年 4 月與 2016 年 1 月分別實施**量質兼備寬鬆(QQE)**與**負利率**等非傳統貨幣政策。
- 上述政策實施後曾帶動**日股上揚**、**日圓貶值**，惟有**扭曲金融市場正常運作之虞**⁸，且長期而言，對提振日本經

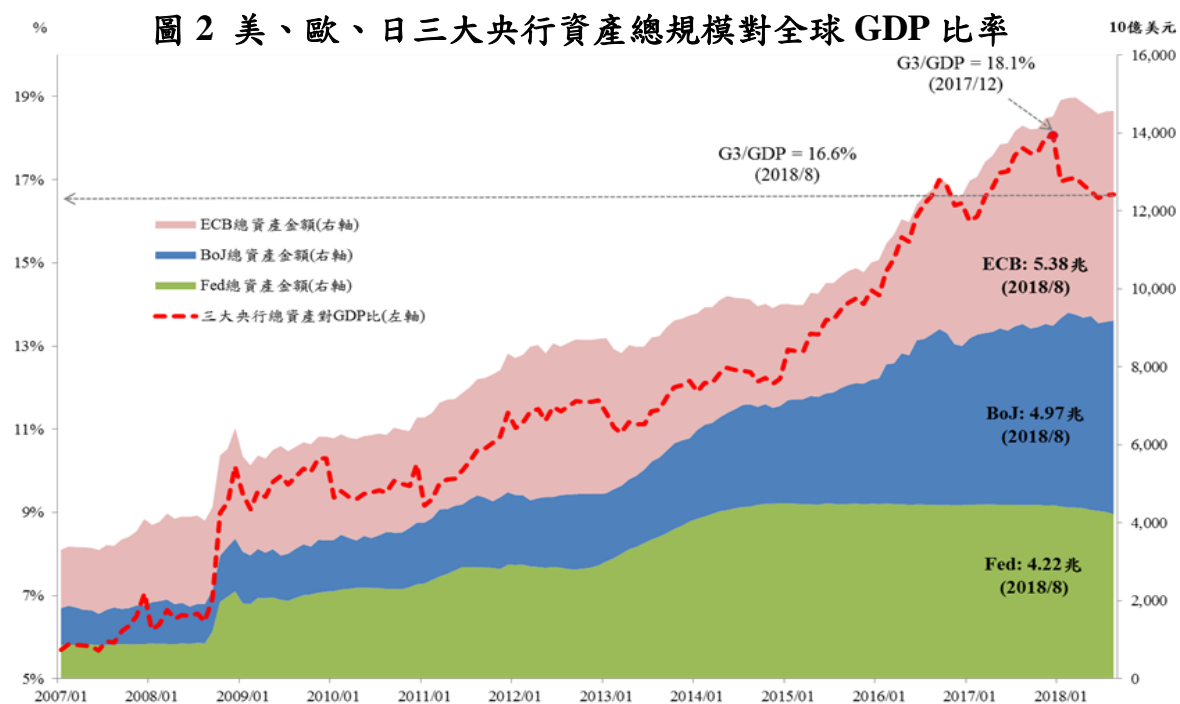
⁷ 包含 2008 年 10 月通過 **8,500 億美元** 的「穩定經濟緊急法」(Emergency Economic Stabilization Act, **EESA**)及合計近 **8,000 億美元** 的「**2009 年美國復甦與再投資法**」與「**擴大公共事務法**」。

⁸ 例如，截至本年 8 月底 BoJ 持有日本公債占其整體流通在外比率約 **47.9%**，似有排擠其他民間部門(如退休基金)持有日本公債之現象。

濟效果仍有待觀察。

(4)先進經濟體實施非傳統貨幣政策挹注市場流動性，彼等央行資產規模伴隨大幅膨脹

—主要央行實施 QE 讓自身資產負債表規模大幅擴增；美、歐、日三大央行資產總規模對全球 GDP 比率，自 2007 年 1 月的 5.68%，攀升至上(2017)年 12 月的 18.1% 最高點，此後雖緩步下滑(本年 8 月為 16.6%)，惟仍維持在歷史相對高水準(圖 2)。



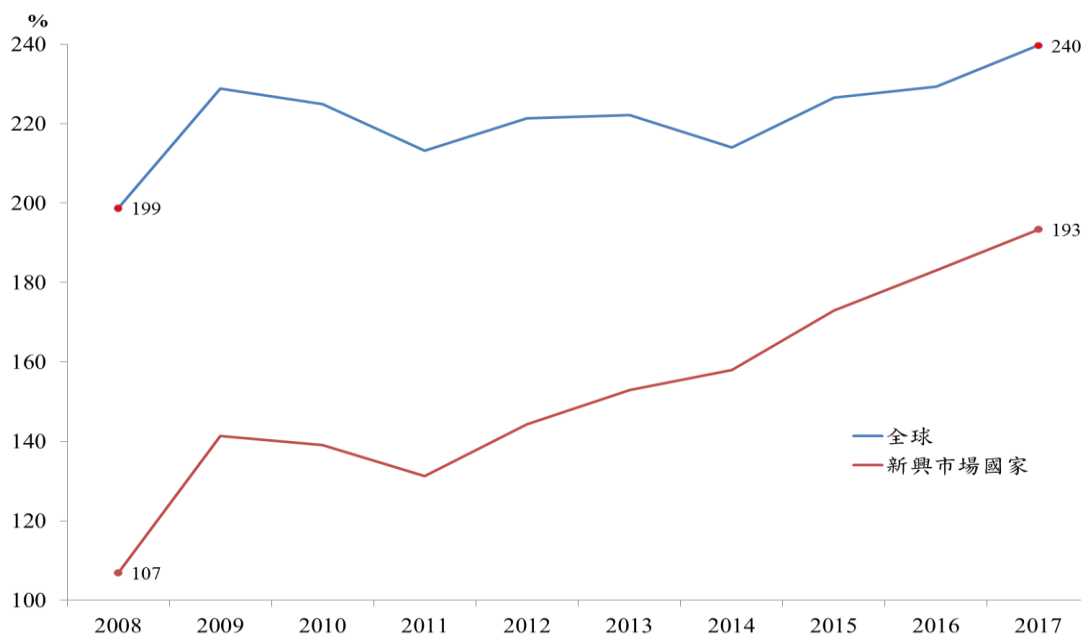
資料來源：Bloomberg

2. 大規模非傳統貨幣政策創造大量市場流動性，透過國際金融管道流竄各地，衝擊其他經濟體之金融穩定

(1)全球債務比率持續攀升，尤以新興市場債務增速最為明顯

- 2008 年至上年，**全球整體非金融部門信用總額**(含政府、家計單位與非金融企業)由 115 兆美元**增加 59 兆美元**至 174 兆美元，**新興市場經濟體**則由 18 兆美元**增加 36 兆美元**至 54 兆美元(此期間新興市場信用增額占全球信用增額比達 **61%=36 兆美元/59 兆美元**)。
- 另**全球整體非金融部門信用總額對 GDP 比率**則由 2008 年的 199% 升至**上年的 240%**，**增幅達 41 個百分點**，其中**新興市場經濟體增幅更高達 86 個百分點**(圖 3)。

圖 3 全球與新興市場之非金融部門信用總額對 GDP 比率

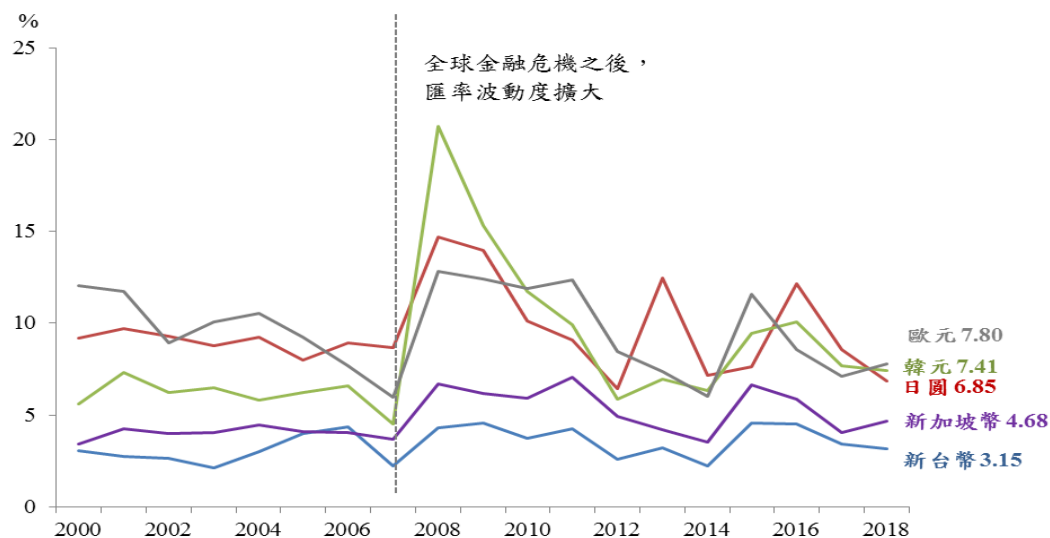


資料來源：BIS(統計 44 個國家)

(2) 跨境資本快速移動，匯率波動度增加

- 倫敦商學院教授 H el ene Rey 表示⁹，美國等位居國際貨幣體系核心國家的貨幣政策，會驅動全球各地資本移動、銀行槓桿程度、信用創造及資產價格，為影響全球金融循環的重要因素之一。
- 本年 4 月美國財政部匯率政策報告¹⁰指出，全球金融危機期間跨境資本移動波動度明顯提高，即便目前情勢相對金融危機時和緩，部分經濟體之跨境資本移動波動度仍大。
- 另圖 4 顯示，主要貨幣對美元匯率之波動度多較金融危機前水準增加，特別是部分新興市場經濟體貨幣對美元匯率波動度更為明顯。

圖 4 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度*



*：各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)。波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。2018 年平均波動度係該年 1/2~9/21 日資料平均。

資料來源：Bloomberg

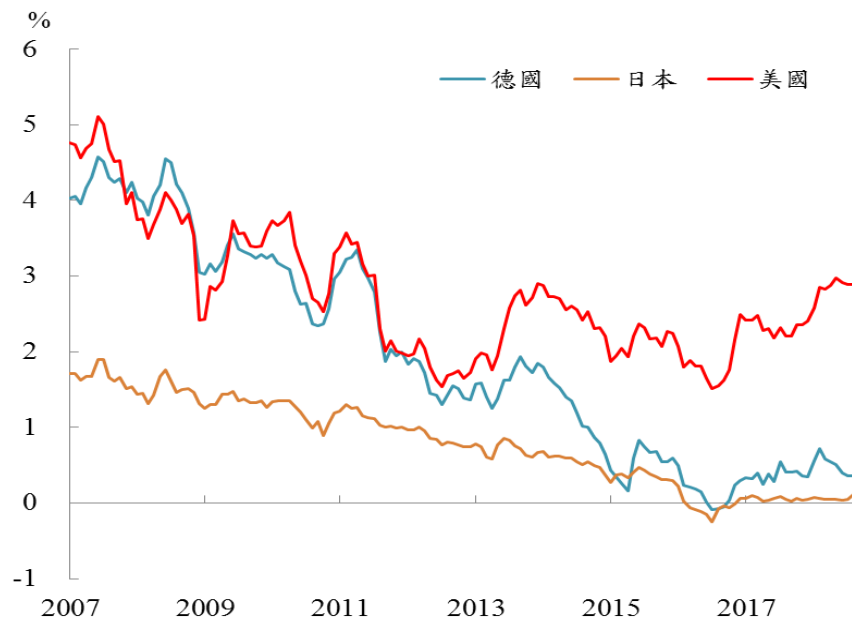
⁹ Central Banking (2018), "Adrian and Rey: Macro-Prudential Tools Needed to Resist 'Bad Booms'," May 11; Adrian, Tobias and H el ene Rey (2018), "Challenges for Monetary Policy from Global Financial Cycles," Panel Discussion at Swiss National Bank, Zurich, May 8

¹⁰ The Department of the Treasury (2018), "Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States," U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs, Apr.

(3) 安全性資產收益率下滑，投資人被迫增持高風險標的，以獲取較高收益率

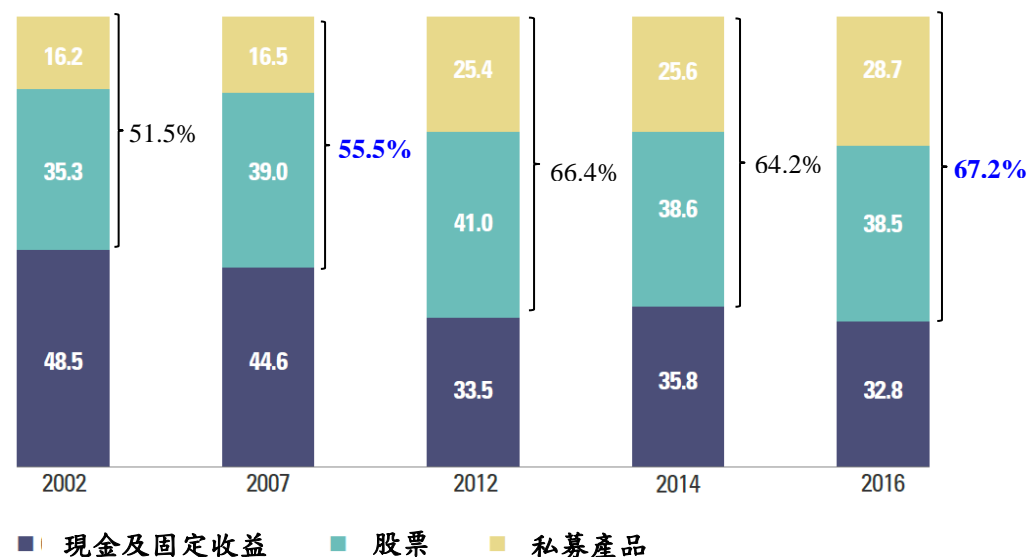
- 非傳統貨幣政策讓金融市場充斥流動性，壓低安全性資產收益率(圖 5)，迫使握有鉅額資金的主權財富基金、保險公司、退休基金等**長期投資機構為維持穩定收益，須從其他資產類別中尋找較高收益率之標的。**
- 以全球主權財富基金為例，其對股票與私募產品等高收益(風險)之資產配置，由 2007 年的**55.5%增加 11.7 個百分點至 2016 年的 67.2%**(圖 6)。
- 在投資人以增持高風險標的以獲取較高收益率的情況下，不僅**投資人所面臨的跌價損失風險上揚**，此亦**危及全球金融體系之穩定性。**

圖 5 美、日、德 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg、美國財政部

圖 6 2002 至 2016 年全球主權財富基金資產配置變化



資料來源：State Street Global Advisors

(四)雷曼兄弟破產滿 10 週年後，懸而未決之問題與衍生的新挑戰

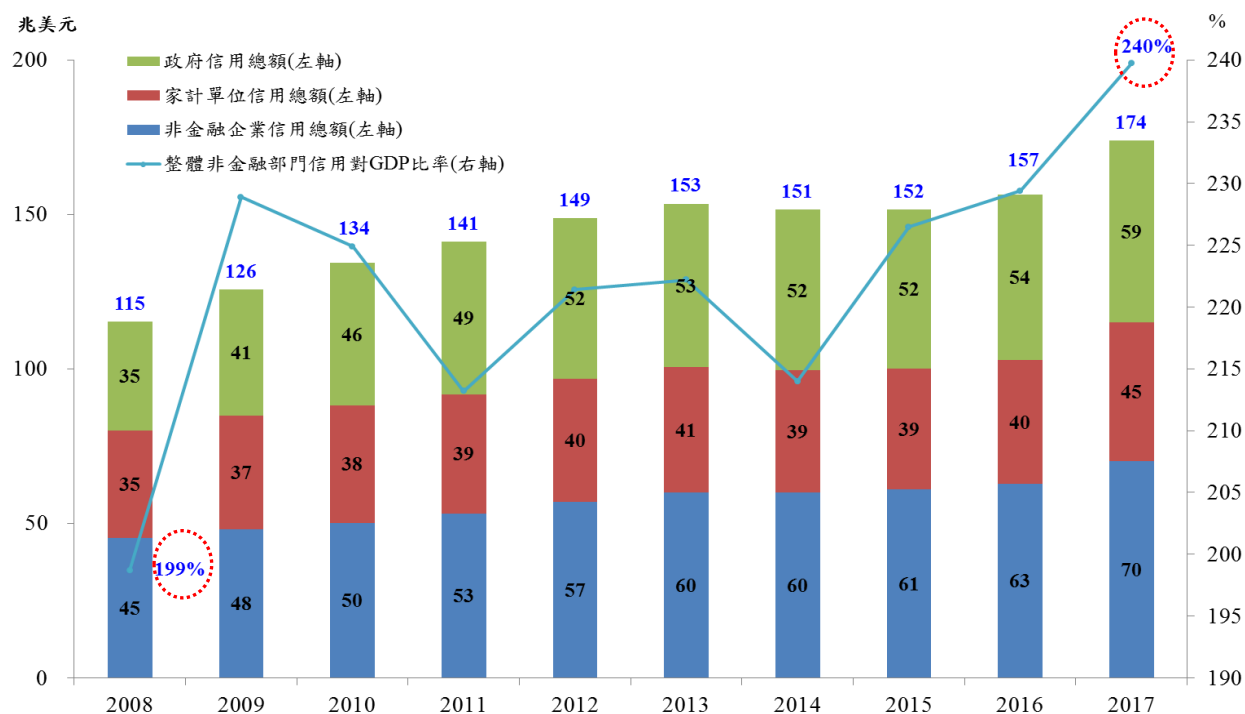
1. 雷曼兄弟破產滿 10 週年後懸而未決之問題

針對全球金融危機成因，目前仍有數項問題未獲妥善處理，主要有：**(1)全球整體債務風險並未明顯下降；(2)影子銀行業務持續成長；及(3)大型金融機構大到不能倒問題似乎仍然存在。**

(1)家計部門舉債速度放緩，惟政府與企業負債大幅增加，致整體債務風險並未顯著降低

—2008 年至上年，**全球整體非金融部門信用總額**成長至 **174 兆美元**，增加 **59 兆美元**(圖 7)，致該信用總額對 **GDP 比率**在前述期間增加達 **41 個百分點**(其中政府與企業部門分別貢獻 **20 與 18 個百分點**)。

圖 7 全球政府、家計單位與非金融企業信用總額對 GDP 比率

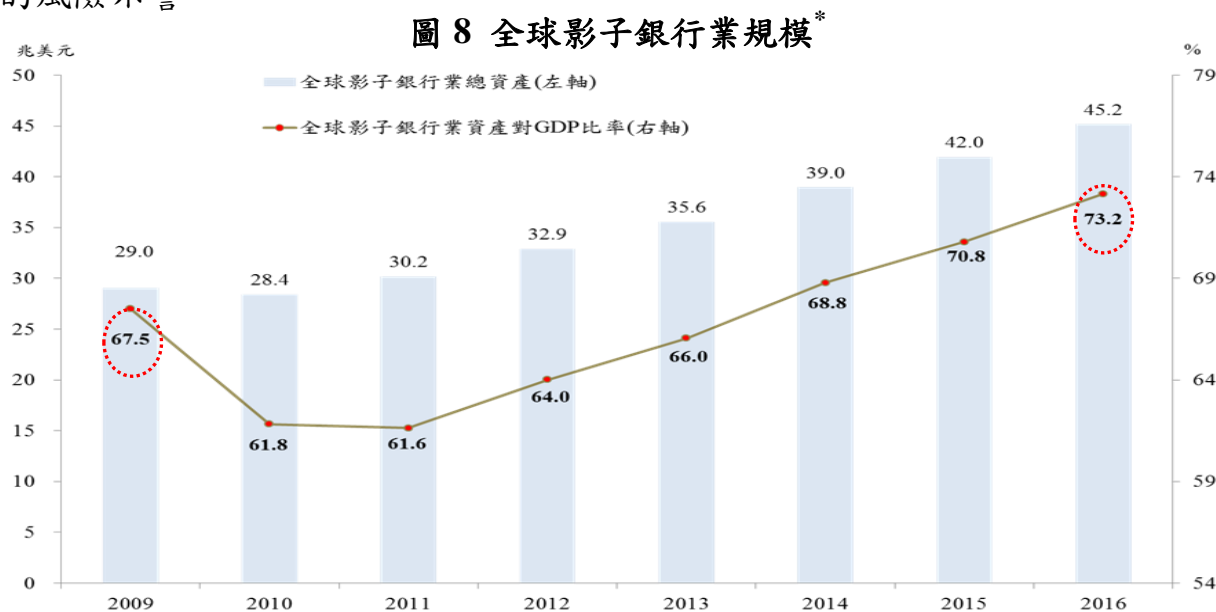


資料來源：BIS(統計 44 個國家)

(2) 影子銀行業務持續成長，大幅超越全球金融危機前的水準

— 據金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)統計，全球影子銀行業總資產已由 2009 年的 29 兆美元成長至 **2016 年的 45.2 兆美元**，其對 GDP 比率亦由 2009 年的 67.5% 升至 **2016 年的 73.2%**(圖 8)。

— 本年 9 月 13 日 ECB 總裁 Mario Draghi 曾於政策會議後記者會指出¹¹，儘管當前銀行體系較 10 年前金融危機時更堅韌，惟**許多金融業務已經轉往非金融機構(亦即影子銀行)**，因此該行下一步將使影子銀行業務受到相同有效的監管力道。此外，紐約大學教授 Nouriel Roubini 及 IMF 前首席經濟學家、印度央行前總裁 Raghuram Rajan，日前亦對影子銀行的風險示警¹²。



*：FSB 以活動別統計影子銀行規模，步驟如下：(1)廣泛地納入保險公司、退休基金等非銀行金融中介機構 (Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation, MUNFI)；(2)剔除沒有進行信用中介或沒有造成金融穩定風險、已納入銀行集團並接受銀行相關監管規定等機構；以及(3)剔除統計誤差。

資料來源：FSB (統計 **29 個經濟體**，約占全球 GDP 之 **80%**)

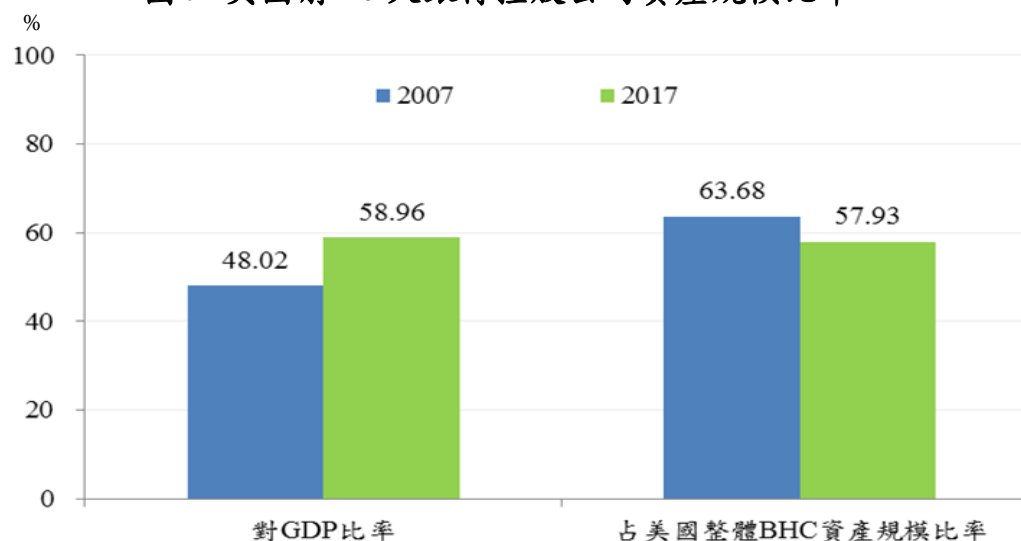
11 Draghi, Mario (2018), “Introductory Statement,” *ECB: Press Conferences*, Sep. 13.

12 Goodman, David and Rafaela Lindeberg (2018), “Crises Past and Future Occupy World’s Greatest Economic Minds,” *Bloomberg*, May 29; Antetomaso, Angela, Brunello Rosa and Nouriel Roubini (2018), “Ten Years After the Global Financial Crisis: Causes, Outcomes, Lessons Learn,” the Economic and Social Research Council, SRC Special Paper No 15, Sep.

(3)大型金融機構資產規模更加膨脹，大到不能倒問題似仍存在

- 上年7月金融穩定委員會呼籲 G20 會員國應**合力強化全球系統性重要銀行**(global systemically important banks, **G-SIBs**)的**金融監理**，例如**加強內部紓困(bail-in)機制**、**強化清算計畫(resolution plan)**等，以**終結大到不能倒的問題**¹³。
- 以美國為例，美國前 10 大銀行控股公司(Bank Holding Companies, **BHC**)資產規模對美國 GDP 比率由**2007 年的 48.02% 升至上年的 58.96%**，增加**10.94 個百分點**(圖 9)。
- 另上年美國前 10 大 BHC 資產規模占美國整體 BHC 資產規模比率仍高達**57.93%**(**2007 年為 63.68%**)，顯示雷曼兄弟破產迄今，**當美國大型金融機構倒閉時，恐造成系統風險之問題似未獲得改善**。

圖 9 美國前 10 大銀行控股公司資產規模比率*



*：美國前 10 大 BHC 係依據 Fed 編製美國 BHC Peer1 資產規模前 10 大 BHC，計算前述 10 家 BHC 總資產規模對美國名目 GDP 及占美國整體 BHC 總資產規模之比率。

資料來源：Federal Reserve System, U.S. Bureau of Economic Analysis

¹³ Binham, Carolin (2017), “Financial Stability Board Calls for Further Action to End ‘Too Big To Fail’,” *Financial Times*, Jul. 6.

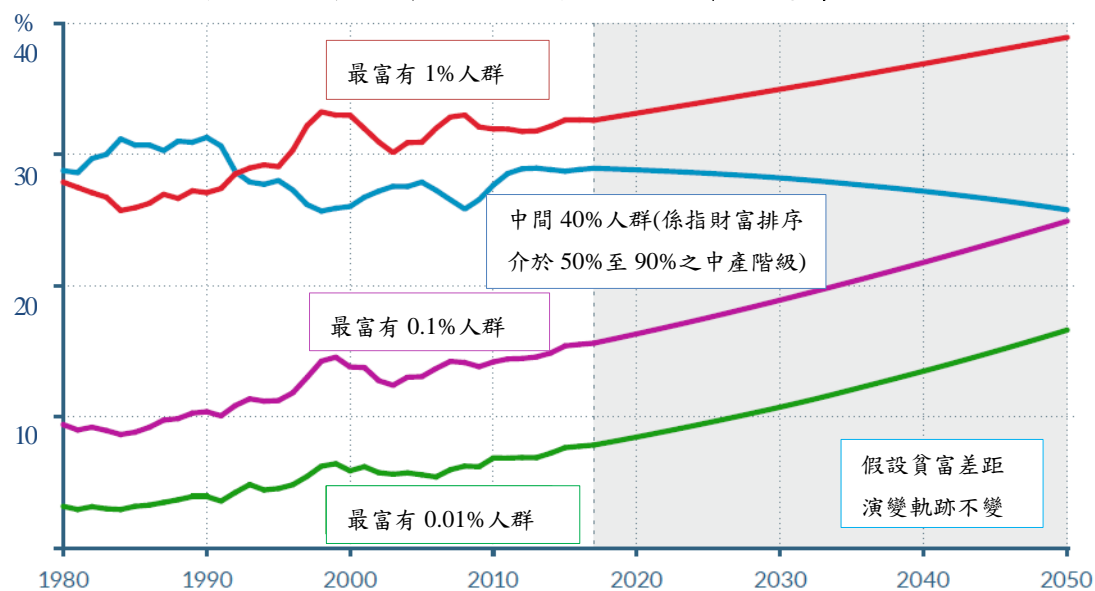
2. 雷曼兄弟破產滿 10 週年後衍生的新挑戰

因應全球金融危機之衝擊，各國所推出的相關政策亦衍生新的挑戰，主要有：**(1)所得分配不均惡化，致民粹主義崛起，全球貿易秩序受到挑戰**；**(2)美國回頭鬆綁金融法規，引發各界對金融危機再現之擔憂**；**(3)金融科技發展所伴隨之金融穩定風險及對總體經濟的影響**；**(4)非傳統貨幣政策未來可能成為常態性政策工具，且恐面臨工具用罄的窘境**；及**(5)先進經濟體貨幣政策正常化不利部分體質脆弱之新興市場經濟體**。

(1)非傳統寬鬆貨幣政策推升資產價格，惡化所得分配不均現象，助長民粹主義崛起，全球貿易秩序受到挑戰

—全球貧富差距更加擴大：據統計，全球**最富有 1% 人群**占有之財富份額從 1980 年的 28% 升至 2016 年的 33%，若貧富差距依此趨勢發展，2050 年全球最富有 1% 人群占有之財富份額將**擴大至接近 40%**¹⁴(圖 10)。

圖 10 全球財富差距預測至 2050 年之趨勢



資料來源：World Inequality Lab

¹⁴ Blanchet, Thomas et al. (2018), "World Inequality Report 2018," World Inequality Lab. 該報告指出，造成貧富不均惡化的原因可能包含科技進步、全球化，以及各國的經濟政策與社會制度等。

- 美國貿易保護主義抬頭：美國川普總統上台後，強力要求其**主要貿易對手必須與美國簽訂較公平的貿易協議**，**近期美中貿易摩擦加劇**，更為全球經濟增添不確定性。
- 歐盟疑歐派勢力轉強，恐危及歐洲單一市場整合：如在本年3月、9月**義大利及瑞典兩國國會選舉**中，疑歐派陣營除議員席次大幅增加外，並分別揚言擴大公共支出及仿效英國脫歐，不利歐盟整合。
- 英國脫歐不利英國經濟：英國主張脫歐者欲限縮對歐盟人員與貿易之開放，兩造協議陷入僵局。據估計，英國脫歐**迄今已使英國 GDP 水準減少 2%(與未發生英國脫歐情境下的 GDP 水準相比)**¹⁵。
- 民粹主義使國際政策協調更加困難：2014年G20高峰會「**布里斯本行動方案**」(Brisbane Action Plan)認可全球協調的益處，惟**民粹主義興起將使各國政府背離對全球社會福祉有益之國際協調**¹⁶。

(2) 美國回頭鬆綁金融法規，引發各界對全球金融危機再現之擔憂

- 全球金融危機後主要經濟體大幅改革金融監理制度，使金融體系更為健全，但許多金融機構反映，複雜且嚴格的監理法規¹⁷**大幅提高法遵成本、削弱其獲利能力**¹⁸，同時也**增加主管機關的監管成本**。
- 在金融業者大力要求簡化相關監理下，**美國川普總統上台後開始放寬 Dodd-Frank 法**¹⁹，惟部分人士提醒**1999年美國廢除 Glass-Steagall 法**是間接引發2007年次貸風暴的原因之一。
- 面對美國可能鬆綁金融管制，各界高度關注其發展，且**呼籲莫忘全球金融危機之教訓**(包括 Fed 前主席 Janet Yellen、IMF 執行長 Christine Lagarde、ECB 總裁 Mario Draghi 等²⁰)。

¹⁵ Lafourcade, Pierre *et al.* (2018), “The Cost of Brexit so Far: 2% of GDP and Counting,” *UBS Research*, Sep. 3.

¹⁶ Gaspar, Vitor Maurice *et al.* (2018), “The Whole Can Be Greater Than the Sum of Its Parts,” *IMFdirect*, Sep. 28; Lagarde, Christine (2018), “Doubling Down on Development,” *Speech at Center for Global Development*, Jul. 14.

¹⁷ Grind, Kirsten and Emily Glazer (2016), “Nuns With Guns: The Strange Day-to-Day Struggles Between Bankers and Regulators,” *The Wall Street Journal*, May 30.

¹⁸ 依據麥肯錫分析，近十年金融改革促使全球性大型銀行減少自營交易等高獲利業務，但未能發展其他新的獲利業務模式，導致淨值報酬率下降一半以上，尤其是歐洲地區銀行(參見 McKinsey&Company (2018), “A Decade After the Global Financial Crisis: What Has (and Hasn’t) Changed?,” Sep.)。

¹⁹ 2018年5月美國川普總統已簽署「經濟成長、監理鬆綁及消費者保護法」(Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act)，放寬 Dodd-Frank 法部分法規，例如大幅提高系統性重要金融機構之規模門檻、豁免小型銀行適用 Volcker Rule 等，但仍保留對系統性重要銀行的大部分規範。

²⁰ Yellen, Janet (2017), “Financial Stability a Decade after the Onset of the Crisis,” *Speech at Fostering A Dynamic Global Recovery Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Aug. 25; Lagarde, Christine (2018), “Ten Years After Lehman—Lessons Learned and Challenges Ahead,” *IMF Blog*, Sep. 5; Mario, Draghi (2018), “Introductory Statement,” *ECB: Press Conferences*, Mar. 8.

(3)經歷全球金融危機，主管機關重新審視金融產業之角色與監理，間接促使金融科技快速發展，惟伴隨之風險及對經濟的影響須密切關注

- 一傳統金融機構失當行為造成全球金融危機，卻由全民買單紓困(bailout)，降低大眾對其信賴。由於主管機關調整金融產業監管作法與消費者另尋其他金融服務平台，間接促使金融科技如去中心化概念的區塊鏈(Blockchain)、人工智慧(Artificial Intelligence, AI)、大數據(Big Data)等，開始被大量運用於發展新商業模式。
- 一目前若干金融監理單位採監理沙盒(Regulatory Sandbox)機制，扶植新創金融科技公司，惟大多數快速膨脹的新型態業務仍只受到相對低度監管，致民眾在未充分了解下蒙受損失，例如比特幣(bitcoin)價格劇升後重貶(圖11)、中國大陸 P2P 借貸平台倒帳風波²¹等，皆是金融科技對金融穩定所形成的新風險。

圖 11 近 3 年比特幣價格及市值變化



資料來源: CoinMarketCap 網站

²¹ P2P 借貸(Peer-to-Peer Lending)平台是金融科技浪潮中的一個趨勢，該平台提供借貸雙方彼此的信用評估資料、讓雙方可進行自由媒合，使得個體(包含自然人及法人)對個體可直接進行借貸行為。

- 近年來金融市場**被動式投資模式**崛起，以及新金融法規要求金融機構**交易金融商品須提撥更多資本**(相關機構因而減少金融交易)，皆為**金融市場流動性不足埋下隱憂**，加以**電子化交易**興盛，無形中增加**尾端風險機率**²²。
- 金融科技除對金融穩定形成挑戰，或將**對總體經濟產生影響**。例如：當新技術被廣泛運用在填補人力(或取代人力)與提供更即時的物價資訊時，此將結構性改變未來**勞動市場**與**通膨**等重要總經關係。

(4)主要經濟體過去所採行之非傳統貨幣政策，未來可能成為常態性政策工具，惟下次經濟衰退時，恐面臨工具用罄的窘境

- 後全球金融危機時期全球經濟成長明顯減緩，低信心、低成長、低通膨與投資不足所構成的惡性循環，恐使**經濟陷入長期停滯(secular stagnation)**，且成為**新常態(new normal)**²³；影響所及，**實質利率持續低迷**，**壓縮傳統政策利率的調整空間**，若**財政政策又受到舉債限制**，**未來非傳統貨幣政策可能成為常態性政策工具**。
- 上年9月時任Fed主席Janet Yellen²⁴表示，**未來有必要時，該行仍會重啟資產購買或透過前瞻指引實施寬鬆貨幣政策**。同年前主席Ben Bernanke撰文建議²⁵，Fed應考慮承諾，在未來經濟復甦期**保持低利率較長期間(lower-for-longer)**，以彌補政策利率因零利率底限無法在衰退期提振經濟之缺陷。
- 本年6月ECB宣布將於本年底結束資產購買時，ECB總裁Mario Draghi亦稱²⁶，**未來大規模資產購買仍將是ECB貨幣政策工具之一**。
- 美國前財長Lawrence Summers指出²⁷，傳統上央行多透過調降政策利率振興經濟，惟Fed本次升息循環的終點或低於歷史水準，且**現行政策工具恐難以在下次經濟衰退時發揮作用**，**應思考其他更有效的貨幣政策**。

²² Loeys, Jan et al.(2018), “Ten Years After the Global Financial Crisis: A Changed World,” *J.P. Morgan Perspectives*, Sep. 4.

²³ 有關長期停滯的進一步介紹，詳中央銀行(2015)，「『新平庸』(new mediocre)的意義、成因與對策」，中央銀行新聞參考資料，3月26日。

²⁴ Yellen, Janet (2017), “Transcript of Chair Yellen’s Press Conference,” *Chair Yellen’s Press Conference*, Sep. 20.

²⁵ Bernanke, Ben (2017), “The Zero Lower Bound on Interest Rates: How Should the Fed Respond?” *Ben Bernanke’s blog*, Apr. 13.

²⁶ Draghi, Mario (2018), “Introductory Statement,” *Press Conference*, Jun. 14.

²⁷ 參見 Summers, Lawrence (2018), “Why the Fed Needs A New Monetary Policy Framework,” *Brookings*, Jun. 7；紐約大學經濟學教授 Nouriel Roubini、BIS 貨幣暨經濟部門主管 Claudio Borio 亦持類似看法，詳 Roubini, Roubini and Brunello Rosa (2018), “The Makings of A 2020 Recession and Financial Crisis,” *Project Syndicate*, Sep. 13; Borio, Claudio (2018), “Divergences Widen In Markets,” *Remarks at BIS Quarterly Review Media Briefing*, Sep. 。

(5)先進經濟體貨幣政策逐步正常化，金融市場之低廉流動性減少，可能影響資產價格表現，且不利部分體質脆弱之新興市場經濟體

- 全球三大央行已進行或預計退出非傳統貨幣政策，其中美國 Fed 採漸進式升息並啟動縮表、ECB 預計於本年底結束 QE，BoJ 總裁黑田東彥於本年 7 月底表示，將允許 10 年期日本公債殖利率目標範圍從±0.1%擴大至±0.2%，且日本首相安倍晉三近日亦表示²⁸，不希望 BoJ 無止盡地執行超寬鬆貨幣政策(表 1)。
- 上述三大央行貨幣政策朝向正常化發展，預期全球大量且低廉流動性將逐漸減少，不利資產價格續升；以全球股市市值為例，其自本年 1 月高點 87.29 兆美元反轉下降(圖 12)。

表 1 2017 年 12 月初迄今，全球三大央行貨幣政策變化

Fed	<ul style="list-style-type: none"> — 共升息 3 碼至 1.75%~2.0%；市場預估 9 月將再升 1 碼。 — 自啟動縮表迄今(2018/9/19)，該行資產規模已減少 2,448 億美元至 4.21 兆美元。
ECB	<ul style="list-style-type: none"> — 維持政策利率-0.4%(存款利率)不變，但已提供可能升息時點訊息(至少 2019 年夏季前不會升息)。 — 宣布將於本年底結束 QE，屆時總規模應達約 2.6 兆歐元，即不再增加。
BoJ	<ul style="list-style-type: none"> — 維持政策利率-0.1%(政策餘額利率)不變，但將公債殖利率目標範圍由±0.1%擴大至±0.2%。 — 儘管該行宣稱每年日本政府公債購買目標為 80 兆日圓，惟實際買入金額遠低於其目標²⁹。

資料來源：三大央行網站

圖 12 全球股市市值自本年 1 月高點以來呈下降趨勢



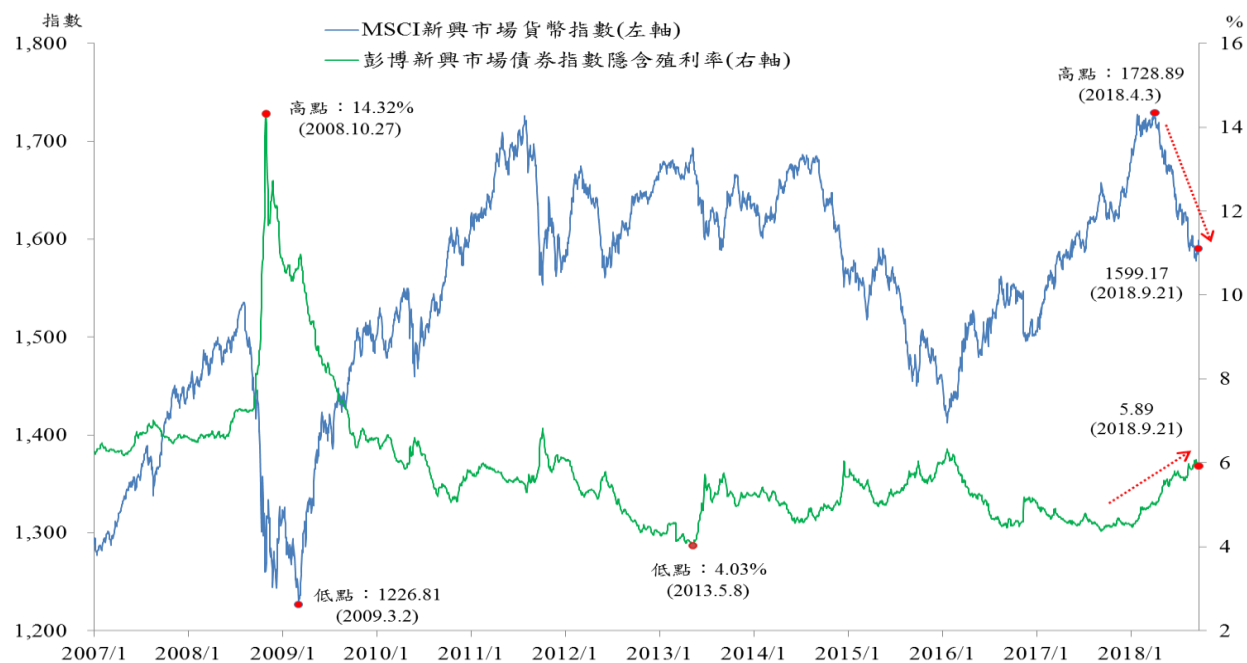
資料來源：Bloomberg

²⁸ Kihara, Leika (2018), "Japan PM Abe Says BOJ's Easy Policy Shouldn't Continue Forever," *The Reuters News*, Sep. 14.

²⁹ BoJ 於 2017 年實際淨買入日本公債金額僅約 58 兆日圓，2018 年截至 8 月底亦僅淨買入約 32 兆日圓，外界稱其為 **stealth tapering**。

- 金融市場之低廉流動性縮減，恐帶動國際投資人避險情緒上揚，將**資金逐步撤出新興市場**，造成當地貨幣貶值、利率攀升等壓低資產價格之現象；以 **MSCI 新興市場貨幣指數**及**彭博新興市場債券指數隱含殖利率**兩者為例，上年底迄今(2018/9/21)前者**下跌 4.68%**、後者**上揚 138 個基本點**(圖 13)。
- 由於美元為最主要的國際貨幣，本年**國際美元及美元利率連袂走升**，對長期存在**經常帳逆差、財政赤字**或**外債偏高等結構性問題之新興市場經濟體**(如土耳其、阿根廷、巴西及印尼等)格外不利，目前前述體質不良之經濟體皆已**面臨國內金融情勢趨緊的壓力**。

圖 13 MSCI 新興市場貨幣指數及彭博新興市場債券指數隱含殖利率



資料來源：Bloomberg

(五)結語

2008 年全球金融危機發生至今已 10 年，各界仍高度關注此事件後續的發展，希望從錯誤中學習，不致重蹈覆轍。惟當時造成全球金融危機之數項因素，如**偏高的全球債務水準**、**監管不足的影子銀行業務**、及**金融機構大到不能倒等問題**目前仍未完全解決。

在全球金融危機期間，各國政府推出多項救市政策振興經濟，卻也衍生出新的挑戰，諸如**所得分配不均惡化**，助長**民粹主義興起**，波及全球貿易秩序；**近期美國金融業大力遊說當局鬆綁金融法規**，使部分人士擔憂類似全球金融危機再現；**金融科技加速發展**，未來或將影響全球金融穩定與總體經濟；當長期停滯成為新常態，且財政政策又受到舉債限制，**非傳統貨幣政策恐成為央行重要的政策工具**；以及**先進經濟體貨幣政策正常化已衝擊部分體質脆弱之新興市場經濟體**，若傳染擴大，將不利全球經濟金融穩定。

以全球金融危機為殷鑑，近年我國致力於強化金融監理，除與國際同步外，亦**提升本國金融體系之金融韌性 (financial resilience)**。台灣屬小型且高度開放經濟體，易受全球景氣循環與金融循環之影響，故須隨時掌握國際經濟問題的最新演變，就可能的新挑戰未雨綢繆，如此才能減少下次全球金融危機的衝擊³⁰。

³⁰ Turnill, Richard (2018), “Gauging Crisis Risks, 10 Years Post-GFC,” *BlackRock Global Weekly Commentary*, Sep.17; Belvedere, Matthew (2018), “Warren Buffett: In the 10 Years since Financial Panic, We’ve Learned We’re ‘All Dominoes’ Spaced Closely Together,” *CNBC News*, Sep.10; Kim, Tae (2018), “Warren Buffett on Why Bubbles Happen: People See Neighbors ‘Dumber than They Are’ Getting Rich,” *CNBC News*, Sep.12.