

國際金融參考資料

第六十輯

中央銀行經濟研究處編印

中華民國九十九年十二月

國際金融參考資料

第六十輯

目 錄



1. 歐洲主權債務危機與歐元區的未來.....	彭德明、方 耀.....	1
2. 房市泡沫與產出缺口的估計—台灣實證分析.....	林 依 伶.....	27
3. 美國房地產市場問題暨政府因應對策 對我國之啟示.....	陳 姿 先.....	38
4. 貨幣政策透明化溝通策略.....	方 耀.....	95
5. 日本央行重回零利率政策之背景及各界之看法.....	高 超 洋.....	111
6. 簡介「金融穩定」與「總體審慎」.....	黃 富 櫻.....	116
7. 後危機時代國際間主要金融改革.....	黃 富 櫻.....	123



版權所有，未經同意，請勿轉載。

歐洲主權債務危機與歐元區的未來

彭德明、方 耀

摘 要

一、前言

歐洲風暴因希臘的政府債務危機而起，但歐元區的問題根源並不僅是部份會員國的政府債信危機，而是在於歐元本身成為債務融通機器，歐元區國家耽於歐元所帶來的利益，無所節制；另一方面，這些國家忽略了必要的政策協調與財政統合，各自為政的結果，反而使得各國問題相互影響，產生龐大的成本。

二、歐洲主權債務危機顯現出的問題與威脅

（一）政府債務持續累積

PIIGS 5 國的政府債務相對於 GDP 比率偏高，尤以希臘與義大利的政府債務比在 2009 年底皆超過 115%，而歐元區全體的政府債務比達 78.7%，高於 2008 年的 69.4% 近 10 個百分點。2010 與 2011 年的政府債務比也將繼續攀升。

原則上，若利率高於名目 GDP 成長率，則政府支出必須小於政府收入，否則政府債務會一直累積，而有產生債務危機之虞；但若政府過度緊縮財政以改善收支，致影響名目 GDP 成長，或擴大了利率與名目 GDP 成

長之間的差距，將難以降低政府債務累積。這是歐元區政府債務比偏高國家所面臨的窘境。

（二）金融機構受到政府債務影響

歐元區部分國家的財政與政府債務問題，已蔓延至金融體系，而且與財政問題交互影響，形成負面的互動關係。政府發行或擔保的債務係屬於無風險或低風險債務，而其他部門債務的發行則經常以政府債務為訂價基準，如果政府債務發生問題，會影響非政府部門債務的債信，造成非政府部門融資成本提高，不利於金融穩定與經濟成長，尤以金融機構為最。

（三）對外債務偏高

PIIGS 5 國政府債務餘額中的對外債務比重偏高，其中希臘、葡萄牙與愛爾蘭的政府外債比分別高達 79.0%、78.1% 與 72.2%，使得市場投資者擔心一旦一國政府無法履行債務，勢必波及其他國家，係希臘危機成為歐洲風暴的重要關鍵。

歐洲 5 國的對外債務並不僅限於政府外債，其他部門也有為數可觀的外債。例如，

2009 年底希臘的政府外債約 3,000 億美元，但若將中央銀行、一般銀行與民間部門合計，則希臘全國的對外債務達 5,817 億美元，幾為政府外債的一倍，而葡萄牙、愛爾蘭與西班牙之非政府外債則遠高於其政府外債，尤以西班牙為最。

歐洲風暴不利於歐洲銀行業，也會影響主要國家的銀行業。2009 年底，歐洲銀行對 PIIGS 5 國外債權近 3 兆美元，占歐洲銀行對歐元區全體國家債權的 40.3%，尤以對義大利與西班牙為最，主要國家銀行(德國、法國與英國等)對 PIIGS 5 國債權也相對偏高(22.7%至 51.1%)。

(四) 總體經濟不平衡

大部分的歐元區國家出現經常帳逆差，主要國家中僅德國與荷蘭為經常帳順差的國家。歐元區許多國家「入不敷出」，乃向國外借款。由於歐元誕生，成為主要的國際準備貨幣，且金融市場及其流動性規模擴大，歐元本身成為卓越的融通機器，歐元區國家得以享有低利率的借貸成本，因而助長了更多的借貸。

上述問題突顯出，由於歐元區缺乏必要的政策協調與財政統合機制之結構性因素，才會使得各會員國的政府債務問題交互影響，反而衍生更高昂的成本。鑑於歐元區的成立為最適通貨區域理論之實踐，因此，欲探究歐洲主權債務危機的根源，即應檢視財政政策在最適通貨區中的角色，以及歐元區

當前政策架構問題，以探討歐元區建立政策協調與財政統合之必要性。

三、最適通貨區域理論、財政政策與政治同盟

(一) 財政政策在共同通貨區中所扮演的角色

共同通貨區必須建立有效的財政政策協調機制以及跨國的財政移轉機制，以便在事前防制或事後援助，更理想的狀況為財政政策的統合或單一化，以有效化解潛在的危機。另外一方面，僅追求財政政策的統合或單一化，仍不足以為功，長期間，共同通貨區應走向政治同盟，以促使各個政策領域皆能協調一致。

(二) 歐元區現況：貨幣巨人與財政侏儒

歐盟與歐元區並非缺乏經濟政策協調的機制，也並非沒有注意到財政政策的重要性，但現有的架構、機制與原則等，或形同虛設、或不盡合理，以致於難以發揮應有的成效。以財政制度設計而言，歐元區雖以「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」為基礎來規範區域內各國的財政政策，立意良好，卻因缺乏預算彈性與協調機制，使得規定形同具文。

(三) 歐洲危機解決方案之可行之道

1982 年爆發的拉丁美洲債務危機與希臘危機所引發的歐洲風暴，有著十分相似之處：這些國家已有鉅額的政府外債，又陷入

經濟困境，亟須刺激經濟、提振信心，但為改善財政並避免倒帳危機，又必須採取緊縮政策，不利於經濟前景，或將使債務問題更為惡化，形成惡性循環。

拉丁美洲債務危機中，美國政府所提出的布雷迪方案獲致成功，似提示了有效解決希臘債務危機可行之道，也就是或應集合歐盟甚至是國際社會之力，減輕債務國政府債務負擔，以立即降低市場投資者的疑慮，並使問題國家有餘裕採行擴張性政策，以促進經濟成長，及早償還未減免的債務。

四、結論

此次危機暴露了歐洲各國政府所面臨的諸多限制，未必能夠大刀闊斧進行必要的改革，歐盟以及歐元區國家對希臘危機的看法與解決之道不一，益增不確定的情緒，而即使各國政府願意提供協助，其國人也多所反對。市場一旦洞悉經濟弱點與政府部門的限制，也會善加利用，使得危機更加惡化，這是今日希臘危機與歐洲風暴所面臨的困境，因此在可預見的未來，歐洲債務危機仍將持續一段期間。

一、前言

全球經濟本因全球金融危機逐漸消退而漸露曙光，又因歐洲風暴而再度陷入高度的不確定狀態。歐洲風暴係肇因於上（2009）年10月爆發的希臘政府債務危機，希臘新政府財政部長表示，該年希臘的財政赤字相對於GDP之比率將達到12.5%，超過舊政府所預估的一倍，而在12月三大國際信評機構宣布降低希臘的信用評等後，歐元匯價與歐洲股市乃持續下挫，歐洲風暴於焉展開（參閱表1希臘政府債務危機大事紀）。

其實，希臘的經濟規模並不大，2009年其GDP占歐元區全體GDP之2.65%，在16國中僅排行第八（註1），而同年年底希臘政府債務餘額不到4,000億美元，僅為歐元區全體政府債務餘額之3.87%。無論就經濟規模或

政府債務餘額而言，希臘的比重皆很低，希臘問題卻震動全歐，影響及於全球。究其原因，歐元區不只是希臘問題，也不只是政府債務問題，而是若干國家政府債務持續累積、金融機構受到影響、對外債務偏高、以及歐元區總體經濟不平衡等問題相互交織，因而引發市場極大的疑慮與不安。

至於造成這些問題的底層原因，主要為歐元本身成為債務融通機器，歐元區國家耽於歐元所帶來的利益，無所節制；另一方面，這些國家忽略了必要的政策協調與財政統合，各自為政的結果，使得各國問題相互影響，產生龐大的成本，透過希臘政府的債務危機顯現出來。

本文從PIIGS 5國（葡萄牙、愛爾蘭、義

表 1 希臘政府債務危機大事紀

時 間	事 件
2009. 10.20	希臘新政府財政部長表示，2009 年希臘的財政赤字相對於 GDP 之比率將達到 12.5%，並宣布財政緊縮計畫，以期在 2012 年開始降低債務。
10.22	惠譽將希臘的信用評等由 A 級調降至 A ⁻ 級。
12.08	惠譽將希臘的信用評等復降至 BBB ⁺ 級。
12.16	標準普爾將希臘的債券信用評等由 A ⁻ 降至 BBB ⁺ 級。
12.22	穆迪將希臘的債券信用評等由 A1 降至 A2 級。
2010. 01.20	希臘計劃對全球發行 15 億美元債券，並期望從亞洲國家籌措 100 億美元。
01.29	希臘財政部長否認向歐盟請求紓困。
02.02	希臘提出縮減支出與增稅方案，計劃在 2010 年將預算赤字比率降低至 3%。
02.03	歐盟宣布支持希臘政府的財政緊縮方案。
02.11	歐盟理事主席表示，與歐洲各國領袖達成協議協助希臘渡過債務危機。
02.23	惠譽將希臘 4 家主要銀行的信用評等降至 BBB 級。
03.03	希臘政府宣布新的財政緊縮方案，大量縮減公務人員薪資並將銷售稅提高兩個百分點，使政府儲蓄增加 48 億歐元。
04.09	惠譽將希臘的信用評等由 BBB ⁺ 降至 BBB ⁻ 級。
04.15	希臘國會通過租稅法案，以改革稅制。
04.18	希臘要求歐盟提供備付貸款。
04.22	穆迪將希臘的債券信用評等由 A2 降至 A3 級。
04.25	歐元區 16 國領袖達成協議，將與 IMF 共同協助解決希臘的債務危機。
04.27	標準普爾將希臘債券降至 BB ⁺ 的垃圾債券等級(BBB 以下)。
05.02	希臘與歐盟、IMF 達成總金額 1,100 億歐元的紓困方案協議，由歐元區國家提供 800 億歐元雙邊貸款，而 IMF 則透過其備用融資機制(Stand-By Agreement, SBA) 提供 300 億歐元的貸款援助。
05.02	歐洲央行(ECB)宣布暫時中止對希臘政府債券的最低信用評等門檻，亦即歐洲央行接受希臘政府所發行或保證的任何債券為擔保品。
05.09	加拿大央行、英格蘭銀行、歐洲央行、美國聯邦準備銀行與瑞士央行重新啟動換匯機制，以提供美元流動性，解決資金市場壓力。
05.10	歐盟決議建立 7,500 億歐元紓困方案，以協助歐元區財務陷入困境的國家，其中歐元區國家出資 4,400 億歐元，IMF 出資 2,500 億歐元，歐盟緊急基金提供 600 億歐元。
05.12	歐盟歐洲執行委員會建議強化歐盟國家的經濟治理，包括強化「穩定暨成長協定」(Stability and Growth Pact)、監理總體經濟失衡與競爭環境、協調各國財政政策與預算編製、建立危機管理的堅實架構等 4 個方向
05.20	德國國會上下議院通過總金額約 1,476 億歐元的德國對希臘紓困方案。
06.14	穆迪將希臘債券降至 Ba1 的垃圾債券等級(Baa 以下)。

資料來源：Wall Street Journal。

大利、希臘與西班牙)出發，探討歐元區的問題及其未來。以下文分四節，第二節討論希臘危機顯現之問題與威脅，主要為政府債務持續累積、金融部門受到影響、對外債務偏高、歐元區總體經濟不平衡等 4 大問題；第三節以最適通貨區域理論為思考架構並配合美國的經驗，探討共同通貨區建立政策協調

與財政統合的必要性；第四節以第三節為基礎，檢討現行歐元區的經濟政策協調機制與財政政策制度設計的問題，並以 1980 年代拉丁美洲債務危機及其解決方法，對照歐洲的危機及其可能發展。第五節為結論。全文另包含 3 個附錄，分別為政府債務與經濟成長、最適通貨區域理論簡述與拉丁美洲債務危機。

二、PIIGS 5 國危機顯現之問題與威脅

PIIGS 5 國的債信危機所顯現的問題及其威脅，包括政府債務持續累積、金融機構受到影響、對外債務偏高、總體經濟不平衡等，因此一時之間，難以僅靠財政緊縮與救急措施而獲得解決。茲分述於后。

(一) 政府債務持續累積

PIIGS 5 國的財政問題表現在財政赤字以及政府債務相對於 GDP 比率偏高。根據圖 1 與表 2，2009 年 PIIGS 5 國中，愛爾蘭、希臘與西班牙財政赤字相對於 GDP 的比率皆超過 10%，葡萄牙的財政赤字比也達 9.4%，僅義大利情況較佳，為 5.3%。

事實上，歐元區 16 國普遍出現財政赤字的情況，2009 年歐元區全體的財政赤字比率為 6.3%，高於 2008 年的 2.0%。歐洲執行委員會預測 2011 與 2012 年，歐元區的財政赤字比率仍將分別為 6.6%與 6.1%，近因為產出銳減，歲收短絀，而各會員國為振興衰退的經濟而採取紓困及減稅措施，因而使得各國

政府財政快速惡化。

高財政赤字比的情況，也反映政府債務持續累積，使得政府債務相對於 GDP 的比率也偏高。根據圖 1 與表 3，2009 年 PIIGS 5 國中，希臘與義大利的政府債務比皆超過 115%，愛爾蘭、西班牙與葡萄牙的情況較佳，但也皆較 2008 年提高不少，而且 2010 與 2011 年仍將繼續提高。另一方面，歐元區全體的政府債務比達 78.7%，超過 2008 年的 69.4%近 10 個百分點，2010 與 2011 年的政府債務比也將繼續攀升。歐元區國家使用共同通貨，本就沒有貨幣主權，而高政府債務比又壓縮財政政策的運用空間，難以促進經濟成長與因應重大的經濟金融事件。

由於 PIIGS 5 國政府債務餘額相對於 GDP 比率偏高，乃引起市場普遍關注債務能否長期持續的問題。原則上，如果代表借款成本的國內外利率高於該國的名目 GDP 成長率，則政府歲出必須小於政府歲入(註 2)，否則政

圖 1 2009 年歐元區各國財政赤字比與政府債務比

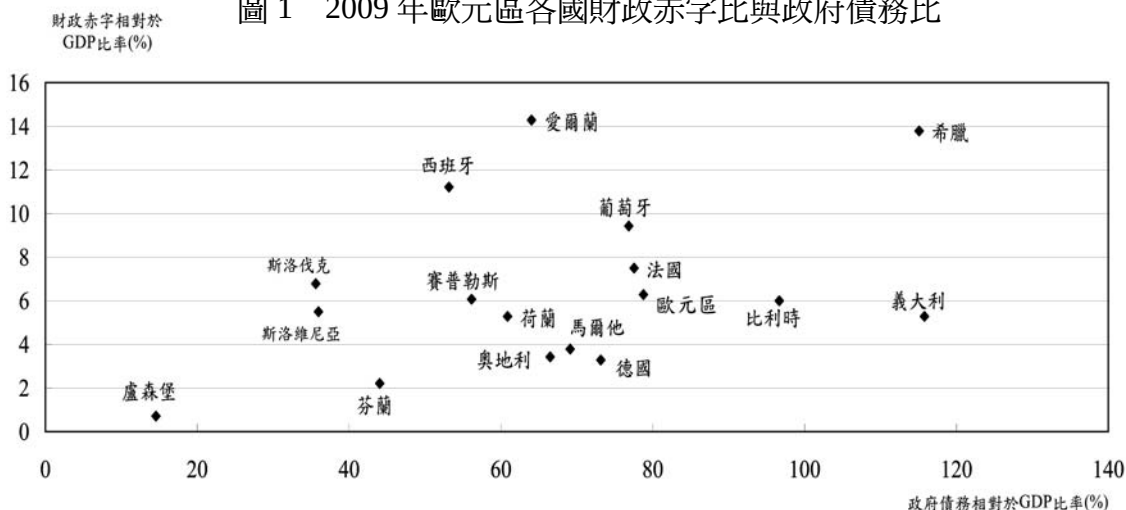


表 2 歐元區各國財政收支相對於 GDP 比率

	2007	2008	2009	2010	2011
比 利 時	-0.2	-1.2	-6.0	-5.0	-5.0
德 國	0.2	0.0	-3.3	-5.0	-4.7
愛 爾 蘭	0.1	-7.3	-14.3	-11.7	-12.1
希 臘	-5.1	-7.7	-13.8	-9.3	-9.9
西 班 牙	1.9	-4.1	-11.2	-9.8	-8.8
法 國	-2.7	-3.3	-7.5	-8.0	-7.4
義 大 利	-1.5	-2.7	-5.3	-5.3	-5.0
賽普勒斯	3.4	0.9	-6.1	-7.1	-7.7
盧 森 堡	3.6	2.9	-0.7	-3.5	-3.9
馬 爾 他	-2.2	-4.5	-3.8	-4.3	-3.6
荷 蘭	0.2	0.7	-5.3	-6.3	-5.1
奧 地 利	-0.4	-0.4	-3.4	-4.7	-4.6
葡 萄 牙	-2.6	-2.8	-9.4	-8.5	-7.9
斯洛維尼亞	0.0	-1.7	-5.5	-6.1	-5.2
斯洛伐克	-1.9	-2.3	-6.8	-6.0	-5.4
芬 蘭	5.2	4.2	-2.2	-3.8	-2.9
歐 元 區	-0.6	-2.0	-6.3	-6.6	-6.1

資料來源：European Commission (2010a)。

府的國內外債務會一直累積，而有無法支付利息並產生債務危機之虞(參閱附錄 1 政府債務與經濟成長)。這個基本原則除了指出政府創造財政盈餘的重要性以外，也隱含指出另外一面的意義：如果政府過度緊縮財政以改

善收支，致影響名目 GDP 之成長，或擴大了利率與名目 GDP 成長率之間的差距，將難以降低政府債務累積。

以希臘為例，希臘債務危機發生以來，希臘政府雖提出財政緊縮方案，且歐盟與

表 3 歐元區各國政府債務相對於 GDP 比率

	2007	2008	2009	2010	2011
比 利 時	84.2	89.8	96.7	99.0	100.9
德 國	65.0	66.0	73.2	78.8	81.6
愛 爾 蘭	25.0	43.9	64.0	77.3	87.3
希 臘	95.7	99.2	115.1	124.9	133.9
西 班 牙	36.2	39.7	53.2	64.9	72.5
法 國	63.8	67.5	77.6	83.6	88.6
義 大 利	103.5	106.1	115.8	118.2	118.9
賽普勒斯	58.3	48.4	56.2	62.3	67.6
盧 森 堡	6.7	13.7	14.5	19.0	23.6
馬 爾 他	61.9	63.7	69.1	71.5	72.5
荷 蘭	45.5	58.2	60.9	66.3	69.6
奧 地 利	59.5	62.6	66.5	70.2	72.9
葡 萄 牙	63.6	66.3	76.8	85.8	91.1
斯洛維尼亞	23.4	22.6	35.9	41.6	45.4
斯洛伐克	29.3	27.7	35.7	40.8	44.0
芬 蘭	35.2	34.2	44.0	50.5	54.9
歐 元 區	66.0	69.4	78.7	84.7	88.5

資料來源：European Commission (2010a)。

IMF 伸出援手提供緊急貸款，歐盟也另推出金額達 5,000 億歐元的歐洲穩定機制(Euro-pean Stabilization Mechanism)，但市場正面的反應如曇花一現，不久之後又瀰漫悲觀氣氛，原因即在於希臘的財政緊縮方案可信度不足(註 3)、希臘經濟前景不佳(註 4)、歐盟等的援助僅屬救急措施所致，使民間部門與市場參與者疑慮難以消除。

(二) 金融機構受到政府債務影響

一般而言，政府發行或擔保的債務係屬於無風險或低風險債務，而其他部門債務的發行則經常以政府債務為訂價基準，因此，如果政府債務發生問題，也會影響非政府部門債務的訂價，造成非政府部門融資成本提高，不利於金融穩定與經濟成長，尤以金融

機構為最，益增市場對 PIIGS 5 國債務問題的擔憂。

若就 PIIGS 5 國之各部門債券發行餘額觀察(表 4)，愛爾蘭與西班牙兩國金融機構的債券餘額高於政府部門，在全球金融危機發生前，該兩國的金融機構擴張過於快速，因而在危機中受創甚深。希臘與葡萄牙金融機構債券餘額均低於政府部門，但這兩國在歐洲風暴中最受關注，使得政府債務的問題由此而影響至歐洲的金融部門。

根據歐洲央行(European Central Bank, ECB)於本年 6 月發布的金融穩定報告(Financial Stability Review)，歐元區部分國家的財政與政府債務問題，已蔓延至金融體系，而且與財政問題交互影響，形成負面的互動關

表 4 2009 年年底歐洲 PIIGS 國家歐元債券發行餘額

單位：億歐元、%

	政府部門		金融機構		非金融企業		合計	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
葡萄牙	1115	1.9	995	1.4	398	5.8	2508	1.8
愛爾蘭	801	1.4	6995	9.7	16	0.2	7812	5.7
義大利	14309	24.9	10935	15.1	711	10.3	25955	19.0
希臘	2792	4.9	124	0.2	198	2.9	3114	2.3
西班牙	5081	8.8	10152	14.0	159	2.3	15392	11.3
PIIGS 合計	24098	42.0	29201	40.4	1482	21.5	54781	40.1
歐元區合計	57425	100.0	72379	100.0	6878	100.0	136682	100.0

資料來源：Monetary and Financial Statistics, Statistical Data Warehouse, European Central Bank。

係，市場流動性逐漸下降，也影響了各資產市場的表現。政府債務信用風險升高，透過下列管道，亦將連帶提高企業融資成本，強化了金融體系與實質經濟活動間的負向循環：

1. 財政惡化使得政府借款的需求增加，因而對金融機構與民間部門產生融資的排擠效果。

2. 過度的財政赤字使通貨膨脹及其預期的風險升高，將導致風險貼水與長期利率隨之水漲船高，因而墊高了融資成本。此外，由於公司債與信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)等金融資產通常係以被視為「無風險」利率之政府債券利率為基準定價，因此政府債券利率上升亦將使公司債等金融資產的風險貼水與融資成本升高。

3. 財政赤字高的國家，其金融機構通常持有高額的政府債券(註 5)。政府債券價值下跌將對銀行所持有的債券產生負面的市場評

價(mark-to-market)衝擊。政府採取措施支撐銀行部門，也使政府債券 CDS 價差與銀行 CDS 價差之間的相關程度提高。

4. 部分國家政府債券風險升高，促使信用評等機構對該等國家的金融機構展開評鑑，而由於信評機構以 CDS 價差做為信評分析的工具之一，使得調降金融機構信評的可能性隨之增加。

(三) 對外債務偏高

1. 政府對外債務比

一國的政府債務相對於 GDP 之比率偏高，固然是個問題，但若該國人民對其政府仍有信心，則即使是債務持續累積，仍不致於爆發危機。PIIGS 5 國政府債務餘額中的對外債務(external debt)(註 6)比重則偏高，使得市場投資者擔心一旦一國政府無法履行債務，勢必波及其他國家。其中，希臘、葡萄牙與愛爾蘭的政府外債比分別達 79.0%、78.1%與 72.2%(表 5)。義大利與西班牙的外債比較

表 5 2009 年底 PIIGS 政府外債比

	政府債務		政府外債	外債比(%)
	金額(億歐元)	金額(億美元)	金額(億美元)	
葡萄牙	1259	1803	1408	78.1
愛爾蘭	1047	1499	1083	72.2
義大利	17608	25215	11388	45.2
希臘	2734	3915	3093	79.0
西班牙	5597	8015	4304	53.7

註：以 2009 年 12 月 31 日 1 歐元折合 1.432 美元收盤價折算。

資料來源：European Commission (2010b)、Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub。

低，但也分別達到 45.2%與 53.7%之多。

2. 其他部門對外債務

PIIGS 5 國的對外債務並不僅限於政府外債，其他部門也有為數可觀的外債。根據表 6，2009 年底希臘的政府外債約 3,000 億美元，但若將中央銀行、一般銀行與民間部門合計，則希臘全國的對外債務達 5,817 億美

元，幾為政府外債的一倍，而葡萄牙、愛爾蘭與西班牙之非政府外債則遠高於其政府外債，尤以西班牙為最。

3. PIIGS 銀行持有 PIIGS 之國外債權

表 7 從 PIIGS 銀行持有 PIIGS 國外債權 (foreign claims) (註 7) 觀察，可瞭解這些問題國家與銀行債權債務的交互關係。根據表 7，

表 6 2009 年底 PIIGS 對外債務餘額

單位：億美元、%

	一般政府		中央銀行		一般銀行		其他部門		合計	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	比重
葡萄牙	1408	2.5	338	5.7	2688	2.3	1051	2.4	5485	2.1
愛爾蘭	1083	1.9	771	12.9	9524	8.2	11836	27.6	23214	8.9
義大利	11388	19.9	5	0.1	8675	7.5	5882	12.7	25950	9.9
希臘	3093	5.4	706	11.8	1626	1.4	392	0.8	5817	2.2
西班牙	4304	7.5	596	10.0	11250	9.7	9311	22.3	25460	9.8
PIIGS 合計	21276	37.2	2416	40.5	33761	29.1	28472	65.8	85925	32.9
歐元區 15 國*	57338	100.0	5966	100.0	116387	100.0	81162	100.0	260852	100.0

*本表資料來源無賽普勒斯之對外債務餘額，因此僅列示歐元區 15 國資料。

資料來源：Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub。

表 7 2009 年底 PIIGS 銀行持有 PIIGS 之國外債權

單位：億美元

PIIGS 國家	PIIGS 銀行					
	葡萄牙	愛爾蘭	義大利	希臘	西班牙	合計
葡萄牙	--	54	67	1	861	983
愛爾蘭	215	--	184	8	157	564
義大利	52	463	--	7	468	990
希臘	97	85	69	--	13	264
西班牙	281	302	311	4	--	898
合計	645	904	631	20	1499	3699

資料來源：根據 Table 9B, Consolidated foreign claims of reporting banks: immediate borrower basis, Banking Statistics, Banks for International Settlements 編製。

就債權銀行的角度觀之(直欄)，除了希臘的銀行業持有其他 PIIGS 國家債權金額較低以外(僅 20 億美元)，其他 4 個 PIIGS 國家的銀行所持有 PIIGS 債權均不低，依大小順序分別為西班牙(1,499 億美元)、愛爾蘭(904 億美元)、葡萄牙(645 億美元)與義大利(631 億美元)。

從債務國的國外負債角度觀之(橫列)，每一個 PIIGS 國家皆對 PIIGS 銀行有相當金額的國外負債，即使是最小的希臘也達 264 億美元，葡萄牙、義大利與西班牙的金額都相當高。2009 年底 PIIGS 銀行所持有 PIIGS 之國外債權總額達 3,699 億美元。若 PIIGS 債務問題繼續惡化，則因其與 PIIGS 銀行業相互之間的債權債務關係，PIIGS 的銀行業會受到打擊。

4. 歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權

表 8 與 9 則從歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權的角度觀察。2009 年底，歐洲銀行對 PIIGS 國家國外債權近 3 兆美元，占歐洲銀行對歐元區國家債權的 40.3%，尤以對義大利與西班牙為最。PIIGS 國家的政府債務問題如果繼續惡化，並波及其他部門的債務工具，則歐洲地區的銀行也將發生問題。

再根據表 8 從主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權觀察，法國、德國與英國為最大宗，尤以法國為最，達 9,112 億美元。美國與日本兩個區域外的大國，其握有 PIIGS 債權的金額也不低，合計也超過 3,000 億美元。比重方面(表 9)，各主要國家銀行持有 PIIGS 債權相對於各國持有歐元區所有國家債權皆偏高(22.7%至 51.1%)，因此如果 PIIGS 國家皆發生嚴重問題，或將影響主要國家銀行的營運。

表 8 2009 年底歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 之國外債權

單位：億美元

債務國	債權機關或債權國銀行									
	歐洲銀行	德國	法國	義大利	西班牙	荷蘭	英國	美國	日本	台灣
葡萄牙	2406	474	447	67	861	124	243	50	42	0.5
愛爾蘭	6383	1838	603	184	157	308	1875	586	302	37.7
義大利	10294	1897	5114	--	468	687	769	538	531	2.4
希臘	1888	450	752	69	13	119	151	166	64	0.7
西班牙	8561	2380	2196	311	--	1197	1141	527	280	1.9
PIIGS	29532	7039	9112	631	1499	2435	4179	1867	1219	43.2
歐元區	73428	13790	18298	5790	3054	6837	10109	6415	5371	418.4

註：本表的歐洲銀行為奧地利、比利時、丹麥、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其與英國之銀行。

資料來源：根據 Table 9B, Consolidated foreign claims of reporting banks-immediate borrower basis, Banking Statistics, Banks for International Settlements 編製。

表 9 2009 年底歐洲銀行與主要國家銀行持有 PIIGS 國外債權比重

單位：億美元

債務國	債權機關或債權國銀行									
	歐洲銀行	德國	法國	義大利	西班牙	荷蘭	英國	美國	日本	台灣
葡萄牙	3.3	3.4	2.4	1.2	28.2	1.8	2.4	0.8	0.8	0.1
愛爾蘭	8.7	13.3	3.3	3.2	5.1	4.5	18.5	9.1	5.6	9.0
義大利	14.0	13.8	27.9	--	15.3	10.0	7.6	8.4	9.9	0.6
希臘	2.6	3.3	4.1	1.2	0.4	1.7	1.5	2.6	1.2	0.2
西班牙	11.7	17.3	12.0	5.4	--	17.5	11.3	8.2	5.2	0.5
PIIGS 合計	40.3	51.1	49.7	11.0	49.0	35.5	41.3	29.1	22.7	10.3
歐元區合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

註：同表 8。

資料來源：根據 Table 9B, Consolidated foreign claims of reporting banks-immediate borrower basis, Banking Statistics, Banks for International Settlements 編製。

至於台灣方面，台灣銀行業握有 PIIGS 10.3%，主要是對愛爾蘭的債權 37.7 億元。

國外債權不高，2009 年底總金額為 43.2 億美元 （四）總體經濟不平衡

元，約占台灣銀行業對歐元區國家債權的 希臘債務危機所暴露的不僅是歐元區的

財政與金融機構問題，也反映歐元區本身的總體經濟不平衡問題。表 10 為歐元區各國經常帳餘額相對於 GDP 比率。就整個歐元區而言，其經常帳收支大致上係處於接近平衡的情況，但個別國家的情況差異很大。2007 至 2008 年，16 個歐元區國家中，經常帳收支順差的國家為比利時、德國、盧森堡、荷蘭、奧地利與芬蘭等 6 國，2009 年減為 5 國，而這 5 個國家中德國與荷蘭為歐元區前 5 大經濟體。簡而言之，大部分的歐元區國家出現經常帳逆差，主要國家中僅德國與荷蘭為經

常帳順差的國家。

從國民所得會計帳與國際收支帳的角度來看，一個國家若有較大規模的經常帳收支逆差，表示儲蓄過低與投資過高，必須向外借款，以國外資金融通經常帳逆差。換句話說，歐元區許多國家「入不敷出」，乃向國外借款(表 11 為歐元區各國向國外借貸淨額相對於 GDP 比率，借貸淨額理論上應等於經常帳餘額，主要因統計上的誤差，使得二者無法完全一致)。

造成此一不平衡現象的主要原因之一，

表 10 歐元區各國經常帳餘額相對於 GDP 比率

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011
比 利 時	3.7	0.2	2.0	3.0	3.3
德 國	7.9	6.6	5.0	4.8	4.8
愛 爾 蘭	-5.3	-5.2	-2.9	-0.9	-0.6
希 臘	-14.7	-13.8	-13.1	-10.3	-8.6
西 班 牙	-10.0	-9.5	-5.1	-4.6	-4.5
法 國	-2.3	-3.3	-2.9	-3.3	-3.6
義 大 利	-1.8	-3.1	-3.2	-3.2	-2.9
賽 普 勒 斯	-11.7	-17.7	-8.5	-7.1	-7.0
盧 森 堡	9.7	5.3	-0.4	0.9	1.5
馬 爾 他	-6.2	-5.4	-3.9	-4.9	-4.4
荷 蘭	8.5	4.2	3.9	5.9	6.4
奧 地 利	3.4	3.6	2.9	3.1	4.1
葡 萄 牙	-9.8	-12.1	-10.5	-10.1	-10.0
斯洛維尼亞	-4.5	-6.2	-0.9	-1.4	-1.6
斯 洛 伐 克	-5.1	-6.7	-3.1	-4.5	-4.1
芬 蘭	4.3	3.5	1.5	1.1	1.3
歐 元 區	0.4	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4

資料來源：European Commission (2010a)。

表 11 歐元區各國向國外借貸淨額相對於 GDP 比率

單位：%

	2007	2008	2009	2010	2011
比 利 時	3.5	-0.2	1.9	2.7	3.0
德 國	7.9	6.6	5.0	4.8	4.8
愛 爾 蘭	-5.3	-5.2	-2.8	-0.9	-0.6
希 臘	-12.5	-12.4	-12.3	-9.4	-7.6
西 班 牙	-9.6	-9.1	-4.7	-4.0	-4.0
法 國	-2.2	-3.3	-3.0	-3.4	-3.6
義 大 利	-1.7	-3.1	-3.1	-2.9	-2.6
賽 普 勒 斯	-11.7	-17.6	-8.2	-6.8	-6.7
盧 森 堡	--	--	--	--	--
馬 爾 他	-5.2	-4.9	-2.6	-3.4	-2.7
荷 蘭	8.1	3.9	3.6	5.6	6.0
奧 地 利	3.3	3.6	2.9	3.1	4.1
葡 萄 牙	-8.4	-10.2	-9.4	-8.8	-8.6
斯洛維尼亞	-4.7	-6.1	-0.9	-0.7	-1.0
斯 洛 伐 克	-4.7	-5.8	-2.4	-3.7	-3.2
芬 蘭	4.0	2.5	1.6	1.2	1.4

註：正值代表貸款淨額比，而負值則代表借款淨額比。

資料來源：European Commission (2010a)。

除了勤儉程度不一的民族文化與生產力差異等特性以外，歐元本身的設計產生問題也是十分重要的因素。由於歐元誕生，成為主要的國際準備貨幣（註 8），且金融市場及其流動性規模擴大，歐元區國家得以享有低利率的借貸成本，因而助長了更多的借貸。Rogoff (2010)即指出，當初歐洲國家設計歐元，使歐元成為更卓越的債務融通機器。但歐元區的制度設計，也因此而埋下了今日危機的伏筆，可以說其失敗係來自於其成功。

上述問題突顯出，由於歐元區缺乏必要的政策協調與財政統合機制之結構性因素，才會使得各會員國的政府債務問題交互影響，反而衍生更高昂的成本。鑑於歐元區的成立為最適通貨區域理論之實踐，因此，欲探究歐洲主權債務危機的根源，即應檢視財政政策在最適通貨區中的角色，以及歐元區當前政策架構問題，以探討歐元區建立政策協調與財政統合之必要性。

三、最適通貨區域理論、財政政策與政治同盟

(一) 財政政策的角色

一般而言，區域內國家若想成立共同通貨區或貨幣同盟，理想上應符合一定的經濟金融標準或條件，以降低或避免對會員國造成過大的衝擊。對於這些標準或條件的探討，即為最適通貨區域理論的主要內容(參閱附錄 2 最適通貨區域理論簡述)。

財政政策在一個共同通貨區中所應扮演的角色，最早出現在 Kenen (1969) 的分析。若以現代最適通貨區域理論為基本的思考架構，Kenen 的論點包含以下兩個部分：

1. 不對稱的經濟衝擊

共同通貨區為兩個或兩個以上的國家共同使用單一的貨幣，因此若各國的財政政策各自為政，容易對區域內各國造成不同程度的經常性干擾，不利於區域經濟金融穩定。例如，區域內一個國家發生經濟衰退，因而採取了擴張性的財政政策，其政策效果若外溢至景氣過熱的國家，會產生通貨膨脹的問題，而若景氣過熱的國家又以緊縮性的財政政策因應，也會進一步對經濟衰退的國家，產生負面的影響，形成惡性循環。簡而言之，若區域內各國的財政政策，各自為政，就有如不對稱的衝擊，必然影響共同通貨區的穩定。

2. 區域風險的共同承擔

成立共同通貨區並不代表區域內不會發生重大的經濟金融問題，如果區域內各國缺乏超國家的財政移轉機制，從經濟情況較佳的國家中，移轉必要的資源至需要援助的會員國，以共同承擔區域經濟風險，則因受困國本已失去貨幣政策與匯率政策的自主權，若本身財政情況也有問題，將難以自困境中脫身，而其負面效果也會外溢至其他成員，對整個共同通貨區皆將產生不利的影響。

上述兩點說明共同通貨區必須建立有效的財政政策協調機制以及跨國的財政移轉機制，以便在事前防制或事後援助，至於更理想的狀況為財政政策的統合或單一化，以有效化解潛在的危機。

但財政政策的統合或單一化，牽涉到各國主權移轉與讓渡的問題，也因此共同通貨區必須進行深度的政治整合，才可望成為最適通貨區。另外一方面，僅追求財政政策的統合或單一化，不足以為功，這是因為各國除了財政政策以外，還有就業政策、工資政策、產業政策等，若未經協調，仍然會產生問題(註 9)。最適通貨區域理論的學者乃主張共同通貨區應走向政治同盟，以促使各個政策領域皆能協調一致。例如，De Grauwe (2009, p.109-110)即主張，政治同盟可以透過各國政府預算中央化以及降低不對稱衝擊的

風險，強化共同通貨區成為最適通貨區。

（二）美國的經驗

除了最適通貨區域理論所提示的財政政策角色以外，美國的經驗也足資參考。美國為 50 州組成的聯邦體制國家，也就是相當於 50 個「小國」所組成的共同通貨區，長久以來被視為共同通貨區的典範，也是歐盟未來走向政治統一師法的對象（註 10）。

Cohen (2010)以美國第一任財政部長亞歷山大漢彌爾頓(Alexander Hamilton)（註 11）於 1790 年推動聯邦政府承擔 13 州債務以建立財政可信度為例，說明中央財政或統一預算解決財政失衡的重要性。

Cohen 指出，當時漢彌爾頓主張根據新制訂的美國憲法，聯邦政府可承擔獨立戰爭之後各州所累積的債務。但此議遭到另一政治陣營傑佛遜與麥迪遜等人的堅決反對，認為各州債務高低不一，此舉形同捐助沒有善盡償債義務的州。漢彌爾頓經由高明的政治斡旋，使各州同意由聯邦政府承擔債務，終於奠定了美國財政緊密結合的基礎。

聯邦政府承擔各州債務尚不足以為功，還必須能夠建立有效的財政移轉機制，以備

某些州發生經濟或金融問題時，能夠透過此一機制，及時動員必要資源，解決問題。根據 Rockoff (2000)的分析，美國貨幣同盟雖在 1788 年因美國憲法正式實施而成立，但隨後的 150 年間，一直因不同地區的經濟衝擊(region-specific shocks)而產生各種問題。在該段期間，最典型的情況為某一地區性的經濟衝擊首先影響到金融市場或農產品市場，一方面造成銀行擠兌，銀行準備流失，另一方面資金外移，地區間的收支嚴重失衡，兩方夾擊的結果，產生地區間全面性的金融與經濟緊縮。一直到 1930 年代左右，上述現象才見緩和，主要係因聯邦財政移轉機制與銀行存款保險制度相繼建立，至此才能視美國為一最適通貨區。

在財政政策對舒緩區域經濟衰退的實際效果方面，根據 Sala-i-Martin and Sachs(1992)的估計，在地區性經濟情況不好的時候，美國的財政體系可吸收大約三分之一地區性的個人或家庭所得減少。換句話說，每一塊錢個人或家庭所得下降，個人或家庭實際承受的部分約為 0.67 元左右。財政移轉機制的效果，可見一斑。

四、貨幣巨人與財政侏儒

歐元區為共同通貨區，但在其成立之初，還沒有達成最適通貨區域理論所應有的標準。成立之後至今，又陸續加入希臘等 5

個邊陲經濟體，使得會員國數目增至 16 個，因此是一相當廣泛且多元化的經濟區域，經濟發展的階段不盡相同，各國所面對的經濟

衝擊與政策因應也不必然相似。若各自為政，容易對區域內其他國家造成經常性的干擾。Tamborini (2002)乃將歐元區形容為「一個貨幣巨人、許多財政侏儒」(one monetary giant with many fiscal dwarfs)。

嚴格而言，歐盟與歐元區並非缺乏經濟政策協調的機制，也並非沒有注意到財政政策的重要性，但現有的架構、機制與原則等，皆難以有效發揮應有的功能。

(一) 歐盟與歐元區的經濟政策協調架構

現行歐盟與歐元區的經濟政策協調架構，包括以下的機制或原則(Szelag 2008)：

- ◎「廣泛經濟政策指導綱領」(Broad Economic Policy Guidelines)，為有關總體經濟政策與經濟結構政策指導原則。
 - ◎「穩定暨成長協定」，為有關財政政策的原則與協調。
 - ◎「盧森堡過程」(Luxembourg Process)，或稱之為歐洲就業策略(European Employment Strategy)，為各國就業政策與勞動市場改革政策的協調機制。
 - ◎「卡地夫過程」(Cardiff Process)，為各國商品、服務與資本市場改革的政策協調機制。
 - ◎「科隆過程」(Cologne Process)，為各國有關財政政策、貨幣政策與工資政策等總體經濟對話(Macroeconomic Dialogue)機制。
- 大致上而言，歐盟與歐元區各種總體經

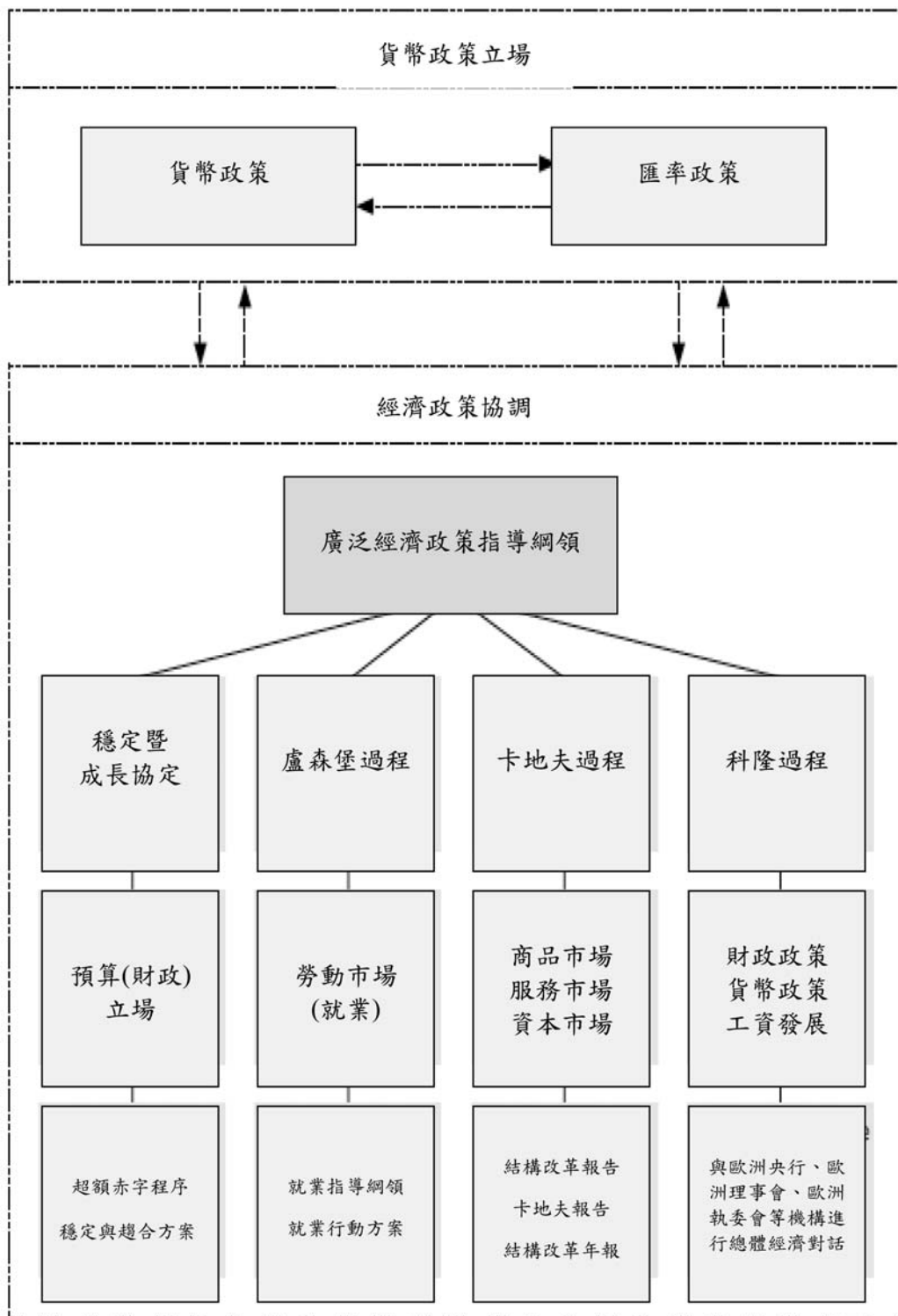
濟或結構政策係以「廣泛經濟政策指導綱領」為中心，由「穩定暨成長協定」、「盧森堡過程」、「卡地夫過程」與「科隆過程」等 4 個原則或機制所構成，形成一套經濟政策協調架構，而該架構也可與由歐洲央行所主導的貨幣政策與匯率政策，形成雙向反饋關係(參閱圖 2)。

表面上來看，此一政策協調與雙向反饋架構似乎十分周延完整，但在實際運作上，或形同虛設、或不盡合理，以致於難以發揮應有成效。其中「盧森堡過程」、「卡地夫過程」與「科隆過程」不具有法律上約束力，這些過程建立在同儕壓力(peer pressure)基礎之上，由成員國決定是否遵守該等過程所達成的結論，沒有裁罰機制，而「穩定暨成長協定」雖具有法律上的約束力，但本身的規定卻容易產生弊端(詳本節第二小節)。

基於這些問題，De Gruwe (2006)從經濟治理的角度，指出歐元區的潛在問題：

1. 各國政府與歐盟機構權力與責任不平衡，形成衝突。表面上總體經濟政策由歐盟負責，事實上多掌握在各國政府手中。
2. 各國政府片面決定自己租稅、社會安全與工資等政策，使得歐元區產生不對稱衝擊的風險增加。
3. 歐元區缺少對於不對稱衝擊的保險措施，使得該等衝擊的風險進一步增加。例如，財政移轉機制可以避免單一國家的經濟問題擴散至其他國家，如果能夠建立此等機

圖 2 歐盟與歐元區的經濟政策協調架構



資料來源：Szelag (2008)。

制，可以增進會員國對歐元區的忠誠度，有助於歐元永續長存。

4. 歐元區缺乏能夠決定財政政策的歐洲中央政府，也就難以對歐元區進行有效的經濟管理，這是現行歐元區最嚴重的問題。

(二) 歐元區財政政策的制度設計

歐元區財政政策的制度設計係以「馬斯垂克條約」(Maastricht Treaty)與「穩定暨成長協定」為基礎，以規範區域內國家的財政政策。

「馬斯垂克條約」於 1992 年簽訂，正式名稱為「歐盟條約」(Treaty on European Union)，為建立歐盟與歐元區的條約。該條約的趨合條件(convergence criteria)規定加入歐元區的條件之一為新會員國的財政赤字不得超過國內生產毛額的 3%，且政府債務餘額不能超過其國內生產毛額的 60%。

「穩定暨成長協定」於 1997 年開始實施，以確保會員國中期財政健全，包括預防(preventive arm)與勸戒(dissuasive arm)兩個部分。就原規定而言，在預防方面，會員國應每年向歐洲執行委員會提交穩定計畫，並由歐洲執行委員會評估計畫，歐洲理事會提出建議。在勸戒方面，若會員國赤字超過其 GDP 的 3%，即啟動「超額赤字程序」(excessive deficit procedure)。若經認定出現超額赤字，歐洲理事會發出建議要求矯正超額赤字。若會員國在訂定的期限內沒有達成目標，由歐洲理事會決定下一步作法，可對違

反的會員國裁罰。

「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」實施以來，經常出現許多國家無法遵守規範的情況，而會員國加入後，也常以「創造性會計」(creative accounting)，逕行調整會計科目或內容，以在表面上符合規範，希臘即因此而種下日後債務危機的種子。2002 至 2004 年間，歐元區主要國家發生經濟衰退，使得法國、德國、義大利與葡萄牙等國財政赤字比都超過 3%，更使得「穩定暨成長協定」形同具文。

除了規定過於嚴苛，致形同具文外，該協定本身也存在其他若干缺點，主要包括：

1. 缺乏預算彈性

超額赤字程序之啟動以年度財政為準，雖較能反映各國實際表現，但景氣循環通常跨年，若勉強遵守，將使得個別國家缺乏自動穩定機制，難以機動調整財政政策以因應景氣之變化。

2. 缺乏協調機制

「穩定暨成長協定」係以各國本身的財政狀況為基礎，但沒有考慮歐元區整體的財政狀況，也缺乏跨國協調財政政策誘因，因此較難針對歐元區整體的經濟金融情勢以彈性法則機動反應，必須仰賴歐洲理事會開會協商。

平心而論，「馬斯垂克條約」與「穩定暨成長協定」對政府債務比與預算赤字比的規定，其出發點著眼於促使會員國能夠維持

財政紀律，再配合「馬斯垂克條約」中歐洲央行不能紓困的條款(no bail-out clause)，以避免道德風險(moral hazard)的問題，最終目的是健全各國財政，立意良好，而這也是歐元區缺乏財政移轉機制的的原因。但問題就在於這些規範是建立在歐元區各國皆能恪遵規定的假設之上，空有理想，卻難以落實，而各國各自為政，則產生了反效果。De Grauwe (2009)認為：

1. 一國預算赤字是否浮濫，應該以該國的政府債務水準為基礎判斷。「穩定暨成長協定」規定會員國財政赤字不得超過其國內生產毛額的 3%，很難為各國所遵守。

2. 對一國預算狀況的研判，應先扣除因景氣循環變動所引起的預算變動。換句話說，應該以結構性的預算赤字(structural budget deficit)為準，「穩定暨成長協定」中 3% 的限制則過於僵硬。

3. 除非一國的債務比本就很低，否則政府債務餘額不能超過其國內生產毛額的 60% 與會員國財政赤字不得超過其國內生產毛額的 3%這兩個規定難以同時達成。

由於「穩定暨成長協定」有著諸多的問題，歐盟乃於 2005 年修改該協定，使之更具彈性。在預防方面，各國應根據政府債務比與潛在成長等經濟特性，擬訂財政的中期目標(medium-term objectives)；中期目標沒有達成的國家，應每年縮減財政預算(註 12)，規模應相當於 GDP 的 0.5%，經濟情況較差的

時候，縮減規模可較小，但經濟情況好的時候，縮減規模應較大。在勸戒方面，新規定界定各種非常情況(exceptional circumstances)，會員國在非常情況下，其財政赤字超過 GDP 的 3%，可以視為是例外。修改之後的協定賦予原規定較大的彈性，雖然如此，仍然沒有觸及歐盟與歐元區應該改革的核心，也就是財政政策的協調乃至於財政統合。

(三) 丁美洲債務危機的啟示

前述的討論，皆屬於長期間歐元區國家應該共同努力的方向，但長期解決方案難以解燃眉之急，短期內，歐盟與歐元區國家必須提出更有效的措施，才能遏阻歐洲風暴，1980 年代拉丁美洲債務危機及其解決，似可給予我們若干啟示。

拉丁美洲債務危機發生於 1980 年代，1982 年 8 月 12 日，墨西哥通知美國與 IMF，表示無法履行將於 16 日屆期的 800 億美元債務責任，拉丁美洲債務危機於焉爆發，而且自此之後持續惡化。由於其影響既深且廣，因而被稱之為拉丁美洲「失落的 10 年」(lost decade)，又因其發生問題的國家不僅限於拉丁美洲國家，也稱之為低度開發國家債務危機(參閱附錄 3 拉丁美洲債務危機)。

雖然成因有所差異，但在本質上，拉丁美洲債務危機與希臘所引發的歐洲債務危機，卻有十分相似之處：

1. 債務國的政府債務持續累積，且對外債務龐大，由於債務國也面臨經常帳收支惡

化的問題，意即必須不斷向外借款，以融通逆差，負擔本已相當沉重。一旦遭受外在環境的經濟衝擊，勢須進一步舉債，也墊高了利息支出，使債務問題更為惡化。

2. 危機爆發之初，債務國皆應國際機構等之要求，必須進行嚴格的緊縮政策，而拉丁美洲國家的情況則顯示，緊縮方案進一步打擊經濟，使得債務負擔更加沉重。

拉丁美洲國家或歐元區希臘等國，皆面臨相同的兩難局面：這些國家已有鉅額的政府外債，又陷入經濟困境，亟須刺激經濟、提振信心，但為改善財政並避免倒帳危機，又必須採取緊縮政策，不利於經濟前景，而若利率與經濟成長差距擴大，將使債務問題更為惡化，形成惡性循環。

拉丁美洲債務危機於 1982 年正式爆發之後，曾歷經兩個階段的努力，但都歸於失敗。1989 年美國政府提出「布雷迪方案」(Brady Plan)，是為第三階段。該方案的基本原則，為以債換債的債務重組方式，經由協商免除一部分拉丁美洲國家的外債本金與利息支出，並減少債權銀行因資產負債惡化所面對的營運風險。該方案下新發行的債券，一般稱之為布雷迪債券(Brady Bond)，由美國政府擔保，且可在金融市場流通，該方案最

後成功地解決了拉丁美洲債務危機。

從上述的角度來看，未來歐元區債務危機的解決階段，有可能與拉丁美洲債務危機相似，也就是一開始一如拉丁美洲債務危機第一與第二階段的作法，歐盟與歐洲國家提供希臘貸款資金，以爭取時間，避免希臘短期債務到期無法償債，並責成希臘政府確實削減政府債務與降低財政赤字。但由於希臘採取財政緊縮，而市場上對希臘政府的信心不足，可能一如當年的拉丁美洲國家，既無法提振經濟，也無助於縮減債務。

「布雷迪方案」的成功，似提示了有效解決希臘債務危機可行之道，也就是集合歐盟或甚至是國際社會之力，減輕債務國的債務負擔，以立即降低市場投資者的疑慮，並使問題國家有餘裕採行擴張性政策，以促進經濟成長，及早償還未減免的債務。

此一解決方案的困難之處，在於希臘爆發債務危機以來，歐元區各國似乎對於是否施予援手，或者是應採取的援助方式，意見不一，而即使各國政府願意提供協助，其國內人民也多所反對，因此在可預見的未來，歐洲債務危機仍將持續一段期間，而類似於布雷迪方案的援助計畫，恐須在希臘等若干國家宣布無法償債之後，出現的可能性較高。

五、結 論

沒有一個國家或區域經濟體不會發生嚴重的經濟金融問題，平心而論，在缺乏有效

的政策協調機制與財政統合的情況下，歐元區仍然平穩地渡過第一個 10 年，一度被視為

典範，甚至在全球金融危機發生之初，若干歐洲邊陲國家亟欲加入歐元區，足證歐元與歐洲貨幣統合對歐元區國家所帶來的龐大利益。

但歐元本身成為債務融通機器，使歐元區國家耽於歐元所帶來的利益，無所節制。若干國家政府債務持續累積、金融部門受到影響、對外債務偏高以及歐元區總體經濟不平衡等問題相互交織，這些國家又忽略了必要的政策協調與財政統合，各自為政的結果，反而使得各國問題相互影響，因而透過邊陲國家的債務危機顯現出來，引發市場極大的疑慮，進而釀成歐洲風暴。

雖然目前歐盟與IMF已推出總額達7,500億歐元之歐洲穩定機制，緩解市場上之資金壓力，並公布歐洲銀行壓力測試結果，期能增加歐洲銀行體系之透明度，遏制邊陲國債信危機的影響層面繼續擴大，然而，這些政策多著眼於解決短期內的流動性問題，並無助於改善金融機構債台高築情勢，而將最終可能發生無法償付債務之倒帳危機延後。

危機的積極意義本為政府可以做到平常無法做到的事情，如果歐洲國家能夠因此而大力改革財政、促進跨國間的政策協調、改善區域內總體經濟不平衡的問題、並朝單一財政的方向而努力，而歐盟各國乃至於國際社會亦宜捐棄成見，減輕債務國的債務負擔，以立即降低市場投資者的疑慮，並使問題國家有餘裕採用擴張性政策，以促進經濟成長，及早償還未減免的債務。從長期的角度來看，希臘危機所引發的歐洲風暴，不一定是詛咒。

惟此次危機暴露了歐洲各國政府所面臨的諸多限制，未必能夠大刀闊斧進行必要的改革，歐盟以及歐元區國家對希臘危機的看法與解決之道不一，使不確定的情緒日益擴大，而即使各國政府願意提供協助，其國內人民也多所反對，市場一旦洞悉經濟弱點與政府部門的限制，也會善加利用，使得危機更加惡化，這是今日希臘危機與歐洲風暴所面臨的困境。在可預見的未來，歐洲危機仍將持續一段期間。

後 記

本文完稿後，愛爾蘭政府於2010年9月宣布本年財政赤字相對GDP比率將飆升至32%，使得歐洲再度引爆主權債務危機。愛爾蘭已於11月下旬獲得IMF與歐盟聯合紓困675億歐元（愛爾蘭政府亦自行籌資175億）。此一發展情勢呼應本文主張：長期而言，欲處理歐洲邊陲國家債務問題，仍應從歐元制度性機制改革著手，才能根本解決歐元區內部不平衡問題。

附錄 1 政府債務與經濟成長

原則上，若國內外利率持續高於名目 GDP 成長率，則長期間政府債務會一直累積，最終無法清償債務。本專題以簡單的數學推導說明政府停止累積債務的必要條件。

一個共同通貨區會員國的政府預算限制式可寫成：

$$G - T + rB + r' B' = \frac{dB}{dt} + \frac{dB'}{dt} \quad (1)$$

式中， G ：政府歲出、 T ：政府歲入、 r ：政府債務國內利率、 r' ：政府債務國外利率、 B ：政府國內債務、 B' ：政府國外債務。

(1)式等號左端為政府預算赤字，而等號右端則為融通預算赤字的資金來源，包括政府國內債務的累積與國外債務的累積。共同通貨區的會員國無法發行貨幣，因此(1)式不包括貨幣融通。

定義 $b = \frac{B}{Y}$ 與 $b' = \frac{B'}{Y}$ ，可得到 $\dot{B} = \dot{b}Y + b\dot{Y}$ 與 $\dot{B}' = \dot{b}'Y + b'\dot{Y}$ ，代入(1)式，可得到，

$$\dot{b} + \dot{b}' = (g - t) + (r - y)b + (r' - y)b' \quad (2)$$

式中， $g = \frac{G}{Y}$ 、 $t = \frac{T}{Y}$ 、 $y = \frac{\dot{Y}}{Y}$ (名目 GDP 成長率)。

(2)式說明，如果代表借款成本的國內外利率高於該國的名目成長率，則政府歲出必須小於政府歲入，否則該國政府的國內與國外債務會一直累積，而有無法支付利息並產生債務危機之虞。

令 $\dot{b} = \dot{b}' = 0$ ，則政府國內外債務不繼續累積的必要條件為：

$$t - g = (r - y)b + (r' - y)b' \quad (3)$$

(3)式表示，若國內外利率高於名目成長率，則政府債務不持續累積的必要條件為政府歲入高於政府歲出。(3)式為必要條件，但不是充分條件。例如，促使歲入高於歲出的財政緊縮政策會影響名目 GDP 成長，致國內外利率與名目 GDP 成長率之間的差距擴大，因而進一步墊高了政府債務。

對於非共同通貨區的國家而言，某些國家政府的國外債務很低，若又不考慮以貨幣融通政府債務，則(2)、(3)式可簡化為：

$$\dot{b} = (g - t) + (r - y)b \quad (4)$$

$$t - g = (r - y)b \quad (5)$$

(5)式表示，若國內利率高於名目成長率，則政府債務不持續累積的必要條件為政府歲入高於政府歲出。

附錄 2 最適通貨區域理論簡述

成立共同通貨區代表區域內國家失去貨幣主權，最適通貨區域理論思考的方向，係從成本面著手，側重於在何種情況或條件下，通貨區內的國家比較不需要仰賴匯率或貨幣政策以調控本國經濟。能夠達到這些情況或條件的區域內國家，就較為適合成立共同通貨區，也就是最適通貨區域。

有關最適通貨區先決條件的探討始自於 Mundell (1961)，其後歷經 50 年的發展。演變至今，各種條件琳琅滿目，論者也多以條列方式說明，容易令人莫衷一是。其實現代最適通貨區域理論的核心原則為經濟衝擊相似的程度(similarity of shocks) 或景氣循環同步的程度(synchronization of business cycle)。

就經濟衝擊的相似程度而言，如果一個地區各國所面對的各種衝擊相似，而且因應衝擊的方向與速度也相似(包括市場因應與政策因應)，亦即若衝擊的性質為對稱的衝擊(symmetric shock)，則該地區做為共同通貨區的經濟成本較低，這是因為統一的貨幣政策與匯率政策，可以因應這一類的衝擊，不致於因各國差異太大，而使得某些國家受惠，某些國家受害。由於如果各國面臨對稱的衝擊，通常也代表這些國家經濟景氣波動起伏的程度或落點相似，因此以景氣循環同步的程度做為判斷的標準，也普遍出現在現代文獻中，經濟衝擊相似的程度與景氣循環同步的程度兩者幾乎成為同義語。

在實際的世界中，一個區域內經濟衝擊相似的程度或者是景氣循環同步程度的情況不一定存在，因此下一個層次的思考為如果這個核心原則沒有達成，區域內國家在政策或制度上應如何進行經濟金融調整，使共同通貨區能夠成為最適通貨區。在此一思考架構下，可以納入許多最適通貨區域理論中常見的標準，包括勞動市場彈性化、生產因素自由移動、金融整合的程度、經濟金融結構相似的程度、經濟開放的程度、財政統合或單一化等。

以最適通貨區域理論中最為“古典”的標準—生產因素自由移動—為例(Mundell 1961)，假定區域內某一地區或國家發生不對稱的衝擊，致發生經濟衰退與失業問題，若勞動力可自由移動，則失業人口移到區域內其它地區，不但減輕原地區的問題，對勞動力需求較殷的其它地區也有助益，發生失業的國家也較不需要仰賴匯率或貨幣政策以調控經濟。換句話說，生產因素自由移動扮演了類似於保險的機制，至少代替一部分原先匯率與貨幣政策功能。

再以金融整合程度條件中的國際風險共同承擔(international risk sharing)觀念為例(Mundell 1973)，若區域內會員國持有跨國資產，互相支援，可集體承擔經濟衝擊對特定或部分會員國的影響，而民間部門也可分散持有區域內跨國資產，降低本身的損失。在這種匯集外匯資產(reserve pooling)與資產多元化(portfolio diversification)的保險機制下，即使會員國的經濟體質互異，也可以成立共同通貨區。

資料來源：彭德明(2005)。

附錄 3 拉丁美洲債務危機

拉丁美洲債務危機爆發於 1982 年，但問題肇始自 1973 年起，其後的 5 年間全球石油價格不斷上升，使得許多發展中國家的進口成本連年升高，經常帳收支持續惡化，亟須龐大的資金融通，乃不斷向外借款。1979 年第二次石油危機發生，拉丁美洲國家債務更形嚴重，平均而言，其債負比率(debt-service ratio)已超過 30%，而巴西等部分國家之比率則接近 60%，其後更因美元利率走高、本幣對美元貶值、石油價格轉趨下跌，使得債務問題更為惡化。1982 年底，拉丁美洲國家外債總餘額已達到 3,270 億美元，許多新借款主要係用於支付債務利息，形成以債養債。自 1973 年起，10 年間外債不斷累積，債務國無法繼續承擔，終至於爆發危機。

至 1983 年 10 月，全球已有 27 個國家計劃與債權銀行重新安排債務，其對外負債規模為 2,390 億美元。該 27 個國家中有 16 國為拉丁美洲國家，又以墨西哥、巴西、委內瑞拉與阿根廷等 4 國的外債規模最大，達 1,760 億美元之鉅，其中美國 8 大銀行持有 370 億美元的債權，約相當於資本總額的 1.5 倍，因此若拉丁美洲國家倒帳，勢將影響美國銀行的營運，甚或有倒閉之虞。

拉丁美洲債務危機之解決歷經了三次嘗試的階段，前兩個階段歸於失敗，第三次才獲得成功。

第一個階段為 1982 至 1985 年間，當時國際社會認為拉丁美洲債務危機僅為流動性問題，不是債務能否清償的問題，因此債權國透過商業銀行、IMF 與其他國際機構，繼續對拉丁美洲國家提供新貸款，其目的為給予債務國更多的時間重整財政，以便在數年之內清償債務，而 IMF 也要求受援的債務國進行經濟調整，包括增加稅收、提高關稅、本幣調整以及降低政府支出等。但第一個階段的作法沒有成功，拉丁美洲國家的債務仍持續累積。

第二個階段始自 1985 年美國政府提出「貝克方案」(Baker Plan)，該方案為 290 億美元的金援計畫(國際機構與商業銀行分別提供 90 億與 200 億美元)，以支援主要債務國，並要求這些國家進行深度的市場改革，包括降低稅負、國營企業民營化、排除貿易障礙與促進投資自由化等。自 1987 至 1988 年間，所有情況顯示貝克方案也歸於失敗，既無法降低拉丁美洲國家債務，也未能促進成長，使這些國家有可靠的收入足以支付債務本息。

第三個階段為 1989 年美國政府提出的「布雷迪方案」(Brady Plan)，該方案的基本原則，為以債換債的債務重組方式，經由協商免除一部分拉丁美洲國家的外債本金與利息支出，並降低債權銀行因資產負債惡化所面對的營運風險。該方案下新發行的債券，一般稱之為布雷迪債券(Brady Bond)，由美國政府擔保，且可在金融市場流通。墨西哥首先於 1989 年與債權銀行達成協議，其後其他國家也陸續加入；世界銀行與 IMF 各出資 120 億美元，而日本輸出入銀行則提供 80 億美元。至 1994 年 5 月，共有 18 個國家參與該方案與債權銀行協商，約有 30%至 35%的債務獲得減免。

附 註

- (註 1) 歐元區 16 國中，德國、法國、義大利、西班牙與荷蘭為前 5 大經濟體。2009 年歐元區各國 GDP 占歐元區全體 GDP 的比重，依大小順序分別為德國(26.85%)、法國(21.26%)、義大利(16.95%)、西班牙(11.72%)、荷蘭(6.36%)、比利時(3.76%)、奧地利(3.09%)、希臘(2.65%)、芬蘭(1.91%)、葡萄牙(1.87%)、愛爾蘭(1.82%)、斯洛伐克(0.71%)、盧森堡(0.42%)、斯洛維尼亞(0.39%)、賽普勒斯(0.19%)與馬爾他(0.06%)。
- (註 2) 此處的政府歲出須小於政府歲入係指基本財政收支盈餘(primary budget surplus)。基本財政收支餘額(primary budget balance)定義為政府歲入減不含債務利息支出的歲出之差額。此餘額若為負數，則表示政府的收入無法承擔債務利息的支付，遑論債務還本。
- (註 3) 可參閱 Gros(2010)。
- (註 4) 根據歐盟執行委員會(European Commission, 2010a)之預測，希臘今、明兩年的經濟成長率分別為-3.0%與-0.5%，而 GDP 平減指數的變動率將分別為 2.9%與 1.7%，因此 2010 與 2011 年名目 GDP 成長率將分別為-0.1%與 1.2%。
- (註 5) ECB 估計歐元區各國政府所發行的政府債券中，約有 50%為銀行所持有。
- (註 6) 對外債務係指某特定時點一經濟體居民對非居民未償還的實際債務餘額。
- (註 7) 國外債權(foreign claims)為跨國債權(cross-border claims)與國外分支機構之當地債權(local claims of foreign affiliates)之和，國外分支機構之當地債權包含本幣與外幣債權。
- (註 8) 歐元在全球外匯存底的幣別比重，由 1999 年的 17.9%持續上升為 2010 年第 1 季的 27.2%。2010 年第 1 季，其他主要國際貨幣在全球外匯存底的幣別比重分別為美元(61.5%)、英鎊(4.3%)、日圓(3.1%)、瑞士法郎(0.1%)、其他(3.7%)。
- (註 9) De Grauwe (2009, p.111-112)指出，自 1999 年以來，德國採取節制工資(wage moderation)政策，使得名目工資上升的程度下降，因而增進了德國的競爭力，相對上而言，歐元區其他國家名目工資增加的程度則高於德國，競爭力下降。歐元區各國之間有必要採取有效的政策協調機制，以防止一個國家政策變動的負面效果，外溢至其他國家。
- (註 10)除了美國的經驗以外，Broyer and Brunner (2010)與 De Grauwe (2009)則以德國的制度為例，說明財政聯邦化或財政移轉機制對共同通貨區的重要性。第二次世界大戰以後，西德為聯邦體制國家，各州皆享有預算與政治的自主性，也各有其民選政府與國會。根據 De Grauwe (2009)，西德也建立了財政均等化體系(Finanzausgleich, system of fiscal equalization)，使稅收較低的州可以從稅收較高的州獲得補償。此一體系再加上聯邦政府本身的自動移轉機制，以促使各州所得分配不平均降低。德國統一後，由原東德所成立的新州也納入此一體系。
- (註 11) 漢彌爾頓在 1789 至 1795 年間出任美國第一任財政部長，他與其手創的聯邦黨(Federalist Party)主張強而有力的中央政府、財政中央化與建立國家銀行。另一方面，以傑佛遜(Thomas Jefferson)與麥迪遜(James Madison)為領導者的民主共和黨(Democratic-Republican Party)，則反對聯邦黨的主張。
- (註 12) 此處的財政預算主要係指結構性預算(structure budgetary position)：經景氣循環調整，且扣除因一次性或暫時性措施所產生的預算增加。

參考文獻

彭德明(2005)，「東亞共同通貨區可行性初探-兼論東亞地區的經濟與金融合作」，中央銀行季刊，第 27 卷第 4 期，頁 55-82，中央銀行。

- Broyer, S. and C. Brunner (2010), "What Will Fiscal Federalism Cost the Eurozone?" *Flash Economics* No. 38, Natixis.
- Cohen, R. (2010), "Greece, Europe and Alexander Hamilton," March 2, *New York Times*.
- De Grauwe, P. (2006), "On Monetary and Political Union," paper prepared for the CESifo Workshop on *Enlarging the Euro Area*, Munich, Nov. 24
- De Grauwe, P. (2009), *Economics of Monetary Union*, 8th edition, Oxford University Press.
- European Central Bank (2010), *Financial Stability Review*, June, European Central Bank.
- European Commission (2010a), *European Economic Forecast: Spring 2010*, Economic and Financial Affairs, European Commission.
- European Commission (2010b), *Government Finance Statistics: 2010 Edition*, Eurostat, European Commission.
- Federal Deposit Insurance Corporation (1997), "The LDC Crisis," in *History of the Eighties-Lessons for the Future*, Volume 1, Chapter 5, 191-210, Federal Deposit Insurance Corporation.
- Gros, D. (2010), "The Greek Fiscal Adjustment Programme: An Evaluation," **CEPS Commentary**, Centre for European Policy Studies, April. 27.
- Kenen, P. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View," in R. A. Mundell and A. K. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, 41-60.
- Mundell, R. A. (1961), "A Theory of Optimal Currency Area," *American Economic Review* 51, 657-664.
- Mundell, R. A. (1973), "Uncommon Arguments for Common Currencies," in H. G. Johnson and A. K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 114-132.
- Rockoff, H. (2000), "How Long Did It Take the United States to Become an Optimal Currency Area," *NBER Historical Paper* 124, National Bureau of Economic Research.
- Rogoff, K. (2010), "Europe Finds the Old Rule Still Apply," *Financial Times*, May 5.
- Sala-I-Martin, X. and J. Sachs (1992), "Federal Fiscal Policy and Optimum Currency Area," in M. Canzoneri, V. Grilli, and P. Masson (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge: Cambridge University Press, 195-220.
- Szeląg, K. (2008), "A Single Fiscal Policy in the Euro Area: Vision or Utopia?" *National Bank of Poland Working Paper* No. 46, National Bank of Poland.
- Tamborini, R. (2002), "One Monetary Giant with Many Fiscal Dwarfs: the Efficiency of Macroeconomic Stabilization Policies in the European Monetary Union," *Discussion Paper* No.4, Università Degli Studi Di Trento-Dipartimento Di Economia.
- Vasquez, I. (1996), "The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises," *Cato Journal* 16-2, 233-243.

(本文完稿於99年9月，作者彭德明為本行經濟研究處副研究員，方耀為經濟研究處四等專員)

房市泡沫與產出缺口的估計—台灣實證分析

林 依 伶

摘 要

房市泡沫可能透過相關管道影響潛在 GDP 的估計，造成未排除泡沫影響的潛在 GDP 高估，以致產出缺口估計值發生偏誤。由於目前國內尚無相關議題之研究，故本文主要參考 Banternghansa 與 Peralta-Alva (2009) 之估計方法，嘗試估算排除泡沫影響的潛在 GDP 值，俾探討台灣自 2006 年以來房價高漲下所伴隨的房市泡沫現象，是否使潛在 GDP 高估，以致產出缺口的估計值發生偏誤。

Banternghansa 與 Peralta-Alva 根據美國資料，推估至 2002 年以來，排除房市泡沫影響的潛在 GDP 值，並與美國國會預算局 (Congressional Budget Office，簡稱 CBO) 所估之潛在 GDP 值 (未排除房市泡沫的影響) 比較，結果如下：(1) 以 HP 濾波估算排除房市泡沫影響的潛在 GDP 值，高於 CBO 所估之值；(2) 以生產函數法估算排除房市泡沫影響的潛在 GDP 值，則低於 CBO 所估之值，顯示 CBO 所估之潛在 GDP 值出現高估的情況。

根據上述的相反結果，可推論產出缺口值的信賴區間可能相當大。因此 Banternghansa 與 Peralta-Alva 建議，貨幣政策當局不宜僅依據單一方法估計的產出缺口值，執行政策。

本文以類似的分析方法對台灣資料進行實證，估計結果顯示：在 2006-2010 年房市泡沫期間，不論採 HP 濾波法或生產函數法，藉以去除房市泡沫對潛在 GDP 估計的影響，所估算的潛在 GDP 值，皆高於未去除房市泡沫影響所估算之值。因此，去除泡沫影響所估得之負的產出缺口，皆較未去除泡沫影響所估的缺口為大。據此推論，台灣自 2006 年以來的房市泡沫，尚未明顯造成未排除泡沫影響的潛在 GDP 高估，因此產出缺口估計值未發生偏誤的情況。儘管如此，根據張金鶚等(2010)指出，自 2009 年以來，近兩年台北市房市泡沫現象轉趨嚴重，因此，台灣近期房市泡沫對產出缺口估計值的影響，仍待持續驗證。

一、前 言

產出缺口的衡量對一國貨幣政策的執行，具有重要的參考價值。然而，資產價格

泡沫可能使未排除泡沫影響的潛在 GDP 高估，以致產出缺口的估計發生偏誤，例如，2008 年歐盟執行委員會 (European Commission) 估計歐元區 2007 年的產出缺口值為 0.2%；然而於 2009 年，資產價格泡沫發生破滅，金融危機開始爆發後，歐盟執行委員會將 2007 年的潛在 GDP 下修，使產出缺口值由 0.2% 向上修正為 2.5%，亦即 2007 年經濟發展帶來的通膨壓力，較原先在 2008 年預估的還要高。原因可能為，資產價格泡沫扭曲相關研究者對正常經濟成長，以及資本累積速度等之預期 (註 1)，以致潛在 GDP 估計值出現高估。

因此，研究者在估計潛在 GDP 值時，可能因目前經濟環境所處的狀態而受影響，特別是在資產價格泡沫的前後，如房市泡沫發生期間。當經濟處於房市泡沫的高峰 (t 期) 時，在假設未來經濟情況不變的前提下，且未考慮房市泡沫時所估計的潛在 GDP 值偏高；處於房市泡沫破滅 ($t+1$ 期) 時，則會向下修正 t 期的潛在 GDP 值，因而 t 期的產出缺口值也會向上修正。如何正確預估產出缺口值，涉及到是否能正確判斷目前經濟所處的狀態—是否處於房市泡沫？以及若處於房市泡沫，如何由目前觀察到的實質 GDP，推估排

除泡沫影響的潛在 GDP 以及產出缺口值，可能是政策當局應重視的課題。

Banternghansa 與 Peralta-Alva (2009) 應用美國資料進行實證，其研究指出，房市泡沫可能會因為直接影響 GDP 成長率，而影響潛在 GDP 的估計，或間接透過影響投資，進而影響潛在 GDP 的估計，造成未排除泡沫影響的潛在 GDP 高估以及產出缺口估計值發生偏誤。由於目前國內尚無相關議題之研究，故本文主要根據 Banternghansa 與 Peralta-Alva 的估計方法，俾探討台灣自 2006 年以來房價高漲下所伴隨的房市泡沫現象，是否造成產出缺口的估計值出現偏誤，至於房價高漲是否即為房市泡沫則非本文重點。在本文相關假設下發現，未排除房市泡沫影響的潛在 GDP 估計值，並未受到房市泡沫影響而有高估的情況；據此，產出缺口估計值並未因此發生偏誤。

全文架構如下，第一節為前言；第二節為美國實證結論，說明 Banternghansa 與 Peralta-Alva (2009) 如何估算排除泡沫影響的產出缺口值；第三節為台灣實證分析，依前節的估計方式以及台灣資料，嘗試估計排除房市泡沫影響的產出缺口值；第四節則為結論。

二、美國實證結論

產出缺口為央行在執行與評估貨幣政策時的重要依據，因此如何正確的評估產出缺

口，有其重要性。然而，根據 Banternghansa 與 Peralta-Alva (2009) 研究指出，美國

2002-2007 年的房市泡沫 (註 2)，可能使觀察到的 GDP 和生產要素增加，以致超過經濟基本面所支撐的水準(超過部分即為泡沫)，使得未排除泡沫影響的潛在 GDP 估計值出現高估，以及產出缺口估計值發生偏誤。因此，在房市泡沫發生時，決策者可能因高估的潛在 GDP 值，執行不適當的貨幣政策。

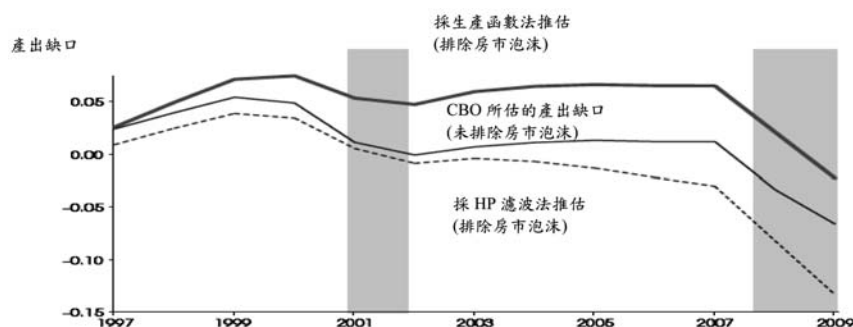
一般而言，高度成長的房價可能透過住宅服務的產值增加，而直接影響 GDP；亦可能透過金融保險部門異常的成長，以及個人財富增加，使得消費及投資異常的成長 (註 3)，而間接影響 GDP。因此，Banerghansa 與 Peralta-Alva (2009) 根據美國 1950-2009 年資料，採用下列兩種估計方法 (註 4)，推估 2002-2009 年間排除房市泡沫影響 (bubble-free) 的產出缺口值 (註 5)：

(1) HP 濾波法：係以過去 50 年 (1950-1999 年) 的 GDP 平均成長率，作為 2002 年以後各年的潛在 GDP 成長率，藉以去

除房市泡沫對潛在 GDP 以及產出缺口的影響。估計的結果為，去除房市泡沫影響所得到的負的產出缺口，大於美國國會預算局 (Congressional Budget Office，簡稱 CBO) 所估的缺口(未排除房市泡沫的影響)，這是因為美國的平均經濟成長在 2002-2009 年之間，相對低於過去的 50 年所致。

(2) 生產函數法：係以資本存量累積至 2002 年，作為 2002 年以後 各年的資本存量，藉以去除房市泡沫對潛在資本估計值的影響，並估計排除泡沫影響的產出缺口值。估計結果為，去除房市泡沫影響所推估的產出缺口值，不僅至 2008 年皆為正值，且缺口值大於 CBO 所估之值；而所估算之 2009 年負的產出缺口，則小於 CBO 所估之缺口。亦即相較於以生產函數法排除房市泡沫影響所估的潛在 GDP 值，CBO 所估的潛在 GDP 值出現高估的情況，因而使產出缺口的估計值發生低估。估計結果如圖 1 所示。

圖 1 產出缺口-美國實證



資料來源: Banerghansa 與 Peralta-Alva (2009)

上述兩種估計結果顯示，產出缺口值的信賴區間相當大，由於不同估計方法所推估的產出缺口值差異甚大，故 Banternghansa 與 Peralta-Alva (2009) 建議，貨幣政策當局不宜僅依據單一估計方法下的產出缺口值，執行政策。

美國的實證結果顯示，在估計產出缺口

時，首先應評估經濟環境所處的狀態，是否位於房市泡沫發生的期間？若處於房市泡沫期間，則可採不同的估計方法，例如，直接調整未排除泡沫影響的潛在 GDP 成長率，或間接透過調整潛在資本累積的速度，以估算排除泡沫影響的產出缺口值，俾做為執行適當貨幣政策的參考依據。

三、台灣實證分析

本節嘗試檢視台灣自 2006 年以來房價高漲下所伴隨的房市泡沫現象，是否造成未排除泡沫影響的潛在 GDP 估計值高估。估計樣本期間為 1981-2010 年，採用年資料，假設房市泡沫發生的時間點約為 2006 年（註 6），並參酌 Banternghansa 與 Peralta-Alva (2009) 的兩種分析方法，以去除房市泡沫對潛在 GDP 估計值的影響。其中，（1）採用 HP 濾波法時，以過去 25 年（1981-2005 年）的 GDP 平均成長率，作為 2006 年以後各年的潛在 GDP 成長率。（2）採用生產函數法時，係假

設 2006 年以後各年的潛在資本成長率，等於 2001-2005 年（註 7）期間的平均資本成長率，以去除房市泡沫對潛在資本累積估計值的影響，亦即將 2006 年以後的實際平均資本成長率大於過去 5 年平均資本成長率的部分，視為房市泡沫的體現。本節並分別探討房市泡沫發生時，未排除泡沫影響的潛在 GDP 估計值，相對於上述兩種估計方法，所估算之排除泡沫影響的潛在 GDP 值，是否出現高估的現象，以及產出缺口值（註 8）是否發生偏誤。

進行估計之前，首先觀察台灣相關資

圖 2 GDP 成長率

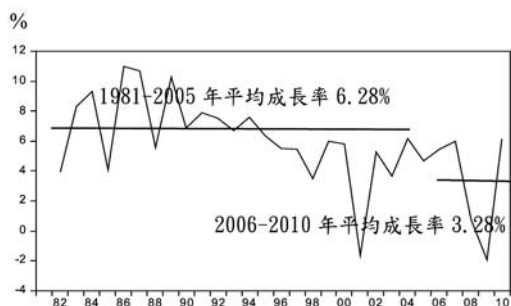
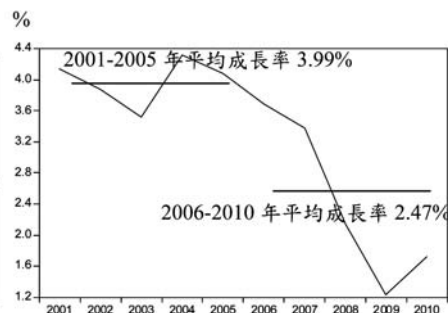


圖 3 資本成長率



料，1981-2005 年的 GDP 平均成長率為 6.28% (2001-2005 年平均為 3.64%)，而 2006-2010 年平均成長率為 3.28% (註 9)；在資本成長率方面，2001-2005 年平均為 3.99%，而 2006-2010 年平均僅為 2.47% (註 10)。因此，由於 2006-2010 年實際 GDP 及資本平均成長率皆較低，顯示近期台灣的房市泡沫可能尚未促使 GDP 以及資本平均成長率高於過去。由此推測，台灣近期房市泡沫使潛在 GDP 有高估的情況，應不如美國明顯，或尚未發生。

茲說明兩種估計方法以及結果如下：

(一) HP 濾波法

首先，以 HP 濾波法估計潛在產出，並比較有無排除房市泡沫對潛在 GDP 以及產出缺口估計值的影響。

(1) 未排除房市泡沫：

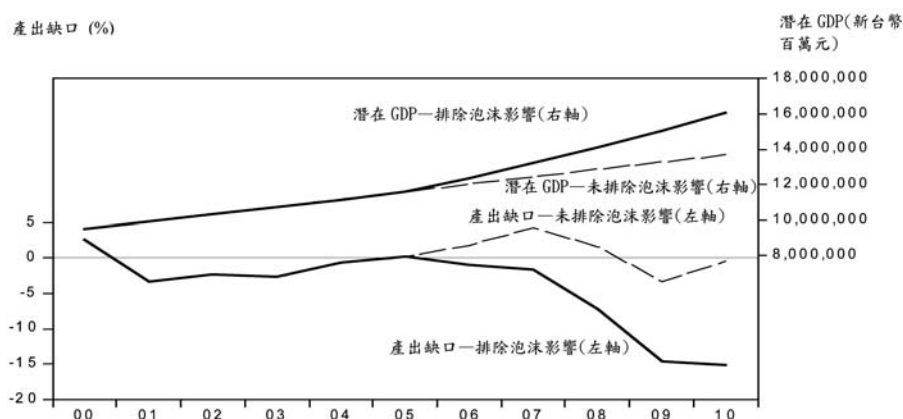
將 1981-2010 年期間的實質 GDP 以 HP 濾波法分離出長期趨勢，以估算潛在 GDP 以及產出缺口估計值。

(2) 排除房市泡沫：

將 1981-2005 年期間的實質 GDP，同樣以 HP 濾波法分離出長期趨勢，並以此期間的平均潛在 GDP 成長率視為 2006-2010 年期間各年的潛在 GDP 成長率。如此，我們便可以估算排除泡沫影響的潛在 GDP，以及對應的產出缺口值。

由圖 4 HP 濾波法的估算結果發現，2006-2010 年房市泡沫期間，排除房市泡沫影響之潛在 GDP 估計值，高於未排除房市泡沫影響之潛在 GDP 估計值，使得排除房市泡沫影響之負的產出缺口，明顯大於未排除房市

圖 4 HP 濾波法：潛在 GDP 與產出缺口-台灣實證



註：1. 房市泡沫期間為 2006-2010 年。

2. 2006-2010 年期間各年排除泡沫影響之潛在 GDP 成長率等於 1981-2005 年平均潛在 GDP 成長率。

泡沫影響的缺口，此結果和前述美國的實證結果雷同，亦即採 HP 濾波法估算的潛在 GDP 未發生高估，產出缺口的估計也未因房市泡沫而發生偏誤。

導致前述結果的可能原因，係因本文在估算排除房市泡沫影響之潛在 GDP 值時，假設 2006-2010 年房市泡沫期間，潛在 GDP 成長率相當於 1981-2005 年的平均。然而，受到 2008-2009 年全球金融危機的衝擊，台灣經濟出現衰退，使得 2006-2010 年未排除泡沫影響的潛在 GDP 估計值，低於排除泡沫影響的潛在 GDP 估計值。因此，在該假設下，2006-2010 年的房市泡沫期間，未排除泡沫影響的潛在 GDP 並未發生高估，以致產出缺口估計值發生偏誤。

（二）生產函數法

其次，以生產函數法估計潛在 GDP，並採用主計處公佈之總要素生產力指數（註 11）做為技術進步之代理變數，有關未排除泡沫影響的潛在 GDP（或排除泡沫影響的潛在 GDP）之估計步驟如下：

1. 依生產函數的關係，設定實質 GDP 為被解釋變數，實質資本、勞動人數以及總要素生產力指數為解釋變數，並估計出一組迴歸係數，包含勞動份額以及資本份額等。

2. 根據步驟 1 的係數估計值，以及未排除泡沫影響的潛在資本（或排除泡沫影響之潛在資本）、勞動人數和總要素生產力指數（註 12），估計未排除泡沫影響的潛在 GDP 值（或

排除泡沫影響的潛在 GDP 值）。

以下同樣分別討論，有無排除房市泡沫對潛在 GDP 以及產出缺口估計值的影響。

（1）未排除房市泡沫：

以 1981-2010 年期間的勞動力、未排除泡沫影響的潛在資本存量、總要素生產力及實質 GDP，依上述步驟估計潛在 GDP 以及產出缺口值。

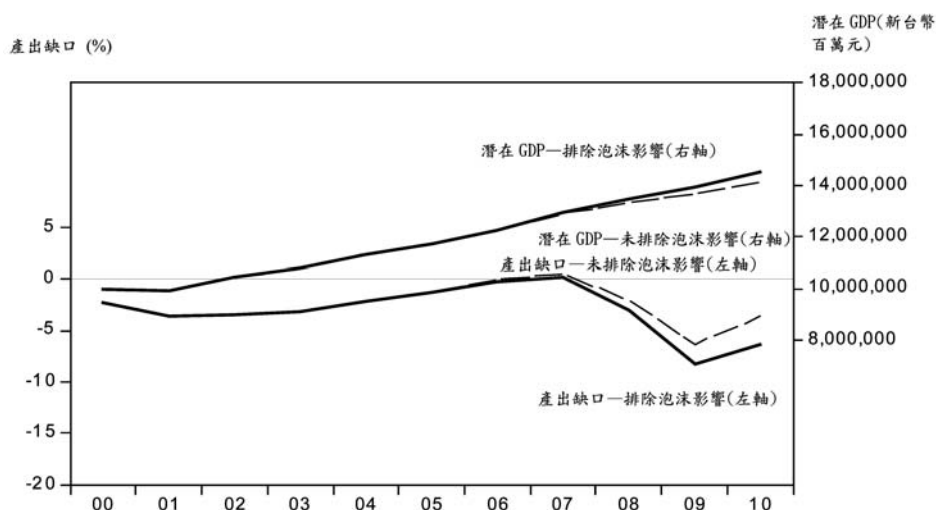
（2）排除房市泡沫：

* 由於房市泡沫的發生可能使資本累積異常，進而使潛在 GDP 發生高估的情況。本文假設最近一次房市泡沫始出現於 2006 年，且 2006-2010 年期間各年資本成長率，超過 2001-2005 年平均資本成長率部份，為房市泡沫之體現。因此，藉由假設 2006-2010 年期間各年的潛在資本成長率，等於 2001-2005 年期間的平均資本成長率，即可估算 2006-2010 年房市泡沫期間，排除泡沫影響的潛在資本存量序列。

* 將上述排除泡沫影響的潛在資本、潛在勞動力和總要素生產力指數，依上述 1、2 步驟，估算排除泡沫影響的潛在 GDP 以及產出缺口值。

由圖 5 生產函數法估算結果發現，排除泡沫影響後所估算的潛在 GDP 值，高於未排除房市泡沫的潛在 GDP 值。此結果不同於 Banerghansa 與 Peralta-Alva (2009) 進行美國實證採生產函數法時，發現 CBO 估算的潛在 GDP 值（未排除房市泡沫影響）有高估的

圖 5 生產函數法：潛在 GDP 與產出缺口-台灣實證



註：1. 房市泡沫期間為 2006-2010 年。

2. 2006-2010 年期間各年排除泡沫影響之潛在資本成長率等於 2001-2005 年平均資本成長率。

結果。

推測可能的原因為：我國資本累積自 2001 年以來呈現長期低落，2000 年以前尚有 7% 的平均成長率，但自 2001 年以後，成長率最高僅有 4%，而 2008-2009 年更因為全球金融危機，投資需求明顯下降，使資本累積減緩，以致台灣自 2006 年以來的房市泡沫對資本累積的影響，不若美國明顯。因此，2006-2010 年期間排除泡沫影響的潛在資本估計值，高於未排除泡沫影響的潛在資本估計值，進而並未發生潛在 GDP 高估，以及產出缺口估計值發生偏誤的情況。

綜觀圖 4 及圖 5 可發現，不論以過去 1981-2005 年的 GDP 平均成長率，做為 2006

年以後各年潛在 GDP 成長率，或以 2001-2005 年平均資本成長率，做為 2006 年以後各年潛在資本成長率，藉以排除房市泡沫對潛在 GDP 估計的影響，所估算的潛在 GDP 值，皆高於未排除房市泡沫影響所估算之值。因此，估計結果不同於美國實證發現，顯示排除房市泡沫影響的產出缺口值，與未排除房市泡沫影響的產出缺口值相比，會因不同估計方法而有不同的結果。據此推論，2006-2010 年期間的房市泡沫尚未明顯影響 GDP 以及投資活動，而使未排除泡沫影響的潛在 GDP 高估，以致產出缺口估計值發生偏誤的情況。

四、結 論

本文假設房市泡沫發生時，會直接影響 GDP 成長率，或間接透過投資而影響 GDP 成長率，進而可能使未排除泡沫影響的潛在 GDP 高估，以致產出缺口的估計發生偏誤。根據台灣的實證結果發現，不論是透過直接調整潛在 GDP 成長率，以 HP 濾波法估算排除泡沫影響之潛在 GDP 值，或透過調整潛在資本累積速度，以生產函數法估計排除泡沫影響潛在 GDP 值，兩者估計的結果皆顯示，排除泡沫影響的潛在 GDP 值，高於未排除泡沫影響的潛在 GDP 值，因此排除泡沫影響之負的產出缺口值，大於未排除泡沫影響的缺口值。據此，2006-2010 年期間的房市泡沫，尚未造成未排除泡沫影響的潛在 GDP 出現高估情況，以致產出缺口估計值發生偏誤。

儘管如此，台灣自 2006 年以來房市泡沫對產出缺口估計值的影響，仍待持續驗證。其中，張金鶚等(2010) 即指出自 2009 年以來，近兩年台北市房市泡沫現象轉趨嚴重(註

13)，因此，未來房市泡沫的現象可能持續存在。

此外，本文參考 Banerghansa 與 Peralta-Alva (2009) 作法，僅假設房市泡沫對潛在 GDP 以及潛在資本的估計會造成影響，惟為便於分析，此影響的效果較為簡化。因此，未來的研究方向或可考慮放寬，房市泡沫對潛在技術進步沒有影響的假設，因本文採生產函數法分析時，假設房市泡沫對總要素生產力無影響，而 Biggs 與 Mayer (2010) 認為，房市泡沫發生時，因為信貸條件較寬鬆，以及資源由可貿易(tradable) 部門移轉至非貿易部門(nontradable)，以致技術進步速度提高；然而，一旦日後房市泡沫破滅，使資源的移轉停止時，技術進步將回至長期的平均水準。因此，房市泡沫對潛在技術進步的估計可能有影響，進而影響潛在 GDP 估計值，惟實務上可能難以確切地衡量房市泡沫對潛在技術進步的影響效果。

附錄-房市價格高漲時點之認定

本附錄綜合根據 IMF (2009) 之方法、張金鶚等(2010) 乙文、觀察不動產業生產毛額，以及 2010 年第 1 季內政部建築研究所公佈的房地產景氣基準循環綜合指標，探討台灣房市價格發生高漲的時點。

1. IMF (2009) 房市擴張及衰退期間的認

定方法

首先採用三類房價指數，包含：信義、國泰指數以及每坪交易單價之季資料，依樣本期間為 1981 年第 1 季至 2010 年第 1 季，計算各類房價的年增率，並以 4 季「移動平均法」找出房市的循環期間：當各房價年增

率之移動平均值大於 5% (註 14)，則計入該移動平均值的 4 個期間設定為繁榮期；當平均值小於 -5%，則計入該移動平均值的 4 個期間為衰退期 (註 15)。所得結果如附表所示：近期房市繁榮期約出現於 2006 年第 2 季。

2. 其次，張金鶚等 (2010) 乙文採用台北市 1973 年第 2 季至 2010 年第 1 季之房價、家庭所得等資料，以狀態空間模型推估房市泡沫價格，發現近期房市的泡沫價格在 2006 年第 4 季出現上升趨勢，並持續上漲至今，其中，2010 第 1 季採用所得推估之泡沫價格約佔市價 44%。

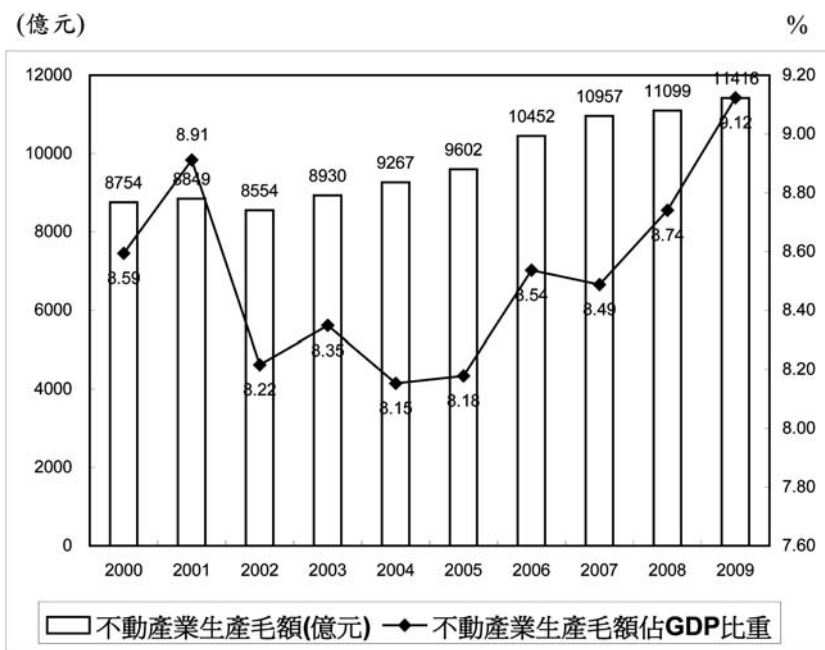
3. 觀察不動產業生產毛額以及名目 GDP (附圖) 可發現：不動產業生產毛額於 2006 年

首度破兆元，且其佔 GDP 比重由 2007 年的 8.49% 持續上升至 2009 年的 9.12%。

4. 最後，2010 年第 1 季內政部建築研究所公佈的房地產景氣基準循環綜合指標，以素地交易量、建造執照面積、房價以及住宅使用率做為判斷景氣之指標，並得出近期房市景氣的轉折點：房地產景氣在 2003 年第 2 季為谷底，並於 2007 年第 2 季達到高峰。

綜合上述結果，房市價格高漲的情況約在 2006 年下半年起略有跡象，且至 2009-2010 年較為明顯。因此，本篇報告假設 2006 年為房市泡沫之起點，而房價高漲是否即為泡沫則非本篇文章重點。

附圖-不動產業生產毛額以及名目 GDP



資料來源：主計處 2010 年 5 月 20 日發佈數

附表 IMF(2009)分析方法-房市擴張及衰退期間的認定

	依信義房價指數	依國泰房價指數	依每坪交易房價
房市擴張期間	2002 年第 3 季 ~ 2004 年第 2 季	2006 年第 2 季 ~2008 年第 1 季	1987 年第 2 季 ~ 1990 年第 3 季
	2005 年第 2 季 ~ 2007 年第 3 季		1992 年第 4 季 ~ 1994 年第 2 季
	2009 年第 1 季 ~ 2010 年第 1 季		2006 年第 2 季 ~ 2007 年第 4 季
房市衰退期間	1994 年第 3 季 ~ 1997 年第 2 季	1994 年第 4 季 ~ 1997 年第 4 季	1991 年第 2 季 ~ 1992 年第 1 季
	1997 年第 4 季 ~ 1999 年第 4 季	2002 年第 1 季 ~ 2003 年第 1 季	1994 年第 4 季 ~ 1997 年第 4 季
	2000 年第 2 季 ~ 2001 年第 4 季		2002 年第 1 季 ~ 2003 年第 1 季
樣本期間	1991 年第 1 季 至 2010 年第 1 季	1993 年第 1 季 至 2010 年第 1 季	1981 年第 1 季 至 2010 年第 1 季

附 註

(註 1) 參見 Gros 與 Alcidi (2010)

(註 2) Banternghansa 與 Peralta-Alva 並未說明如何判斷房市泡沫期間，而是直接參考美國相關文獻，得知普遍認同的最近一次泡沫期間為 2002-2007 年。

(註 3) 例如：房屋淨值貸款(home equity loans)，使得自有住宅的家庭可以利用房價的增值，讓貸款空間變大並用以增加消費。

(註 4) 估計潛在 GDP 的方法有通常二種：(1) 藉由衡量 GDP 的長期趨勢獲得，即 HP 濾波法。(2) 總體生產函數法，乃根據總體產出與生產要素(如：資本與勞動)，以及生產要素的利用率 (utilization) 之間的關係得出。

(註 5) 產出缺口 = $\frac{Y - Y^*}{Y^*}$, Y^* : 潛在產出; Y : 實際產出。

(註 6) 參見附錄-房市價格高漲時點認定之說明。

(註 7) 實際估計時，另亦分別以 1996-2005 年及 1981-2005 年之平均資本成長率做為 2006 年以後各年的潛在資本成長率，

但不影響本文結論。

(註 8) 依本處使用慣例，此處產出缺口 $=\frac{Y-Y^*}{Y^*}\times 100$, Y^* ：潛在產出； Y ：實際產出。

(註 9) 其中，2010 年 GDP 為主計處 2010 年 5 月 20 日發佈之數值。

(註 10) 資本 $(K_t)=K_{t-1}+NI$ ， NI ：淨投資，為投資減去折舊，其中 2010 年投資及折舊為主計處 2010 年 5 月 20 日發佈之數值。

(註 11) 主計處公佈之工業及服務業總要素生產力指數，其資料期間為 1981 年至 2007 年，故首先將此指數取對數值，並以 AR (1) 得到 2008 年至 2010 年的對數預測值。

(註 12) 在此假設，房市泡沫僅會影響資本累積，而不影響技術進步、資本份額以及勞動份額的大小。

(註 13) 房市泡沫現象轉趨嚴重，係因泡沫價格占房市價格比例逐年上升，其中，泡沫價格為房市價格扣除需求面隱含的房價基質。

(註 14) IMF (2009) 雖只定義如何認定衰退期，而未清楚定義繁榮期，本文為方便分析，設定 5% 的年增率為繁榮期的門檻，以與衰退期門檻對稱。

(註 15) 若 $\frac{g_{t-3}+g_{t-2}+g_{t-1}+g_t}{4} > 5\%$ ，則 $t, t-1, t-2, t-3$ 為繁榮期， g ：房價之年增率；

若 $\frac{g_{t-3}+g_{t-2}+g_{t-1}+g_t}{4} < 5\%$ ，則 $t, t-1, t-2, t-3$ 則為衰退期。

參考文獻

內政部建築研究所暨政治大學台灣房地產研究中心 (2010)，《台灣房地產景氣動向季報 99 年第 1 季》。

林建甫 (2010)，「總體經濟計量模型的建立與應用」，《經濟論文叢刊》，38:1，1-64。

張金鵬, 陳明吉, 鄧筱蓉和楊智元 (2009)，「台北市房價泡沫知多少？一房價 vs. 租金、房價 vs. 所得」，《住宅學報》，18: 2，1-22。

張金鵬, 陳明吉和楊智元 (2010)，「台北市房價泡沫之再驗」，民 99 年 7 月 28 日，取自：<http://www.housing.nccu.edu.tw/>。

Banternghansa, C. and Peralta-Alva, A. (2009), "Has the Recent Real Estate Bubble Biased the Output Gap?" St. Louis Fed, *Monetary Trends*, December.

Biggs, M. and Mayer, T. (2010), "The Output Gap Conundrum," *Intereconomics : Review of European Economic Policy*, 11-16, January

Fatas, A., Kannan, P., Rabanal, P. and Scott, A. (2009), "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," IMF, *World Economic Outlook*, October, 93-120.

Gros, D. and Alcidi, C. (2010), "The Impact of the Financial Crisis on the Real Economy," *Intereconomics : Review of European Economic Policy*, 4-10, January.

(本文完稿於 99 年 9 月，作者為本行經濟研究處辦事員)

美國房地產市場問題暨政府因應對策 對我國之啟示

陳 姿 先

摘 要

2008年9月美國本土次貸危機席捲全球金融市場，造成全球金融海嘯，經濟嚴重衰退，美國政府因此採行多項因應措施。近來，我國部分都會地區房價攀升，亦升高房地產市場泡沫之疑慮；因此，我國應以美國為殷鑑，學習其處理房地產市場泡沫化問題，並加強改進我國住宅金融體系，以防患未然。

茲摘陳本報告重點如下：

一、美國房地產市場泡沫形成原因：

美國政府過度鼓吹「居者有其屋」政策、聯準會未即時調整寬鬆貨幣政策、房貸市場信用過度擴張（包括高風險房貸興起、掠奪性房貸問題及房貸資產證券化使授信品質下降）等。

二、美國政府因應房地產市場問題之措施：

（一）穩定房價及房貸市場：

1. 穩定及加強房地美及房利美政府贊助機構之角色功能：美國政府提供金援並收購其證券。

2. 穩定社區計畫：由地方政府、個人或

機構協助恢復社區房市。

（二）修訂相關法案：

聯邦住宅管理局現代化法案及公平安全執行房貸認證法案等，建造透明、可靠的貸款環境。

（三）協助債務人減輕負擔措施：

1. 2007年10月—2008年底：成立HOPE NOW民間組織，協助債務人進行協商；利用FHA保證機制，協助房貸戶轉貸。

2. 2009年以後：主要以「提高屋主負擔能力計畫」為主，包括再融資計畫、修改貸款條件、二胎方案、法拍屋替代方案及房價跌價保護措施等。

（四）落實與加強消費者保護：

訂消費者保護法、成立消費金融保護局。

三、我國於金融海嘯期間，振興及健全房地產市場措施：

政府提供優惠利率專案貸款，減輕民眾購屋負擔、房貸本金展延、延長貸款期限及協助債務協商、法規鬆綁及加強消費者保護措施等。

四、結論：

(一) 房地產市場泡沫化現象

1. 過度寬鬆貨幣政策恐造就低廉融資成本，間接促使房貸市場信用膨脹。

2. 金融監理死角與消費者保護措施不足，易導致房貸詐欺、信用過度擴張及核貸標準寬鬆等問題。

3. 政府過度追求自有住宅率的提高，恐間接扭曲金融市場正常放款業務。

4. 指數型房貸借款人承擔高度利率風險。

(二) 美國政府因應房地產市場之對策

1. 金融機構彈性調整房貸貸款條件，可減輕借款人負擔並減少債務逾期，有助金融機構維護債權。

2. 政府公布各項措施之標準作業程序，提高政策執行效率。

3. 擴大補貼適用對象及範圍，增加金融機構配合政策誘因。

4. 利用房貸信用保證機制，協助陷於困

境之房貸戶。

5. 加強消費者保護及房貸市場監理，健全房地產市場發展。

五、建議

(一) 緩和指數型房貸產品之利率變動衝擊機制：

推展固定利率房貸及鼓勵銀行設定指數型房貸利率上下限。

(二) 金融主管機關宜加強關注並防止房地產市場泡沫化現象：

發展與建立一套可客觀辨識房地產市場泡沫的指標、加強不動產交易資訊及鑑價資訊透明化、央行貨幣政策應關注物價與資產價格之穩定及研議限制 LTV 及 LTI 之可行性等。

(三) 主管機關宜加強與落實房貸產品之消費者保護措施：

主管機關編製消費者保護手冊、金融機構提供內容簡單、易懂的資訊給借款人及主管機關提供互動式網頁等。

壹、前言

房地產市場一向被視為重要內需產業，且因其具有反向循環效果（Adverse Loop），一旦房價崩跌，將衝擊家庭財富及金融機構資產品質，甚至總體經濟，最後再反向回饋至房地產市場，促使房價進一步下跌。因此，房地產市場之榮枯影響國家經濟發展甚劇。

近年來，全球各國房貸債務餘額佔其 GDP 比重皆明顯成長，例如美國由 2000 年 67% 攀升至 2007 年 106%，英國由 1990 年的 57% 上升至 2006 年 86%，以及台灣由 2001 年 26.6% 成長至 2009 年第 3 季 38.38%；此等趨勢顯示房貸市場健全與否對國家經濟發展的影響力大幅提高。

由美國經驗觀察，2007 年秋，美國發生次貸危機，2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉進一步使美國本土金融風暴蔓延成全球金融危機，追根究底，近十年美國房屋價格泡沫化現象應為問題的根源。2000 年起，美國房價因聯準會長期維持低利率政策造成融資成本低廉、金融機構放寬授信審核標準，以及非傳統型房貸產品日益普及等因素驅使下，開始快速攀升；2000 年至 2003 年間，房價以年成長率 9% 至 11% 上漲；2004 年至 2005 年更以 15% 至 17% 的速度飆升。房屋價格的持續上揚使高風險房貸借款人忽略其債務負擔能力，只一味追求最低的初始每月房貸支出，而當利率開始反轉向上，這些借款人的償債能力隨即降低，債務違約及房屋查封等問題叢生。另一方面，消費者信心及消費支出開始受到壓抑，導致購屋需求下降，進一步使房價下跌，金融市場開始緊縮信用，最終導致整體經濟衰退，失業率揚升。由此可知，房地產市場及住宅融資體系一旦失衡，將危及整體金融穩定及損害經濟成長。衡諸我國房地產市場，於金融海嘯期間，儘管未大幅受到波及，但基於房地產市場及房貸市場之穩定對整體經濟的重要性，我國似應以美國次貸危機為殷鑑，強化並改進我國住宅金融體系，以防患未然。

本報告藉由相關文獻之蒐集、彙整，探討美國住宅金融體系發展歷程、房貸市場現況，並分析美國近十年房地產市場泡沫化現象之成因與影響，瞭解美國房地產市場之問題，作為我國財金主管機關健全住宅金融體系之借鏡。除此之外，美國政府於次貸危機發生後，採取多項穩定房地產市場措施及補救計畫，包括穩定及加強二房角色功能、穩定社區計畫、協助借款人計畫、提供獎勵補貼、制訂新法案、修訂消費者保護法案及成立消費者金融保護局等措施，亦頗多值得我國參採之處，本報告將一併探討。

本報告分析架構分為六章，除前言外，第貳章探討美國住宅金融體系之發展歷程，並說明美國房貸市場相關制度，包括房貸產品、房貸市場法規及消費者保護法案等；第參章探究美國房地產市場泡沫化之成因及泡沫破滅後面臨之問題；第肆章彙整美國政府為因應次貸危機所採行之穩定房地產市場措施；此外，我國房地產市場發展情形與美國不同，本次受國際金融海嘯衝擊尚屬有限，惟政府為穩定房地產及金融市場，並協助貸款人解決還款問題，以提振景氣，亦採行數項因應措施，將於本報告第伍章說明；最後，提出本報告之結論與建議。

貳、美國住宅金融體系之發展歷程及房貸市場概況

所謂住宅金融係指發生在為購買或興建住宅資金不足時，所產生的金融行為，住宅

金融體系則包括房貸市場、政府法令與相關機構及不動產抵押貸款證券化等機制。根據

Kent W. Colton (2002) 研究，美國住宅金融體系之演變共歷經三次大改革，第一次改革是由於經濟大蕭條的衝擊，為解決金融危機，政府通過相關法案及成立房貸機構，為今日美國住宅金融奠立基礎；第二次改革則是受到 1960 年代物價上漲及利率升高的危機，因而發展出房貸次級市場；第三次改革則是受到電腦科技進步的影響，改變貸款機構審核模式與降低承作房貸之門檻。由歷史觀之，任何新制度與機制的發展均來自經濟上的衝擊與需要，政府在此均扮演相當重要的角色。

一、美國住宅金融體系發展歷程

根據美國住宅及都市發展管理局 (U.S. Department of Housing and Urban Development；簡稱 HUD) 報告，美國住宅金融體系發展歷程可分為四個時期，茲分別將各時期之發展重點說明如下：

(一) 1930 年代以前—草創時期(Era of Exploration)

美國第一家有制度的住宅融資機構於 1775 年成立，稱為建屋定期融資互助會 (Terminating Building Societies；TBSs)。TBSs 以互助形式提供興建住宅所需資金。嗣後，TBSs 更演變出許多較為正式的貸款機構，例如永久定期融資互助會(Permanent Building Societies)、建屋貸款協會(Building and Loans)及儲貸協會(Saving and Loans；S&Ls)等。

於此時期，大部分房貸之貸款期限為 6 至 10 年，每半年攤還一次，按浮動利率計息，而貸款成數 (Loan to Value；LTV) 約為 50%。

此時期最重要的金融產品為抵押貸款擔保債券(mortgage-backed bonds；MBBs)。1870 年代，隨著西部及中西部各州的發展，抵押貸款銀行(mortgage banks)紛紛成立，這些抵押貸款銀行所需資金係來自於發行 MBBs。透過 MBBs，投資人能局部或全面性地分散投資，減低財務風險。

起初，MBBs 成長相當明顯，然而，1890 年代的經濟蕭條導致 MBBs 開始大量發生違約，許多貸款銀行因而倒閉，而造成 MBBs 大量違約的主要因為貸款核貸標準過於寬鬆；因此，19 世紀末此種加強房市流動性的經驗可說是失敗的。

(二) 1930 年代~1960 年代—制度化時期(Era of Institutionalization)

1920 年代美國經濟繁榮，進一步推升不動產市場及消費者信用貸款市場，並吸引許多新的保險公司加入住宅金融體系，即所謂「咆哮的二十年代 (Roaring Twenties)」。

然而，1929 年由股票市場崩盤所引發的經濟大蕭條 (The Great Depression) 使得市場上許多金融活動停擺，失業率飆升，貸款人無法償還貸款；此外，急速的通貨緊縮造成房價下跌將近 50%，並導致美國住宅金融體系發生流動性危機。

美國聯邦政府為解決經濟大蕭條所帶來的衝擊，採取多項措施以支撐房地產市場，並為今日美國住宅金融體系奠定基礎：

1. 成立屋主貸款公司（Home Owners' Loan Corporation；HOLC）及金融重建公司（Reconstruction Finance Corporation；RFC），對遭受逾期債務拖累的市場提供流動性，並對貸款機構紓困。這項措施儘管有道德風險的問題，仍被認為成功的解決當時的系統性風險。

2. 胡佛政府（任期自 1929 年至 1933 年）成立聯邦住宅貸款銀行（Federal Home Loan Banks；FHLBanks），此機構是由各區聯邦準備銀行管理之住宅貸款銀行，其服務宗旨在於幫助受經濟大蕭條影響的屋主取得購屋資金，FHLBanks 獲得財政部資金後，挹注儲貸協會特別流動性，以健全協會體質。同時，FHLBanks 被授權監管聯邦儲貸協會之資產負債，亦有權審核儲貸協會之設立許可。

3. 羅斯福政府（任期自 1933 年至 1945 年）採取與胡佛政府完全不同的策略，其主要著重於全國性的改革，而非僅針對地區性的救援。羅斯福政府採行措施重點如次：

（1）美國國會依據全國住宅法（National Housing Act），於 1934 年成立聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration；FHA），提供抵押貸款保險，降低貸款機構承受借款人因故無法償還本息之倒帳風險衝擊。

1944 年，美國為協助參與第二次世界大

戰的退伍軍人而成立的退伍軍人管理局（Veterans Administration，VA）亦開辦類似提供抵押貸款保險之業務，以提供貸款保證方式協助退伍軍人取得購屋貸款。

FHA 保證機制於 1940 年代及 1950 年代成效頗佳，但因 1957 年至 1973 年間，各州紛紛開放私人房貸保證業務（註 1），FHA 於住宅金融體系的獨佔地位結束，且其市佔率自 1960 年代後逐漸下降。

（2）羅斯福政府鼓勵金融機構推動新型房貸產品，其特色為頭期款較低（約為房價 20 %）、貸款期限較長（20 年以上）、貸款利率固定，且具有本金自動攤銷（self-amortizing）性質。

（3）1934 年通過的國家住宅法案（National Housing Act），核准私營房貸協會購買初級市場貸款機構之房貸債權以發行債券，活絡不動產抵押貸款次級市場之發展。除此之外，美國政府於 1938 年亦依據國家住宅法案成立房利美（註 2）（the Federal National Mortgage Association；又稱 Fannie Mae），專責收購 FHA 及 VA 保證貸款，再將資金注入貸款機構，活絡房地產市場。

以上這些措施為美國房貸次級市場之體制化建立基礎，並鼓勵更多新的機構（例如商業銀行）加入美國住宅金融體系。

但是，當時房利美並未將收購的貸款重新包裝出售，因此，房貸擔保債權證券化（Mortgage-Backed Securities, MBS）業務尚

未真正盛行。

(4) 羅斯福政府分別於 1933 年及 1934 年設立兩家存款保險公司—聯邦存款保險公司(Federal Deposit Insurance Corporation)及聯邦儲貸存款保險公司(Federal Savings and Loans Insurance Corporation; FSLIC)，前者保險對象為商業銀行，後者為儲貸協會。

4. 1965 年，美國將原有住宅金融局(Housing and Home Finance Agency)、公共住宅署(Public Housing Administration)，及 FHA 等機構合而為一，成立住宅及都市發展管理局(HUD)，此機構係屬內閣層級的行政機構，任務是增加住宅所有權、支援社區發展以及增加可負擔的住宅機會。

(三) 1970 年代及 1980 年代—證券化時期 (Era of Securitization)

1970 年代堪稱美國的金融改革時代。1960 年代中期，美國住宅金融體系面臨兩項新挑戰：由兩次石油危機所引發的高通貨膨脹及利率持續攀升。高通貨膨脹及利率攀升導致儲貸協會發生危機，由於儲貸協會一向採收受短天期存款資金方式支應長天期、固定利率之房屋貸款，當利率飆升時，這種「以短支長」的操作模式將壓縮其獲利；再者，利率升高使得房屋市場需求下降，進一步衝擊房貸協會之房貸承作量。

另一個不利於儲貸協會的因素為 1970 年代初期成立的貨幣市場基金(簡稱 MMMFs)，為小額存款人開闢另一條投資管

道，由於貨幣基金支付利息上限並未受到法令規範，但銀行及儲貸機構存款利率卻受「規則 Q」(註 3) (Regulation Q) 上限規範，因此大量存款由儲貸機構流向貨幣市場基金，尋求更佳的投资報酬(註 4)，儲貸協會金融中介化功能因而失靈。此外，儲貸協會之非農民住宅房貸市場佔有率銳減，由 1979 年 43% 降至 1986 年 30%。前述負面衝擊最終導致 1980 年代後期大規模儲貸機構破產，亦即「儲貸危機事件(Savings and Loan Crisis)」。

聯邦政府為解決儲貸危機，除了於 1989 年設立資產再生公司(Resolution Trust Corporation, RTC) 解決問題貸款機構之資產外，另採取三項主要措施：

1. 1981 年至 1986 年間，逐步廢止「規則 Q」。

2. 儲貸協會得開辦創新業務，包括辦理指數型房貸(Ajustable rate mortgage; ARMs) 及開辦貨幣市場存款帳戶，提升其與 MMMFs 間的競爭力。

3. 設立政府贊助房貸機構(Government Sponsored Enterprises, 簡稱 GSEs)，推動房貸擔保債權證券化，活絡次級市場。1968 年，美國政府將房利美改制為民營機構，同意其可以購買一般傳統型房貸(或未經政府保證的房貸)，促進房貸次級市場發展。另外再成立官方機構吉利美(註 5) (Government National Mortgage Association, 又稱 Ginnie Mae)，承接房利美原有業務。1970 年，美

國政府設立房地美(註 6) (Federal Home Loan Mortgage Corporation；又稱 Freddie Mae)，該機構的功能類似於房利美，旨在促進房貸擔保債權證券化發展。

吉利美及房地美皆於 1970 年代初期首次發行 MBS，但房利美於 1981 年方首度發行 MBS。1980 年代，美國通過「強化房貸次級市場法案(The Secondary Mortgage Market Enhancement Act)」，在政府增加金融機構持有 MBS 的誘因與降低民間發行 MBS 門檻下，MBS 方蓬勃發展。

於此時期，許多新型態的房貸產品亦紛紛出現，例如價格調整房貸 (price level adjusted mortgage)、分享增值抵押房貸 (shared appreciation mortgage) 及累進式付款房貸 (graduated payment mortgage) 等，這些產品通常具有控制通貨膨脹及減輕借款者的負擔能力之特色。儘管這些新型產品並未成為美國住宅金融體系之主流貸款，但於高通貨膨脹及高利率環境下仍可能再次出現。

(四) 1990 年代~迄今—自動化與電腦化時期

1990 年代，資訊技術如網路及資料傳輸等發展突破性進展，復以信用評分技術日趨成熟，美國房貸金融市場因此發展出「自動核貸系統 (Automated Underwriting System；AUS)」。AUS 是一套自動化決策工具，其利用電腦系統統計及分析借款者、抵押品及

貸款案件相關特性等歷史資料，快速准駁貸款申請案件。由於該種系統具有客觀、效率、科學、節省成本（由系統取代人工）及專業化等優點，因此各貸款機構相繼藉重 AUS 拓展業務(註 7)，例如房利美的 Desktop Underwriter 及房地美的 LoanProsector 系統，而其他貸款機構亦各自發展出適用之 AUS。

AUS 的出現對於美國不動產抵押貸款市場產生重大影響，最顯著的改變為貸款作業成本大幅下降；同時，降低其他競爭者進入不動產抵押貸款產業之門檻。易言之，資訊取得成本亦變得相對低廉，核貸作業更具效率（作業天數從數週降為數分鐘）；甚者，針對審核人員及次級市場行銷人員所須之教育訓練亦更簡便。

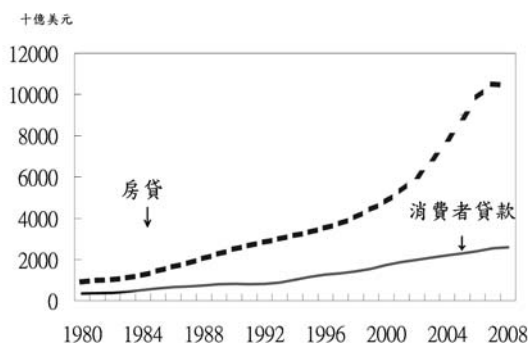
儘管自動化與電腦化帶來許多益處，但也使偽冒申貸案件增加，這些案件通常係透過假的證件、工作證明、財力證明及收入證明等詐取貸款金額。

邇來，因資訊技術進步間接促使次級房貸與證券化產品盛行，而造成這一波的全球金融海嘯是否將引發美國進入下一波住宅金融改革，我們將可拭目以待。

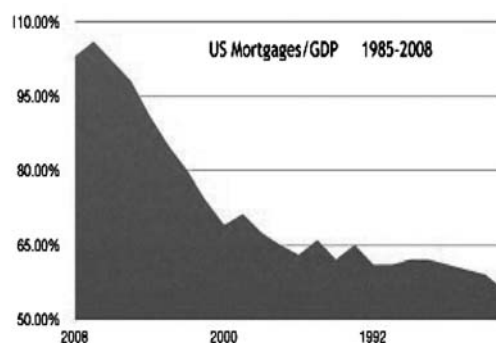
二、美國房貸市場概況

根據普查資料顯示，2007 年美國的自有住宅率高達 68%；同時，房屋貸款亦成為每個家庭資產負債中最重要的項目。房屋貸款餘額自 2000 年後大幅成長，2008 年金額已高達 10 兆美元；相對地，消費者貸款成長趨勢

圖 1：美國住宅抵押貸款流通在外餘額走勢圖 圖 2：美國房貸餘額佔 GDP 之比重

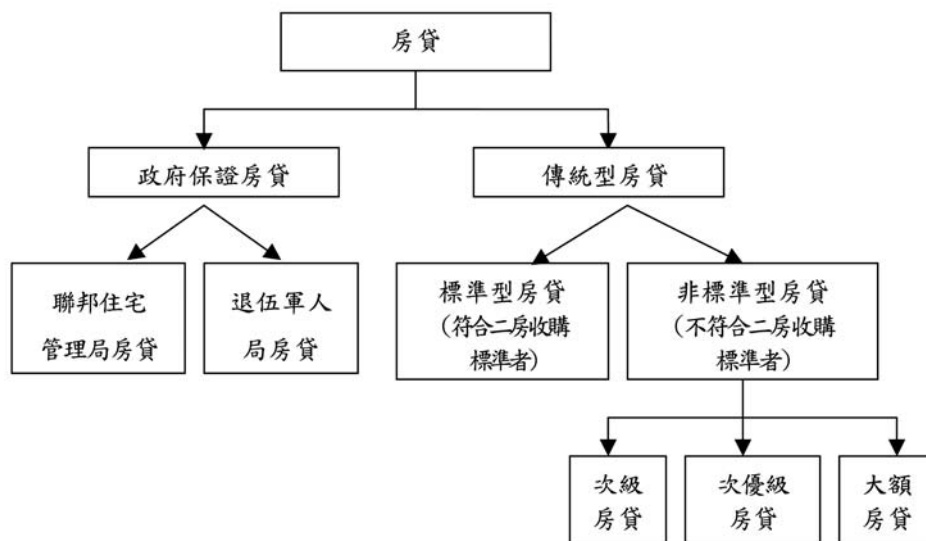


資料來源：Fed



資料來源：Fed

圖 3：美國房貸種類架構圖



較為平緩，2008 年金額約僅 2 兆美元(圖 1)。此外，美國房貸債務佔其 GDP 比重由 1998 年的 65% 大幅攀升至 2007 年 106% (圖 2)。由此可知，房貸市場的發展是影響美國經濟極為重要因素之一。

(一) 美國房貸種類

美國房貸種類相當多元，一般來說，分為政府保證房貸(Government-backed

mortgage)與非政府保證房貸(統稱為傳統型房貸(Conventional mortgage))；其中，後者又依是否符合房利美及房地美(以下簡稱二房)收購之標準作為分類，若符合，稱為標準型房貸(Conforming mortgage)，未符合者則稱為非標準型房貸(Non-conforming mortgage)。以下將分別介紹各類房貸(圖 3)。

1. 政府保證房貸：係指美國政府部門所

擔保的房屋貸款，當借款人違約時，會對承貸機構賠償呆帳損失。

(1) 聯邦住宅管理局房貸(FHA Loan)：

顧名思義，此貸款係由聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration）為中低收入戶所擔保的房貸。自 1934 起，聯邦住宅管理局保證之房貸件數已超過 3,500 萬件。該機構並不直接提供貸款，而是透過十成保證方式，於借款戶違約時彌補貸款機構損失。

透過 FHA 保證貸款，借款人僅須自備頭期款 3.5%，但借款人須於初期支付房貸保險費率 1.75%，往後每年仍須持續支付保險費用約 0.5%至 0.55%（視貸款成數而定），目前 FHA 貸款保證金額上限為 729,250 美元。

(2) 退伍軍人局房貸(VA Loan)：本貸款係由退伍軍人局（Veteran Administration）為退伍軍人所擔保的房貸。

2.傳統型房貸（Conventional mortgage）

(1) 標準型房貸(Conforming mortgage)：標準型房貸係指符合二房保證或收購金額之房貸，依目前規定，房貸金額上限為\$625,000 美元。此外，尚須符合二房所訂之其他準則，例如信用分數、收入狀況及頭期款（通常為 5%-20%）等均訂有最低標準。

(2) 非標準型房貸 (Non-conforming mortgage)：不符合二房保證或收購標準之房貸稱為非標準型房貸。

(3) 大額貸款 (Jumbo mortgage)：房貸餘

額超過\$625,000 美元，且 FICO 分數須達 700 分以上，屬於信用較佳之優級房貸。

(4) 次級房貸(Sub-prime mortgage)：通常次級房貸係指借款人信用記錄不佳、高貸放成數（LTV）或貸款文件較不齊全，具有這些特徵的借款人被銀行視為高風險者。一般業界通常以 FICO 分數（註 8）作為衡量信用記錄良窳之標準，雖然各貸款機構對於優級房貸、次優級房貸及次級房貸之分界標準不盡相同，但依普遍認定的標準，FICO 分數低於 620 分者即視為次級借款人。

(5) 次優級房貸 (Near-prime mortgage；Alt-A Loan)：通常係指 FICO 分數介於優級及次級之借款人所辦理之房貸。

3.各類房貸之比重

2005 年底美國房價下跌前，房貸機構為開拓新客源，推出許多更具吸引力的創新房貸商品並逐漸放寬審核標準，導致非優級房貸包括次級房貸、房屋淨值貸款及次優級房貸等的貸款市佔率皆較 2001 年增加數倍，同時政府保證房貸（FHA/VA）反而由 2001 年的 7.9%逐年萎縮至 2.9%（表 1）。

2007 年下半年次貸危機發生後，房貸機構基於授信風險升高，開始緊縮核貸標準，次級房貸市佔率因而自 2006 年高峰 20.1%急劇萎縮至 7.9%。此外，房貸機構為轉嫁信用風險，於此期間多承作政府保證貸款，根據 FHA 統計資料，FHA 保證貸款市佔率由 2005

表 1：各類貸款比重一覽表

單位：%

年份	優級房貸			非優級房貸					總計
	傳統型/標準型房貸	大額房貸	小計	次級房貸	次優級房貸	房屋淨值貸款	FHA/VA貸款	小計	
2001	57.1	20.1	77.2	7.2	2.5	5.2	7.9	22.8	100
2002	59.1	19.8	78.9	6.9	2.3	5.7	6.1	21.1	100
2003	62.4	16.5	78.8	7.9	2.2	5.6	5.6	21.2	100
2004	41.4	17.6	59.1	18.5	6.5	11.3	4.6	40.9	100
2005	34.9	18.3	53.2	20.0	12.2	11.7	2.9	46.8	100
2006	33.2	16.1	49.3	20.1	13.4	14.4	2.7	50.7	100
2007	47.8	14.3	62.1	7.9	11.3	14.6	4.2	37.9	100

資料來源：Inside mortgage finance；Joint Center for Housing Studies of Harvard University

年約 3%逐步上升至 2009 年 9 月之 30%。

(二) 房貸利率調整方式

美國房貸之利率調整方式有二種，分別為固定利率房貸及指數型房貸。固定利率房貸係指貸款期限內，房貸利率均為固定值，不會做任何的改變；至於美國的指數型房貸，是指其房貸利率依特定短期指標利率(例如 1 年期公債利率或 Libor)，再加上固定加碼。

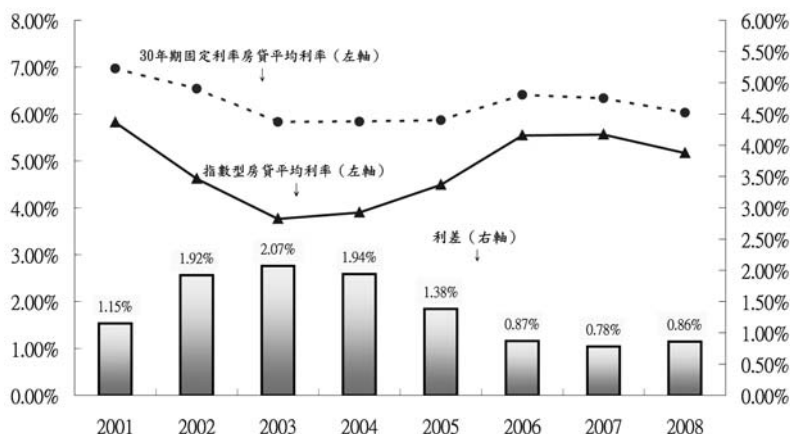
為避免短期利率大幅攀升或超乎預期的調高，美國多數的指數型房貸利率均訂有上限 (interest rate caps) 的設計，以保障房貸戶。上限的種類分為三種：初始上限 (initial caps)、利率調整期上限 (periodical caps) 及整個貸款期間的利率上限 (lifetime caps)。所謂初始上限指的是第一次進行利率調整時，利率最多可上調的幅度。利率調整期上限是指自第 2 次開始重設利率時，每次利率重設最多可上調的幅度，一般為每年升

幅不超過 2%。此外，美國部分的指數型房貸還設有遞延(carryover)的規定，亦即因上一次利率調升上限規定而未能調足的部分，於下一次利率調整時補足。整個貸款期間的利率上限是指房貸的貸款期間內，利率可以到達的最高水準，一般為貸款期間內不超過 5%。

原則上，固定利率與指數型房貸之比重隨著美國利率環境而變化，當利率處於低檔時期，較多的借款人選擇指數型房貸，尤其是當房市處於多頭時，一旦面臨利率重設期，借款人只要以再融資(Refinance)方式重新取得房貸契約或將房屋出售獲得房屋淨值均不成問題。

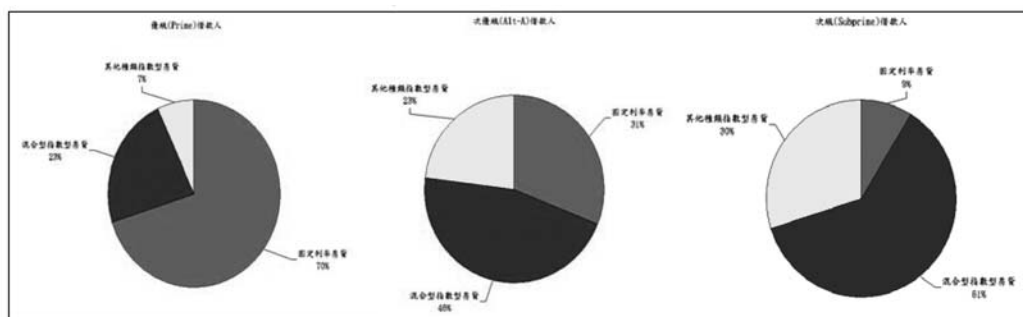
然而，由於指數型房貸的初期利率通常較固定利率房貸低，對於次級借款人而言，顯然較具吸引力。舉例來說，2001 年至 2004 年間，美國聯準會（以下簡稱 Fed）維持低利率政策，2001 年年調整型指數型房貸 (1-Year ARM) 平均利率為 5.82%，低於 30 年期

圖 4、30 年期固定利率房貸及年調整型指數型房貸利率



資料來源: Freddie Mac

圖 5、各類借款人對於固定利率房貸及指數型房貸產品之選擇



資料來源：Freddie Mac

固定利率房貸 6.97% 約 1.15%，2003 年二者之間的利差甚至高達 2.07% (圖 4)。因此，對於以追求最低每月支付金額且較不具風險意識的借款人來說會傾向於選擇指數型房貸，以 2006 年資料為例，次級房貸借款人中僅有 9% 是屬於固定利率房貸，但優級借款人中，選擇固定利率房貸比重高達 70% (圖 5)。

(三) 房貸本金利息攤銷方式

1. 一般房貸 (traditional mortgage)

美國一般房貸 (例如 30 年期固定利率房貸或指數型房貸) 攤銷方式通常為本金利息每月固定攤還 (fully amortizing)。

2. 非傳統型房貸 (non-traditional mortgage)

近年來，隨著美國房市熱度不斷加溫，美國房貸業者為開拓市場與增加利潤，及對未來房市前景仍抱持樂觀的情況下，紛紛推出高風險的非傳統型房貸產品，吸引更多借款人。這類房貸產品的主要特色為利率浮

動，且本金攤還通常具遞延效果，有時甚至連利息攤還亦可遞延，因此，本利攤銷之計算較為複雜。除此之外，非傳統型房貸產品審核標準通常較為寬鬆，例如少文件或無文件（low document/no document）房貸、無收入或無資產（no income/no asset）房貸，亦即金融機構在核貸房貸金額時，只須查證借款人提供的少數證明文件，甚或不需任何文件證明財力狀況，亦無需借款人的資產證明提供核貸。茲將各產品本金利息攤銷方式說明如下：

(1) 只付利息型房貸(Interest-Only ARM)

指允許借款人在貸款寬限期（通常為核貸後 3-10 年）內，只須償付利息，免還本金，待寬限期過後本息再開始攤還。由於本金攤還期數因寬限期而縮短，一旦寬限期到期須開始攤還本金時，借款人將因每月還款金額轉為利息加上攤還本金，則每月支付額將急劇增加。

(2) 選擇性還款指數型房貸(Payment Option ARM)

即允許借款人可選擇還款期間、只付利息期間，或每個月本息攤還最低金額（如同信用卡一樣，只須繳納最低應繳金額），因此不僅能遞延每月攤還本金金額，亦能遞延部分的月付息額（但將計入本金），惟一旦開始本息攤還，每個月償付金額即大幅增加。

(3) 混合型指數型房貸(hybrid ARM)

即前幾年採固定低利率(teaser rate)，之後變成較高的浮動利率。例如：2-28、3-27 或 5-25，即表示借款期限為 30 年，前 2、3 或 5 年利率固定，之後的 28、27 或 25 年利率改按指標利率浮動計息。

(四) 美國房貸初級市場及次級市場

美國房貸市場之金融基礎設施發展相當完備，制度相當健全，市場種類可分為二種：房貸初級市場及房貸次級市場，分別說明如下：

1. 初級市場(Primary market)

在初級市場，房貸資金係直接由貸款機構貸予借款者。借款者即為房屋購買者，貸款機構又分為以下三類：1.傳統的存款機構，即為銀行(banks)與儲蓄銀行(thrifts)；2.房貸銀行(mortgage bankers)；3.房貸仲介商(mortgage brokers)。

存款機構與房貸銀行差異之處在於受到的規範不同。舉例來說，存款機構須受社區再投資法(Community Reinvestment Act；CRA) (註 9) 規範，而房貸銀行並不受限制。此外，存款機構可藉由吸納存款來籌資，而房貸銀行通常透過快速證券化的方式，由資本市場取得資金。

房貸仲介商通常為小規模的公司，專門替少數房貸機構仲介房貸業務。仲介商賺取的利潤，係為房貸機構擬收取的利率與借款者實際支付利率間的利差。在過去 15 年，由於資訊技術的突飛猛進，使得房貸機構可制

訂一套簡易且標準化的核貸原則，亦促成這些仲介商亦有能力辦理過去傳統房貸業者方能承作的業務；因此，美國房貸仲介商在零售借貸市場中扮演相當重要的角色。

2.次級市場(Secondary market)

金融機構轉讓房貸債權予其他機構，再以證券化方式發行證券，並於次級市場中出售，這個市場的運作主要是透過抵押貸款證券化的方式進行，這類以抵押貸款作為基礎所發行的證券，即稱為「房貸抵押擔保證券(MBS)」。

依發行MBS的機構區分，可分為機構房貸抵押擔保證券(Agency MBS)及非機構房貸抵押擔保證券(Non-agency MBS)，分別說明如下：

(1) 機構房貸抵押擔保證券

由美國政府贊助機構(Government Sponsored Enterprise, GSEs)所保證的房貸抵押擔保證券(MBS)，即吉利美、房地美及房利美三家 GSEs (詳附錄 1) 所擔保的 MBS。

(2) 非機構房貸抵押擔保證券

未經 GSEs 保證的 MBS，種類包括大額房貸(註 10)抵押擔保證券(Jumbo MBS)、次優級房貸抵押擔保證券(Alt-A MBS)與次級房貸抵押擔保證券(Subprime MBS)等。

(五) 美國房貸市場相關法規

金融市場的法律及法規通常會影響市場參與者(包括房貸機構、服務機構或借款

人)行為，舉例來說，美國大部分房貸債務就實務面(de facto)或法律面(de jure)而言，不具追索權(non-recourse)，亦即一旦借款人無法償還貸款，而擔保品價值又不足以抵銷債務時，貸款機構無權追討不足額的債權，這項規定誘使借款人於房價開始下跌，房屋淨值轉為負值後拋棄房屋，而此舉加重了本次次貸危機的嚴重程度(Pence, 2006)。爰此，瞭解金融市場相關法規方能掌握市場參與者之行為，本節將探討影響美國房貸市場參與者行為之相關法規。

1.查封法(Foreclosure Law)及破產法(Bankruptcy Law)

所謂查封法係保障債權人及其取得財產之一系列過程的法條。簡言之，萬一借款人連續三個月無法如期支付貸款時，貸款者可依法啟動查封法拍的程序。

在美國，各州的具體查封法拍程序或時間表略有差異，而查封訴訟結果須視法院判決而定。原則上，查封法對於房屋查封程序的規定可分為兩類，分別為「法庭法拍(judicial foreclosure)」或「非法庭法拍(non-judicial foreclosure)」。在美國有 21 個州規定查封程序為「法庭法拍」，由法院負責監管與准駁查封法拍程序的各個階段，相對而言，此種法拍方式較為耗時。

一般來說，即使債權人完成查封法拍程序，房屋價值卻會因為昂貴的法律相關費用而損失約 30%至 60%。

若貸款非以實質財產作為擔保，債權人則須依破產法執行其權益。傳統上，美國家庭提出破產申請通常是為了取消非擔保債務，例如信用卡債務等。儘管房貸債務並不能經由破產法一筆勾消，但因破產法中將房屋淨值視為特別資產；因此，破產法與查封法之間具有複雜的交互關係。

一般來說，一旦破產訴訟成立，借款人的無擔保債務將不再被追討，但債權人具有依法取得所有非豁免資產（non-exempt assets）之權利。至於何種資產可被豁免，各州具有差異性。舉例來說，德拉威州規定債務人可豁免任何價值 5,000 美元以下的財產。相反地，康乃迪克州單獨規定屋主的房屋淨值豁免額為 75,000 美元；部分中西部州如德州及佛羅里達州，甚至原來並無房屋淨值豁免額的上限規範。2005 年以前，美國破產法較傾向保護債務人，因此，1980 年至 2005 年間，破產案件成長 5 倍之多，直到 2005 年 10 月實施破產改革法案，統一規定全國性的房屋淨值豁免額上限標準後，破產案件始減少。

2. 稅法

美國稅法對於房產及房貸均有特別規定，以鼓勵一般家庭購置住宅，這些規定對於房貸的債務持有者較具優惠，舉例來說，所得稅應是針對所有形式的所得課稅（扣除相關成本）；然而，美國稅法卻規定屋主自住房屋的設算租金（註 11）（imputed rent）可免稅，同時，房貸利息支出（包括房屋淨值

貸款）還可扣抵所得稅（註 12）。依據 Luci Ellis（2008）研究，美國這種稅制制度將影響房貸借款人行為如次：

（1）一般家庭較無誘因提前清償房貸，因房貸利息可扣抵所得稅的制度相對提高提前還清貸款的機會成本。

（2）借款人於房屋淨值提高時，較有意願重新融資獲得更高的貸款金額，因其轉貸機會成本較未實施房貸利息扣抵所得稅機制低。

（3）借款人樂於以房屋為擔保品取得房屋淨值貸款，並以取得之資金支付信用貸款、汽車貸款及信用卡循環利息等消費性貸款。

此外，美國稅法針對自用住宅的資本利得稅亦較具優惠。1997 年以前，美國針對年齡 55 歲以上的住宅投資者，設有出售房屋移轉條款（註 13）（rollover provision）優惠，以及 125,000 美元的資本利得免稅額，惟僅限一次。1997 年後，美國刪除移轉條款但放寬免稅額相關限制，只要屋主最近五年內合計居住時間達二年者，即符合免稅額規定且可重複適用此豁免規定。

3. 消費者保護法

（1）誠實貸款法（The Truth in Lending Act，簡稱 TILA，1969 年）

此法規範房貸及其他信貸產品相關費用之一致性揭露標準，包括年百分利率、融資金額相關費用、總售價及保險費用等，以利

消費者比較。

(2) 屋主權益保護法 (Home Ownership and Equity Protection Act, 簡稱 HOEPA, 1994 年)

此法案要求債權人揭露與高利率及高收費相關之資訊, 包括通知借方浮動利率貸款的金額可能會增加等訊息。

此法案過去並未對房貸機構審核標準予以規範, 以致於近年大量出現缺少文件貸款及掠奪式貸款等問題, 直至 2008 年 7 月方透過立法通過此法案修正草案, 明文要求非存款機構房貸業者提高審核標準, 例如不得僅憑擔保品價值放款而忽視借款人還款能力, 不得脅迫不動產估價公司出具不實的鑑價報告等。

(3) 不動產過戶程序法 (The Real Estate Settlement Procedures Act, 簡稱 RESPA, 1974 年)

此法案規定貸款機構要在借款人遞交申請表後三日內, 向借貸人繳交一份費用估價單 (Good Faith Estimate)。估價單上會列出所有的費用, 包括銀行和貸款仲介所收取的

費用, 以及其他第三者, 例如估價師和產險公司等所收的費用。

此法案自 1974 年立法以來均未曾修改更動, 且其因對房貸仲介商規範力不足肇致仲介商欺瞞消費者收取高費用情形嚴重, 直至 2008 年 11 月才由 HUD 宣布修改。

4. 公平取得貸款法案

(1) 公平信貸法 (Equal Credit Opportunity Act, 1974 年)

此法案將民眾在申請貸款時因其種族、膚色、宗教、原國籍、性別、婚姻狀況及年紀, 或是因申請人有部份收入來自政府資助而受到歧視之情況, 視為不合法。

(2) 社區再投資法案 (Community Reinvestment Act, 簡稱 CRA, 1977 年)

此法案著重於貸放予中低收入借款人及貧窮社區。此法案原意在於協助中低收入家庭公平取得貸款, 但發展至今卻成為引發諸多爭議的法案, 甚至許多專家學者認為其為造成美國房價泡沫化現象因素之一, 此論點將於後一章節詳加說明。

叁、美國房地產市場泡沫化問題探討

一、美國房地產市場泡沫形成之原因

美國房地產市場泡沫破滅引發次級房貸問題, 並蔓延為全球金融海嘯, 顯見資產價格泡沫化將影響國家金融穩定及經濟發展,

以下章節將探討肇致美國房地產市場泡沫化的根本原因。當然, 造成美國房市泡沫化的原因相當複雜, 其中亦有許多具有爭議的議題, 包括房屋政策對「居者有其屋」的鼓

吹、次級房貸及非傳統型房貸的大量興起（包括掠奪式房貸）及 Fed 的貨幣政策等；甚至，深植於美國人心中的信仰，亦即美國自 1930 年代經歷大蕭條後，美國人皆深信購置不動產是投資的優先選擇，以及市場投機氣氛濃厚等皆為可能的因素之一。

（一）美國政府過度鼓吹「居者有其屋」

之房屋政策

1. 美國夢深植民心

所謂美國夢，就是要透過勤奮的工作和自由的選擇來追求個人快樂幸福的生活。這種理念，源自美國的立國精神，深植人心。美國夢所追求的幸福權利包括擁有財產的權利，而住宅是個人財產的主要成分，因此，在美國擁有自己的住宅就成為美國夢的骨幹，同時，也是一種身分的代表和中產階級的表徵。

美國政府為了協助人民實現美國夢，落實「居者有其屋」政策，設立各種專責機構，直接參與房貸抵押貸款業務，或間接保

證抵押貸款。聯邦政府於初級市場設立專門機構，辦理抵押房貸擔保業務，例如 FHA 保證貸款、VA 保證貸款等。同時，在次級市場也設立房地美、房利美及吉利美等專門機構，收購初級市場的房貸債權，加以證券化後於資本市場發行 MBS，活絡房貸市場的流動性。

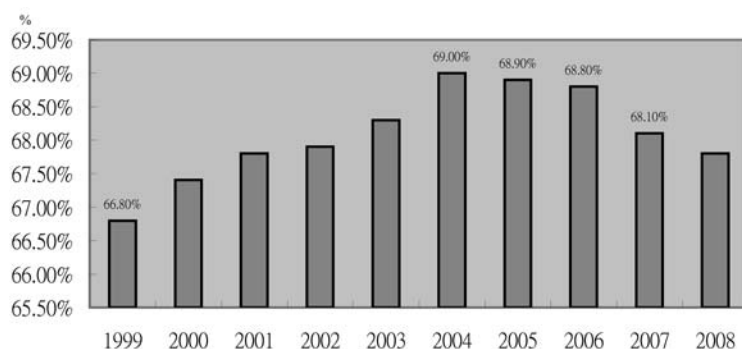
由於美國政府的大力支持與協助，1999 年美國自有住宅率為 66.8%，至 2004 年到達高峰 69%（圖 6），為世界先進國家之冠。瑞士的平均所得高於美國，可是人民的自有住宅率只有 27%。

2. 美國政府的房屋政策發展沿革

（1）1930 年代的房屋政策

1930 年代美國發生有史以來最嚴重的金融危機，股市崩盤，造成經濟大衰退，失業率高達 25%。當時全國將近一半的家庭無法按期繳納房貸利息，並有一半的銀行倒閉。此時，美國開始認為，應該有一套「房屋政策」(housing policy)協助中低收入家庭購置住

圖 6：美國自有住宅率



資料來源：American Census Bureau

宅，達成「居者有其屋」的目標。因此，國會於 1934 年通過國家房屋法案（National Housing Act），作為政府房屋政策法源。根據此法案，設立聯邦住宅管理局(FHA)及聯邦住宅貸款銀行，分別對中下收入家庭的房貸提供保證及對金融機構提供穩定而低廉的資金。

(2) 1970 年代的房屋政策

由於美國於 1955 年發生黑人女裁縫 Rosa Parks 種族歧視事件，開啟了美國黑人的民權運動（註 14），詹森總統於 1968 年特別制訂公平房屋法(Fair Housing Act)，正式廢除紅線政策（註 15）(redlining policy)，嚴禁房屋市場對任何人使用任何形式的歧視措施，並且在住宅及都市發展管理局（HUD）之下設立公平房屋機會署（Office of Fair Housing and Equal Opportunity, OFHEO），負責監督該法案的執行，以建立公平的房屋貸款環境。儘管如此，美國房屋市場仍以技巧性的方式排擠黑人；有鑑於此，國會特於 1974 年通過公平取得信用機會法案(Equal Credit Opportunity Act)，禁止金融機構對於任何人使用差別待遇。

1977 年更進一步通過社區再投資法案(CRA)，鼓勵銀行及儲貸協會對低所得地區提供金融服務。美國制訂 CRA 法案目的為要求金融機構盡量對中下收入家庭及紅線社區提供購屋或重建的貸款，並冀望金融機構能嚴守穩健的貸款原則，而即使金融機構對於

CRA 法案的執行不力或嚴重違抗，也不會受到懲罰處分。

(3) 1993 年—2008 年的房屋政策

1993 年，柯林頓(Bill Clinton)執政後，推行一項「容易負擔的房屋政策(affordable housing policy)」，嚴格執行 CRA 法案。首先，對房利美和房地美施壓，要求這兩家 GSEs 對中低收入家庭（註 16）及紅線社區房貸的收購金額須分別佔其總收購金額 42%及 24%，此舉使二房被迫放寬收購標準。其次，執政團隊利用 CRA 法案執行成效迫使私人的金融機構配合，忠實地執行法案。1994 年後，甚至以 CRA 評等作為審核金融機構跨州設立分行的審核標準。至此，CRA 法案變成強迫性的，而不僅為鼓勵性性質，許多人批評，此等房屋政策的偏差正是種下日後次貸危機的禍根之一。

2001 年以後，布希(George W. Bush)上任後，推動更寬鬆的「特別容易負擔房貸(special affordable loan)」，進一步降低負擔房貸的門檻。他進一步要求二房對中低收入家庭及紅線社區房貸的收購金額須佔其總收購金額至少 50%及 31%，並要求受 CRA 法案規範的金融機構（例如商業銀行及儲貸機構等）貸款給最低階層的收入家庭，即家庭所得低於中位數所得 60%的家庭，而且規定，這類貸款的比率不得少於 12%。除此之外，該項比率須逐年增加，至 2008 年，必須提高至 28%。因此，為了達成目標，二房及其他

金融機構持續不斷地降低標準，造成房屋貸款流於浮濫。美國政府賦予二房協助中低收入家庭購屋之政策使命，與其為謀取股東最大利益之營利目標相違背。

(二) 美國聯準會未即時調整寬鬆貨幣政策

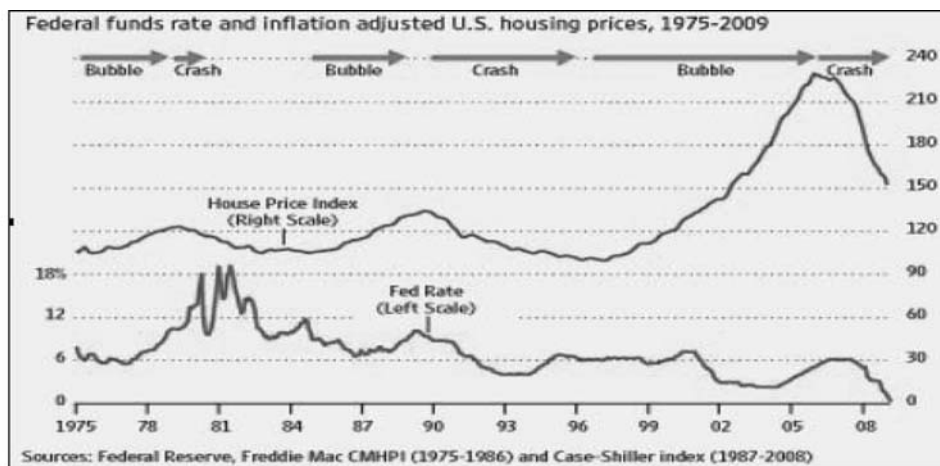
過去 40 年來，美國在 1979 年及 1989 年分別歷經兩次房市泡沫破滅；而觀察當時聯邦資金利率走勢，Fed 通常採取寬鬆的貨幣政策解決房市泡沫破滅後所引發的經濟衰退的問題（圖 7）。1997 年起美國房地產市場發展出有史以來最大的泡沫，筆者以為這可能與美國家庭所得自 1992 年逐漸成長有關。然而，原本 2000 年初的網路科技泡沫危機即可能終結房市泡沫的成形，但 Fed 為刺激經濟卻採行極寬鬆的貨幣政策，促使房地產市場泡沫持續擴大。

次貸風暴發生以來，許多人士基於以下原因，質疑 Fed 基於本位主義，只關注經濟

衰退和通貨緊縮問題，而採寬鬆貨幣政策予以因應，以致資產泡沫問題隨之惡化。網路科技泡沫(dot-com bubble)破滅以後，Fed 一再降低目標利率，自 2001 年起連續降息 13 次，將短期利率由 6.5% 降至 2004 年的 1%。於此期間，房價隨著利率及貨幣環境的寬鬆而不斷走高；而創新指數型房貸產品亦自 2004 年中日益普及。當時，Fed（包括前主席葛林斯潘）認為泡沫不會破滅，因此並未適時調整貨幣政策。直到 2005 年底房價開始下修後，Fed 才開始積極調高利率，但此舉反而加重指數型房貸借款人負擔，違約和法拍事件隨之迅速累積，進而損及社區房價，最終蔓延成美國次貸危機。

事實上，Fed 曾多次公開反駁近十年美國房地產市場泡沫化現象與貨幣政策並無絕對關係，Fed 主席柏南克認為，影響房價上漲的因素並非短期利率，而是金融監理的鬆散及非傳統型房貸產品日益普及所致。此外，對

圖 7：美國房價與聯邦資金利率關係圖



付房價泡沫化問題的最佳方式為金融監理政策而非貨幣政策 (註 17)。許多經濟學家隨即提出反對意見，例如密西根大學教授 Miles Kimball 認為許多指標顯示，Fed 在 2004 年至 2006 年間利率調升確實太慢，西北大學教授 Martin Eichenbaum 認為寬鬆貨幣政策造成便宜融資為產生泡沫的一大因素等。

也有學者認為 (註 18)，1997 年至 2006 年資產價格泡沫化現象是因為 Fed 所信賴的官方消費者物價指數被嚴重低估了。70 年代及 80 年代發生的房價泡沫，Fed 皆能隨著房價上漲而即時調高聯邦資金利率，而 Fed 的「逆勢而行」("leaning against the wind") 確實減緩泡沫化現象。然而，2001 年 1 月 Fed 在經物價調整後的平均房價連續四年，每年成長 7.2% 的情況下，卻開始降低聯邦資金利率，由當時的 6% 調降至 2001 年 12 月 1.75%。2004 年 5 月，Case-Shiller 前 20 大都會區房價指數年成長率為 15.4%，Fed 才終於緩步調高聯邦資金利率；然而，當時官方公布的消費者物價指數中屬於房價的統計部分仍僅上漲了 2.4%。

造成此種差異性的主要原因在於美國勞工統計局 (Bureau of Labor Statistics) 自 1983 年起，以租金替代屋主成本 (homeownership costs) 作為計算消費者物價指數的成分。1983 至 1996 年間，美國價格租金比 (price to rental ratio) 僅由 19.0 上升至 20.2，這種微幅的增加對於當時的房價或消費者物價指數而

言當然是低估了。舉例來說，若 2004 年屋主成本是列為消費者物價指數的成分之一，通貨膨脹率應為 6.2%，而非 3.3%。根據 Case-Shiller 前 100 大都會區房價指數，1999 年 1 月至 2006 年 6 月間屋主成本累積通貨膨脹率為 151%，然而官方消費者物價指數僅增加 23%。因此，儘管 Fed 於 2004 年開始緩步調升聯邦資金利率，仍被認為出手時間太慢了，美國房市泡沫於往後的兩年間仍持續擴大。

(三) 房貸市場信用過度擴張

1. 高風險的房貸產品興起造就投機氣氛

由於 Fed 自 2004 年中起開始調高利率，使得重新融資的業務盛況不再，於是，房貸業者為了增加收入，開始大量推出風險較高的非傳統房貸產品以開拓新客源，包括只付利息指數型房貸、具選擇權指數型房貸、混合式指數型房貸等期初月付款極低的產品，及購屋自備款融資型房貸等以提高融資成數。這些創新房貸產品的特色是使借款者的短期付款壓力減輕，讓許多自有資金較少者亦能獲得融資，造就美國房貸市場濃厚的投機氣氛。事實上，創新房貸產品於 1999 年時並未存在於次級借款人市場，但至 2006 年，非傳統型房貸產品佔全體比重已超過 3 成 (表 2)。

非傳統型房貸產品多屬指數型房貸，具本金遞延償還的特性，當利率處於低檔時，這些房貸的債務負擔表面上看似比固定利率房貸低，吸引許多信用等級較差的借款人借貸購屋，推升房價。原本，這些信用等級較

表 2：非傳統型房貸承作量一覽表

單位：十億美元

	2004	2005	2006	2007Q1
只付利息型房貸(1)	60	481	526	149
具選擇權調整利率型房貸(2)	145	280	255	43
40年期一次還清房貸(3)	0	10	90	22
其他次優級房貸(4)	160	95	87	25
非傳統房貸產品 (1)+(2)+(3)+(4)=(a)	365	866	958	239
整體房貸承作量(b)	2920	3120	2980	680
非傳統房貸承作量佔全體房貸承作量之比重(a)/(b)	12.50%	27.76%	32.15%	35.15%

資料來源：Inside Mortgage Finance

差的借款人於寬限期過後，隨即以更低利率重新融資，或賣掉房屋以賺取房屋淨值；但2004年6月，美國貨幣政策開始轉向且房價開始下跌後，房貸機構重新融資的業務便難以擴張；此外，該等持有指數型房貸的借款人付款壓力漸增，許多借款人無法如期支付利息，致違約案件不斷增加。2006年至2007年間，美國房市隨著投機氣氛的銷聲匿跡，在大量法拍房屋累積的壓力下，泡沫終究破滅。

2. 房貸資產證券化演變過程導致授信品質下降

美國房貸證券化始於1970年代，1980年代起開始蓬勃發展，至1990年代後期，美國房地產融資已相倚賴房貸證券化方式籌資。房貸債權的創始機構(originator)通常為零售銀行或貸款公司，因放款給購屋者而產生債權，該債權隨之被賣給投資銀行，並由其負責將購自各銀行性質類似的債權轉入一信託

機構(trust)，成為一放款組合(pool)，投資銀行再利用財務工程技術將放款組合加以分類、切割及重新包裝成證券形式，出售予廣大投資人，包括避險基金、商業銀行、保險公司及退休基金等。

理論上，透過房貸資產證券化過程對創造債權的銀行、投資人及購屋者皆有好處。銀行自資本市場獲得資金，得以釋出更多資金辦理放款業務或作為其他用途；房貸戶則因銀行可將信用風險轉嫁至資本市場，而較易取得房屋融資；投資人則因投資標的增加有助於投資風險分散。

然而，房貸證券化的發展過程中，由於投資銀行過度競爭而忽略風險、信評機構低估房價下滑的可能性及對房貸機構的衝擊，以及創始機構因無須持有房貸至到期日，更願意冒險開拓信用等級較差客源等因素交互影響下，房貸品質日益下滑、信用過度膨脹。舉例來說，次級房貸佔證券化房貸的比

重，2001 年為 7%，2006 年已上升至 14%；根據 IMF(2007)統計，證券化房貸中，貸款成數超過 9 成的房貸比重，由 2001 年的 5%上升至 2006 年的 14%；金融機構在徵信文件不足的情況下，所承作的房貸佔房貸證券化比重，由 2001 年的 7%增加為 2006 年的 18%。

房貸資產證券化的蓬勃發展將資金導入房地產金融，助長房地產市場泡沫化現象，另一方面亦因整體金融市場為追求高利潤而忽略潛在風險，導致房貸資產品質惡化、信用過度膨脹等現象，埋下日後次貸危機的導火線。

3.房貸市場監理漏洞造成掠奪式房貸問題

所謂掠奪式房貸 (predatory lending) 係指金融機構使用不實的廣告誤導借款人接受不合理和不公平的貸款條件。貸款的對象是一些和主流社會脫節，知識水準較低的經濟弱勢族群。由於這些弱勢族群缺少金融常識，對於複雜的貸款合約無法瞭解，較容易上當被騙。

有些不肖的商人到少數族群聚居的社區設立房貸仲介商，房貸簽約以後，立刻把貸款轉賣給主要的金融機構，因此，仲介商不必負擔任何風險。美國房貸市場中的仲介商只是替其他主要的金融機構辦理房貸，收取手續費而已，他們承辦的房貸越多，手續費收入越豐厚。為了增加收入，這些仲介商不斷地降低貸款標準，濫用次級房貸市場的工具，並以不實廣告吸引借款人。

仲介商所使用的伎倆，包括：(a)使用不實的推銷廣告。(b)迫使或慫恿借款人不斷辦理重新融資，以便賺取高額手續費。(c)審查貸款只根據借款人的資產，不考慮其還款能力。(d)在貸款合約上使用細小的字體隱藏苛刻的貸款條件。(e)誤導借款人，引導有資格申辦優級房貸的借款人轉而申貸次級房貸，以賺取更高手續費。(f)濫用非傳統型的房貸商品，引誘無知的借款人借款，對其宣稱初期利率很低，或不必支付初期本金及頭期款，使借款人相信其有能力負擔房貸。

這些仲介商為了賺取更高收益，最後竟演變成借款人不必提供任何證明文件，只要前來借款，有求必應，幾乎把貸款條件和標準都取消了，媒體將這種貸款稱為「忍者貸款」(Ninja Loan, No income, No job, No asset)。

美國幾乎所有參與房貸市場的金融機構皆分別或共同受到 Fed、通貨管理局、聯邦存款保險公司及儲貸機構管理局等四個政府機關的管轄，並定時接受該等機關金融檢查。因此，他們在承辦次級貸款時，尚能遵守穩健的貸款原則；然而，上述仲介商並不受到任何政府機關的管轄，經查美國在 2004 年時，仲介商家數高達 53,000 家，可謂房貸市場監理上的漏洞。

許多專家學者將次貸危機發生的原因之一怪罪於這些產品的過度證券化；其實證券化的本質並沒有錯，而是因為在房貸證券化的過程中，沒有嚴謹的標準，一併將這些掠

奪式的次級貸款與優質貸款魚目混珠，在資訊缺乏透明化的情況下，投資人根本無從得知其購買的商品究竟包含何種形式的貸款。此外，掠奪式房貸浮濫的現象亦反映出美國監理機關對於消費者保護的不足，因此次貸危機發生後，美國金融主管機關開始著手修正與加強多項消費者保護法案。

二、美國房地產市場泡沫破滅之影響

(一) 2006 年後，房地產市場景氣衰退

由房價指數觀察（圖8），美國房屋市場自 1996 年起，展開大波段多頭走勢，並於 2005 年及 2006 年達到最高峰。2007 年起房價開始下跌，而且下跌的幅度及速度遠遠超越過去 20 年的歷史走勢。舉例來說，本波房價崩跌幅度為 25.3%，均超過 1980 年代及 1990 年代的 10.2%及 9.9%。

由成屋銷售觀察，美國獨棟房屋(single-

family house)銷售於 2005 年底達到高峰，當年銷售量為 567 萬戶；而次貸風暴發生後，2008 年底成屋銷售量僅 435 萬戶（圖 9），比網路科技泡沫時期衰退嚴重。

待銷售房屋的空屋率由 2005 年底開始上升，2007 年及 2008 年美國房屋空屋率更創下歷史新高，分別為 2.7%及 2.8%（圖 10）。同時，房屋建造許可核發數於次貸風暴後，亦創下十年來新低（圖 11）。

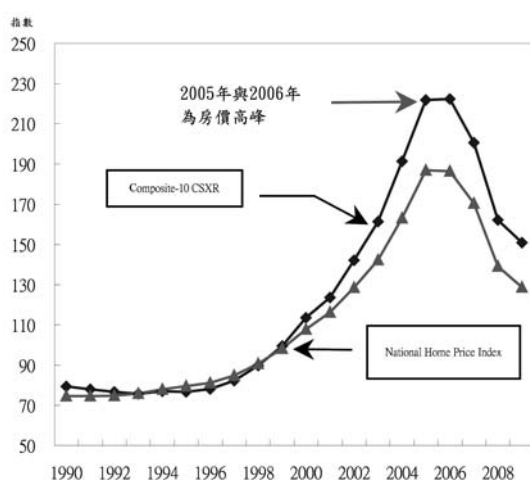
由上述幾項房地產市場重要指標觀察，美國房屋市場榮景自 2005 年底開始下滑，金融風暴發生後，跌至谷底。

(二) 房貸市場信用緊縮，借款人面臨困境

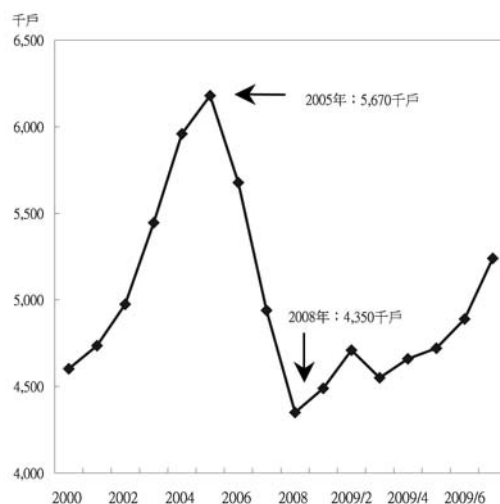
1. 貸款利率重設金額增加，違約及查封法拍比率攀升

由於美國 2001 到 2004 年維持低利率環境致房價攀升，房地產市場一片榮景，許多

圖 8：美國 10 大都會區房價指數走勢 圖 9：美國獨棟房屋(single-family house)成屋銷售



資料來源：S&P/Case- Shiller Home Price Indices



資料來源：National Association of Realtors

圖 10：待售房屋空屋率

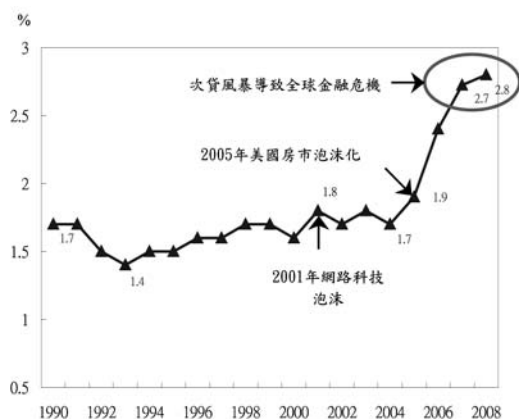
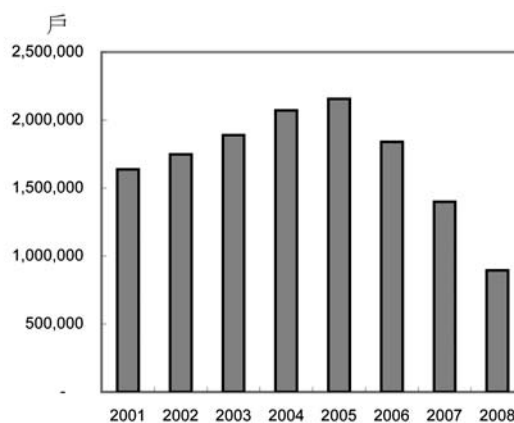


圖 11：房屋建造許可核發數



資料來源：The Joint Center Housing Studies of Harvard University

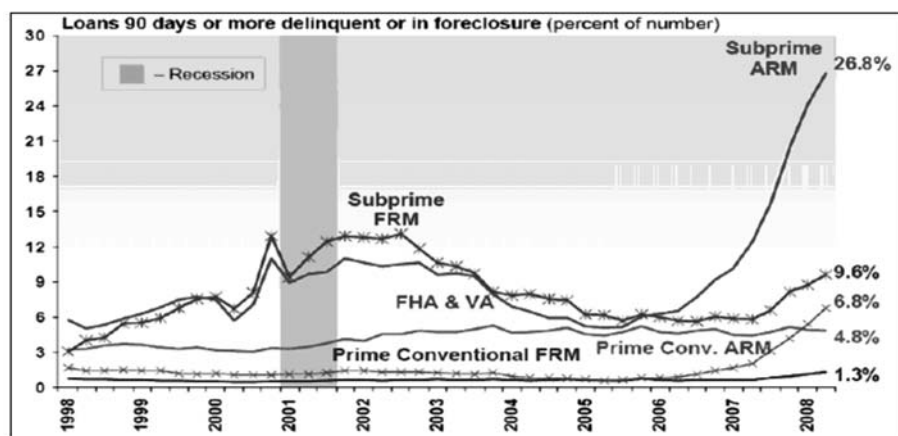
資料來源：U.S. Census Bureau

次級借款人紛紛辦理指數型房貸並購買住宅，該等指數型房貸初期僅需負擔極低的利息或零利息，並於寬限期過後，可以轉貸方式繼續適用低利率。若借款人於此類貸款的寬限期內維持良好繳款記錄，於面臨利率重設時，通常可獲得較好的FICO分數，而順利以更低利率重新融資。惟若房價不升反降，

則借款人將因 LTV 增加而難以取得重新融資，這些無法取得重新融資者將因房貸利率重設後，被迫面臨房貸違約的情況。

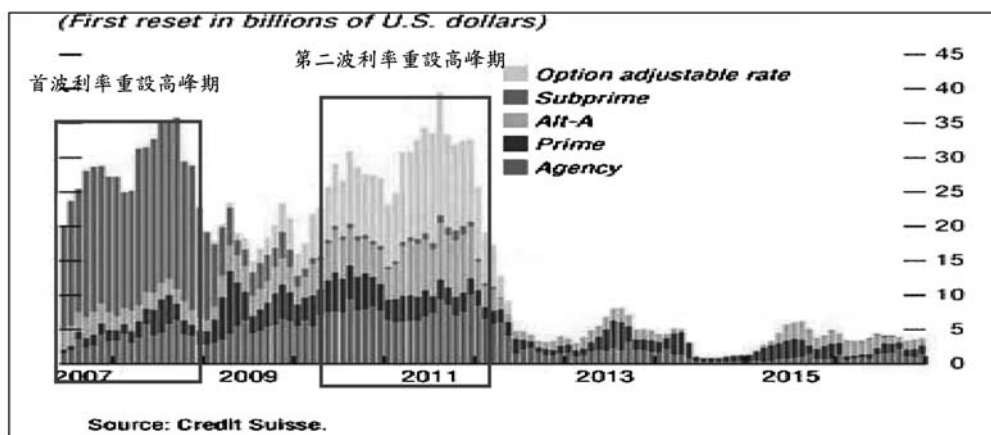
由於多數次級借款人選擇指數型房貸，而次級房貸利率重設高峰期發生於 2007 到 2008 年間，因此 2008 年美國次級房貸違約及法拍比率高達 26.8%（圖 12）。然而，後續

圖 12：優級及次級房貸違約及查封法拍比率



資料來源：Mortgage Banker Association, Freddie Mac；Prime Conventional data include Alt-A

圖 13：各類貸款利率重設金額分布圖



尚有具選擇權指數型房貸及次優級房貸的重設高峰即將於 2010 至 2011 年發生（圖 13），屆時房貸違約情況亦是許多人擔憂的問題所在。

2. 金融機構房貸授信緊縮，影響金融中介功能

受房價下跌、各類貸款查封法拍案件數量增加影響，金融機構對於房貸授信態度轉趨嚴格，除次級房貸面臨授信審核標準緊縮

外，更進一步波及優級房貸（圖 14），金融機構緊縮信用的結果導致整體房貸承作量隨之萎縮（圖 15），大幅影響房貸市場正常功能的運作。

次貸風暴後，金融機構的授信態度亦可從風險貼水（聯邦資金利率與 30 年期房貸固定利率之間的利差）觀察。隨著借款人違約及法拍比率大幅升高，Fed 隨即以大幅降低利率因應，自 2007 年 9 月起至 2008 年 12 月連

圖 14：房貸核貸標準

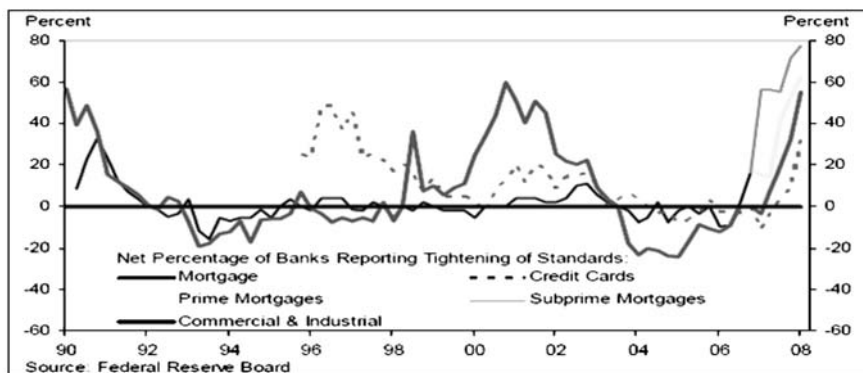
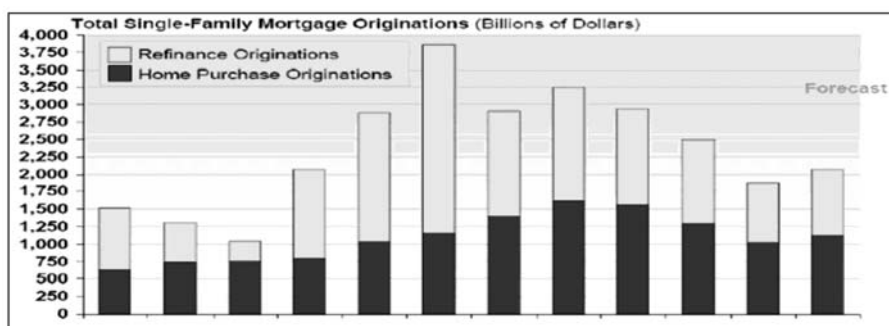
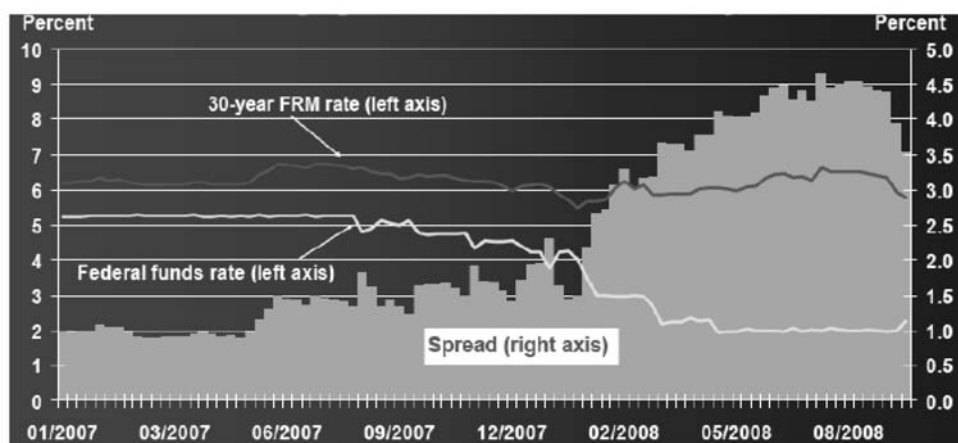


圖 15：購屋及再融資房貸承作量



資料來源：Freddie Mac

圖 16：聯邦資金利率及 30 年期固定利率房貸利率之利差走勢



資料來源：Freddie Mac, Fed

續調降聯邦資金利率至 0-0.25%，不過，雖然 Fed 積極調降利率，30 年期固定利率房貸的利率卻僅微幅變動（圖 16），並未隨利率政策而大幅調降；由此可見，辦理房貸的金融機構對於信用風險貼水的要求相對增加。

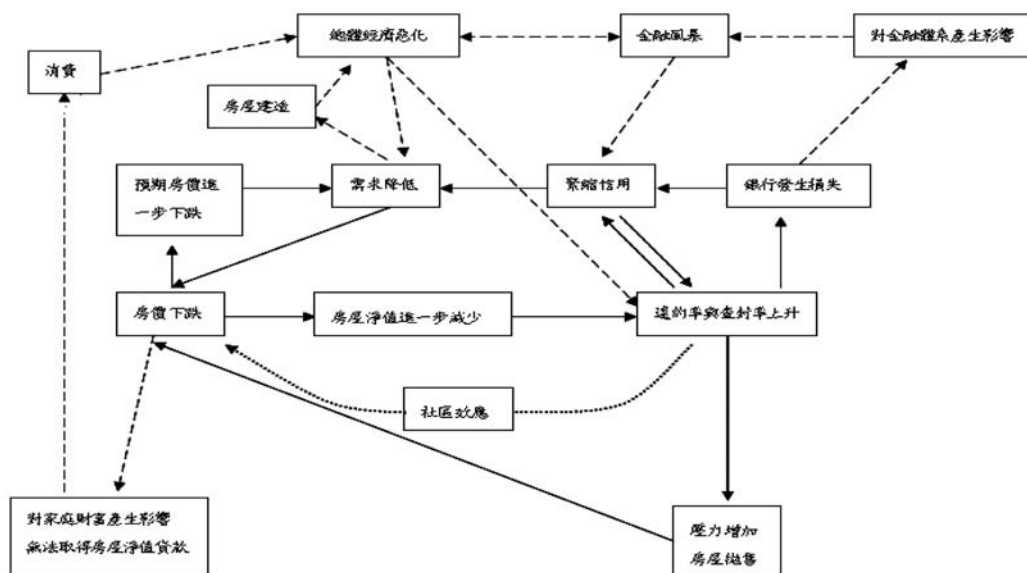
（三）房地產市場崩潰影響總體經濟

房地產市場具有反向循環效果（Adverse Loop）（圖 17）。房價下跌導致房屋淨值為負（註 19），增加借款人拋棄財產誘因，即使這

些借款人仍具有負擔房貸債務的能力；當然，前開現象與美國大部分的房貸債務不具追索權有關。此外，房價下跌造成一般家庭財富縮水，且因房屋淨值貸款或重新融資之取得更為困難，私人消費受到抑制。消費需求降低使得不動產投資萎縮，而前開結果透過總和需求效果導致整體經濟衰退，失業率上揚。

另一方面，房屋價格下跌經由銀行資產

圖 17：房地產市場負向循環傳導方式圖解



資料來源：IMF(2009) "Foreclosure Mitigation Efforts in the United States"

負債表效果，隨著不動產擔保品價值下降，銀行緊縮信用，復以家庭財富縮水影響債務償還能力，違約、法拍比率增加，銀行損失慘重，授信能力隨之下降，企業成本提高，進而波及其他經濟部門表現，並負向回饋至

房地產市場，購屋需求持續減少、房價持續下跌，銀行資產品質繼續惡化並蔓延至其他房貸相關之金融商品如MBS等，最終導致金融危機，總體經濟陷入嚴重衰退。

肆、美國政府穩定房地產市場之措施

如前一章所述，房地產市場具有反向循環效果，並經由各種管道影響總體經濟，若未審慎處理，將危及金融穩定及衍生社會問題；因此，政府需謹慎處理房地產市場問題。以下彙整美國政府自2005年底，房價開始下跌以來之各項措施供參。

一、2005年底—2007年中之各項措施

美國初期尚未察覺房市泡沫化可能蔓延

次貸危機之嚴重性，因此，次貸風暴的早期階段，金融主管機關的作為比較偏向於政策宣導的聯合聲明，或消費者保護加強等措施。其中，Fed於2005年底即開始注意到次級房貸的問題，採取措施包括2005年12月底提出「非傳統型住宅抵押貸款監理原則(Guidance on Nontraditional Mortgage Loan)」；2006年12月發布「指數型房貸消

費者手冊修正版(Revised Consumer Handbook on Adjustable-Rate Mortgages)」；2007 年 7 月發布「次級房貸核貸作業準則(Working with Mortgage Borrower)」等。

除此之外，美國金融主管機關（Fed、聯邦存款保險公司(FDIC)、通貨管理局(OCC)、儲貸機構管理局(OTS)、全國信用合作社管理局(NCUA)等）亦共同發表多項聯合聲明，以建立房貸市場秩序，並協助屋主處理無法償還的債務問題（表 3）。

美國政府當時採取的政策多僅止於提供

市場參與者重要指導原則或提供消費者資訊，對於無法償還貸款的借款人並未提供實質幫助，直至 2007 年下半年，隨著貝爾斯登資產管理公司旗下兩支避險基金發生問題致金融市場面臨壓力後，政府態度才轉為積極的實質行動。

二、2007 年 7 月以後之各項措施

隨著次級房貸借款者違約及查封法拍比率節節升高，美國房地產市場問題一一浮現，包括指數型房貸產品風險偏高、次級房貸核貸標準鬆散、金融監理不夠完備、房貸

表 3：美國金融主管機關共同發表之聯合聲明

日期	金融主管機關	內容
2007 年 1 月 5 日	Fed、FDIC、OCC、OTS、SEC	針對金融機構的結構性金融活動發表聯合聲明，說明並要求金融機構從事複雜的結構性金融交易，應該具備的內部控制與風險管理程序。
2007 年 4 月 17 日	Fed、NCUA、OCC、OTS	敦促金融機構應與無法償還房貸的借款者共同合作解決債務問題。
2007 年 5 月 31 日	Fed、NCUA、OCC、OTS	協助金融機構實施「非傳統性房貸風險準則」中有關消費者保護的部分。
2007 年 6 月 29 日	Fed、NCUA、OCC、OTS	針對次級房貸發表聯合聲明，要求金融機構應以審慎安全、健全與消費者保護等標準為原則，確保借款者依其還款能力取得融資。
2007 年 7 月 17 日	Fed、FDIC、OTS、聯邦交易委員會(FTC)、州立銀行監理機關聯合會(CSBS)、美國住宅房屋擔保貸款監理者協會(AARMR)	針對次級房貸發表聯合聲明，提出改進監理次級房貸貸款者方案。

資料來源：中央銀行國際金融參考資料第五十七輯，黃富櫻、彭德明、蔡曜如，「美國次級房貸問題與金融改革方向」

商品證券化過於複雜及信評公司公信力受質疑等問題。這些問題引發美國房市進一步崩潰，房價下跌導致社區價值崩落、空屋閒置及社區犯罪問題逐漸浮現；當然，最後全體金融體系面臨信用緊縮，導致流動性不足。Fed 除於 2007 年 9 月起大幅降息，將聯邦資金利率降至 0-0.25% 間外，亦採取多項非傳統的融通機制（詳附錄 2）以穩定金融市場流動性問題。

除此之外，美國政府同時採取多項穩定房地產市場措施，包括金融監理制度改革、制訂房市新法案、穩定社區計畫、加強二房角色功能、加強消費者保護、推動債務人紓困及防止房屋查封法拍等相關措施，可說是一套具全面性、整體性的穩定房地產市場方案。各方案重點說明如下（彙整詳見附表）：

（一）穩定各地房價及房貸市場

1. 穩定及加強二房角色功能

美國政府基於房利美及房地美具半官方性質且為全美房貸資金的主要供應單位、持有或保證的房貸佔全美房貸比重高達二分之一及金融穩定等綜合考量，若其不幸倒閉將使美國房地產市場雪上加霜（註 20），因此，美國政府陸續採取數項措施，以穩定其經營，茲說明如下：

（1）2008 年 7 月（美國國會通過對二房紓困措施）：

a. 財政部提供二房融資額度無上限規定，必要時，可收購兩家機構之股票。

b. 美國聯準會授權 NY Fed 於必要時，提供緊急專案融通(GSE Credit Facility)，並以二房持有之 MBS 作為擔保品，以因應兩家機構所面臨之財務與籌資危機。

c. 國會提高標準型房貸金額收購上限，由原來的 41.7 萬美元調高至 62.5 萬美元，使更多的房貸符合二房收購標準。

d. 美國國會通過政府贊助機構（GSE）改革法案，成立一獨立機構—聯邦住宅金融局（Federal Housing Finance Agency，簡稱 FHFA），加強對政府贊助機構之監督與管理，維持房貸市場秩序。

（2）2008 年 9 月（財政部宣布二房監管措施）：

a. 財政部與 FHFA 購入二房年利率 10% 的優先特別股各 10 億美元，財政部對兩家機構的股東權益優於其他普通股及特別股股東，並可視情況增加至 1 千億美元，以提供其營運資金。

b. 財政部取 FHFA 取得二房普通股認股權證，有權以象徵性的 1 美元成為兩家機構之最大股東，持股比率為 79.9%。

c. FHFA 監管兩家 GSE 之營運，期間二年，並撤換其執行長。

d. 財政部將於 2009 年底前買進二房擔保發行之 MBS，金額為 50 億美元，必要時，視情況增加。

2. 穩定社區計畫

美國政府制訂一項穩定社區計畫（The

Neighborhood Stabilization Program；NSP），此計畫係由住宅及都市發展管理局（HUD）主導並提供資助，交由各地執行。此計畫分為兩個階段，各階段執行預算分別為 39.2 億美元及 19.3 億美元，重點說明如下：

(1) 第一階段

HUD 根據各地區法拍屋的數量及次級貸款違約數量找到最需要幫助的地方政府，並補助該等機關以協助恢復低收入社區，防止犯罪問題發生。這些資金必須用於個人或家庭所得低於美國人所得中位數(Median Income)120%的社區，其中，至少25%的資金須購買和開發個人或家庭的所得低於美國人地區所得中位數（Area Median Income；AMI）50%的社區。

(2) 第二階段

HUD 進一步放寬資金補助對象至個人、營利或非營利機構，惟這些申請人或機構必須證明其有能力（按：過去 24 個月中曾經成功地完成至少 75 間房屋改造）恢復至少 100 個被銀行拋棄或沒收的房子，使其重新進入市場流通，減少這些房子對社區所造成的負面影響。

(二) 修訂相關法案，健全房貸市場體質

1.通過聯邦住宅管理局現代化法案(FHA Modernization Bill)

長久以來，聯邦住宅管理局在協助中低收入戶家庭取得購屋貸款成效頗佳，惟近年

來，其市佔率卻是節節衰退，而部分原因為借款人轉向較具彈性、核貸速度較快的非傳統型房貸；此外，房貸保證最高限額亦為其中一項因素。

因此，美國國會於 2007 年 6 月通過聯邦住宅管理局現代化法案，除提高房貸保證金額上限外(按：高房價地區房貸保證金額上限由標準型房貸收購金額上限的 87%，提高至 100%；低房價地區則由標準型房貸收購金額上限的 48%，提高至 65%)，並得依據借戶的風險狀況調整房貸保證費率，使風險與保證費用呈對價關係。此外，刪除借款人必須先支付 3%頭期款的規定，使更多借款人適用 FHA 保證貸款標準。

2.通過公平安全執行房貸認證法案(S.A.F.E. Act)

2008 年美國通過公平安全執行房貸認證法案(Secure and Fair Enforcement for Mortgage License Act，簡稱 S.A.F.E.法案)，藉由本法案建立一套適用所有房貸提供者（包括房貸機構及房貸仲介商）的統一認證及註冊系統，以創造更具透明度與可靠性的貸款環境。

(三) 協助債務人協商及減輕負擔措施

1.2007 年 10 月—2008 年底之協助債務人措施

(1) 成立 HOPE NOW 聯盟，協助借款人進行債務協商

2007 年 10 月由美國房貸市場參與者（包括房貸服務業者、房貸顧問公司、投資機構

等) 共同成立一個民間聯盟, 稱為 HOPE NOW 聯盟, 並獲得財政部及住宅及都市發展管理局支持, 旨在協調共同援助美國家庭保有住宅。HOPE NOW 聯盟針對目前尚有能力的還款及逾期超過 90 天之借款人, 分別推動兩項重要措施, 說明如下:

a.凍結房貸利率五年(5 Year Rate Freeze)

凍結房貸利率計畫係為美國前總統布希拯救借款人的重要措施之一, HOPE NOW 聯盟於 2007 年 12 月宣布實施。根據此計畫, 借款人可直接電洽貸款機構或撥聯盟提供的免付費電話與債權人進行協商, 債權人將視個案情況訂定處理方式。其中, 針對目前仍具繳款能力但未來面臨利率重設已無繳息能力的借款人, 再延長期初利率寬限期 5 年, 亦即凍結房貸利率 5 年。

b.生命線計畫(Project Lifeline)

顧名思義, 生命線計畫主要係針對逾期 90 天以上的房貸戶伸出援手。該計畫係由 HOPE NOW 聯盟與六大房貸機構(包括美國銀行、摩根大通銀行、花旗銀行、全國金融服務公司、富國銀行及華盛頓互惠公司等)

共同合作並於 2008 年 2 月宣布。

根據此計畫, 房貸機構將主動郵寄信件通知逾期超過 90 天以上的借款人, 表示願意提供債務協商還款計畫, 避免房屋遭到拍賣。借款人於收到通知後 10 日內, 應主動電話通知房貸機構, 並表明願意與對方協商。此外, 借款人若能連續正常繳款達 3 個月以上, 房貸機構將同意修改借款契約內容。

(2) 實施專案貸款提供房貸轉貸機會

a.FHA 保證專案貸款(FHA Secure Loan Program)

2007 年 7 月美國財政部推出新方案, 協助還款困難的借款人將其房貸轉貸至 FHA 保證專案貸款。本專案貸款旨在協助持有指數型房貸且面臨利率重設時有無法支付情形的借款人, 使其得以轉貸至 FHA 保證專案貸款, 並轉換房貸契約為 30 年期的固定利率房貸; 惟限定原來的房貸必須非屬 FHA 保證貸款(non-FHA)。

FHA 保證專案貸款與 FHA 其他保證貸款(註 21) 相較, 部分條件較為寬鬆, 茲比較如表 4:

表 4: FHA 保證貸款比較

項目	FHA 保證專案貸款	FHA 其他保證貸款
借款人繳款記錄	有延遲繳款情形者仍得申請	有延遲繳款情形者不得申請
借款人信用分數	FICO 分數至少 580 分	FICO 分數至少 620 分
繳款通融措施	1. 貸款成數高於 9 成: 利率重設前 60 天可暫緩繳款 2. 貸款成數低於 9 成: 利率重設前 90 天可暫緩繳款	無繳款通融措施

資料來源: 聯邦住宅管理局, 作者整理

b.屋主希望貸款計畫 (Hope for Home-owners Program)

2008 年 7 月 30 日住宅及經濟復甦法案 (Housing and Economy Recovery Act) 簽署通過屋主希望貸款計畫 (以下簡稱希望貸款計畫)，並宣布自 10 月 1 日起實施。本項計畫係利用 HUD 轄下的 FHA 保證功能，提供面臨財務困難的債務人取得再融資。

貸款機構可自願選擇是否提供債務人此一方案替代查封法拍程序，惟若參加此一計畫，貸款機構必須減免債務人的房貸本金餘額，才可獲得 FHA 保證房屋重新估價的九成。貸款機構可視減免本金金額及查封法拍成本高低決定是否提供債務人此一機會。

本計畫有一個較為特殊的規定，屋主若取得希望貸款，於將來變賣房屋或再進行重新融資時，必須同意與 FHA 共享一定比例（按：視債務人變賣房屋或再重新融資時點而定）之初始房屋淨值（例如，借款人透過希望貸款計畫取得重新融資時的房屋估價為 \$200,000 美元，貸款九成金額為 \$180,000 萬美元，則初始房屋淨值即為 \$20,000）；同時，債務人亦必須同意與 FHA 分享申貸當時房屋增值的 50%。

除此之外，債務人希望貸款計畫尚有諸多限制，說明如下：

(a) 房屋須為自住，且債務人不得擁有第二棟房屋。

(b) 僅提供 30 年期固定利率房貸。

(c) 房貸須為 2008 年 1 月 1 日前取得之房

貸。

(d) 債務人最近六個月需正常繳款。

(e) 房貸的債務收入比 (debt-to-income) 須高於 31%。

(f) 債務人須已無法負擔現行債務。

(g) 債務人仍必須遵守 FHA 保證貸款的傳統嚴格政策，亦即提供完整的收入及就業證明文件。

由於本項計畫的諸多限制，導致執行成效不彰的批評聲浪，因此，美國財政部於 2009 年 2 月實施的一系列協助措施中，補強希望貸款計畫，相關細節將於下一小節說明。

2.2009 年 2 月後之協助債務人措施

美國財政部於 2009 年 2 月公布「提高屋主負擔能力計畫 (Making Home Affordable, MHA)」，並於 3 月 4 日公布指導方針，旨在協助家庭降低房貸支出負擔。「提高屋主負擔能力計畫」項下包含許多方案，包括再融資方案、修改貸款條件方案、二胎方案、強化屋主希望貸款計畫、法拍屋替代方案及房價跌價保護措施等，分別說明如下：

(1) 再融資方案 (Refinance Program)

此方案協助因房價下跌，擔保品重估價值已低於房貸餘額，因而難以獲得轉貸機會的正常繳息借款人取得重新融資，亦即幫助此類借款人取得較低利率或將指數型房貸轉為較穩定的固定利率房貸。此外，由於相關資料均已建檔，借款人辦理再融資時，無須再提供書面文件，因而可減少不必要之作業程序與成本。相關規定包括：

(a) 房貸戶的房貸須為二房機構所持有或保證的合格貸款。

(b) 房屋須為自住。

(c) 房貸成數不得高於 125%（按：原計畫規定為 105%，2009 年 7 月 1 日起提高為 125%）。

(d) 違約的房貸戶不適用此計畫。

(2) 修改貸款條件方案(Modification Program)

此方案由二房、FHA、FDIC 及其他聯邦機構共同協助因貧困、收入銳減（或支出增加），以及無力還款而面臨房屋被拍賣之借款人修改房貸契約，將房貸戶每月房貸支出所得比（debt-to-income, DTI）降至 31%的可負擔範圍，而其主要構想為藉由補貼房貸市場參與者（包括房貸服務機構、放款機構及房貸戶）的獎勵方式（註 22），協助房貸戶完成房貸契約的修改，使屋主得以繼續保有房屋，此方案執行預算為 750 億美元。此外，此方案訂有多項標準流程、文件供金融機構遵循，並提高政策執行效率，其中包括降低借款人每月繳款金額的先後順序與標準、各項補貼之申請條件、房貸種類之合格標準、查封法拍執行規定、房屋價值估價標準、標準文件、各類相關費用及 DTI 計算方式等；另針對瀕臨違約借款人做出定義並強制規定金融機構須針對個案採淨現值測試法（NPV Test）分析修改貸款條件之必要性，甚至關於淨現值測試法所採用之標準因子亦包含在內。主要重點如下：

(a) 適用對象為繳息記錄正常，但目前面臨房貸違約立即風險之借款人；或雖曾繳息延誤但目前已正常還款者。

(b) 房屋須為自住。

(c) 房貸需為第一順位抵押擔保，未清償本金限額最高為 729,750 美元，且貸款須於 2009 年 1 月 1 日前撥款為限。

(d) 放款機構先採降低貸款利率之方式，使房貸戶房貸支出所得比降至 38%以下，成本由放款機構自行吸收。其次，再進一步降低利率使房貸支出所得比降至 31%，此部分成本則由政府與放款機構平分。若仍無法達成 31%的目標，則放款機構可採延長貸款年限及寬免本金的方式達成。

(e) 為確保房貸戶的長期償付能力，此計畫給予房貸戶 3 個月的試用期，通過後方可正式簽約。另外，修改條件應維持 5 年，之後利率得逐步調高，惟一年以 1%為限，且不得高於修改貸款時的利率水準。

(3) 二胎方案(Second Lien Program)

美國的修改條件貸款方案中關於合格貸款的規定尚包括第二順位的房貸貸款，這可能與符合此計畫目標的借款人中有將近一半的人持有第二順位房貸有關。因此，美國政府推出修改貸款條件方案的補充計畫，稱為二胎方案，使一胎修改貸款條件時，二胎貸款亦能自動修改。此方案與修改貸款條件方案相同，房貸市場參與者同樣可獲得補助或獎勵金，惟金額較少。若放款機構不願修改二胎貸款條件，可選擇放棄債權而取得政府

補償（按：逾期 180 天的貸款每 1 美元未清償的本金可獲得 3 分美元的補貼；逾期少於 180 天的貸款則依貸款成數與房貸支出所得比獲得不等的補貼）。

(4) 整合屋主希望貸款計畫

如前一小節所述，布希政府宣布的屋主希望貸款計畫存在諸多限制，致此計畫公布以來成效不彰。有鑑於此，財政部乃將此計畫整合至提高屋主負擔能力計畫中，並將辦理條件放寬，包括降低辦理費用；房貸戶要求修改貸款條件時，服務機構須主動評估其參與此計畫的可行性等。

(5) 法拍屋替代方案 (Foreclosure Alternative)

此方案內容係採補貼放款機構與房貸借款人的方式，協助經修改貸款條件後仍無法負擔的房貸借款人，以提高放款機構透過虧損出售(short sale) (註 23) 或法拍轉讓契約 (deed-in-lieu foreclosure) (註 24) 處理資產的誘因，使其得以避免進入耗時且昂貴的法拍程序 (註 25)，此外，借款人亦得以保持良好的信用評分。此方案以擬定標準文件及作業程序方式來縮短期程，提高參與率。

(6) 房價跌價保護措施 (Home Price Decline Protection)

美國財政部會同聯邦存款保險公司提出部分保證方案 (partial guarantee initiative)，由財政部提撥 100 億美元成立政府保險基金，提供配合辦理之金融機構於房價下跌超過預期之額外保障，並視房價下跌幅度給付保險

金額，減緩金融機構的損失。

(四) 落實及加強消費者保護措施

1. 修訂屋主權益保護法 (The Ownership and Equity Protection Act, HOEPA)

2008 年 7 月美國立法通過屋主權益保護法修正案，明文規定非存款機構房貸業者提高審核標準，例如不得僅憑擔保品價值放款而忽視借款人還款能力，不得脅迫不動產估價公司出具不實的鑑價報告等，以往本法案並未針對房貸機構審核標準予以規範。

2. 修訂不動產過戶程序法 (The Real Estate Settlement Procedures Act, RESPA)

2008 年 11 月，美國 HUD 宣布修改規則 X (Regulation X)，此規則係為落實不動產過戶程序法，此次修改可謂是 20 年來最大幅度的改變。修訂重點在於加強貸款機構收取利差溢酬 (yield spread premium) 資訊的揭露，及簡化改善房貸清算成本資訊的揭露。此法主要透過以下方式保護消費者免於承擔不必要的高額清算成本，並防堵長久以來房貸仲介業者向銀行拿回扣及欺瞞消費者費用的陋習：

(1) 改善及標準化費用估價單 (good-faith estimates) (註 26)，並確保費用估價單提供清楚的貸款期間之全部相關費用給借款人參考。

(2) 揭露房貸仲介商收取的利差溢酬，使借款人得以協商佣金收取的空間。

(3) 簡化費用估價表 (good-faith estimates) 及過戶收費清單 (註 27) (HUD-1 settlement statement) 二項單據之比較。

3.修訂誠實貸款法(Truth in Lending Act，或稱規則 Z)

2009 年聯準會公布信實貸款法之修正草案，主要在加強對房貸消費者之保護，修正重點如下：

(1) 房貸機構中止或降低消費者信用額度時，必須提供相關理由；此外，指數型房貸之每月應繳金額有變動時，應於 60 天前通知消費者（按：原規定為 25 天）；房屋淨值貸款之條件變更，應於 45 天前通知消費者。

(2) 禁止房貸仲介商或放款承辦人員誘導消費者辦理條件較為不利之貸款。

(3) 房貸機構須提供單頁篇幅且簡單易懂的相關資訊給房貸借款人。

4.成立消費者金融保護局

歐巴馬於 2009 年 6 月公布金融監理制度改革草案，其中一項為擬成立一個消費者保護的專責單位，稱為消費者金融保護局（Consumer Financial Protection Agency，CFPA）。此機構為一個獨立機關，監理對象

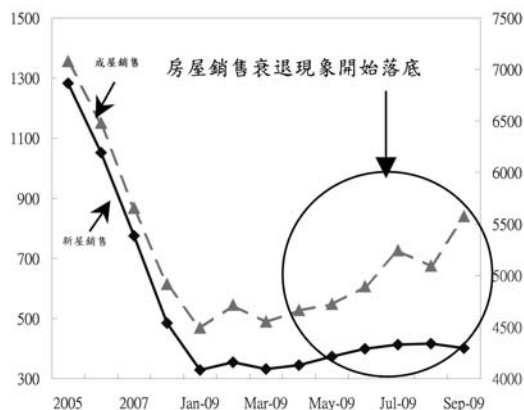
包括存款機構以及過去不受聯邦主管機關監理之機構(包括投資顧問公司、基金公司及房貸仲介商等)。此外，消費者金融保護局將要求業者合理揭露金融商品之相關資訊、充分告知消費者金融商品的收益、費用與風險、提供簡單型的產品（plain vanilla products），及制定並執行消費者貸款之相關法令，以提升金融服務的透明性、簡單性、公平性與適當性。

三、政策執行成果

由房市相關數據觀察，2009 年第三季美國成屋銷售及新屋銷售似乎已開始呈現較穩定的趨勢（圖 18），儘管銷售數字仍尚未回復至金融海嘯發生之前的水準，但至少情況不再明顯惡化；而全美 20 大都會區房價綜合指數年成長率於 2009 年 8 月份開始，亦首次出現正成長（圖 19）。

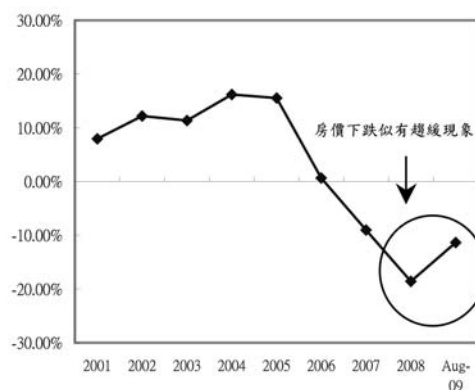
再者，由美國財政部每個月公布的MHA修改貸款計畫執行進度（註 28）觀察，截至 2009 年 9 月底止，已超過 50 萬筆房貸成功進

圖 18：美國成屋銷售及新屋銷售走勢圖



資料來源：NAR

圖 19：20 大都會區綜合房價指數年成長率



資料來源：S&P CS

入修改貸款條件之試用期，足足比預計時程提早一個月達成短期目標。儘管 2009 年 7 月首次公布的統計數據顯示貸款服務業者執行成效不彰，但在政府的督促下，使預定短期目標得以提早達成。

然而，許多持反對意見者認為，修改貸款條件的終極目標是未來三年將協助 3 至 4 百萬名借款人完成房貸契約修改，現在就慶祝目標達成似乎仍嫌太早。此外，許多人質疑此方案只有胡蘿蔔（獎勵）沒有棍子（懲罰），即使大型金融機構不願意積極配合，政府也束手無策。因此，我們可以看到，大型金融機構旗下的房貸服務業者執行成效差異性很大，舉例來說，根據美國財政部定期公布之執行進度報告，截至 2009 年 9 月止，花旗銀行完成比率（註 29）為 33%，摩根大通銀行完成比率為 27%，富國銀行為 20%，而美國銀行完成比率僅 11%。

此外，部分房貸服務業者批評，政府訂定多項標準作業程序及規範，使其必須額外增加人力、教育訓練及硬體設備等成本，且

政府所提供給房貸服務機構之獎勵金根本不足以支應這些額外增加的成本，難免會使部分服務機構配合意願降低。

另從查封法拍比率觀察，似乎不難理解為何修改貸款條件計畫即使已提早達成短期目標，仍招致許多人質疑其實質效果。根據調查機構 RealtyTrac 統計數據，2009 年第三季美國遭申請查封法拍的房屋為 937,840 間，較第二季增加 5%，較上年同期增加 23%。平均每 136 間房屋會有一間被申請查封法拍，而此比率是 RealtyTrac 自 2005 年第一季首次發佈報告以來的歷史新高。再者，美國 2009 年 10 月份失業率創下 10.2% 的歷史新高，使得許多人認為這些瀕臨違約的借款人所面臨的困難並非降低負債收入比就可解決，而是在整體經濟趨緩及失業問題惡化的情況下，儘管負債收入比已降至 31% 以下水準，借款人仍無法如期支付房貸本息。

綜合以上觀察指標，美國政府的穩定房地產市場措施已發揮一定程度的效果；至於協助債務人計畫之成效似尚待進一步觀察。

伍、我國健全及振興房地產市場措施暨兩國相關政策彙整

一、金融海嘯對我國房地產市場之衝擊

（一）房地產市場景氣衰退

1. 景氣對策訊號出現代表景氣低迷之藍燈

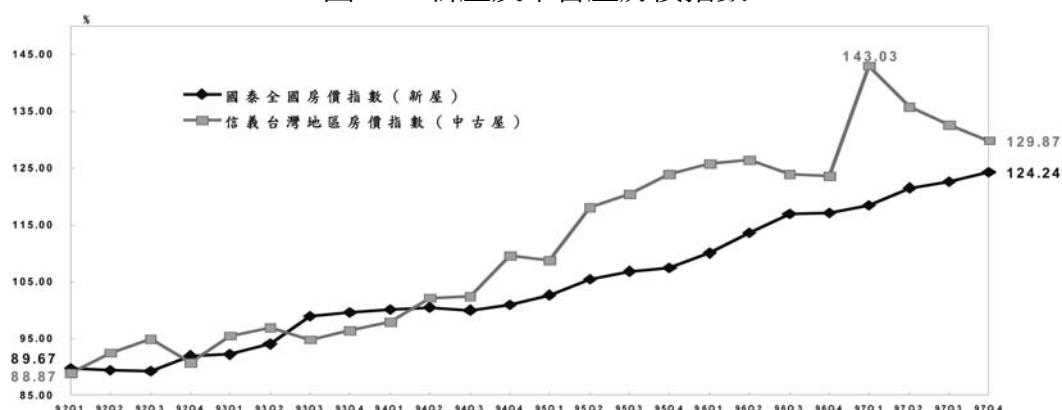
根據內政部建築研究所公布房地產景氣對策訊號（註 30），2008 年第三季受到全球金融海嘯衝擊，對策訊號由上一季的黃藍燈轉

為代表景氣低迷的藍燈，直到 2009 年第三季，回復為黃藍燈，同年第四季方回升至代表景氣平穩的綠燈。

2. 新屋房價持續上升、中古屋房價下跌

2008 年第四季，預售屋及新屋價格仍持續上漲，而中古屋房價指數於 2008 年第一季達到最高點，第二季開始反轉下修（圖 20）。

圖 20：新屋及中古屋房價指數



資料來源：國泰房地產指數季報及信義不動產評論

3. 市場購屋信心指數下降

根據經建會「臺灣住宅需求動向季報」，2008 年第三季房價綜合信心分數大幅下降，由第二季 101 分降為 56 分，為 91 年第二季開始調查 6 年來之新低，顯見受到金融海嘯衝擊，房地產市場買方對於市場未來前景仍有相當疑慮。

(二) 住宅融資體系之運作尚稱穩定

1. 不動產貸款及購屋貸款餘額略微減少

2008 年 12 月不動產貸款餘額僅小幅衰退 0.06%，購屋貸款微幅下降 0.01%；2009 年 3 月，不動產貸款衰退幅度擴大，惟自 2009 年 6 月起，除修繕貸款外，其餘不動產相關貸款已開始回升，甚至購屋貸款餘額已回升並超越金融海嘯前的水準(表 5)。

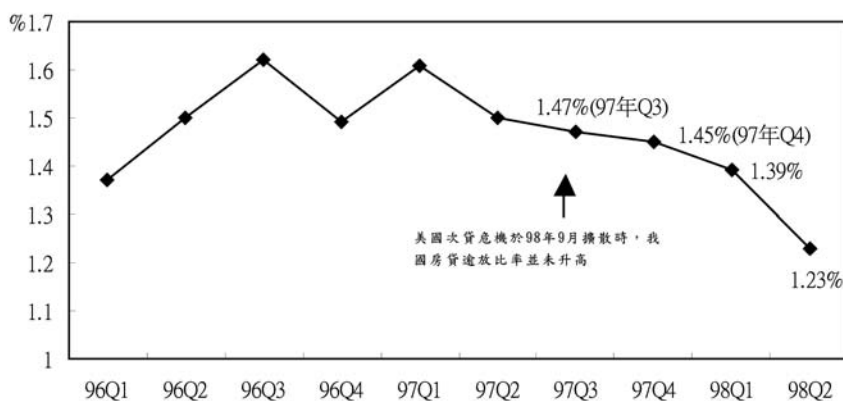
2. 房貸品質維持穩定

表 5：不動產貸款餘額表

	單位：億元			
	購置住宅	修繕貸款	建築貸款	不動產貸款餘額
2007 年 12 月	46,288	8,484	10,569	65,341
2008 年 3 月	46,268	8,360	10,662	65,290
2008 年 6 月	47,171	8,339	10,533	66,043
2008 年 9 月	47,092	8,173	10,736	66,001
2008 年 12 月	47,087	8,115	10,760	65,962
與上季相較(變動金額)	-5	-58	24	-39
與上季相較(變動百分比)	-0.01%	-0.71%	0.22%	-0.06%
2009 年 3 月	46,626	8,082	10,605	65,313
與上季相較(變動金額)	-461	-33	-155	-649
與上季相較(變動百分比)	-0.98%	-0.41%	-1.44%	-0.98%
2009 年 6 月	47,323	8,031	10,212	65,566
與上季相較(變動金額)	697	-51	-393	253
與上季相較(變動百分比)	1.50%	-0.63%	-3.71%	0.39%

資料來源：中央銀行網站

圖 21：我國房貸逾放比率走勢圖



資料來源：內政部住宅資訊統計網

我國房貸市場並無類似美國次級房貸浮濫及核貸標準過於寬鬆等問題，亦無房貸證券化過度包裝等現象，因此我國房貸市場風險並未大幅升高。整體而言，金融海嘯以來，我國房貸品質尚維持穩定，由房貸逾放比率觀察，2008 年第三季以來房貸逾放比率逐步下降，並無增加情形（圖 21）。

（三）總體經濟受衝擊

由出口數據觀察，2008 年 9 月全球金融海嘯發生後，我國出口下滑，以 2008 年 12 月及 2009 年 1 月為例，台灣的出口總值分別較前較去年同期大幅衰退 41.9% 及 44.1%。此外，2008 年第四季經濟成長率為負的 8.61%，2009 年第一季(-10.13%)仍未見好轉，同時失業率亦創下歷史新高（註 31）。

綜上，儘管我國於金融海嘯期間，住宅融資體系風險並未明顯升高，但整體市場的購屋信心卻因總體經濟衰退而顯低迷，投資

氣氛亦轉趨保守。有鑑於此，我國政府亦採取一系列因應措施（註 32），以避免房地產市場信心不足進一步影響金融穩定及經濟發展。

二、我國健全及振興房地產市場之各項措施

（一）政府提供優惠利率專案貸款，減輕

民眾購置住宅負擔

1. 整合住宅補貼資源實施方案

本方案自 2007 年 4 月起實施，由內政部每年度匡列計畫辦理戶數、貸款利息補貼及租金補貼額度。對於無自有住宅或僅有 1 戶住宅之弱勢或低收入民眾，政府提供購置住宅貸款、修繕住宅貸款利息補貼暨租金補貼措施，協助其居住於適居之住宅。本方案實施以來，政府不再以職業身份區分各項住宅補貼措施，而改以國民的家庭所得及各種弱勢狀況作為住宅補貼制度之主要考量。相關條件如表 6：

表 6：整合住宅補貼資源方案相關條件彙整表

項目	內容
貸款額度	(1)購置住宅貸款：最高 220 萬元 (2)修繕住宅貸款：最高 80 萬元
適用對象	(1)第 1 類：具弱勢條件者，如列冊之低收入戶、身心障礙者、受家庭暴力者及其子女、原住民、單親家庭、重大災害災民等。 (2)第 2 類：非屬第 1 類者。
優惠利率	(1)第 1 類：按中華郵政股份有限公司二年期定期儲金機動利率減 0.533%機動調整。 (2)第 2 類：按中華郵政股份有限公司二年期定期儲金機動利率加 0.042%機動調整。

資料來源：內政部營建署；作者整理

2.四千億優惠購屋專案貸款

2008 年 9 月 11 日行政院第 3109 次院會議通過「因應景氣振興經濟方案」辦理「增撥新台幣二千億元優惠購屋專案貸款」，本優惠房貸較原優惠房貸提高政府利息補貼及每戶貸款額度（相關比較詳見表 7），以減輕社會大眾購屋負擔及持續活絡房地產市場，由於利率相當優惠，短短半年已申貸 1,600 多億元；因此，2009 年 4 月 14 日

行政院核定再增加 2,000 億元續辦，惟鑒於房地產市場景氣逐漸恢復，本政策貸款目標逐漸達成，爰行政院 2009 年 8 月決定不再增額續辦。

3.青年安心成家方案

為鼓勵青年結婚成家、生育子女，內政部營建署於 2009 年 2 月首次開辦「青年安心成家方案」，提供年齡介於 20 歲至 40 歲之新婚或育有未成年子女之夫妻，且家庭所得

表 7：政府優惠房貸比較表

	原優惠房貸 ^註	四千億優惠房貸
每戶額度	台北市：250萬元 台北市以外：200萬元	台北市：350萬元 台北市以外：300萬元
政府補貼利率	0.125%	0.7%
民眾負擔利率	按中華郵政公司二年期定期儲金機動利率+1%(銀行手續費) -0.125%計息	按中華郵政公司二年期定期儲金機動利率+0.9%(銀行手續費) -0.7%計息
貸放對象	中華民國國民年滿20歲，每人限購乙戶，不得重複申貸	

註：政府自民國 1999 年起至 2009 年 9 月 22 日止開辦民眾購屋專案房貸，總計額度 1.95 兆元，惟基於經濟景氣因素及政府財政負擔考量，各期適用之政府利率補貼由 0.85 %逐步下降至 0.125%。

表 8：青年安心成家方案相關條件彙整表

項目	內容
貸款額度	最高 200 萬元
適用對象	(1)第 1 類：具弱勢條件者，如列冊之低收入戶、身心障礙者、受家庭暴力者及其子女、原住民、單親家庭、重大災害災民等。 (2)第 2 類：非屬第 1 類者。
優惠利率	(1)前 2 年：零利率。 (2)第 3 年起： (a) 第 1 類：按中華郵政股份有限公司二年定期儲金機動利率減 0.533%機動調整。 (b) 第 2 類：按中華郵政股份有限公司二年定期儲金機動利率加 0.042%機動調整。

資料來源：內政部營建署；作者整理

低於百分之五十分位點者，前 2 年零利率之住宅貸款利息補貼。相關條件如表 8：

(二) 房屋貸款本金展延及延長貸款期限，減輕借款人財務壓力

金融海嘯期間，國內總體經濟情勢惡化，訂單銳減、出口衰退，許多企業採行無薪假或裁員因應，為紓解因企業關廠或歇業而非自願性失業勞工的房貸繳款壓力，以及一般購置住宅貸款戶亦可能面臨房屋貸款還本付息負擔加重等情況，金管會協調銀行公會研議房貸寬緩措施，此一作法與美國於金融海嘯期間所實施的 HOPE NOW 債務諮詢、協商機制，以及「提高屋主負擔能力計畫」中的「修改貸款條件方案」類似，相關作法如下：

1. 非自願性失業勞工自用住宅購屋貸款寬緩措施

銀行公會於 2008 年 10 月 28 日訂定「中

華民國銀行公會會員辦理非自願性失業勞工之自用住宅購屋貸款本金緩繳及展延還款期限作業要點」，並請各會員銀行配合辦理。本項措施主要原則為貸款戶本人或其配偶，因非自願性失業致其自用住宅購屋貸款(新台幣 600 萬元以內)有還款困難情事，原貸銀行得經貸款戶申請，與客戶自行協商購屋貸款本金緩繳，惟最長以 2 年為限，以及展延還款期限最長 30 年，以申請 1 次為限。

2. 一般民眾購置住宅貸款借款期限延長措施

銀行公會於 2008 年 12 月 11 日訂定「一般民眾購置住宅貸款期限延長措施」，並請會員銀行配合辦理。本措施係針對一般房貸民眾，只要未曾申辦 2006 年銀行公會消費金融無擔保債務協商、消費者債務清理條例之前置協商及非自願性失業勞工自用住宅購屋貸款本金緩繳及展延還款期限者，其房屋貸

款符合屬自用住宅購屋貸款者（但各銀行得視個案彈性放寬受理）、客戶購置住宅貸款目前無積欠利息、借款人年齡加延長後之剩餘還款年限不得超過 75 歲（但各銀行得視個案彈性放寬受理）等，得向往來銀行申請彈性放寬借款年限，以減輕本息負擔，惟最長不得超過 30 年；此外，會員銀行可制訂較此措施更為彈性寬鬆的標準。

3.民眾如有房貸繳款困難情事，得個案與往來銀行協商

金管會於 2008 年初已就房貸戶寬限期將屆滿，其本、利同時償還負擔加重，致有繳款困難情事者，請銀行公會函知各會員銀行，如民眾有還款壓力時，宜由銀行評估客戶信用狀況及還款能力，依個案情況調整客戶每期繳款金額。

(三) 中央銀行促請銀行迅速反應降息

中央銀行為提振景氣，於 2008 年 9 月 26 日至 2009 年 2 月間，七度調降貼放利率，由 3.625% 降至 1.25%，引導市場利率下降。另為使房貸利率調降能迅速反應央行降息，並使房貸戶早日獲得降息的好處，央行於 2008 年 11 月 11 日邀集多家銀行（註 33）達成共識，同意房貸戶於三個月內向銀行申請房貸契約換約，可將其房貸利率調整期別由每季（或每半年）改成每個月，且不另收手續費。此外，針對未前來變更貸款契約者，銀行亦將積極聯繫客戶，請其選擇是否更改契約。

(四) 放寬相關規定及鬆綁法規，活絡房地產市場

1. 延長建築執照期限

受到金融風暴造成經濟不景氣影響，不少建築業者資金籌措不易，建築開發案難以順利進行，政府遂提出緩衝計畫，穩定房地產市場。內政部於 2008 年 12 月 29 日發布，建築物起造人可申請延長建築執照有效期限 2 年，只要建築物(不限用途)係於 2008 年 11 月 25 日以前領得建造執照或雜項執照，且仍在竣工期限內者，其建築期限除得依建築法第 53 條之規定（註 34），申請展期 1 年，並以一次為限外，准其於依建築法第 54 條規定（註 35）開工後，比照建築法第 53 條第 2 項有關建築期限展期之申請程序，辦理延長建築期限 2 年。

2. 陸委會鬆綁陸資來台購屋限制

配合開放陸資來台投資，大幅鬆綁對大陸地區人民購置本國不動產的相關限制，並於 2009 年 6 月 30 日施行。主要放寬內容如下：

(1) 開放陸資企業因業務人員居住之住宅、從事工商業務之廠房、營業處所或辦公場所或其他因業務需要之處所，得取得不動產。

(2) 取消大陸地區人民來台取得不動產需說明資金來源之規定。

(3) 放寬向金融機構融資之限制：已取得國內居留資格或登記證照之陸資投資人在台購買房地產的貸款規定，比照本國人相關規定辦理；在台無住所之大陸地區人民辦理不

動產物權擔保放款，核貸成數以擔保品鑑估價值 50 % 為上限。

(4) 放寬取得不動產物權之大陸地區人民來台停留期限（每年來台總停留期間從不得逾 1 個月放寬為 4 個月；每次停留期限及次數不作限制）。

3. 內政部擬訂外國人停留居留及永久居留辦法修正草案

由於外國人停留居留及永久居留辦法第 12 條第 1 項之原規定，投資金額在新臺幣 3 千萬元之營利事業，創造本國人 5 人以上之就業機會滿 3 年始得申請永久居留之規定恐過於嚴苛，不利吸引外國人來台投資不動產，內政部於 2009 年 2 月 28 日訂定該辦法修正草案，調降投資金額為新臺幣 1 千 5 百萬元。

4. 金管會修訂不動產證券化條例

為使不動產證券化商品更多元化，以活絡不動產證券化市場，並為房地產市場注入新的動能，促進整體房地產市場之發展，金管會修正「不動產證券化條例」，經立法院三讀通過並於 2009 年 1 月 21 日公布實施，主要修正重點如下：

(1) 將開發型之不動產或不動產相關權利納為不動產證券化標的 (註 36)，並訂定相關配套措施，例如：增列不動產或不動產相關權利之取得及開發為不動產投資信託基金借入款項之目的之一等規定。

(2) 強化投資人權益之保障，例如：增

訂發起人、安排機構之定義與受託機構應盡之義務及其行政處罰、增訂發起人及其負責人等之連帶賠償責任，及增訂受益人向受託機構請求閱覽、抄錄或影印相關書表之規定及受託機構拒絕請求之處罰等規定。

(五) 加強相關資訊揭露，維護消費者權益

1. 加強不動產交易資訊揭露

為健全房地產市場發展，內政部於網站提供即時、正確的房地產市場資訊，以作為引導及調節房地產市場供需參考。此外，內政部擬建立（或輔導民間建立）房屋租賃資訊平台，提供民眾租屋資訊，俾健全房屋租賃市場，便利弱勢者租屋。內政部亦將建立獎勵機制，鼓勵民間不動產業者提供正確房地產資訊，使房地產市場交易資訊透明化。

2. 加強房貸相關資訊揭露

我國針對信用相關交易已訂有相關資訊揭露規定，例如 2005 年通過之消費者保護法第 22 條之 1 規定，企業經營者對消費者從事與信用有關之交易時，應於廣告上明示應付所有總費用之年百分率，並由目的事業主管機關金管會針對總費用計算範圍及年百分率公布計算標準。此外，中央銀行亦規定銀行應於網站上揭露指數型房貸相關利率資訊。

2007 年 3 月中央銀行考量國內各家銀行競相推出貸款利率前低後高之房貸產品，恐使消費者易受誤導而過度融資，一旦利率上揚，將造成還款困難，因此檢送 Fed 於 2006 年底修訂之指數型房貸產品消費者保護手冊

影本及重點供銀行公會及金管會參考相關作法。此外，為維護消費者權益，金管會與央行亦共同促請銀行切實辦理下列事項：(1) 明確揭示三階段指數型房貸貸款期間房貸平均利率；(2) 貸款契約應加強提醒借款戶有關利率變動之風險，以及優惠期間與寬限期過後還款金額大幅增加之風險；(3) 以顯著文字提醒客戶提前清償房貸或轉貸之違約金規定。

三、我國與美國之各項措施彙整

相較於美國，我國於此次金融海嘯中，房地產市場受影響程度較為輕微；此外，我

國的住宅金融制度與美國亦存在許多差異，包括我國並無類似美國 GSEs 機構、房貸證券化程度不高、查封及破產法規定相異等，另我國房貸承作機構多以銀行為主，亦鮮少透過房貸仲介業者推銷房屋貸款。值得一提的是，這次美國所推方案中，多項措施係仰賴 FHA 的保證機制配合，儘管我國於金融海嘯爆發之際，亦曾有設立房貸信保基金之聲音出現，但最後並未定案。綜上所述，我國與美國因應金融海嘯所實施之穩定房地產市場措施具有差異，茲彙整如表 9。

表 9：美國與我國穩定房地產市場措施對照表

項目	美國	我國
穩定房地產市場	1. 財政部增加對二房的授信額度、收購二房發行之債券與特別股及提高收購金額上限等支援措施，使二房得以持續挹注房貸市場資金。 2. HUD 主動與地方政府、個人及機構合作，以挹注資金方式恢復社區房價。	行政院推出四千億優惠房貸、青年安心成家方案及住宅整合補貼方案，減輕購屋者利息負擔，調節供需、穩定房市。
放寬規定或修改法規	通過聯邦住宅管理現代化法案及公平安全執行房貸認證等新法案。	鬆綁規定或修訂法規，如延長建築執照期限 2 年、陸資來台購屋、修訂外國人停留居留及永久居留辦法修正草案等。
協助債務人減輕負擔措施	1. 房貸協商諮詢：由美國主要房貸機構成立 Hope Now 聯盟，提供諮詢與協商。 2. 利用 FHA 的保證功能，推出 FHA 保證專案貸款（FHA Secure）及屋主希望貸款計畫（Hope for Homeowner），貸款總額度各為 3,000 億美元，協助房貸戶轉貸。 3. 推出房貸修改條件計畫：房貸機構協助將房貸戶的每月房貸支出所得比降至 31%；政府並提供承貸機構、房貸戶及服務機構補貼。	1. 房貸協商諮詢：銀行公會要求會員銀行，如民眾有還款壓力時，得依個案情形調整貸款戶每期繳款金額。 2. 房貸契約修改： (1) 央行促請銀行接受房貸戶申請修改房貸契約之利息調整頻率（由每季改為每月調整）。 (2) 銀行公會會員銀行辦理接受非自願性失業勞工之房貸本金展延及延長貸款期限，以及自用住宅房貸戶之房貸借款期限延長。

加強房地產交易資訊揭露或消費者保護措施	研議成立消費者金融保護局及修改消費者保護相關法規等。	1. 金管會與央行共同促請銀行加強揭露指數型房貸貸款期間平均利率、利率變動/還款金額增加風險及相關違約金之資訊。 2. 內政部鼓勵民間不動產業者提供正確房地產交易資訊，加強資訊透明化。
---------------------	----------------------------	---

資料來源：作者整理

陸、結論與建議

一、結論

儘管我國房地產市場並未受美國次貸危機嚴重衝擊，惟藉由探討美國住宅金融體系之發展與房地產市場泡沫化形成之原因，仍可獲得許多具參考價值之啟示，另美國政府因應次貸危機而採行之穩定房地產市場及協助房貸戶等措施頗值得我國參考借鏡，茲彙整如次：

(一) 房地產市場泡沫化現象

1.寬鬆貨幣政策造就低廉融資成本，間接促使房貸市場信用膨脹

儘管 Fed 多次提出統計數據佐證並說明，2001 年至 2004 年間的低利率政策並非推升房價主因，房市泡沫化現象與貨幣政策無絕對的關係，房市泡沫化的主要因素為新興市場資本大量流入先進國家及房貸市場金融監理鬆散。然而，許多專家學者認為，聯準會維持太久的寬鬆貨幣政策造就便宜的融資機會，使借款人與貸款機構信用過度膨脹，進一步推升房價（註 37），而當市場開始察覺房價泡沫似已成形時，Fed 又出手太慢，

房價已開始下修才積極調高利率，此舉反而造成高風險借款人支出突增的負擔，導致違約與查封法拍案件迅速累積。

2.金融監理死角與消費者保護措施不足，導致房貸詐欺、信用過度擴張及核貸標準寬鬆等問題

美國幾乎所有參與房貸市場的金融機構皆分別受到聯準會、通貨管理局、聯邦存款保險公司及儲貸機構管理局等四個政府機關管轄及監理，但房貸仲介商(mortgage brokers)卻未受到上述機關的管轄，成為金融監理漏洞。

同時，次貸危機暴露美國消費者保護法並未積極落實且規範性不足之問題，例如屋主權益保護法自 1994 年施行以來，從未對房貸機構審核標準予以規範。另不動產過戶程序法自 1974 年實施以來未曾修正，亦未強制規範房貸仲介商收取之相關費用資訊揭露，造就長久以來仲介商欺瞞消費者相關費用之惡習。

3.政府過度鼓吹「居者有其屋」政策，間

接扭曲金融機構正常放款業務

根據 Lawrence H. White (2009) 報告，近年來美國高風險房貸大幅成長根本原因來自於政府偏差的房屋政策，亦即過度鼓吹「居者有其屋」政策，只一味地追求自有住宅率的提高，間接導致金融機構貸放業務遭到扭曲。

論者以為，「居者有其屋」的房屋政策本質上並無偏差，而是過度鼓吹自有住宅率的同時，間接干預金融機構貸放標準，迫使其對特定族群增加放款，間接造成難以避免的道德風險問題，因此政府在推動與制訂房屋政策方面似應更加審慎。

4.指數型房貸借款人承擔高度利率風險

相較固定利率房貸，選擇指數型房貸產品的借款人須承擔較高利率風險，一旦利率持續走高，恐造成經濟弱勢族群還款困難的問題。

(二)美國政府因應房地產市場問題之對策

1.彈性調整房貸貸款條件，減輕借款人負擔並減少債務逾期，有助金融機構維護債權

由於失業率不斷攀升，越來越多房貸借款人無法負擔其債務，美國政府為紓緩借款人壓力，鼓勵金融機構提供房貸貸款條件修改機會，並定期公開揭露執行進度供大眾參考。

我國亦有類似之作法，若為非自願性失業勞工則可洽金融機構辦理房貸本金展延及

延長貸款期限，一般自住房貸戶亦可與銀行協商延長貸款期限。

在經濟衰退階段，藉由修改授信條件可有效減輕借款人的債務壓力，並減緩逾期債務大量湧現，以穩定房貸市場。

2.公布各項措施之標準作業程序，提高政策執行效率

美國政府於 2009 年 2 月 18 日公布之「提高屋主負擔能力計畫」均訂有標準文件及作業程序，有助於金融機構快速掌握政策方向並有一致性之標準可遵循，加快政策傳遞效果及縮短期程，提高金融機構參與率。美國房貸條件修改計畫之短期目標較預定日早一個月達成，證明這種作法應能有效提高政策執行效率。

3.擴大補貼適用對象及範圍，增加金融機構配合政策誘因

美國財政部不但提供房貸戶利息補貼，另針對其他房貸市場參與者如服務機構及放款機構提供補貼及獎勵金措施。

相形之下，我國為振興房地產市場或因應天然災害而推出的優惠房貸主要著重於房貸戶利息補貼，以及對金融機構手續費補貼等，較少針對金融機構提供額外獎勵金的激勵方式；而我國亦未對銀行協助房貸戶進行房貸契約修改，實施補貼或獎勵措施。

有鑑於獎勵措施可激勵銀行配合落實政府政策，因此，我國似可參酌美國作法，針對協助房貸戶或配合政府政策績效良好之銀

行，制訂適當獎勵措施。

4.利用房貸保證機制，協助陷於困境之房貸戶順利轉貸

由於美國房地產市場泡沫化後，房價快速崩跌使得房貸成數（CLTV）上揚，房貸戶難以利用再融資方式減輕房貸負擔。因此，美國政府利用FHA的保證機制，協助房貸戶取得較低利率的重新融資或是將原來的指數型房貸轉為較穩定的固定利率房貸，且確實發揮效果（註38）。

我國雖無類似於美國成立專責的房貸信用保證機關，辦理例行性的房貸保證，但我國的中小企業信用保證基金亦曾有因應政策或天然災害等特殊事件，開辦房貸信用保證之前例（註39）。

透過信用保證機制可分攤銀行授信風險及減少房貸戶須額外尋求保證人的壓力，有效減緩銀行授信緊縮而衝擊房地產市場的現象，為政府、銀行及房貸戶創造三贏的局面。

5.加強消費者保護及房貸市場監理，健全房地產市場發展

美國次級借款人風險較高且多選擇指數型房貸產品，由於此類房貸因產品資訊揭露不足，復以美國對於房貸仲介商監理不足，以致造成掠奪式貸款問題。為解決上開問題，美國開始著手修改消費者保護法，以加強資訊揭露，另研議成立一專責機構CFPA並賦予該機構有權規範房貸仲介商。

我國房貸市場有9成以上為指數型房貸，因此，落實房貸之消費者保護更加重要。為維護消費者權益，以及避免金融機構對房貸業務過度擴張，影響銀行未來資產品質，金管會與央行自2009年底陸續採取因應措施，加強房貸產品資訊揭露。

由於公平、透明的房屋貸款市場有助於整體房地產市場之健全發展，因此政府宜積極落實消費者保護措施。

二、建議

綜觀美國近十年來房地產市場泡沫化現象，頗值得我國作為房地產市場及房貸市場發展之借鏡。以下就與健全本國住宅金融體系有關之議題提出建議：

（一）緩和指數型房貸產品之利率變動衝擊機制

本次美國次貸危機起因為高風險房貸戶多選擇指數型房貸，但卻無法負擔利率反轉向上時之房貸支出，而爆發違約潮。觀察我國房貸產品，有9成以上為指數型房貸，利率調整係採浮動方式，一旦利率持續攀升，易造成借款人還款金額突然增加的壓力。有鑑於此，央行及金融主管機關陸續採取相關因應措施。2009年10月，央行促請銀行加強房貸授信審理及投資戶控管；另2010年2月，央行及相關主管機關函請銀行公會研議落實房貸利率資訊之揭露，包括貸款期間平均利率及貸款寬限期滿後，還款增加與利率變動風險等問題。

除上開措施，以下提出二點緩和利率變動造成還款衝擊之可行作法供參：

1.推動固定利率房貸產品 (註 40)，平衡房貸市場發展

芝加哥大學教授塞勒 (註 41) (Richard H. Thaler) 於 2009 年 9 月間拜訪台灣當時提出對房貸產品的看法，他認為近年創新式房貸讓消費者陷入財務困境，尤其是指數型房貸。塞勒進一步談到政府應要求房貸業者除提供一般的指數型房貸外，還要有 30 年期固定利率房貸，使房貸產品簡單易懂。

就我國而言，目前絕大多數銀行的房貸產品是屬於指數型房貸，僅有少數保險業者 (註 42) 可以有條件配合提供固定利率型的房貸，這與金融機構資產負債期限結構有關。觀察美國，由於證券化業務蓬勃發展，加上其特殊的政府贊助機構擔任增加房貸市場流動性及信用增強角色，使得這些房貸業者可順利取得長期穩定資金來源，並將利率風險轉嫁至資本市場投資者。就我國而言，並無類似美國政府贊助機構，加上銀行避險成本過高及消費者對此類產品接受度尚不高等問題，因此房貸市場較少固定利率房貸產品。

由於固定利率房貸具有每期還款金額固定之特點，有利於家庭支出與總體經濟之穩定。因此，為避免利率上升對浮動利率房貸戶造成重大不利影響，進而影響到整體經濟之成長與穩定，我國適度推展固定利率房貸市場似有其必要性；惟仍須克服銀行長期穩

定資金來源、利率避險管道及市場性等問題。

2.參考美國作法，鼓勵金融機構設定指數型房貸利率上下限機制

為避免短期利率大幅攀升或超乎預期的調高，美國多數的指數型房貸利率均訂有上限 (interest rate caps) 的設計，以保障房貸戶。

目前本國銀行中僅有玉山銀行推出的「CAP 保障型」房貸 (註 43) 具有利率上限設計。鑒於房貸產品多元化有助於住宅金融體系的健全，而減緩房貸利率的波動亦有利於一般家庭的支出與金融穩定，因此，適度鼓勵金融機構針對指數型房貸產品設計上下限機制應屬合宜。

(二) 金融主管機關宜加強關注並防止房地產市場泡沫化現象

根據 Donald Sutherland (2009)，房地產市場泡沫破滅對經濟體系的影響程度遠較其他資產泡沫破滅深遠。此外，房地產市場蕭條將對私人消費、住宅投資、信用成長及資產價格等產生不利地連鎖效應，進而影響國家的金融體系。有鑑於此，金融主管機關似應加強對房地產市場泡沫化現象的關注，並因應可能造成房價泡沫的信用擴張與風險升高現象。以下提出建議供參：

1.國內研究機構與相關主管機關宜研議共同發展與建立一套合理、客觀辨識房地產市場泡沫指標之可行性

資產價格泡沫化現象是否能有效、正確判斷一直為爭論不休的議題。許多經濟學者或研究試圖提出可行的判斷房價泡沫指標，例如房價所得比、房貸支出佔可支配所得比、房貸佔名目 GDP 比率、房價成長相對名目 GDP 成長、房價租金比等（註 44），另根據 Barry Ritholtz（2008）報告，不動產市場交易情形、房貸市場創新產品發展、產業就業趨勢（例如不動產仲介業者大量增加）及評估法規、稅法的負面影響等指標亦可為觀察重點。

鑒於房地產市場崩跌影響經濟層面既深且廣，加強關注房地產市場泡沫化現象有其必要。此外，儘管許多專家學者提出不少衡量房地產市場泡沫化的指標供參，惟各方對於各指標的有效性、妥適性及客觀性之看法仍相當分歧。爰此，建議國內研究機構及相關主管機關共同發展與建構一套具系統性、完整性、客觀性的房地產市場泡沫判斷指標，俾供決策參考。

2. 主管機關宜加強不動產交易資訊及鑑價資訊透明化

不動產交易資訊不透明容易造成買賣雙方因資訊不對稱，導致房屋價格遭不肖房屋仲介商不當哄抬，形成泡沫現象；此外，鑑價資訊不充分可能造成銀行錯誤鑑價，導致貸款額度高於擔保品價值，不利銀行債權維護。

為避免銀行主觀認定或錯誤評估擔保品

價值，以及預防房地產市場買賣雙方資訊不對稱問題造成房價被過度哄抬而助長房地產市場泡沫現象，我國似應加強不動產交易資訊透明化，不但能保障購屋民眾與銀行債權，更有利於房地產市場之穩定發展。

3. 央行貨幣政策應關注物價及資產價格之穩定

美國次貸危機係因房地產市場價格泡沫破滅所引爆，同時使得長久以來的一個具爭議性議題重新浮上檯面，亦即中央銀行應在資產泡沫破滅後收拾殘局，抑或應在適當時機，採行必要措施阻止泡沫過度膨脹？IMF 及 BIS 等國際組織均認為，央行貨幣政策應考慮總體面之金融穩定，而不只是價格穩定。物價穩定仍是貨幣政策之主要目標，惟決策者應多考量資產價格走勢、信用成長、財務槓桿及系統風險之形成。鑒於金融監理無法完全防止系統風險上升，故貨幣政策在抑制資產泡沫方面應扮演更積極之角色，但單採貨幣政策無法有效處理投機性資產泡沫，故應優先採審慎監理政策抑制信用成長。

我國房價上漲現象並非全國皆然，房價漲幅最高地區主要集中於台北縣市，因此，若以普遍性利率政策因應房價泡沫化現象並不適當，恐反而不利經濟復甦；然而，為避免系統風險發生，央行貨幣政策對於造成資產泡沫的信用膨脹加以關注與控制仍是必須的。

4. 主管機關研議限制房屋貸款佔擔保品價

值比率（LTV）及貸款佔所得比（LTI）之可行性

根據英國金融服務管理署（FSA）主席特納（Turner）於 2009 年 10 月提出的報告指出，限制 LTV 比率具有保護金融機構償債能力免受不當放款行為影響之好處。以香港為例，因限制 LTV 比率使其金融機構於 1998 至 2002 年間足以抵抗大幅跌落之房價，且對銀行資本衝擊不大。另紐約聯邦銀行總裁 William Dudley 建議，限制整體市場槓桿比率或擔保品折價率（此概念即為 LTV）應可有效控制資產泡沫的規模。

考量金融機構房貸授信過程中，LTV 及 LTI 比率過高易造成信用風險升高、借款人負擔過重等問題，加強監控 LTV 及 LTI 比率，有其必要。近來，我國部分地區如台北縣市等房價不斷攀升，引起金融主管機關對房貸泡沫之關注，而本行主要是透過道義說服的方式，建請銀行注意房貸授信風險及借款人償債能力。此外，根據「中央銀行法」第 28 條及「銀行法」第 37 條第 2 項規定，中央銀行於必要時，得就銀行辦理擔保放款之質物或抵押物，規定其最高貸放率，因此在必要時，央行具有規定 LTV 比率之職權。

（三）主管機關宜加強與落實房貸產品之消費者保護措施

儘管美國已訂有與消費者保護有關之法規，卻仍招致消費者保護之落實形同虛設的批評聲浪，因此，美國政府於金融海嘯發生

後，積極採取多項補救措施。由於我國房貸產品多屬指數型房貸，房貸借款人更應瞭解利率衝擊的風險及與自身權益相關之規定，以下提出幾點作法供參：

1. 主管機關編製消費者保護手冊

美國次貸風暴發生的根本原因之一即是次級借款人未能充分瞭解指數型房貸產品的特質，及可能面臨的還款衝擊等風險。因此，Fed 於 2006 年 12 月公布修正版的「指數型房貸消費者手冊」。相較之下，我國雖然也有提供相關的消費者保護資訊，惟多散落於相關主管機關、銀行網站或報紙等管道，而金管會與央行雖有要求金融機構應充分揭露房貸利率定價、調整等相關資訊，惟並未匯集成冊。因此，我國金融消費者保護主管機關似可仿效美國的作法，將房貸產品相關的風險及應注意事項彙整成冊，並強化資訊傳播的管道，例如強制要求銀行於辦理房貸時應主動提供給貸款借款人等。

2. 責成金融機構提供篇幅簡短、內容簡單易懂的資訊給借款人

由於房貸產品相關細節相當繁雜，包括保證人規定、各項費用、提前還款罰則及利息計算方式等，若借款人申辦房貸時僅能透過字體極小且字數繁多的定型化契約獲得相關資訊，恐忽略應注意風險與相關權益。因此，主管機關規範銀行於借款人申辦房貸時，附上單頁簡潔資訊內容，並由房貸承辦人員口頭予以說明，將有助於落實消費者保

護。

事實上，我國目前正朝此方向邁進，央行於 2010 年 1 月，函請銀行公會研議以簡單、清楚，易於明瞭之方式揭露房貸資訊，包括：(1)房貸貸款期間之平均利率；(2)貸款利率每上下變動 1 碼，對每期償還金額之影響；(3)利率寬限期過後，每期償還金額之變動；(4)提前還款等其他相關費用等。

3.主管機關提供互動式網頁，提高資訊傳達效果

Fed 於 2010 年 1 月正式啟用信用卡互動式網頁，藉以提高相關資訊之透明度，網頁

內容生動且豐富(註 45)。

相形之下，我國金融消費者保護主管機關網站所提供之資訊，主要以固定式的顯示方式（類似報紙）為主，使用者僅能單方面接收資訊，無法因應個人需求彈性運用。

有鑒於線上工具與資源的加值運用，有助於消費者在選擇及使用信用工具時，取得充分足夠資訊，俾作出適當抉擇，且互動式網頁尚具有因應使用者各別需求之優點，因此，我國消費者保護主管機關似可仿效 Fed 之作法，建置房貸之互動式網頁，提高資訊傳達效果。

附表：美國 2007 年 7 月以後之各項振興房地產市場措施彙整表

方案名稱	措施重點摘要
1.穩定各地房價及房貸市場	
(1)穩定及加強二房角色功能	美國聯準會授權 NY Fed 於必要時，提供緊急專案融通(GSECF)；財政部亦增加對二房授信額度，並視情況收購其發行之債券與特別股，改善其資本結構；加強對二房監管；Fed 設立收購 GSEs 發行或擔保之 MBS 計畫。
(2)穩定社區計畫	由住宅及都市發展管理局（HUD）主導並提供資助，交由各地執行。
2.修訂房市相關法案	
(1)通過聯邦住宅管理局現代化法案	提高房貸保證金額上限及依據借戶的風險狀況調整房貸保證費率，使風險較高的借款人亦能有更多轉貸機會。此外，刪除借款人必須先支付 3%頭期款的規定。
(2)通過公平安全執行房貸認證法案	建立一套適用所有房貸提供者（包括房貸機構及房貸仲介商）的統一認證及註冊系統，以創造更具透明度與可靠性的貸款環境。

3.協助債務人措施	
(1) 2007 年 10 月-2008 年底	
(a)成立 HOPE NOW 聯盟	HOPE NOW 聯盟除提供房貸諮詢外，針對尚有能力還款及逾期超過 90 天之借款人，分別提供凍結房貸利率五年及生命線計畫。
(b)實施專案貸款	利用 FHA 保證機制，提供專案貸款提供借款人轉貸機會。
(2) 2009 年 2 月以後	
(a)再融資計畫	協助因房價下跌，擔保品重估價值已低於房貸餘額，因而難以獲得轉貸機會的借款人取得重新融資。
(b)修改貸款條件計畫	藉由補貼房貸市場參與者（包括房貸服務機構、放款機構及房貸戶）的獎勵方式，將房貸戶每月房貸支出所得比（DTI）降至 31%，並協助房貸契約修改。
(c)二胎方案	一胎修改貸款條件時，二胎貸款亦能自動修改。
(d)放寬「屋主希望貸款」辦理條件	放寬 2008 年 7 月實施的「屋主希望貸款」辦理條件，例如降低相關費用等。
(e)法拍屋替代方案	本方案透過補貼放款機構與房貸借款人的方式，協助修改貸款條件後仍無法負擔的房貸借款人，以提高放款機構透過虧損出售(short sale)或法拍轉讓契約(deed-in-lieu foreclosure)處理資產的誘因，使其得以避免進入耗時且昂貴的法拍程序。
(f)房價跌價保護措施	美國財政部會同聯邦存款保險公司提出部分保證方案（partial guarantee initiative），由財政部提撥 100 億美元成立政府保險基金，提供配合辦理之金融機構於房價下跌超過預期之額外保障。
4.落實與加強消費者保護措施	
(1)修訂消費者保護法案	修訂不動產過戶程序法及誠實貸款法，加強資訊揭露。
(2)成立消費金融保護局	此機構為一個獨立機關，監理對象包括存款機構以及過去不受聯邦主管機關監理之機構(包括投資顧問公司、基金公司及房貸仲介商等)。

附錄 1：吉利美(Ginnie Mae)、房利美(Fannie Mae)及房地美(Freddie Mac)簡介

一、吉利美 (Ginnie Mae)

吉利美於西元 1968 年成立，係依照住宅及都市發展法（Housing and Urban Development Act）將 Federal National Mortgage Association 切割為現在的房利美與吉利美。

吉利美是美國政府住宅及都市發展部（Department of Housing and Urban Development；HUD）100%完全持有之機構，其主要目的在協助中低收入者完成購屋。吉利美的業務係將聯邦住宅管理局（FHA）以及退伍軍人局（VA）的房貸證券化並予以擔保，成為 GNMA MBS，該類證券信用評等與美國政府公債相當。值得注意的是，吉利美本身並不發行 MBS，通常係由房貸機構將性質相近的 FHA 或 VA 保證房貸集成資產組合(pool)，再經由吉利美提供本息支付的保證。

二、房利美(Fannie Mae)

Fannie Mae 係於 1938 年依照國家住宅法（National Housing Act）成立，當時係由美國政府 100% 持有，直至 1968 年，依據住宅及都市發展法（Housing and Urban Development Act）將 Federal National Mortgage Association 切割為現在的房利美與吉利美，房利美為聯邦政府特許公司。雖然 1968 年修法後移除美國政府在房利美的所有權益，但房利美仍享有政府的奧援並受到政府的規範。

房利美是美國紐約證券交易所的上市公司，為美國住宅貸款市場最大的資金提供者，惟房利美並非直接提供房屋貸款予借款人，而是透過收購初級市場房貸機構（如商業銀行、儲貸協會及房貸銀行等）所承作之合於標準房貸（Conforming Loan）方式，使前開機構得以取得資金後再承作新放款，活絡房貸初級市場。房利美通常會將收購之房貸重新包裝後發行 MBS，出售予投資人（通常為保險公司、共同基金、投資銀行、退休基金及避險基金等），並保證其所發行的證券本息能如期支付，增加房貸次級市場流動性。

自從 1968 年房利美成為民營企業以來，已幫助 4,000 萬個以上美國家庭購買住宅，全美國約每五個住宅貸款就有一個住宅貸款的資金來自房利美。

三、房地美(Freddie Mac)

房地美係房利美的姊妹組織，房地美依據 Federal Home Loan Mortgage Corporation Act，Title III of the Emergency Home Finance Act 於 1970 年成立，其設立的主要目的在穩定全國的房貸市場、增加擁有房屋所有權的機會。房地美功能與運作方式與房利美類

似，兩者為姊妹公司，彼此相互競爭，避免市場壟斷，以提高市場效率。

房地美原本由 Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) 管理，董事會成員由美國總統任命，但 1989 年的 Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act 讓房地美所有權結構與政府劃分開來，任何投資人皆可持有其普通股。修法之後房地美就如同房利美一般，仍享有政府的奧援並受到政府的節制規範。

附錄 2：Fed 非傳統融通機制簡介

為紓緩金融市場資金緊俏問題，聯準會自 2007 年下半年至 2009 年 3 月間，提出多項非傳統融通機制，茲分述說明如下：

- 一、定期資金標售機制(Term Auction Facility，簡稱 TAF)：針對可向貼現窗口申請融通的金融機構提供融通期間為 28 天的資金，惟利率採競標方式決定，擔保品與貼現窗口相同。
- 二、短期借券機制(Term Securities Lending Facility，簡稱 TSLF)：提供主要交易商以流動性較低之房屋抵押貸款擔保證券交換流動性較高之公債，以改善市場流動性。
- 三、主要交易商融通機制(Primary Dealer Credit Facility，簡稱 PDCF)：針對主要交易商提供隔夜融通資金，主要交易商係按使用貼現窗口之存款機構融通條件申請融通。
- 四、資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility，簡稱 AMLF)：針對存款機構、銀行控股公司及外國在美分行等機構提供融通，以其所購買之資產擔保商業本票(ABCP)為擔保品，以增進貨幣市場流動性。
- 五、商業本票融通機制 (Commercial Paper Funding Facility，簡稱 CPFF)：針對特殊目的機構(SPV)提供融通，擔保品為 3 個月期商業本票，最終目的為透過此一機制對商業本票發行機構提供流動性。
- 六、貨幣市場投資者融通機制(Money Market Investor Funding Facility，簡稱 MMLFF)：Fed 透過對特殊目的機構提供融通，並藉由其向貨幣市場合格投資人購入合格資產，包括高評等商業本票等。
- 七、短期資產擔保證券貸款機制(Term Asset Guarantee Program，簡稱 TALF)：針對所有金融機構其所持有以學生貸款、汽車貸款、信用卡貸款及中小企業保證貸款為資產所發行的資產擔保證券。

附 註

- (註 1) 許多儲貸協會發現，無須政府提供保證的長期自動償還攤銷房貸亦可產生利潤，因而大量開發傳統型房貸商品；另許多私人企業亦因有利可圖加入房貸保證業務。
- (註 2) 關於該機構之介紹請參見附錄一。
- (註 3) 規則 Q 頒佈於 1966 年，其規範儲貸機構各種天期存款之利率上限；1980 年代後期，因為該利率上限之規定，使得儲貸機構無法提高存款利率吸收資金，而加速存款大量流向貨幣市場基金，導致儲貸危機事件。
- (註 4) MMMFs 的基金規模，由 1977 年 35 億美元成長至 1981 年 1,800 億美元。
- (註 5) 關於該機構之介紹請參見附錄一。
- (註 6) 關於該機構之介紹請參見附錄一。
- (註 7) 舉例來說，房地美採用其 LoanProsector 系統收購的不動產抵押貸款比重由 1997 年 10% 成長至 2002 年將近 60%。
- (註 8) FICO 分數為美國借款人信用評分分數，FICO 為 Fair, Issac and Company 的簡寫，該公司位於美國加州，負責針對借款人的信用進行分析並加以評分，類似台灣的「聯合徵信中心」。FICO score 係基於按時還款（35%）、信用歷史（15%）、債務總額（30%）、債務類型（10%）、及最近申貸次數（10%）等五類因素計算，介於 375 至 900 分之間，分數愈高信用評等愈好，超過 700 者為較佳信用評等，可申請優質房貸。
- (註 9) 社區再投資法案係由美國總統卡特於 1977 年發起，該法案要求美國銀行須對弱勢族群（中低收入戶）或區域（治安較差）給予貸款。該法案適用機構包括聯邦存款保險會員銀行、國家銀行、儲貸機構、州立商業銀行及儲蓄銀行等，並未包括房貸銀行。
- (註 10) 所謂大額房貸係指房貸餘額高於房地美及房利美所訂之收購標準；目前為 \$625,000 美元。
- (註 11) 設算租金的概念類似於機會成本，亦即雖然屋主住在自己的房子裡，卻損失租金收入。
- (註 12) 1986 年稅法改革前，許多消費者貸款如信用卡循環利息、信用貸款、汽車貸款等，利息支出皆可抵稅；稅法改革後，僅自住的房屋貸款及房屋淨值貸款可抵稅。
- (註 13) 移轉條款係指房屋投資人出售房地產獲得資本利得後，若重新投資得免收資本利得稅，其目的係為鼓勵投資人投資於房地產市場。
- (註 14) 1955 年在阿拉巴馬州蒙哥馬利市有位黑人女裁縫 Rosa Parks 在公車上拒絕讓座給白人乘客，而被以違反種族隔離法罪名被逮捕，啟動了美國黑人命運的民權運動（Civil rights movement）。
- (註 15) 根據 1934 年國家房屋法案成立的聯邦住宅貸款銀行委託 HOLC 進行一項調查，評估住宅屋主的信用風險，作為提供金融服務的依據。HOLC 針對全國 239 個城市進行調查，並繪製住宅安全地圖(residential security maps)。在這些都市的地圖上，以紅線標示高風險的社區，以綠線標示安全的社區，而 FHA 及聯邦住宅貸款銀行只對綠線社區提供金融服務，這就是極具歧視性的紅線政策由來。由於紅線社區的居民多為黑人，因此，紅線政策所歧視的對象就是黑人。
- (註 16) 根據 HUD2001 年發佈的「HUD's Affordable Lending Goals for Fannie Mae and Freddie Mac」，所謂中低收入家庭的定義為家庭所得低於美國地區家庭所得中位數（Area Median Income；AMI）者。
- (註 17) 更多細節詳見 2009 年 1 月 3 日柏南克於美國亞特蘭大經濟學會年會發表之演講「貨幣政策與房市泡沫」。
- (註 18) 請參閱 Steven Gjerstad 及 Vernon L. Smith，「From Bubble to Depression」。Gjerstad 為普曼大學客座副研究員，Smith 普曼大學經濟學教授，並曾於 2002 年獲得諾貝爾經濟學獎。
- (註 19) 淨值為負表示房屋價值低於房貸價值。

- (註 20)房地美及房利美自 2007 年第 3 季開始出現虧損，同年 11 月 21 日，房利美宣布其房貸及信用保險損失超過 20 億美元，導致當日二房股價暴跌。2008 年 7 月 10 日，前路易士聯邦準備銀行總裁 William Poole 表示，二房持有次級房貸的損失已超過 110 億美元，淨值皆轉為負值，若非國會立法承諾提供援助，恐形同破產，造成兩家機構股價大跌 15%，並波及全美股市，市場對其經營失去信心。
- (註 21)聯邦住宅管理局目前提供保證的貸款項目共分為購屋貸款(Purchase)、降低利率/改變貸款年限的重新融資(Rate&Term Refinance)、簡易重新融資(房屋須/毋須重新估價)及提領現金的重新融資(Cash-out Refinance)等，各類保證貸款項目各有其細部規定。
- (註 22)美國政府提供放款機構(lenders)每件 1,500 美元的獎勵金；凡配合貸款條件修改計畫完成修改案件之房貸服務機構(servicers)，每件可獲得 1,000 美元補助，如借款人按期繳息，服務機構每月可再領取獎勵金，惟每年不得超過 1,000 美元，以 3 年為限；借款人(borrowers)修改房貸契約後按時繳息者，貸款本金每年最高得減 1,000 美元，以 5 年為限。
- (註 23)虧損出售(short sale)係指房屋以低於房貸的金額出售，銀行則當房貸已經還清，亦即不足額清償。
- (註 24)法拍轉讓契約(deed-in-lieu foreclosure)係指房貸戶將房屋產權轉讓給銀行，代替所積欠的款項，避免房屋進入查封程序，同時維持良好的信用記錄。
- (註 25)由於虧損出售及法拍轉讓契約需要多方協調合作，因此當房貸戶違約時，儘管以上兩種方式之成本皆小於法拍房屋，仍較少被採用。
- (註 26)根據 RESPA 規定，貸款機構要在借款人遞交申請表後三日內，提出一份費用估價單(Good Faith Estimate)給借款人。估價單上會列出所有的費用，包括銀行和貸款仲介所收取的費用，與其他第三者，例如估價師，產權保險公司等所收的費用。
- (註 27)費用估價表僅為借款人於房貸公司申請貸款時，貸款公司須事先預估房屋過戶的各項相關費用給借款人參考，實際費用仍須以過戶律師開出的過戶收費清單為準。
- (註 28)美國財政部自 2009 年 7 月起每月公布 MHA 修改貸款計畫執行進度，以追蹤並揭露房貸服務機構之執行成果是否符合計畫目標。該計畫之最終目標為 2012 年 2 月 18 日前完成協助 3 至 4 百萬屋主留住房屋，為達成此最終目標，財政部以房貸服務機構於 2009 年 11 月 1 日前須協助 50 萬筆房貸進入試用期為短期目標。
- (註 29)完成比率係指已進入新貸款條件之適用期案件數佔該機構房貸逾期超過 60 天之案件數。
- (註 30)內政部房地產景氣對策訊號分數由四項指標組成，包括素地交易量、建照執照面積、新推個案標準單價及住宅使用率。
- (註 31)2009 年 8 月為 6.13%。
- (註 32)內政部於 2009 年 7 月完成健全房地產市場新方案(草案)，其中規劃短中長期措施，期能健全本國房地產市場體質，本草案於 2009 年 9 月 9 日業奉行政院核定。
- (註 33)2009 年 11 月 11 日央行、財政部及金管會邀集 11 家主要房貸銀行業者，包括台銀、土銀、合庫銀、一銀等會議研商，以加速房貸利率反應央行降息之措施。同年 11 月 12 日陸續邀集其他本國銀行、辦理房貸業務之外商銀行、中華郵政公司、全國信合聯合社與農民團體幹部聯合訓練協會配合辦理。
- (註 34)建築法第 53 條規定，直轄市、縣(市)主管建築機關，於發給建造執照或雜項執照時，應依照建築期限基準之規定，核定其建築期限。前項建築期限，以開工之日起算。承造人因故未能於建築期限內完工時，得申請展期一年，並以一次為限。未依規定申請展期，或已逾展期期限仍未完工者，其建造執照或雜項執照自規定得展期之期限屆滿之日起，失其效力。
- (註 35)建築法第 54 條規定，起造人自領得建造執照或雜項執照之日起，應於六個月內開工；並應於開工前，會同承造人及

監造人將開工日期，連同姓名或名稱、住址、證書字號及承造人施工計畫書，申請該管主管建築機關備查。起造人因故不能於前項期限內開工時，應敘明原因，申請展期一次，期限為三個月。

(註 36)不動產證券化條例於 2003 年 7 月 23 日公布，當時金管會考量開發型不動產或不動產相關權利之風險較高，於不動產證券化市場發展初期不宜納入，爰限定有穩定收入之開發型不動產或不動產相關權利始得成為不動產證券化標的。

(註 37)根據 IMF 研究 (2008)，若短期利率維持不變，美國過去六年來的房價與住宅投資將可受到抑制。更多細節詳見 IMF 世界經濟展望(World Economic Outlook)：房地產市場與商業循環中關於「房地產市場循環改變及其對貨幣政策之意涵 (The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy)」。

(註 38)舉例來說，FHA 原本預估 FHA 專案保證貸款可協助 24 萬借款人順利轉貸，截至 2008 年底，實際成效已達 37.5 萬借款人。此外，經 FHA 保證的貸款市佔率由 2007 年 7 月 8.4%大幅成長至 2008 年 7 月的 29.1%，可見 FHA 保證機制在金融市場面臨信用緊縮時確實可發揮效果。

(註 39)例如，98 年 3 月開辦「莫拉克颱風受災戶住宅貸款信用保證」、89 年 8 月辦理「青年優惠房貸暨信用保證專案」及 89 年 3 月辦理「九二一震災災民重建家園貸款信用保證專案」等。

(註 40)本節所稱固定利率房貸產品係指貸款期間內，利率均維持固定。

(註 41)賽勒為美國總統歐巴馬競選團隊首席經濟顧問。

(註 42)例如台北富邦人壽「安泰如山」專案貸款，特色為 20 年期利率固定為 3.6%，惟未提供本金寬限期，以及限制前 3 年不得提前清償（若房貸戶欲選擇不受此限，則利率再加 1%）。

(註 43)房貸產品特色為銀行與借款人議定一利率水準，約定 5 年內房貸利率不得超過議定利率，若超過則以議定利率計息，未超過則按浮動利率計息，但借款人需額外支付一筆貸款金額 0.5%的權利金。

(註 44)請參考 2005 年 OECD 經濟展望報告 (Economic Outlook) 中，建議衡量房價泡沫之指標。房價所得比過高將導致一般家庭購屋困難而使需求下降，房價將有反轉向下的風險；房貸支出佔可支配所得比過高表示家庭負擔沉重，一旦利率上揚，恐將引發違約潮；信用擴張在推升資產泡沫化方面通常扮演重要角色，房貸佔名目 GDP 比率過高表示房貸市場信用過度膨脹，易造成泡沫化現象；一旦房價成長幅度遠高於名目 GDP 成長表示房價偏離經濟基本面，產生不合理的泡沫現象；房價租金比過高表示潛在購屋者將傾向於租房子替代購屋，此舉將減少購屋需求，進一步增加房價下跌壓力。

(註 45)網頁內容包括新法規內容、新法規對持卡人之影響(相關條件與費率)、詳盡解釋帳單內容、償還試算表、快速搜尋專有名詞小辭典，以及消費信用保護法令一覽表等。

參考文獻

呂東英，「金融海嘯的起因與教訓」，2008 金融海嘯：資本主義危機研討會，97 年 11 月，證券櫃臺買賣中心。

林盟城，「美國房貸市場、房貸證券化等相關問題之研究」，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，97 年 4 月。

徐千婷，「美國次級房貸風暴與全球金融危機的發展、衝擊與政策應」，行政院所屬各機關因公出國人員報告書，98 年 3 月。

陶慧恆、林曉伶，「金融部門之系統風險：美國次級房貸金融危機之分析」，金融危機專刊，98 年 12 月，中央銀行。

黃富櫻、彭德明、蔡曜如，「美國次級房貸問題與金融改革方向」，國際金融參考資料，第 57 輯，98 年 6 月，中央銀行。

黃富櫻，「本次金融危機之五個重要個案分析」，金融危機專刊，98 年 12 月，中央銀行。

黃麗倫，「資產價格波動與貨幣政策：後金融海嘯的新挑戰」，國際貨幣金融資訊簡報，第 177 期，98 年 10 月，中央銀行。

賀蘭芝、官佳璿、劉棟賢，「從次貸風暴看國際監理」，台北外匯市場發展基金會委託計畫，98 年 3 月。

- 葉德勝，「房屋持有者可負擔及穩定計畫」摘譯，國際金融參考資料，第 57 輯，98 年 6 月，中央銀行。
- 葉秋南，「美國政府的房屋政策與次貸危機」，台灣經濟論衡，第 7 卷第 7 期，98 年 7 月，行政院經濟建設委員會。
- 潘雅慧、何慧麗，「BCBS 與 IMF 因應全球金融危機之改革措施及政策建議」，金融危機專刊，98 年 12 月，中央銀行。
- Adam B. Ashcraft, Til Schuermann(2008), "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, " March.
- Allen J. Fishbein, Patrick Woodall(2006), "Exotic or Toxic? An Examination of the Non-Traditional Mortgage Market for Consumers and Lenders, " May.
- Andreas Lehnert(2006), " Overview of U.S. Mortgage Market, "Bank of International Settlements, January.
- Aaron Pressman(2008), " Community Reinvestment Act Had Nothing To Do With Subprime Crisis, "BusinessWeek, September.
- Ben S Bernanke(2007), " The Housing Market and Subprime Lending, "Speech at the 2007 International Monetary Conference, Cape Town, South Africa, June.
- Ben S Bernanke(2008), " Mortgage Delinquencies and Foreclosures, "Speech given at Columbia Business School's 32nd Annual Dinner, New York, May.
- BIS(2002), " Housing Markets and Economic Growth: Lessons from The US Refinancing Boom, " September.
- Canner, G B, E Laderman, A Lehnert and W Passmore(2002), "Does The Community Reinvestment Act(CRA) Cause Banks to Provide A Subsidy to Some Mortgage Borrowers? " Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series, Washington DC, 2002.
- Donald Sutherland(2009), "Monetary Policy and Real Estate Bubbles, "Institute for SocioEconomic Studies, February .
- Elizabeth A Duke(2009), "Stabilizing The Housing Market - Focus on Communities," The American Bankers Association National Conference for Community Bankers, Phoenix, Arizona, February .
- Elizabeth A Duke(2009), " Consumer Protection," Testimony Before Committee on Financial Services, Federal Reserve Board, Washington DC, July.
- Federal Reserve Board(2008), " Highlights of Final Rule Amending Home Mortgage Provisions of Regulation Z (Truth in Lending)," July.
- Glaeser, E L, J Gyourko and A Saiz(2008), " Housing Supply and Housing Bubbles, " NBER Working Papers No 14193, July.
- Glenn Yago and James R. Barth(2008), Demystifying The Mortgage Meltdown:What It Means for Main Street, "Wall Street and the U.S. Financial System, Milken Institute, October.
- Hans-Joachim Dubel(2007), "The U.S. Mortgage Market Crisis- Empirical Analysis and Implications for Germany," The German Association of Private Building Societies.
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University(2008), The State of the Housing Studies.
- John Wiley & Sons(2009), "The Rise and Fall of U.S. Mortgage and Credit Markets-A Comprehensive Analysis of The Meltdown, " Milken Institute Publication.
- John Kiff and Vladimir Klyuev(2009) , " Foreclosure Mitigation Efforts in The United States : Approaches and Challenges, "IMF Staff Position Note SPN/09/02, February.
- Keith S. Ernst(2009), "Current Trends in Foreclosure and What More Can Be Done To Prevent Them, "Testimony Before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress, July.
- Luci Ellis(2008), " The Housing Meltdown : Why Did It Happen in The United States? , " BIS Working Papers N259, September.
- Larry Cordell, Karen Dynan, Andreas Lehnert, Nellie Liang, and Eileen Mauskopf(2008), "The Incentives of Mortgage Servicers: Myths and Realities," Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington DC, September.
- Loa Keenan(2008), "The Rebirth of FHA, "Harland Financial Solutions, December.
- Lawrence H. White(2008), "How Did We Get into This Financial Mess, "Cato Institute Briefing Paper No. 110, November.

- Michael Lea(2008), "Lessons Learned from The U.S. Mortgage Market Crisis," 11th Conference on Banking Supervision, Guatemala City, Guatemala, November.
- Michelle J. White(2008), "Bankruptcy: Past Puzzles, Recent Reforms, and The Mortgage Crisis," NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, December.
- Randall S Kroszner(2008)," Federal Housing Administration Housing Stabilization and Homeownership Act," Testimony Before The Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives , April.
- R. Cardarelli and D. Igan(2008), "The Changing Housing Cycle and The Implications for Monetary Policy," World Economic Outlook, Chapter3, April.
- Steven G. Jerstad and Vernon L. Smith(2009)," From Bubble to Depression," Wall Street Journal, April.
- Souphala Chomsisengphet, Anthony Pennington-Cross(2006)," The Evolution of The Subprime Mortgage Market, "Federal Reserve Bank of St. Louis Review,88(1), pp. 31-56, January/February.
- U.S Department of Housing and Urban Development(2006), "Evolution of U.S Housing Finance System : Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets, "April .
- Treasury Department(2009), "Homeowner Affordability and Stability Plan Fact Sheet," January.

(本文完稿於 99 年 3 月，作者為本行業務局辦事員)

貨幣政策透明化溝通策略

方 耀

壹、前 言

本報告主題為貨幣政策的透明化與溝通策略，主要目的為增進對於當前全球央行貨幣政策溝通策略之最新發展趨勢之了解，本報告共分為六個部分，除前言外，先討論中央銀行由神秘轉向透明的原因，探討推動全球央行透明化的概念架構；第二部分為介紹

透明化的相關指標，並以印尼及我國央行為例，分析各項指標；其次簡介先進國家與亞洲國家央行透明化的實施經驗；並探討目前許多國家央行均十分重視之利害關係者管理機制，以及當前貨幣政策溝通策略之最新挑戰；最後則為結論。

貳、央行貨幣政策透明化的概念架構

Milton Friedman 曾說，中央銀行保持神秘的主因，在於意圖使責任最小化，且威望最大化（註 1）。然而，最近 10 年間，全球中央銀行發展的重點之一，卻是中央銀行開始拋下過往神秘的面紗，轉而尋求與公眾的直接溝通，而且，溝通的內容不僅只是針對已經做出的決策，更重要的是，亦包括了涉及將來政策方向之前瞻性訊息。這種迥異於傳統思維之作法，主要反應出中央銀行已越來越體認出，貨幣政策亦為一門管理之藝術，因而希望透過持續的資訊提供與溝通，提高貨幣政策決策過程之科學性與有效性。

一、央行為何須加強貨幣政策的溝通

（一）要求央行更具權責之政治壓力增加

貨幣政策身為引導一國經濟走向之重要工具，其成效與公眾利益密切相關，所以央行的決策必然受到公眾監督。近年來全球央行普遍在貨幣政策執行上被賦予了更高的自主性，另一方面，亦面臨了更多的政治壓力，因為央行若沒有與公眾進行有效溝通，公眾即無法對央行職責的履行情況進行客觀評價。央行有義務與責任讓外界了解其決策內容與決策思維。因此，必須要更加注重與公眾的溝通策略。

（二）增進市場效率

市場參與者具有更多資訊，有助於市場資源更有效率的分配，而央行身為市場中的重要參與者，其資訊揭露越完整，應可以改

善市場之訂價。市場與公眾應當要去了解央行未來可能的反應，對央行能力具備信心。已有相當多的央行官員認為，若市場參與者對央行的了解更深入，將更有助於貨幣政策有效執行。

（三）有效管理市場預期

在當前市場經濟體系中，人們對未來的預期（例如預期通貨膨脹）會主導投資、消費等經濟決策，而中央銀行對經濟體系的影響方式，很大程度就是透過政策引導大眾預期（註 2），以達成央行的政策目標，因此，如果央行能夠善加利用溝通政策將其政策意向清楚向公眾傳達，形塑大眾預期，即有助於提升貨幣政策有效性。甚有學者認為（如 Woodford, 2005），央行有關貨幣政策決定的說明，甚或較政策行為本身，更能影響公眾的想法與行為。

（四）增進外界對於央行政策的理解與支持

金融市場上存在相當的資訊不對稱性，相較於廣大的市場參與者，央行所掌握到的訊息數量與品質皆明顯居優勢，央行若能提高貨幣政策之決策透明度，及時地揭露相關資訊，可以降低公眾對未來之不確定性，減少央行決策與市場預期之差異，因而提升貨幣政策之效益。

（五）央行制度的變革

近 20 年以來，已有越來越多先進國家與開發中國家之央行開始採行通膨目標化架構

（inflation targeting），如英國、加拿大、印尼、菲律賓等。此架構包含下列 4 項要素：物價穩定目標、數量化通膨率目標、達成目標的時間區間，以及評估實施成效的機制。由於此一架構強調央行的透明度與權責，因此，實施通膨目標化架構的央行其透明度亦顯著提升（註 3）。

二、貨幣政策透明化的內涵

透明度本身即為一個難以量化的概念，目前學界與央行實務界對於央行透明度並沒有一致性的定義，Geraats（2009）認為，貨幣政策透明化可定義為央行對於決策過程中相關資訊的揭露，若貨幣政策充分透明化，即代表貨幣政策決定過程並未存在資訊不對稱情形。當央行透明度提高後，將會產生資訊與動機效果，其中，資訊效果係指移除央行與外界間的資訊不對稱性後的直接效果，例如不確定性的降低；而動機效果則是指源於資訊結構改變的間接效果，例如，由於經濟與操作透明度提升，市場可更正確地臆測央行意向，因而賦予央行更強的動機來建立其信譽。

Geraats 根據貨幣政策在不同決策階段所涉及的訊息公布，將央行透明度區分為政治透明度、經濟透明度、程序透明度、政策透明度、以及操作透明度等 5 個面向，以下分別述之。

（一）政治透明度

主要是指央行政策目標的公開程度，包

括了貨幣政策的規範性目標以及量化目標。

政治透明度可經由增加央行獨立性等制度性安排而提升，因為這些制度設計將可避免央行受到政治壓力干擾，因而偏離其政策目標。

（二）經濟透明度

主要指在貨幣政策決策過程中所利用到的經濟資訊，例如央行用來建構預測以及評估政策效果的模型與經濟數據。其中，央行的內部預測尤為重要，因為貨幣政策效果的落後性質，央行的決策可反應出對於未來情勢之預期。

（三）程序透明度

主要是關於貨幣政策決定形成的過程中，是否有一清楚之政策法則、策略等相關資訊，可由貨幣政策會議紀錄摘要（minute）及投票紀錄等資訊而獲得。

（四）政策透明度

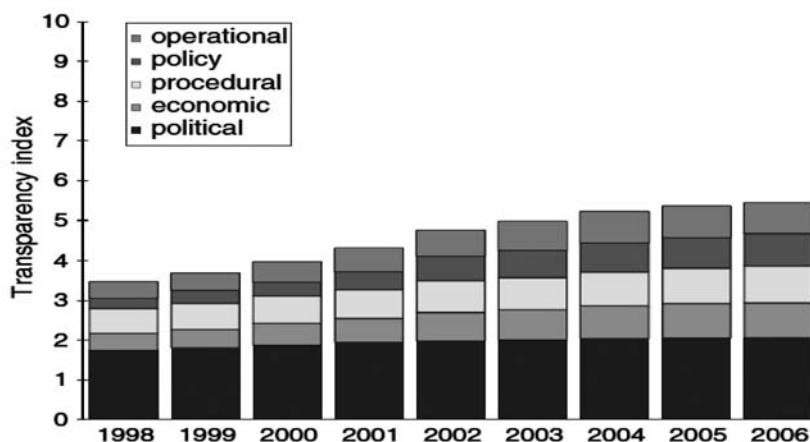
是指政策決定是否即時公布，以及是否伴隨著對於政策之解釋，與對於未來政策方向之意向。

（五）操作透明度

主要是指央行政策的實際操作，包括了央行在達成貨幣政策操作性目標之可能失誤，以及未預期到的總體經濟波動對於貨幣政策傳遞機能的干擾。

圖 1 為 Dincer 及 Eichengreen（2009）調查全球 98 家央行，根據上述 5 項透明化指標分別評價後之全球平均值，顯示出與貨幣政策相關的資訊揭露逐年上升，每一個別指標之透明度亦都增加。雖然已開發國家央行的貨幣政策透明化程度普遍優於新興市場與開發中國家的央行，但是整體而言，不論經濟開發程度，所有央行透明化程度在過去 10 年

圖 1：近年貨幣政策透明化趨勢



資料來源：Geraats (2009).

間皆顯著提升。附錄 1 係 SEACEN 會員之印尼央行與我國央行在上述 5 項透明化指標之比較。

三、溝通與透明化

近年全球央行透明化程度的提高，其實反映出國際間的央行採取積極性溝通策略的成果，主要是因為在全球央行界與學術界已一致同意，管理市場預期為貨幣政策的標準作法之一。

（一）央行對外溝通之重要性

央行溝通政策的目標有二，一為強化公眾對於央行能夠有效執行其角色與發揮功能的信心；二為提升央行公信力，維持央行威望。有時央行溝通內容之重要性，甚或可能高於政策行動本身。

（二）政策利率可傳達政策訊號

一般而言，央行的溝通程度難以量化，然而，在此種資訊相對不充分揭露的環境中，央行的政策利率基本上亦可視為一種溝通的工具。政策利率的功能有二，一為傳統上用來分配經濟資源的角色；另一個則可視為央行對經濟情勢看法的指標。目前已有許多文獻探討利率在訊號過程中所扮演的角色。政策利率的設定，與央行官員的公開談

話（演說）可以成為相輔相成之政策工具。

四、央行的透明化政策是否應有限制

值得注意的是，央行貨幣政策溝通並非以「量」取勝，因為央行在權衡經濟情勢進行判斷時，亦面臨相當程度之不確定性。隨著央行提供資訊數量增加，若因此造成市場過於仰賴央行公布的資訊，而無法形成獨立判斷，可能導致市場無法提供央行進行貨幣政策決策時所需要的客觀資訊。此外，一旦央行判斷或決策發生失誤，央行大量公布的資訊將更強化失誤的嚴重度。亦有學者擔心，在若干特殊情況下，央行公布的負面資訊可能會使公眾的負面預期更加自我實現（self-fulfilling），反使系統性風險提高。此外，提供公眾過多資訊亦可能會使錯誤解釋的風險上升，因為並非所有市場參與者均具有充分效率來解釋同一份資訊。Fed 主席 Bernanke 曾指出（註 4），央行公布資訊的數量與其透明度之間並非只是簡單的對應關係，過多低相關性的訊息不僅無法傳達有效的政策訊號，反而構成如噪音的干擾。因此，央行在進行貨幣政策溝通時，必須要基於有助於維繫央行信譽與可信度之前提。

叁、先進國家央行的貨幣政策透明化實施經驗

歐洲中央銀行總裁 Trichet 曾表示：It is fair to say that communication is an integral part

of monetary policy（註 5）。過去 10 至 15 年間，主要國家的中央銀行溝通策略已經產生

相當大的變化，不僅更致力於央行的透明化，也較以往重視與外界的溝通。

以在全球金融市場動見觀瞻之美國 Fed 而言，其前主席葛林斯班在位 18 年，曾經發言反對 FOMC 於貨幣政策會議後即公布政策決定，因為他認為此種作法將帶給市場不必要的波動性，而考量市場反應也會降低決策彈性。不過，順應全球央行透明化的浪潮，Fed 仍漸進式的公布貨幣政策相關資訊：1994 年開始公布 FOMC 會議紀錄摘要；1999 年起，開始於 FOMC 會後新聞稿中揭示未來貨幣政策傾向（policy bias），2002 年更開始公布每次會議中各成員之投票決定。2005 年，Fed 進一步地將會議紀錄摘要的公布時程縮短到每次會後的 3 週之後，對於市場的影響力也因而大增。

1998 年才成立的歐洲中央銀行則係採用雙支柱，即經濟分析與貨幣分析之貨幣政策架構，依據此兩大支柱所提供之訊息，制定其貨幣政策。每月歐洲中央銀行之管理委員會召開貨幣政策會議後，總裁立即舉行記者會，報告委員會對於經濟情勢以及與貨幣政策相關之物價穩定的風險評估，並於網站公布記者會之詳細詢答紀錄。歐洲中央銀行每月亦公布月報，公布相關統計及數據之深入分析，以及研究專論。然而，歐洲中央銀行目前尚未公布會議紀錄與投票結果，主要係

因管理委員會成員為來自歐元區各國代表，考量一旦公布上述結果，恐將使貨幣政策會議成員遭受來自各國政治壓力，無法從整體歐元區角度來制定最符合歐元區整體利益之政策。

此外，在先進國家央行透明化的過程中，另一值得觀察的經驗，就是央行提供具前瞻性（forward looking）資訊內容之多寡，此亦為貨幣政策溝通的重要內涵之一。此處所指之前瞻性資訊包括了央行對於未來物價、經濟成長率的預測，以及央行未來貨幣政策的可能意向。目前各國央行在此方面的作法殊異，表 1 為若干先進國家央行之貨幣政策決策結構與預測作法，一般而言，採行通膨目標化機制之央行均會定期公布其對未來通膨發展之預測報告，而且偏好採取如英格蘭銀行使用扇形（fan chart）之機率分佈圖之格式。也有若干非通膨目標化機制央行會公布其通膨預測，以歐洲中央銀行來說，它每年會公布 4 次幕僚預測（staff projection），作為貨幣政策委員會的參考，但與通膨目標化機制央行的通膨預測不同之處在於，歐洲中央銀行的幕僚預測並不必然代表歐洲中央銀行的官方預測（註 6）。至於美國 Fed 雖未公布其幕僚預測，但自 2007 年 11 月起，Fed 亦將其原公布之 FOMC 成員預測之頻率與預測期間拉長（註 7）。

表 1：主要國家央行貨幣政策決策結構與公布預測作法

央行	預測變數			預測期間	頻率	利率假設	量化 通膨 目標	是否採 通膨目 標化架 構	貨幣政 策委員 會人數
	通膨	產出	失業率						
澳洲央行	文字 描述	文字 描述	無	1-2年	1年4次	未明定	有	是	9
加拿大央行	有	有	無	2-3年	1年4次	未明定	有	是	6
歐洲中央銀行	有	有	無	1-2年	1年4次	市場預期	有	否	19
日本央行	有	有	無	1-2年	1年2次	市場預期 (迄2006年)	政策委 員會成 員共識	否	9
紐西蘭央行	有	有	有	3年	1年4次	明確的政策路徑	有	是	1
挪威央行	有	有	有	3-4年	1年3次	明確的政策路徑	有	是	7
瑞典央行	有	有	有	3年	1年3次	市場預期 (迄2005年)	有	是	6
瑞士央行	有	文字 描述	文字描 述	3年	1年4次	利率不變	有	是	3
英格蘭銀行	有	有	無	2-3年	1年4次	市場預期 (亦考慮利率不 變時情況)	有	是	9
聯邦準備 理事會	有	有	有	1.5-2年	1年2次	FOMC成員認為適 切之貨幣政策	無	否	19 位 與 會，12位 具投票權

資料來源：Kahn (2007)。

肆、亞洲央行貨幣政策透明化之實務調查結果

Filardo & Guinigundo 於 2007 年針對 BIS 的亞洲會員國央行在資訊揭露及與外界溝通等議題進行問卷調查，主要結果顯示：

(一) 決策揭露之作法

逾半數亞洲央行並未公布貨幣政策會議紀錄摘要(圖 2)(註 8)，不過在貨幣政策決策時均會公布決策原因，多數亦會伴隨發布經

濟情勢評估等背景資料(圖 3、4)。亞洲國家央行的貨幣政策溝通多仍處於透明化的開始階段，亦多採漸進式作法。

(二) 對未來預測

多數央行發布其對主要經濟變數的官方預測，尤其是經濟成長率及通貨膨脹率等變數(圖 5、6)。

圖 2：是否公布會議紀錄摘要

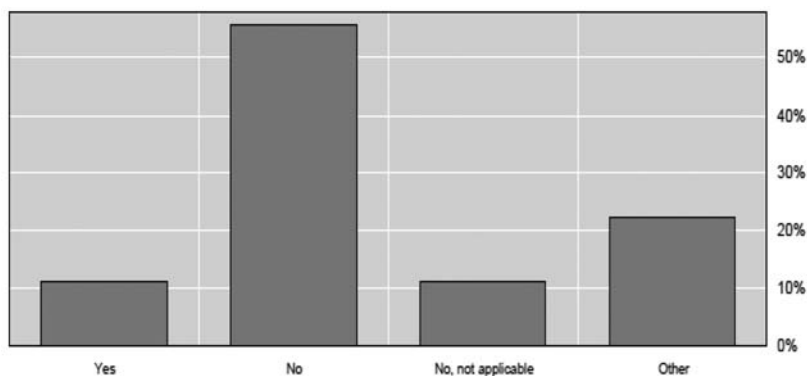


圖 3：貨幣政策新聞稿中公布資訊

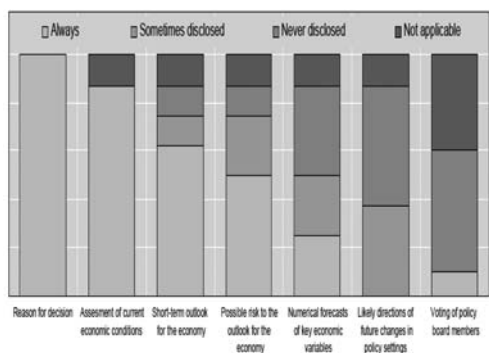


圖 4：貨幣政策新聞稿附件報告公布資訊

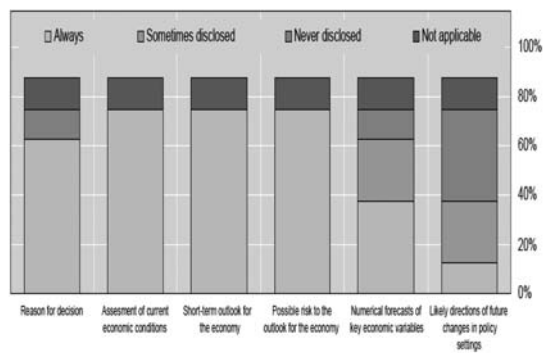


圖 5：央行是否發布預測

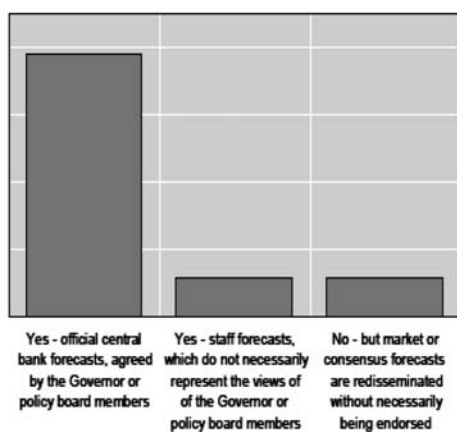
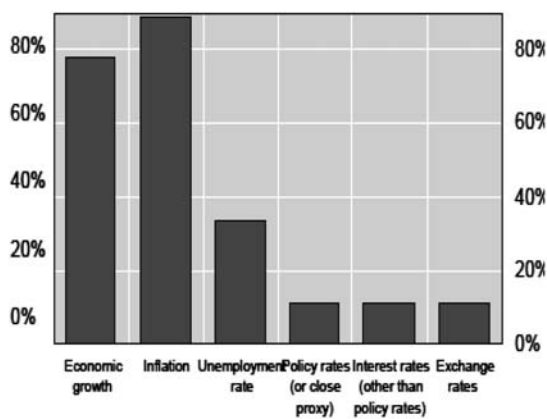


圖 6：預測變數



（三）預測期間及預測基礎

多數央行的預測期間在 1 年以內、預測結果為點或區間的方式，且多以模型作為預測基礎(圖 7、8、9)。

（四）資訊揭露方式及頻率

多數央行均會透過新聞稿、網站等方式向外界提供決策聲明及相關資訊，頻率以每月 1 至 3 次者比重最高(圖 10、11)。

（五）限制資訊揭露的理由

亞洲央行認為資訊揭露應有限制的主要

原因為保有部份資料之機密性，此外，希望呈現出貨幣政策決策係由委員共識決，避免外界錯誤解讀(圖 12)。

整體而言，紐西蘭央行為亞洲各國中透明化作法之領導者，其餘國家央行多半仍處於正在持續開放中之階段；而採行通膨目標化架構之央行也相對提供較多資訊。此外，亞洲國家央行亦已開始重視有效引導市場預期的作法。以 SEACEN 會員國為例，為強化其央行對外溝通，馬來西亞央行成立企業溝

圖 7：模型預測期間 圖 8：預測結果格式 圖 9：模型（專家判斷）

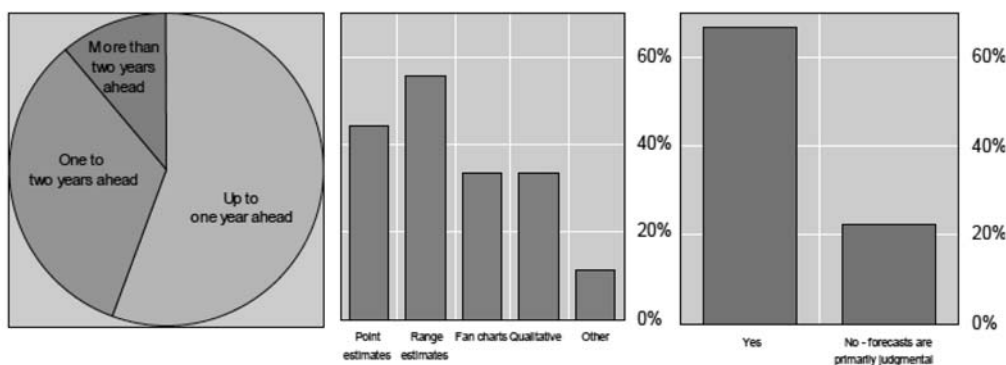


圖 10：貨幣政策揭露頻率

圖 11：央行定期發布經濟評估之方式

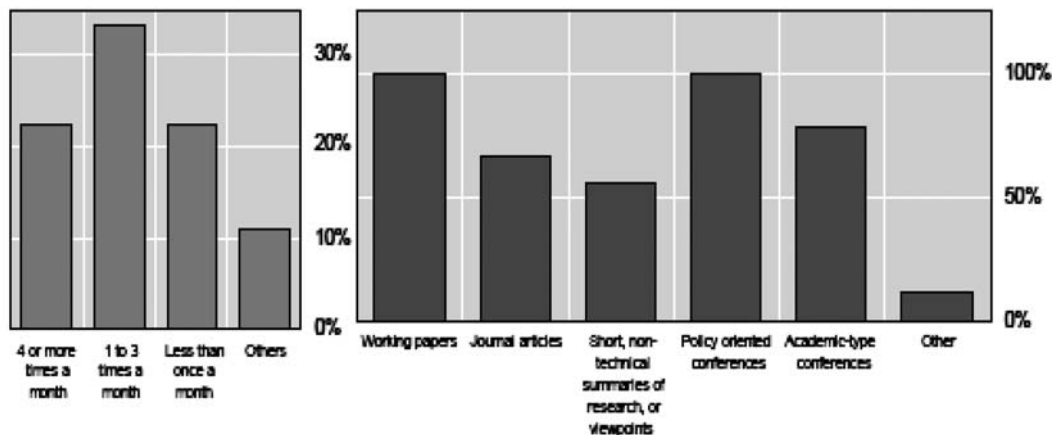
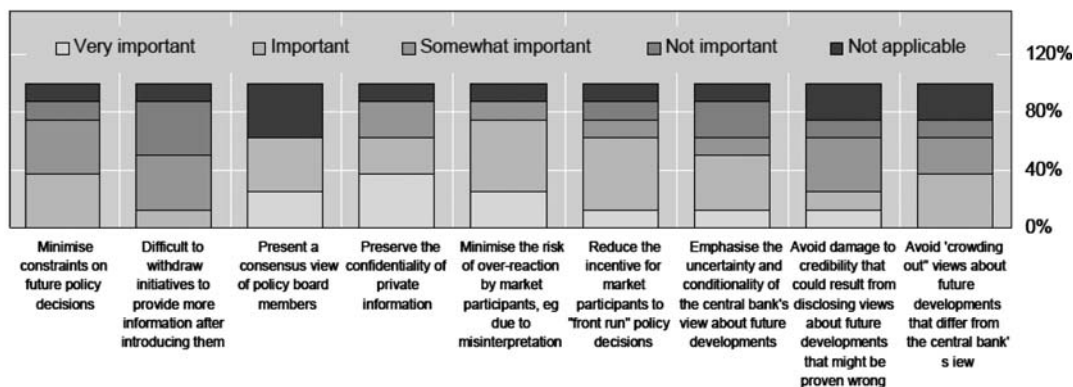


圖 12：限制資訊揭露理由



通部門，專司央行與各目標群體之溝通與消費者保護議題。為將央行使用之專業用語能夠讓一般公眾充分理解，菲律賓央行成立經濟金融學習中心（Economic and Financial

Learning Center, EFLC），不僅為記者提供不定期教育訓練課程，亦至菲國境內各地向民眾直接宣導央行角色、功能等訊息，增進一般大眾對央行作為及其政策影響之了解。

伍、利害關係者之管理

近來各先進國家央行所採行的溝通策略中，另一重要的一環，就是對於利害關係者（stakeholder）的掌握了解。與央行政策有關的利害關係者包括經濟分析師、基金管理人、企業經營者、投資人、國會議員、相關政府單位、消費者團體、以及媒體。央行應針對這些群體進行持續且密切的溝通，有助於正確而有效的資訊交流。此處所指的資訊交流並不僅指央行對外資訊的傳達，亦包括央行對於這些團體意見之掌握。而且，先進國家的經驗顯示，由於中央銀行與公眾交流的程度和複雜性皆與日提升，反有利於培養出具有基礎經濟知識的群體，有助於提升貨

幣政策溝通效率。

一、媒體監測對中央銀行溝通策略之重要性

大眾傳播媒體為傳播央行資訊與公眾之重要媒介者，因此，所謂的媒體監測（media monitoring），是指央行應去了解所有央行必須進行溝通的對象，所需要的央行資訊是什麼，甚至對於特定媒體記者有充分了解，才能評估央行所欲傳達的訊息是否被正確無誤地傳遞給目標對象。此外，媒體監測其實亦包括要去觀察其他國家媒體對於若干中央銀行議題之看法。

以澳洲央行的媒體監測作法為例，其設有訊息處（Information Department）專門負

責澳洲央行對外的資訊傳遞與溝通，該部門不僅利用資訊科技來提升與公眾溝通之效率，改善網站友善使用性，同時，澳洲央行亦定期分析網站流量資訊，了解公眾對於央行網站的使用情況，以更加善用電子資訊管道的效果。據分析歷年來與公眾所接觸的資料，澳洲央行發現主要資訊需求者為來自於金融市場、企業與學術研究使用者。針對不同的訊息溝通對象，澳洲央行即可採取差異化的溝通作法，提高溝通的針對性與有效性。此處所指的差異化溝通作法，可以透過不同的管道來進行，例如，利用央行網站、季刊、財經出版品等媒介來傳達完整的文字訊息，如發布統計數據、貨幣政策操作等；而對政策的解釋宣導，以及未來政策方向，則可由央行總裁在貨幣政策會議後的記者

會，或是專題演說等口語方式進行。

另外，菲律賓央行於 2009 年利用菲律賓統計當局（NSO）的勞動力統計調查機制，針對菲律賓將近 1 萬個家庭，進行民眾對央行功能、政策的認知調查。其中，在與溝通議題有關的問卷項目中，菲律賓民眾對於菲律賓央行回應民眾與政策利害關係者詢問、建言之速度，以及取得相關經濟數據的容易度多表滿意，較不滿意處在於菲律賓央行對外溝通之即時性及清晰度，以及公眾仍不清楚如何向央行提問。

二、貨幣政策溝通有效性之評估

歐洲中央銀行執行理事 Bini Smaghi（註 9）曾表示，有效率的貨幣政策溝通會讓市場參與者了解央行意欲實施的貨幣政策。據溝通學者 Lasswell 認為，溝通過程係指：由某

表 2：貨幣政策溝通有效性之評估

貨幣政策溝通 有效性不同 觀察層面	溝通內容 (what)	為何溝通 (why)	如何進行貨幣政 策溝通 (how)	貨幣政策溝通 之對象 (whom)
評估溝通 有效性之 廣義要素	● 貨幣政策架構 ● 貨幣政策決定及其原由 ● 貨幣政策傾向 ● 通膨及經濟展望 ● 未來可能風險	● 權責 ● 可預測性 ● 引導通膨預期 ● 增進外界對央行了解 ● 滿足不同群體資訊需求	● 定期公布資訊 ● 記者會 ● 演講 ● 利害關係者管理	● 市場參與者 ● 公眾 ● 媒體 ● 各目標群體與利害關係者
政策利率之可預測性		√		
通膨預期		√		
一致性	√		√	
了解程度	√	√	√	√

資料來源：本次 SEACEN 課程資料。

人，藉著某種管道，向他人說某些話，並產生了某種效果（Who says what in which channel to whom on what effect），如表 2 所示。

衡量溝通是否有效，主要看溝通能否有助於金融市場正確的預期央行政策決定。各國中央銀行為了引導和管理市場預期，提高貨幣政策的透明度，越來越重視與社會公眾

在貨幣政策目標、貨幣政策決策和貨幣政策操作方面的資訊溝通。由於各國中央銀行的體制和環境不同，客觀上即有資訊溝通的策略差異。這種差異化的資訊溝通方法，即反映出中央銀行對貨幣政策溝通所帶來的效益與風險權衡後的不同考量。

陸、貨幣政策溝通策略未來的挑戰

雖然多數國家中央銀行的貨幣政策透明化程度均較以往有長足進步，仍面臨相當多的挑戰。本節將從以下三個角度來探討：

一、央行貨幣政策的短期可預測性

誠如前述，透明化的央行應是可以預測的，然而這並不代表具可預測性的央行就一定是透明化的央行。即使是缺乏透明度，貨幣政策仍可以是可預測的。例如，在總體經濟環境穩定情況下，市場當然會預測到央行無調整政策利率的需要。抑或是央行可事先明示未來的政策方向，因此，即使市場參與者並非十分清楚了解貨幣政策決策過程，仍可對未來貨幣政策方向做出正確預期。

一般來說，具可預測性的貨幣政策較佳，但也不應為了達成可預測性而扭曲了貨幣政策決策，此時，即可利用央行的溝通機制來達成此一目標。例如，如果為了避免對市場造成出其不意的衝擊（surprise），而延後宣布貨幣政策決策，市場反而會變成更加

無法了解央行的貨幣政策。如此，過度專注於達成央行的短期可預測性，反而傷害了央行貨幣政策透明度及央行本身信譽，亦會影響貨幣政策之中、長期可預測性。

二、政策制定過程的溝通與記者會所扮演的角色

公布會議紀錄與投票紀錄為了解貨幣政策決策過程的有效方式，然而，這也是當前許多國家央行仍多保持機密之處。目前雖有許多央行已開始公布會議紀錄，但公布投票紀錄的央行仍不多，主要是這些央行認為貨幣政策決議新聞稿已提供足以讓公眾了解之資訊。有學者認為（註 10），由投票紀錄中的異議，其實反映出當前總體經濟變數可能蘊含的模擬訊號，反而有助於公眾更加了解貨幣政策反應，提升貨幣政策之中期可預測性（註 11）。

部分沒有公布會議紀錄的央行以在貨幣政策會議後立即舉行記者會的方式來與公眾

溝通，如歐洲中央銀行、挪威央行，這種作法可以更即時的取代會議紀錄的角色，而且記者與央行間的問與答內容可以彌補央行透明度的缺口。然而，若是央行僅簡略回應，舉行記者會之溝通效益即大幅降低。另外一個值得思考的問題在於，以口語來回應複雜、棘手之貨幣政策細節，需要更精密之溝通技巧。基於審慎考量，較好的作法其實應是藉由央行本身可掌控的資訊發布（例如新聞稿），以減少口語溝通時失誤的風險。

三、中央銀行是否應公布政策路徑預測

目前關於貨幣政策透明化的所有議題中，最為人熱烈討論，且看法也相當分歧者，就是央行是否應公布其利率路徑的預測。由於貨幣政策效果與未來的決策預期關

係密切，因此，央行對於未來政策路徑之預測，自然也是外界觀察央行貨幣政策意向的要素之一。央行可利用預期之政策路徑引導市場預期（註 12），降低不確定性，提升貨幣政策之有效性。然而，相較於其他的總體經濟預測，由於政策利率是由央行所掌控，所謂的政策路徑預測容易引起外界混淆，誤以為是央行設定之利率目標。也由於這個原因，極容易迫使，或是引誘央行更為專注於在短期間的政策可預測性（註 13）。

此外，政策利率路徑之預測必須要針對金融市場在利率偏離預期時的反應預先假設，由於央行並不一定能夠正確評估這些反應，在這種情況下，公布政策路徑預測反而可能造成更大波動性。

柒、結 論

一、結論

在過去 10 年中，全球中央銀行發展的一個重要特點，就是這些中央銀行都尋求與公眾進行溝通，不僅是關於他們以後做出的政策決定，而且是關於他們未來將要做出的政策方向。特別是對採取通膨目標化架構的中央銀行而言，有些情況，關於其政策的說明甚至比政策本身的行為更能夠影響市場的心理和行為，而這些行為同時也促進市場穩定，並強化總體經濟穩健發展。

金融風暴過後，全球金融市場環境產生極大變化，各國財政政策與貨幣政策均面臨

了相當大的限制，經濟恐將緩慢成長，資本流動波動性增加，國際金融市場仍將面臨高度不確定性；另一方面，一般民眾取得資訊的機會也倍增，科技發展也會加深市場競爭，不具效率的參與者將被淘汰。面對更為複雜的金融環境，公眾對央行的權責要求更高，央行亦必須接受市場參與者持續的檢視，以及來自外部團體的壓力，此時，更需要堅定卻富有彈性的政策，而央行能否堅定捍衛公眾利益，亦更形重要。

不過，在中央銀行實務中，並非提供市場越多訊息，透明度越高，越能促進貨幣政

策之有效傳達。Mishkin (2005) 曾指出，太高的透明度可能違反了 KISS (Keep It Simple Stupid) 原則。目前學界與央行本身對於央行溝通策略的最佳作法並無定論，最主要的因素在於各國政治制度、經濟環境、乃至於央行的架構設計均有相當大的差異，因此，目前可以確定，並沒有一個可以適合所有央行的最佳策略 (one size fit all)。然而央行不同的溝通策略卻仍可以獲得異曲同工之效。

近年各國央行多已增加對市場參與者之溝通，但在對於一般民眾的溝通上仍處於起步階段，相較之下，公眾對於央行功能的了解程度與對央行的信心就較為缺乏。如能增進公眾對於央行職能的正確認知，可使央行貨幣政策溝通更簡易且更具成效，而且，在一個民主社會中，公眾的評論才是央行績效最終的裁判。

貨幣政策能夠有效溝通的要點，尚包括負責溝通的人員必須能夠參與貨幣政策的決

策過程，央行也須了解最新議題，以及社經環境與金融市場的變化趨勢。此外，對於與央行關係密切之利害關係者管理，在當前資訊發達社會中更形重要，如此才能正確掌握其觀點與反應，例如，央行可善加利用書面資料，或藉由央行官員向公眾陳述清楚、正確且一致性的訊息。再者，央行亦可多加利用既有及新增的溝通管道，以擴大央行與公眾的接觸，並建立一個意見回饋機制。雖然目前學界與央行實務皆認為央行總裁實為貨幣政策的最佳發言人，不過，為加強提升貨幣政策之整體溝通效果，在中央銀行行員的培訓上，行員應不僅會運用複雜的經濟模型，同時亦應具有與公眾良好溝通、交流的能力。

然而，再完美的溝通政策也無法彌補政策失誤所造成之衝擊，因此，好的政策仍為央行貨幣政策溝通策略中的核心要素。

附錄 1：印尼央行與我國央行之透明度指標

貨幣政策架構	印尼	台灣
	通膨目標化	貨幣目標區
政治透明度	1. 印尼央行法明訂央行目標、獨立性與責任，此內容公布於央行網站及其他相關出版品中 2. 印尼央行的目標為達成與維持印尼盾之穩定 3. 印尼央行為一獨立行使其職權之政府機構，不受政府或政黨干預 • 財政部經與央行協商後，公布 3 年通膨目標，此資訊亦同步公布於印尼央行網站以及其他相關出版品	1. 我國「中央銀行法」明訂央行經營目標，此內容亦公布於央行相關出版品中 2. 我國央行的經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值的穩定，以及在上述目標內，協助經濟發展

經濟透明度	- 總體經濟資料定期公布於 IMF 之特別資訊公布標準公布欄（Special Data Dissemination Standard, SDDS） - 每月、季、年定期發布包括經濟、貨幣金融情勢發展與央行預測的報告與新聞稿	- 每月、季、年定期以新聞稿公布並出版貨幣、金融相關統計資訊 - 每年定期將貨幣成長目標區之設定說明，以及學者專家參與座談會會議紀錄刊布於本行季刊
程序透明度	- 央行網站上介紹貨幣政策決策程序，以及組織架構 - 每月貨幣政策委員會後，於下午 2 點之前發布新聞稿，公布政策決定以及考量因素 - 印尼央行未公布會議記錄以及貨幣政策委員會成員投票紀錄	- 央行網站上介紹貨幣政策決策過程以及組織架構 - 每季理監事會後立即發布新聞稿，並由總裁召開記者會，說明重要決策內容，面對面與記者進行詢答 - 本行未公布會議紀錄以及理監事會成員投票紀錄
政策透明度	- 貨幣政策決策由委員會會議決定，並於會後 1 小時內（下午 2 點之前）於網站公布新聞稿 - 根據印尼央行法，印尼央行應於財政年度開始時透過新聞媒體公布下列資訊，包括： - 對前一年度貨幣政策實施成效之評估 - 考量當前經濟金融情況與通膨目標後，提出來年貨幣政策計畫與貨幣目標	- 貨幣政策決策由理監事會會議決定，並於會後公布新聞稿 - 每年最後一次理監事會發布次年 M2 貨幣成長目標區 - 每年 3 月及 6 月向國會進行「中央銀行業務報告」
操作透明度	- 每月定期於央行網站公布貨幣政策操作資訊 - 根據印尼央行法，每 3 個月向國會呈交報告，並同時公布於央行網站 - 每年發布經濟分析年報，內容包括過去 1 年之經濟、貨幣分析	- 每日定期於央行網站公布貨幣政策操作資訊 - 每日例行記者會發布新聞稿或參考資料，對中央銀行所屬業務如貨幣政策操作均詳細說明 - 每年出版央行年報，內容包括過去 1 年之經濟、貨幣情勢分析

資料來源：SEACEN 資料與作者整理

附 註

(註 1) 轉引自 Faust and Svensson (2000).

(註 2) 理性預期論者認為，由於經濟主體（economic agent）對未來不確定，因此只能根據對未來的預期來決策；而理性的決策者在進行未來預期的時候，會充分利用其所掌握到的所有訊息條件來對與決策有關的變數進行預測。

(註 3) 然而，在探討貨幣政策架構與央行透明度間之關聯性時，必須注意到，央行是否採用通膨目標化機制，並非達成透明度的必要條件，也不是充分條件。雖然通膨目標化機制具有明確目標，但不表示實施此架構之央行在所有貨幣政

策決策過程中皆高度透明。事實上，任何一種貨幣政策架構均可透過加強與公眾溝通來提高透明度。

(註 4) Bernanke (2004).

(註 5) Trichet (2005).

(註 6) 見 Blinder (2008).

(註 7) 此種作法雖然並非設定明確的通膨目標，但新的預測區間其實已經足以揭露 Fed 官員認可符合物價穩定目標之通膨水準。

(註 8) 本節圖形資料來源均為：Filardo and Guinigundo (2008).

(註 9) Smaghi (2007).

(註 10) Geraats (2009)。

(註 11) Ehrman and Fratzscher (2005) 認為，Fed 理事會成員各自對經濟前景之看法，有助於市場能夠較正確的預期未來的政策路徑。

(註 12) 特別是在市場預期與央行預測的政策路徑十分分歧時。

(註 13) 對於選擇公布政策路徑的央行，學者多建議可採行類如英格蘭銀行所採用的扇形圖 (fan chart) 作法，讓外界了解政策利率預測背後之可能情境；此外，央行亦可公布其他短期利率的預測路徑來取代政策利率，以避免文中所提及之混淆問題。

參考文獻

- Bank for International Settlements (2009), "Communication of Monetary Policy Decisions by Central Banks: What Is Revealed and Why," Monetary and Economic Department, BIS Papers No 47.
- Barry, Paul F. (2006), "Media Monitoring: Some Issues," at the IMF Regional Seminar on Central Bank Communications, January 22-24.
- Bernanke, Ben S. (2004), "Central Bank Talk and Monetary Policy," remarks at the Japan Society Corporate Luncheon, New York, October 7.
- Blinder, Alan S., Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jacob De Haan, and David-Jan Jansen (2008), "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence," NBER Working Paper 13932, National Bureau of Economic Research, April.
- Dincer, Nergiz, and Barry Eichengreen (2009), "Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates," NBER Working Paper No. 14791, National Bureau of Economic Research.
- Ehrmann, Michael, and Marcel Fratzscher (2005), "How Should Central Banks Communicate?" ECB Working Paper No. 557, European Central Bank.
- Faust, Jon, and Lars E.O. Svensson (2000), "The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy."
- Filardo, Andrew, and Diwa Guinigundo (2008): "Transparency and Communication in Monetary Policy: A Survey of Asian Central Banks," BSP-BIS Research Conference on Transparency and Communication in Monetary Policy, January.
- Geraats, Petra M. (2009), "Trends in Monetary Policy Transparency," *International Finance* 12:2.
- Geraats, Petra M. (2006), "Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice," *CESifo Economic Studies*, Vol. 52, Issue 1.
- Goeltom, Miranda S. (2006), "Monetary Policy Management in an Uncertain Environment: Challenges for Central Bank Communication in Indonesia," paper presented at the IMF Regional Seminar on Central Bank Communication, January 23-24.
- Lambert, Richard (2006), "Central Bank Communications: Best Practices in Advanced Economies," at the IMF Regional Seminar on

Central Bank Communication, January 23-24.

Mishkin, Frederic (2005), “The Inflation-Targeting Debate,” paper presented at Bank of Canada Conference.

Trichet, Jean-Claude (2005), “Communication, Transparency and the ECB's Monetary Policy ,” keynote speech at the New Year's reception of the International Club of Frankfurt Economic Journalists, January 24, Frankfurt am Main.

Smaghi, Lorenzo Bini (2007), “The Value of Central Bank Communication,” Financial Market Speech Series, Landesbank Hessen-Thuringen, November 20.

Woodford, Michael (2005), “Central Bank Communication and Policy Effectiveness,” paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City, September 16.

（本文完稿於 99 年 9 月，作者為經濟研究處四等專員）

日本央行重回零利率政策之背景 及各界之看法

高 超 洋

日本央行於本（2010）年 10 月 5 日，在美國聯邦準備理事會（Fed）11 月召開貨幣政策會議之前推出新的寬鬆貨幣政策，意外調降政策利率目標至零，並宣示通貨緊縮結束

前將不會升息。日本央行同時計劃以 5 兆日圓（約 600 億美元）買入公債等資產。本文彙整日本央行重回零利率政策之背景及各界之看法供參。

一、日本央行重回零利率政策之背景

（一）全球經濟減速及日圓急速升值

日本景氣目前雖仍緩步復甦（圖 1），惟全球經濟減速，加以日圓急速升值嚴重打擊出口企業信心，近期復甦腳步已再度陷入停滯。例如，8 月份工業生產指數較上月下跌

0.3%，已連續三個月下跌；第 3 季日本央行短觀調查亦顯示，企業對未來 3 個月景氣由樂觀轉為悲觀，係 2008 年 12 月以來首見。日本央行認為若經濟成長率進一步下滑，日本經濟脫離通貨緊縮（圖 2）之時程勢必將大

圖 1 日本經濟成長率

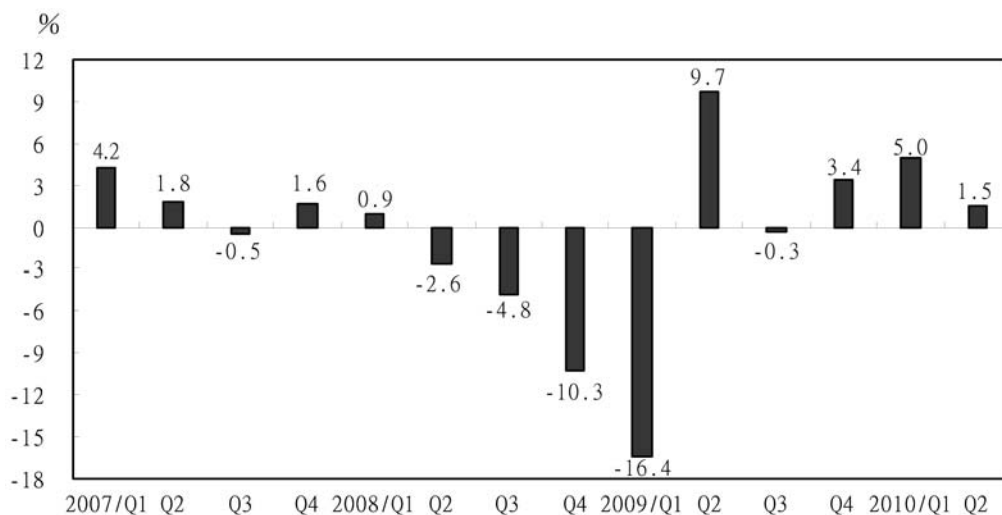


圖 2 日本核心 CPI 年增率走勢



資料來源：總務省

幅延後，影響所及經濟再度陷入衰退之風險大增。

(二) 預期 Fed 將進一步寬鬆貨幣政策

Fed 即將於本年 11 月 2 日及 3 日召開貨幣政策會議，為提振仍呈現疲弱的景氣（圖 3），進一步寬鬆貨幣之可能性增加。近日國

際金融市場已提前反映 Fed 可能二度實施量化寬鬆所帶來之影響，美國長天期公債利率走低，美元亦再度趨貶。

美國經濟復甦趨緩及歐洲主權債信危機的疑慮推升日圓避險需求，促使本年以來日圓對美元升值 12%，在 16 種主要貨幣中表現

圖 3 美國經濟成長率

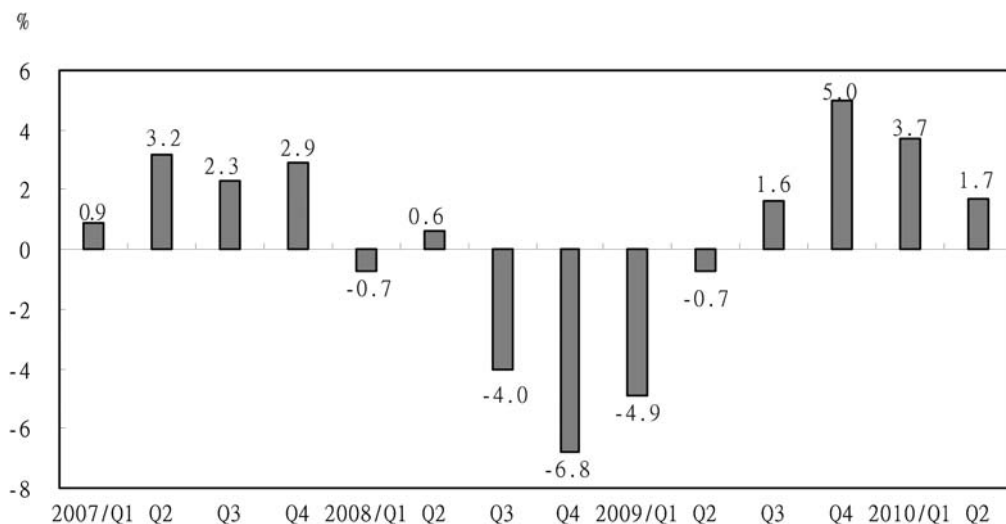


圖 4 美元對日圓匯率



最為強勢。9月15日更攀升至15年來最高的1美元兌82.88日圓（圖4），促使日本政府採取2004年以來首見的干預行動。日本財務省表示，於8月30日至9月28日期間，共拋售2.12兆日圓（約250億美元）干預匯

市，惟成效有限。為防範日圓再度急升，日本央行搶先於Fed召開貨幣政策會議前宣布重回零利率政策，係明確向市場傳達阻升日圓之決心。

二、日本央行本次政策之重點

（一）明確表達重回零利率政策

日本央行之前於本年8月30日召開之貨幣政策會議，已決議提高短期貨幣市場資金供給額度至30兆日圓。本次進一步調降政策利率（無擔保隔夜拆款利率），由現行之0.1%下調至0%~0.1%，係2006年7月以來歷經4年3個月再度重回零利率政策。

（二）宣示零利率政策將持續至通貨緊縮結束為止

日本央行宣示零利率政策將持續實施至中、長期物價恢復穩定（亦即核心CPI年增率穩定上升至1%以上）為止，惟前提條件是不會對金融市場產生其他風險問題。日本央行此舉之目的，係明確向金融機構及企業傳達零利率政策將持續較長一段期間，使其能順利進行貸放及投資，藉以強化寬鬆貨幣之效果。另外，亦有緩和來自國會持續向其施壓要求實施「通膨目標制」之意圖。

（三）藉由購入風險性資產促使長期利率及風險溢價下降

日本央行不僅重回零利率政策，而且是重回量化寬鬆政策。日本央行計劃於資產負債表內籌設一暫時性基金，總金額達 5 兆日圓（約 600 億美元），藉以購入風險性資產，促使長期利率及風險溢價進一步下降，主要內容包括：

（1）3.5 兆日圓用於購買日本長期公債及國庫券；

（2）1 兆日圓用於購買商業票據

（CP）、資產擔保商業票據（ABCP）及公司債；

（3）0.5 兆日圓用於購買指數股票型證券投資信託基金（ETFs）及不動產投資信託（REITs）。

（4）購買之長期公債及公司債到期期限為 1 至 2 年。

若加上本年 8 月 30 日宣布以固定利率 0.1% 供應資金 30 兆日圓，寬鬆貨幣操作之總規模將達 35 兆日圓。

三、各界之看法

（一）對刺激景氣效果有限

亞洲華爾街日報 10 月 6 日指出，日本央行此舉不會帶來實質性效果，僅令投資者感到意外，但這種心理效果將逐漸消退。

諾貝爾經濟學獎得主史蒂格利茲（Joseph Stiglitz）於 10 月 6 日接受紐約時報訪問時表示，日本央行調降政策利率顯然無濟於事，因為真正的問題在於全球市場需求不足；他認為目前日本經濟最需要的是財政刺激政策。

10 月 6 日之英國金融時報亦指出，本次日本央行推出之主要措施，對實質經濟之效果明顯受到限制。零利率政策較先前之政策利率目標僅下降 0.1 個百分點，對借貸成本影響非常有限。即使日本央行承諾維持零利率政策至通貨緊縮結束，市場也沒有太大驚

喜。因為，截至目前並未見到日本有任何機會脫離戰後最嚴重之經濟衰退。再者，僅 5 兆日圓規模之資產購入計畫，也無法達到促使長期利率及風險溢價下降之目標。

（二）對阻升日圓之效果不大

國際金融市場投資人普遍認為，此次舉措對日圓匯價暫時回軟或有助益。惟 Fed 如二度實施量化寬鬆政策，在美元走弱之長期趨勢下，日圓將再度回到趨升之軌道。10 月 12 日日圓已再度升至 1 美元兌 81.80 日圓之價位，日本財務大臣野田亦再度宣示將適時進場干預。

（三）日本政府應搭配推出財政政策才能擴大寬鬆貨幣之效果

10 月 6 日之日本經濟新聞則指出，僅依賴貨幣政策對景氣提升效果有限，此時日本

政府應儘速實施追加預算擴大支出，以及進行調降企業稅（目前為 40%）、放寬企業規制等結構性改革，並提前實施「新成長戰略」，藉以激勵企業之投資意願。如果下個月 Fed 進一步推出寬鬆性貨幣政策，可能將

導致日圓再度急升，因此日本央行應儘早規劃擴大 5 兆日圓之購入資產計畫。而且，必要時應將購入國外債券或再度干預匯市等措施納入政策考量。

四、日本政府再度推出財政政策防範景氣復甦中挫

日本政府已於本年 8 月 30 日推出規模 9,179 億日圓之振興經濟對策，惟為因應通貨緊縮及日圓大幅升值，菅內閣進一步於 10 月 8 日向國會提出規模 5.1 兆日圓之追加預算，實施「緊急綜合經濟對策」。

「緊急綜合經濟對策」之內容大致涵蓋：

- （1）增加雇用對策、人才培育（0.3 兆日圓）；
- （2）加速推動「新成長戰略」（0.4 兆

日圓）；

- （3）協助育兒、醫療、看護及社會福利（1.1 兆日圓）；
- （4）活化地方經濟、公共建設及中小企業對策（3.1 兆日圓）；
- （5）鬆綁企業法規及制度改革等項目。

日本政府預估實施「緊急綜合經濟對策」可提高實質經濟成長率 0.6 個百分點，並增加雇用 45 萬至 50 萬人。

五、結 論

為了防範景氣復甦中斷，並進一步促使經濟回到穩定的復甦軌道上，僅賴日本央行實施寬鬆性貨幣政策之效果恐將有限。此時，日本政府必須儘速搭配實施各項激勵政策，例如及早實施具有實效的追加預算，以及藉由調降企業稅、鬆綁企業法規等，促進國內投資。

過去，日本央行長期實施超低利率政

策，間接導致投資人借入低利率日圓，投資高利率外幣資產的逐利交易（carry trade）盛行。此次日本央行與日本政府應當記取教訓，研議適當的對策促使資金能留在國內有效運用，避免寬鬆的資金再度流入黃金等國際農工商品原料、或新興國家的貨幣，再次促使全球性的經濟泡沫擴大。

（本文完稿於 99 年 10 月，作者為本行經濟研究處副研究員）

簡介「金融穩定」與「總體審慎」

黃 富 櫻

隨著全球金融市場不斷快速擴充的發展趨勢，金融穩定與總體審慎的金融術語之重要性與日俱增，在網路上的點閱率也迭創新高，特別是在本次源起美國次貸的全球金融危機後，相關專題報導創下歷史紀錄。金融

穩定雖屬耳熟能詳的名詞，但迄今並無簡單易懂及全球可接受的標準化定義，因此，本文先釐清金融穩定的定義，接續說明總體審慎術語的由來。

一、「金融穩定」的定義

金融穩定與貨幣穩定向為先進央行執行央行治理的雙軸，其中維持物價安定的貨幣穩定目標係全球央行無庸置疑的貨幣政策唯一法定目標或首要法定目標，至於法定金融穩定目標則散見於少數央行（如我國），絕大多數央行的央行法中並未明確載明金融穩定為法定貨幣政策目標，但央行在實務操作上並未否定維持金融穩定的重要性。隨著爆發本世紀最嚴重的金融危機，攸關央行應否擁有維持金融穩定法定職掌的議題，再度掀起全球熱烈討論，有些國家明確修法賦予央行明確的法源，以維持金融穩定，如英國、澳洲及馬來西亞；有些則正在醞釀當中，試圖記取本次金融危機的教訓，明確賦予央行維持金融穩定的角色，值得密切觀察其後續發展。

全球都不否定金融穩定的重要性，但對

於金融穩定則迄無普遍可被接受的一致定義，或由正面加以詮釋；或因金融穩定的重要性在金融不穩定時最為顯著，而由負面的金融不穩定說明金融穩定的意涵；有些則不定義金融穩定直接以系統風險取代金融穩定。本小節將臚列國內外文獻中若干專家對金融穩定的定義供參考(表1)，大體而言，各家的定義容有差異，但都能揭示金融穩定的意涵。本行金融穩定報告則由正面及負面界定金融穩定的定義，正面「金融穩定」係指金融體系有能力：（1）有效率地在不同經濟活動及不同期間分配資源；（2）評估及管理金融風險；（3）承受不利衝擊。負面「金融不穩定」則指發生貨幣、銀行或外債危機，或金融體系不能吸納內部或外部不利衝擊，無法有效分配資源，以致於未能持續提升實質經濟表現(註1)。

表 1 金融穩定的定義

	定 義
Garry J. Shinasi	以金融穩定的範疇加以定義，係指能促進經濟運作，及消除來自內生或重大未經預期負面事件的金融失衡。
Jurgen Stark	以金融穩定的能力加以定義，係指能促進及強化經濟運作、管理風險及吸收動態波動的能力。
John Chant & others (Bank of Canada)	以金融不安定的負面意涵說明金融安定的定義。金融不安定係指金融市場的傷害或威脅，會透過對金融體系的影響，進而扼殺經濟運作。
Andrew Crockett (BIS & Financial Stability Forum)	金融安定意指沒有金融不安定，而金融不安定係指經濟受到金融資產價格波動或金融機構無法履約承當債務的潛在傷害。
Deutsche Bundesbank	廣義的金融穩定係指金融體系能有效率地運作重要經濟功能的一種穩定狀態，如資源配置、風險分散、及清算支付，即使在動盪、壓力及結構調整時亦能有效率地運作上述功能。
Wim Duisenberg (ECB)	貨幣穩定界定物價安定或沒有通貨膨脹或通貨緊縮的現象。金融穩定則無簡單或全球可接受的定義，而全球的共識是，金融穩定能使金融體系重要元素平穩運作。
Roger Ferguson (Fed)	以金融穩定的反義字金融不穩定界定金融穩定似乎較有用，包括金融失靈或潛在衝擊實質經濟的外部性等央行及金融主管當局常用的觀念。金融不穩定具有三大基本標準：(1)重要金融資產價格明顯乖離基本面；(2)國內外的信用可取得及市場運作已嚴重扭曲；(3)總消費支出明顯脫軌，高於或低於經濟生產能力。
Michael Foot (UK/FSA)	係指(1)貨幣安定；(2)失業率接近自然失業率；(3)對重要金融機構及市場有信心；(4)沒有損害(1)及(2)之實質或金融資產的相對價格波動。
Sir Andrew Large	廣義而言，金融穩定係指維持金融體系的信心，各種動盪則可能威脅金融穩定。
Frederick Mishkin (Columbia University)	當金融體系的動盪隨著資訊散播，導致金融機構不能發揮中介功能，將資金貸放予具有生產力的投資機會時，會發生金融不穩定。
Norges Bank	意指金融體系不受經濟干擾，能中介資金、執行支付及重分配風險。
Tommaso Padoa-Schioppa (ECB)	係指金融體系能支撐動盪，而不會出現損害儲蓄與投資的資源配置及支付作業的累積過程。
Anna Schwartz (National Bureau of Economic Research)	金融危機因民眾恐慌而加重，民眾的恐慌會造成銀行搶奪央行資金，也會造成銀行資金凍結，但金融危機的本質是短暫的，一旦民眾資金需求減緩時，金融危機就會消失。

Nout Wellink (De Nederlandsche Bank)	依據荷蘭央行的定義，金融穩定意指金融體系能有效率配置資源及吸收震盪，以避免震盪對實質經濟或其他金融體系造成混亂衝擊。金融穩定的重要性在金融不穩定時最為顯著，如銀行貸放意願低落、資產價格過度乖離基本面或無法及時完成支付清算。在極端的情況下，金融不穩定甚至造成銀行擠兌、惡性通貨膨脹或股市崩盤。
Oosterloo & Haan(2003)	Oosterloo & Haan 指出亦有許多作者不定義金融穩定而以系統風險取代金融穩定的觀念，而國際間定義系統風險為，金融體系部分或整體運作不良，造成金融服務崩潰並對實質經濟產生不良影響的風險。
瑞典央行(2009 年央行、財政部、金融監理局及國家債務管理局間有關金融安定與危機管理事宜的備忘錄)	金融安定係指金融體系維持基本運作的能力，不會因金融混亂而對整體經濟造成重大損失。
韓國央行	金融穩定意指金融體系不是不穩定，其三大組成份子金融機構、金融市場及金融基礎措施均穩定。(1)金融機構穩定係指個別金融機構都健全，足以適當發揮金融中介功能，而不需要外部單位（如政府）的援助；(2)金融市場穩定係指沒有重大市場交易混亂的情形，金融資產價格為嚴重偏離經濟基本面，能助益經濟體有信心籌措及運用資金；(3)金融基礎設施穩定係指金融體系有好的結構，可確保市場紀律順利運作，金融安全網及支付系統能有效運作。總之金融穩定可廣義定義為，金融體系促進實質經濟活動順利運作，且能解除來自動盪的金融失衡。
本行金融穩定報告	正面「金融穩定」係指金融體系有能力：（1）有效率地在不同經濟活動及不同期間分配資源；（2）評估及管理金融風險；（3）承受不利衝擊。負面「金融不穩定」則指發生貨幣、銀行或外債危機，或金融體系不能吸納內部會外部不利衝擊，無法有效分配資源，以致於未能持續提升實質經濟表現。

資料來源：作者整理自 Shinasi, Garry J.(2004)、韓國與瑞典央行網站及本行編印之「九十六年金融穩定報告」。

金融穩定除無一致性的定義外，表 2 顯示在實務上亦具有(1)無法以單一的量化指標顯示；(2)不易預測；(3)只能部分可控制；(4)金融穩定政策通常會出現金融韌性與效率間的抵換關係；(5)金融穩定所需政策措施可能出現時間不一致問題等特性，因此欲達成金融穩定目標，其難度較貨幣穩定目標高出甚多，蓋因各國央行大都已建構成成熟的通膨目

標化機制，不僅貨幣穩定定義明確，且易於量化的特質復可提高其可預測度及可控制性。再者，央行能獨立執行貨幣政策措施以追求物價安定目標，反之，央行須要與其他金融主管機關密切協調，才能達成金融穩定目標。總之，金融穩定目標具有先天上較複雜與多面向的概念，央行欲彰顯其權責性，確屬未來的最大挑戰。

表 2 金融穩定與貨幣穩定間的主要差異

金融穩定	貨幣穩定
字義多面向，有點抽象，不易懂	物價安定的定義較明確，容易懂
不易溝通金融穩定政策	較易溝通通膨穩定政策
不易量化、預測	較易量化、預測
較須要跨金融主管機構間的協調	較能獨立執行貨幣政策措施

二、「總體審慎」的由來

隨著本次金融危機，總體審慎（macro-prudential）已成流行用語，Clement（2010）指出在 2000-2007 年期間，總體審慎的網路搜尋紀錄只有 5,000 次，但 2008 年 1 月以來其搜尋紀錄已超過 123,000 次以上。上述統計資料足以凸顯本次金融危機的嚴重性及總體審慎監理的重要性。長久以來各國金融主管當局咸認為若個體審慎監理能維持個別金融

機構健全發展，就能維繫整體金融穩定，欠缺系統風險的觀念，殊不知個別金融機構健全運作，亦會發生整體金融體系的動盪，本次金融危機就是最佳例證。總體審慎係金融法規與監理的一種概念，係個體審慎的反義字，用來界定金融不安定的起因及如何透過公共政策預防金融不安定。表 3 顯示總體審慎意指以總體導向強化金融法規與監理（以

表 3 總體審慎與個體審慎的概念比較

	總體審慎	個體審慎
近似目標	限制金融體系失序混亂	限制個別金融機構失序混亂
最終目標	避免產出(GDP)衰退成本	消費者（投資者/存款者）保護
風險特性	受金融機構集體行為的影響	決定於金融機構個別行為
金融機構間的相關性與共同暴險	很重要	不相關
審慎監理控管	系統風險；由上而下	個別金融機構風險；由下而上

取材自 Borio (2003)。

下簡稱金融監理），係以整體金融體系為重心，並強調其與總體經濟間的關係，以避免引發經濟衰退，是一種由上而下的金融監理方式；反之，個體審慎則以個別金融機構的健全與否為重心，是一種由下而上的金融監理方式。

在本次金融危機以前，鮮少使用總體審慎術語，其來源處及真正的字義仍相當模糊，本文由總體審慎各階段的意涵勾勒總體審慎用語的歷史演進脈絡，及其在各階段的使命（表4）。除第一階段尚在萌芽期，多屬背景資料，未出現在公開聲明稿外，第二階段起則多以公開聲明稿方式，對外宣稱總體審慎的當期使命。如第二階段闡揚對金融創新的關切，第三階段則邁入新里程碑，重視順循環問題及金融風險如何在金融體系中傳遞問題。目前最新階段，2010年9月國際清算銀行巴賽爾監理委員會公布 Basel III 建議案，係首度將總體審慎正式納入全球金融監

理規範。總之，總體審慎係針對系統風險重新定位監理規定，此即總體審慎政策的重任，其與貨幣政策及個體監理政策間或有重疊，但其角色與目標非常清楚。過去數十年，總體經濟政策與對個別金融機構的監理政策間出現鴻溝，總體審慎政策正好可用來填補該政策架構中被遺漏的鴻溝。換言之，總體審慎政策介於貨幣政策與個體審慎政策之間，具有互補的作用。

總體審慎政策為解決縱向時間構面（time dimension）的順循環問題，在景氣好時，備足緩衝（cushions），以備景氣不好時動用，上述緩衝扮演安定器（stabilisers）的角色；至於橫向跨部門構面（cross-sectional dimension）則闡釋金融機構在金融體系中的風險近似，且相互關聯，因此，須基於個別金融機構在系統的重要性，採行必要的審慎工具，個別金融機構失靈對整體金融體系的影響較大時，應採取較嚴謹的標準。在本次

表4 總體審慎用語的沿革與各階段使命

	各階段的重點與使命	說 明
第一階段 1979年~1985年	國際銀行貸放	(1) 總體審慎用詞第一次出現在1979年6月28-29日的Cooke committee (註2)，討論國際銀行貸放的期限移轉問題，當時的會議紀錄記載主席的發言："個體經濟問題開始併入總體經濟問題，而個體審慎問題演變成總體審慎問題，委員會關切總體審慎問題，....." (2) 第2次出現在1979年10月英格蘭銀行工作小組的背景資料，檢討監理工具作為抑制放款的替代工具，其中指出個體審慎工具以個別銀行為基礎，已行之多年，但仍須結合更廣泛的審慎考量觀點，總體審慎考量整體市場的問題，不是個別銀行的問題，所以不是個體審慎的層級。

第二階段 1986 年~1999 年	金融創新	(1) 1986 年總體審慎用辭第一次出現在公開聲明文件中。ESEC (Euro-currency Standing Committee) 的報告"Recent innovations in international banking"中有若干章節討論總體審慎政策的概念，並界定總體審慎政策為促進金融體系及支付系統健全運作的政策，該報告主要討論金融創新如何提高整體金融體系的風險，重點在衍生性金融商品與金融證券化。 (2) 1992 年第 2 次出現在 ESEC 報告"Recent developments in international bank relations"。 (3) 1995 第 3 次出現在 ESEC 報告"Issues related to the measurement of market size and macroprudential risks in derivatives markets"。 (4) 1997 年第 4 次出現在 BIS 67th 年報"Special chapter on the evolution of central banking"。 (5) 1997 年爆發亞洲金融危機，1998 年 1 月 IMF 的報告"Toward a framework for a sound financial system"中指出，有效的銀行監理必須是看得見的持續基礎，主要是透過報表稽核 (off-site monitoring) 方式進行個體與總體審慎監理。總體審慎分析係以市場情報與總體經濟資訊為基礎，且以重要資產市場、其他金融中介、總體經濟發展及潛在失衡為重心。後續並開發「總體審慎指標 (macroprudential indicators, MPIs)」，用來評估金融體系的脆弱度。總體審慎指標後來併入金融健全指標 (Financial Sector Assessment Programs, FSAPs)，旨在進行完整的金融脆弱性評估。
第三階段 2000 年~2010 年 8 月	順循環、系統重要機構及太大不能倒	(1) 2000 年起總體審慎用詞邁入全新的里程碑。 (2) 2000 年 10 月 BIS 經理 Andrew Crockett 在 International Conference of Banking Supervisors 發表攸關總體與個體審慎監理的專題演講，其論點是強化總體審慎監理達成金融安定目標。該專題演講更正確分析總體與個體審慎監理的定義，其中總體審慎監理強調整體金融體系，旨在防範金融混亂對總體經濟造成的成本，另亦說明金融機構集體行為的系統風險，而個體審慎監理目標是限制個別金融機構的失靈風險。
目前最新階段 2010 年 9 月以來	首度正式納入金融監理規範中	2010 年 9 月國際清算銀行巴賽爾銀行監理委員會公布 Basel III 建議案，係首度將總體審慎正式納入全球金融監理規範。2010 年 11 月 12 日該建議案已獲 G20 韓國首爾高峰會議通過。

資料來源：作者整理自 Clement, Piet (2010)。

金融危機以前，攸關總體審慎的政策辯論大都以順循環問題的縱向時間構面為焦點，主要論點集中在金融體系順循環的銀行資本標準，及監測金融體系連結總體經濟的脆弱

性。本次金融危機則凸顯橫向跨部門別構面的重要性，主要係來自對系統重要機構的關切，及所衍生的「太大不能倒 (too big to fail)」問題。

附 註

(註 1) 中央銀行編印之金融穩定報告。

(註 2) Cooke Committee 係現行 Basel Committee on Banking Supervision (簡稱 BCBS) 的前身。

參考資料

Borio, C (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?" BIS working papers , No 128, February.

Clement, Piet (2010), "The term macroprudential: origins and evolution," BIS Quarterly Review, March.

Shinasi, Garry J.(2004), "Defining Financial Stability," IMF working paper wp/04/187.

(本文完稿於 99 年 11 月，作者為本行經研處研究員)

後危機時代國際間主要金融改革

黃 富 櫻

本文以英國、美國、歐洲地區及國際清算銀行巴賽爾銀行監理委員會為例，說明後金融危機時代國際間的主要金融改革。

一、英國的金融改革

2007 年 8 月爆發的北岩（Northern Rock）銀行事件凸顯英國三頭馬車監理機制的問題，徹底粉碎分權模式維持金融穩定的理想藍圖。英國自 1997 年工黨政府執政起，除修改英格蘭銀行法賦予央行明確的獨立性外，亦移除央行的金融監理權限，並將代理國庫業務移轉至新設的國家債務管理局。英國從此擠身監理一元化的國家，由金融監理機構（Financial Service Authority, FSA）專責監理任務。另由財政部、央行及金融監理機構三單位簽署備忘錄，共同維持英國的金融穩定。三頭馬車的監理分權模式行之多年，在太平盛世亦無致礙難行之處，但此次全球金融危機，英國的北岩銀行率先發難，而英格蘭銀行基於央行對道德風險的保衛戰，延宕一個月之久才進行緊急金援，亦揭露央行維持金融穩定的法源基礎不明，央行進退失據窒礙難行之困窘。因此，英國保守黨在競選期間揚言，一旦勝選將恢復央行的金融監理權限。2010 年保守黨果真在選戰中

勝出，其與他黨共同籌組的聯合政府信守選舉承諾，於 2010 年 6 月間宣布英國 13 年來最大金融改革方案，恢復及強化央行的金融監理權，並裁撤金融監理機構。英國的單一金融監理機構將走入歷史。事實上，英國分兩階段進行金融改革，先賦予央行維持金融穩定的法定職掌，再進一步恢復央行的金融監理權限。茲分別說明英國金融改革前的三頭馬車金融穩定機制及 2009 年以來的重要金融改革措施如后：

（一）英國金融改革前的三頭馬車金融穩定機制

英國於 1997 年修正英格蘭銀行法，自此賦予央行貨幣政策的獨立性。修法同時將央行原先之金融監理權限移至金融監理機構，亦將經理國庫之業務移至新成立之國家債務管理局。央行法修正後，央行負責對金融市場的監控，金融監理機構則負責對金融機構之監理工作。財政部則邀集英格蘭銀行及金融監理機構共同簽署三單位的備忘錄

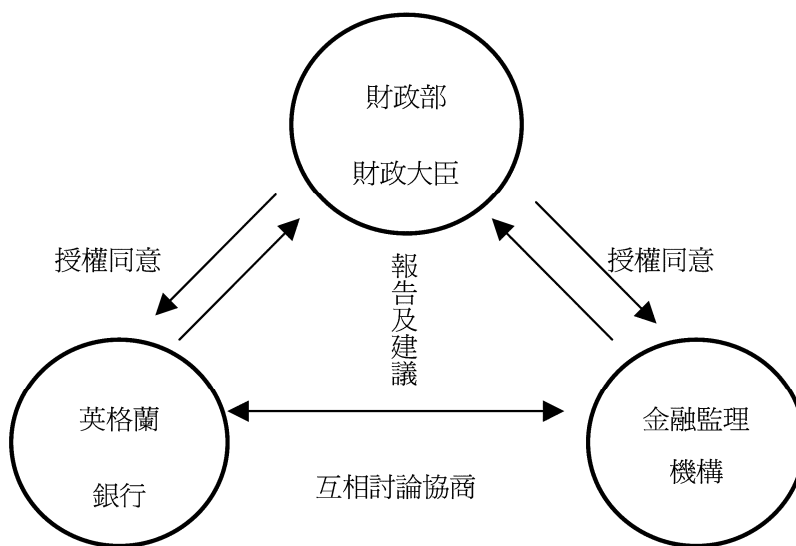
（Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority），共同促進英國的金融安定。

根據三單位之備忘錄，財政部居召集人角色，得邀約英格蘭銀行及金融監理機構共同會商攸關英國金融安定之議題。該備忘錄亦規定面臨金融危機之處理方式，以及英格蘭銀行擔任最後貸款者角色之相關說明。金融危機處理是英格蘭銀行維持金融安定任務之重要工作，備忘錄中指出在危機發生時，英格蘭銀行需要進行緊急融通，俾使金融問題之風險不會擴散至其他金融體系，不致危及金融安定。因此，若英格蘭銀行及金融監理機構評估認為有必要進行緊急融通時，兩

單位會緊密相互協商，同時或分別向財政大臣報告，並提供可行建議措施。財政部以照顧納稅人的權益為己任，因此，若認為建議措施恐讓公共資金暴險時，財政大臣可以駁回英格蘭銀行及金融監理機構之建議案（圖 1）。

就備忘錄之意旨觀察，由三單位共同承擔維護金融安定之責任，且各司其責，是一種未經金融危機檢驗之理想模式。但一旦面臨今夏發生損傷如此嚴重之金融危機時，此種共同合作模式，形同三頭馬車，令整個事件之危機處理在時間及速度方面成為阻力，儼然成為無人全權負責之景象，此亦係社會輿論聲浪最大之處。事實上，就 1997 年央行法修正時，明白訂定央行應負責（is

圖 1 英國三頭馬車之金融穩定機制



參見 Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority.

responsible for) 整體金融體系的安定，及三單位簽署備忘錄後，僅僅規定英格蘭銀行應致力 (contributes to) 於維護整體金融體系的安定之法律用辭加以觀察，亦透露英格蘭銀行當前在處理金融危機，促進金融安定之立場，較往昔薄弱。此種薄弱用辭，與美國Fed主張央行在預防及緩和金融危機工作上居關鍵性的重要角色 (key role) 更截然不同。

(二) 2009 年以來英國的重要金融改革措施

1、2009 年 2 月修訂銀行法 (Banking Act of 2009)，賦予央行金融穩定目標

英國 2009 年修定的銀行法中，增強英格蘭銀行下列責任、權力及角色：

(1) 2009 年 2 月 21 日設立新的特別解決機制 (Special Resolution Regime, SRR)：賦予財政部、央行及金融監理機構三單位解決問題銀行的常設機制，同時賦予英格蘭銀行新角色，得在法定解決工具中選擇用來解決問題銀行的工具。

(2) 賦予英格蘭銀行法定的金融穩定目標 (註 1)，並設置金融穩定委員會 (Financial Stability Committee)，進行金融問題的諮商與討論。

(3) 正規化央行監理支付系統的角色。

2、2010 年 7 月宣布裁撤金融監理機構，恢復央行金融監理權

(1) 裁撤金融監理機構，改設三個單位：審慎監理局 (Prudential Regulatory Authority)、消費者保護與市場管理局 (Consumer Protection and Markets Authority) 及專責執法部門以打擊經濟犯罪。

(2) 恢復及強化央行的金融監理權：將新成立的審慎監理局置於英格蘭銀行的組織架構，預計於 2012 年完成，由英格蘭銀行負責總體審慎及個體審慎的監理事宜。換言之，英格蘭銀行重拾金融監理權，消費者方面的保護，以及市場行為的管理則由新設立的消費者保護與市場管理局負責，形成金融監理與消費者保護分由獨立單位負責的雙軸金融監理機制 (two-peaks approach)。

(3) 於英格蘭銀行內部設置金融政策委員會 (Financial Policy Committee) (註 2)，由英格蘭銀行總裁擔任主席，並對國會負責：類似貨幣政策委員會為貨幣政策的最高決策單位，金融政策委員會負責總體審慎監理，將監控及解決威脅整體經濟金融穩定的系統風險及金融脆弱性，係金融穩定政策的最高決策單位，負責制定維持金融穩定的必要措施，而新設的審慎監理局則為金融政策措施的執行單位。英國預計於 2010 年秋季先設置過渡期間暫時性的金融政策委員會，進行修法作業生效以前的籌備工作。

二、美國的金融改革

美國歐巴馬總統針對本次金融危機提出的金融改革法案，歷經參眾兩院多次協商會議，最終於 2010 年 6 月 25 日以 60 票贊成與 39 票反對下，通過號稱 1930 年大經濟大蕭條以來美國最大的金融改革法案，該法案冠上參議院銀行委員會主席 Chris Dodd 及眾議院金融服務委員會主席 Barney Frank 的姓氏，全名為 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，簡稱 Dodd-Frank Act。輿論稱 Fed 係金融改革的最大贏家，獲得想要的更多權力，同時移除不想要的責任。但壯大權力之際，新法亦更加强 Fed 的權責性，新的監督機制恐將有損其獨立性。茲分別說明新法的主要內容如后：

1、金融監理新架構

(1) 新設金融穩定監理委員會 (The Financial Stability Oversight Council)，負責判斷、監控及處理系統風險，由財政部長擔任主席，Fed 為委員之一。該委員會得建議 Fed 制定對大型複雜銀行控股公司的嚴格監理規範。

(2) 將 OTS 併入 OCC，管理所有聯邦註冊的銀行與儲貸機構，Fed 保留對社區銀行的監督權。

(3) 財政部下新設聯邦保險局 (Federal Insurance Office)，負責監理保險業者，須向國會報告改善保險業的相關規範。

2、新增對 Fed 的監督

(1) 進行一次性稽核 Fed 在金融危機期間的所有緊急融通。

(2) 新增 Fed 應揭露貼現窗口融通與公開市場操作的細節，享有 2 年緩衝期。

(3) 刪除銀行得遴選 12 家聯邦準備銀行總裁的權力。

(4) Fed 依據聯邦準備法 13-3 條提供緊急融通時，必須事先獲得財政部的核准。

3、新設消費者金融保護局

在 Fed 內部新設獨立的消費者金融保護局 (The Consumer Financial Protection Bureau)，訂定消費者保護規範。

4、限制銀行自營交易與投資對沖基金與私募股權基金

(1) 禁止銀行暨其附屬機構從事與客戶無關的自營交易。

(2) 限制每家銀行投資對沖基金與私募股權基金不得超過該行普通股 (tangible common equity) 的 3%，亦不得超過該基金的 3%。

(3) 對沖基金與私募股權基金必須向證管會註冊。

5、強化衍生性金融商品管理

(1) 衍生性商品集中交易與清算，首次建立衍生性商品的全國監理。客製化衍生性商品仍可在店頭市場交易，但須向集中交易對

手結算，以利主管機關掌握市場資料。

(2) 分拆 SWAP 產品線，銀行除保留外匯交換、利率交換、及其他為規避風險的衍生性商品外，必須將其他衍生性金融商品分拆至獨立的附屬公司。

(3) 針對衍生性商品交易的公司訂定資本、保證金、提供資料、資料保存與商業準則等新規範。

6、終結太大不能倒問題

(1) 授權主管機關得對若倒閉會對金融體系構成風險威脅的金融機構訂定資本、槓桿、流動性、風險管理等規範。

(2) 聯邦政府得清算嚴重威脅美國金融穩定的大型金融機構，清算成本由財政部墊付，不應由納稅人承擔，最終須由金融機構負擔。

(3) 主管機關得向資產總額超過 500 億美元的大型金融機構收取 190 億美元基金，用來彌補(2)的清算損失。

7、強化銀行資本品質

訂定依據銀行規模與風險為基礎的資本新規範，禁止大型銀行控股公司將 trust-preferred securities 認列為 tier 1 資本。

8、提高存款保險上限為 25 萬美元

追溯至 2008 年 1 月 1 日生效。

9、投資人保護

金融機構銷售特定證券化商品時，應持有 5% 產品。新設半官方的信評公司監理機關，負責處理信評公司的潛在利益衝突。

10、保障股東權益

由金融機構的外部董事決定管理階層的薪酬。

三、歐盟的金融改革

歐盟在後危機時代亦新設歐洲系統風險委員會（European Systemic Risk Board，ESRB），作為監控歐洲地區金融體系系統風險的單位，由歐洲央行總裁擔任 ESRB 的主席，無實權，ESRB 負責在個別國家出現資產泡沫等危機時提出警告，並提出建議措施，相關國家則必須回報其處理情形，包括可以拒絕 ESRB 的建議，但須說明理由。

歐盟各國設置歐洲央行統籌貨幣政策事務，但金融監理事務則由各國的監理機關自

行負責，並無類似歐洲央行的跨國組織。本次金融危機凸顯跨國金融監理協調與合作的重要性，歐盟各國除先設置 ESRB 外，另於 2010 年 9 月 2 日達成跨國金融監理改革的重要協議，將自 2011 年 1 月起首次在英國倫敦設立跨國的銀行監理局（European Banking Authority）、在法國巴黎設立跨國的證券監理局（European Securities and Markets Authority）及在德國法蘭克福設立跨國的保險監理局（European Insurance and

Occupational Pension Authority) 等三大歐盟監督管理局。英國倫敦經濟學院知名教授 Charles Goodhart 隨後批評歐盟設立三個獨立監理單位是浪費也是錯誤，三單位只是仲裁各國監理單位的爭論，若屬緊急事件，各會

員國仍可逕作決策。他亦批評 ESRM 的委員大多為各國央行官員，事實上，金融危機發生時政府有必要強力介入干預，因此，ESRM 的委員應更寬廣、更多元 (Jones, 2010)。

四、國際清算銀行巴賽爾銀行監理委員會的金融改革

國際清算銀行 (BIS) 巴賽爾銀行監理委員會 (簡稱 Basel) 執全球金融監理國際組織的牛耳地位，自本次金融危機發生起即不斷檢討國際遵循的 Basel 資本計提規定及流動性管理的相關規範，在多次會商後 BIS 已自 2010 年 7 月起陸續公布未來將分階段實施的全球新 Basel III 改革建議，該建議案已獲 2010 年 11 月 12 日在韓國首爾舉行的 G20 領袖高峰會議決議通過。總體而言，Basel III 具備(1)整套方案首次同時包括銀行資本與流動性全球標準規範，也是首次採用目前欠缺的

全球最低流動性標準新規範；(2)首次同時包括個體審慎監理及總體審慎監理規範，其中總體審慎規範包括反景氣循環資本緩衝及槓桿比率，以降低系統風險；(3)調高普通股及 Tier 1 資本的最低計提比率；(4)採取較嚴格的資本新定義，以增強銀行吸收損失的能量；(5)實施新制的緩衝期長達 8 年。茲分別說明 Basel III 的主要規範如下 (表 1)：

(一) 資本計提

全球主要國家央行總裁與金融監理單位高階主管於 2010 年 9 月 12 日在瑞士巴賽爾

表 1 新舊 Basel 資本計提規定之比較

占風險性資產的比率	資本計提規定							總體審慎附加資本增提	
	普通股			第 1 類資本		總資本		反景氣循環資本緩衝	SIFIs 吸收損失的附加資本增提
	最低	保留緩衝	應提比率	最低	應提比率	最低	應提比率	比率範圍	
Basel II	2*			4**		8			
Base III	4.5	2.5	7.0	6	8.5	8	10.5	0-2.5	研議當中 (註 3)

註：*相當於 Basel III 新資本定義之 1%左右；**相當於 Basel III 新資本定義之 2%左右。

資料來源：BIS 網站。

通過「Basel III」建議案，期能強化全球銀行資本的適足性管理。新規定包括調整最低資本計提比率及新增保留緩衝資本與反景氣循環緩衝資本的提撥規定。為減輕銀行負擔，新規定採分階段實施，有些甚至延長至 2019 年 1 月實施。換言之，八年之後才能全面實施 Basel III，此係輿論詬病最多之處，緩衝期拖得太長，反而可能助長不確定性，不僅不能確保金融穩定，且可能埋下下一個危機的種子。

1、最低資本比規定

第一類資本（Tier 1 capital）占風險性資產比率由現行的 4% 提高至 6%；核心第 1 類資本（普通股）占風險性資產比率，2013 年以前不得低於 2%，之後逐年分段調高，至 2015 年不得低於 4.5%，2019 年應達 7%。

2、保留緩衝資本（capital conservation buffer）

普通股的保留資本緩衝在 2019 年 1 月 1 日應達 2.5%。

3、反景氣循環緩衝資本（countercyclical capital buffer）

其計提比率為 0-2.5%，用來抑制縱向時間構面的順循環問題。巴賽爾銀行監理委員會授權各國監理當局依循國際協定的一般準則，於信用總計數快速成長，系統風險惡化期間，視國情須要，自行訂定該資本緩衝計提比率。印度央行總裁 Duvvuri Subbarao 針對反景氣循環資本緩衝措施提出主要操作性

挑戰（operational challenges），如(1)不易正確判斷經濟循環的轉折點；(2)不易找出可同時充當景氣好與壞時的總體經濟變數；(3)各國經濟循環非同步發生，不易界定全球基礎的經濟循環；(4)金融脆弱性歷經數年不斷累積，但金融混亂則迅即發生，須要快速釋出資本緩衝；(5)決定正確的資本緩衝金額不僅不易且有爭議，資本緩衝金額若太大，恐墊高銀行成本，若太少，恐不足以吸納景氣下滑的損失；(6)資本緩衝制度應簡單、透明，以降低執行作業成本（Central Banking Newsdesk, 2010）。

4、系統重要金融機構（SIFIs）的系統性資本增提（a systemic capital surcharge）

Basel III 架構中亦論及橫向跨部門構面的系統風險，相關作業仍持續進行中，未來最可能的方式是，授權各國監理當局規定該國系統重要金融機構在景氣好時應提的系統性資本增提比率，備景氣不好時動用，俾系統重要金融機構在普通股以外，仍備足吸收危機損失的動能。

（二）槓桿比率

Basel III 另以非風險基礎計算的槓桿比率輔助風險基礎資本計提規定，以抑制銀行高槓桿操作。2013 年 1 月至 2017 年 12 月之雙軌測試期間之最低槓桿比率設定為 3%，槓桿比率係指 Tier 1 資本對未風險加權之銀行總資產加計表外暴險資產後之比率。巴賽爾銀行監理委員會未來將依據測試結果，檢討槓

桿比率對資本計提比率及銀行經營的實質影響。

(三) 流動性管理

BIS 提出流動性覆蓋率 (註 4) (Liquidity Coverage Ratio, LCR) 與淨穩定資金比率 (註 5) (Net Stable Funding Ratio, NSFR) 的新規

範。LCR 用來確保銀行高品質流動資產足以維持一個月的資金需求，以鞏固銀行的短期韌性，BIS 並規定各類高品質流動資產的權數。NSFR 則用來輔助 LCR，規範銀行儘可能以長期較穩定的資金進行授信。

附 註

(註 1) 直接將 Banking Act of 2009 第 238 條嵌入 Bank of England Act 2A(1)。其新增條文如下：An objective of the Bank shall be to contribute to protecting and enhancing the stability of the financial systems of the United Kingdom.

(註 2) 同時刪除 2009 年 2 月設立之金融穩定委員會。

(註 3) 系統重要金融機構是否加提額外資本要求的問題，在 2010 年 11 月 11-12 日的 G20 首爾高峰會中，各國意見分歧，G20 表示仍須花一些時間設計具體措施。

(註 4) 高品質流動資產餘額/30 天內淨現金流出量 $\geq 100\%$ 。

(註 5) 穩定資金來源/穩定融資 $> 100\%$ 。

參考文獻

Central Banking Newsdesk(2010), "Reserve Bank of India Governor Duvvuri Subbarao cites concern over variable likely to be used to calibrate countercyclical buffers" Central Banking.com, September 8.

Jones, Claire (2010), "Goodhart attacks new European supervisory structures," Central Banking.com, September 14.

(本文完稿於 99 年 11 月，作者為本行經研處研究員)

中央銀行出版品一覽

序號	書 刊 名 稱	統一編號	版期	售價 (元)	出版單位名稱
1	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	1009502856	圖書	190	業務局
2	臺幣・新臺幣圖鑑	012029870018	圖書	3,500	發行局
3	金融業務參考資料	2005800020	月刊	60	金融業務檢查處
4	本國銀行營運績效季報	2008600047	季刊	240	金融業務檢查處
5	中華民國金融穩定報告	2009701740	半年刊	300	金融業務檢查處
6	金融機構業務概況年報	2005900017	年刊	320	金融業務檢查處
7	金融機構重要業務統計表	2005900016	年刊	320	金融業務檢查處
8	金融監理與風險管理選輯	1009500679	圖書	400	金融業務檢查處
9	全球金融危機專輯	1009900249	圖書	400	金融業務檢查處
10	中華民國金融統計月報	2005100020	月刊	100	經濟研究處
11	Financial Statistics	2007000052	月刊	40	經濟研究處
12	中央銀行季刊	2006800019	季刊	250	經濟研究處
13	中華民國國際收支平衡表季報	2007000029	季刊	110	經濟研究處
14	國際金融參考資料	2006700023	不定期	300	經濟研究處
15	中央銀行年報	2005100018	年刊	250	經濟研究處
16	Annual Report, The Central Bank of China (Taiwan)	2005100019	年刊	250	經濟研究處
17	中華民國資金流量統計	2005900018	年刊	350	經濟研究處
18	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	2005700016	年刊	350	經濟研究處
19	中華民國中央銀行之制度與功能 (80 年版)	012062810024	圖書	350	經濟研究處
20	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	012062850033	圖書	500	經濟研究處
21	中華民國中央銀行之制度與功能 (92 年版)	1009203273	圖書	500	經濟研究處
22	中華民國中央銀行之制度與功能 (92 年版)	1009203552	圖書	600 (精裝)	經濟研究處
23	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	1009501943	圖書	350	經濟研究處

24	各國中央銀行法選譯（第一輯）	012061810019	圖書	500	經濟研究處
25	各國中央銀行法選譯（第二輯）	012061820026	圖書	500	經濟研究處
26	各國中央銀行法選譯（92 年版）	1009203958	圖書	600	法務室
27	各國中央銀行法選譯（2003 年版） 《中英對照本》	1009302083	圖書	1,200	法務室
28	中央銀行業務規章彙編上冊（94 年 12 月修訂版）	1009405080	圖書	500	法務室
29	中央銀行業務規章彙編下冊（94 年 12 月修訂版）	1009405081	圖書	450	法務室
30	中央銀行規章彙編上冊（95 年 12 月修訂版）《中英對照本》	1009600601	圖書	1,040	法務室
31	中央銀行規章彙編下冊（95 年 12 月修訂版）《中英對照本》	1009600602	圖書	880	法務室
32	認識通貨膨脹	012072880010	圖書	贈閱	秘書處
33	認識中央銀行	012072890017	圖書	贈閱	秘書處
34	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻	1009004168	圖書	贈閱	秘書處
35	The Central Bank of China (Taiwan)	1009200895	圖書	贈閱	秘書處
36	印刷科技季刊	2007300032	季刊	100	中央印製廠
37	中央印製廠遷台 60 週年歷年印製 鈔券圖輯	1009701447	圖書	1,200	中央印製廠
38	中央造幣廠幣章圖鑑 82 年 92 年	1009200061	圖書	600	中央造幣廠

總經銷商：

一、「五南文化廣場」：

台中總店：40042 台中市中西區中山路 6 號

電話：(04) 2226-0330

傳真：(04) 2225-8234

台大法學店：10054 台北市中正區銅山街 1 號

電話：(02) 3322-4985

傳真：(02) 3322-4983

網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

二、「三民書局」：

重南店：10045 台北市中正區重慶南路一段 61 號

電話：(02) 2361-7511

傳真：(02) 2361-7711

復北店：10476 台北市中山區復興北路 386 號

電話：(02) 2500-6600

傳真：(02) 2506-4000

網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

三、國家書店松江門市：10485 台北市中山區松江路 209 號 1 樓

電話：(02) 2518-0207

傳真：(02) 2518-0778

網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

※※※※※※※※※※
檢 肅 貪 瀆
※※※※※※※※※※

中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界革新建言，歡迎多加利用：

中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第 5-64 號信箱

專線電話：02 — 23571870

傳真號碼：02 — 23571981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第 16-1 號信箱

專線電話：02 — 22157011

傳真號碼：02 — 22142636

中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第 224 號信箱

專線電話：03 — 3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03 — 3291412

※※※※※※※※※※
以 廉 潔 為 榮
以 貪 瀆 為 恥
※※※※※※※※※※

國際金融參考資料（第六十輯）

編者：中央銀行
發行人：彭淮南
主編：嚴宗大
編輯委員：林宗耀 陳一端 張炳耀 李光輝 汪建南 黃富櫻
行政編輯：黃富櫻
發行所：中央銀行經濟研究處
地址：10066 台北市羅斯福路 1 段 2 號第二大樓 6 樓
網址：http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/ifd/publish_ifd.asp
電話：(02) 2393-6161
總經銷商：中華民國政府出版品展售門市

一、「五南文化廣場」：

台中總店：40042 台中市中區中山路 6 號
電話：(04) 2226-0330
傳真：(04) 2225-8234
台大法學店：10054 台北市中正區銅山街 1 號
電話：(02) 3322-4985
傳真：(02) 3322-4983
網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

二、「三民書局」：

重南店：10045 台北市中正區重慶南路一段 61 號
電話：(02) 2361-7511
傳真：(02) 2361-7711
復北店：10476 台北市中山區復興北路 386 號
電話：(02) 2500-6600
傳真：(02) 2506-4000
網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

三、國家書店松江門市：10485 台北市中山區松江路 209 號 1 樓

電話：(02) 2518-0207
傳真：(02) 2518-0778
網路書店：<http://www.govbooks.com.tw>

印刷者：中央印製廠
地址：23152 台北縣新店市北宜路 2 段 200 號
電話：(02) 2217-1221
創刊：中華民國 67 年 9 月
出版：中華民國 99 年 12 月
刊期頻率：半年
定價：新臺幣 300 元

著作財產權人保留對本書依法所享有之所有著作權利。

欲重製、改作、編輯或公開口述本書全部或部分內容者，須先徵得著作財產權管理機關之同意或授權。（請洽經濟研究處，電話：2357-1781）