

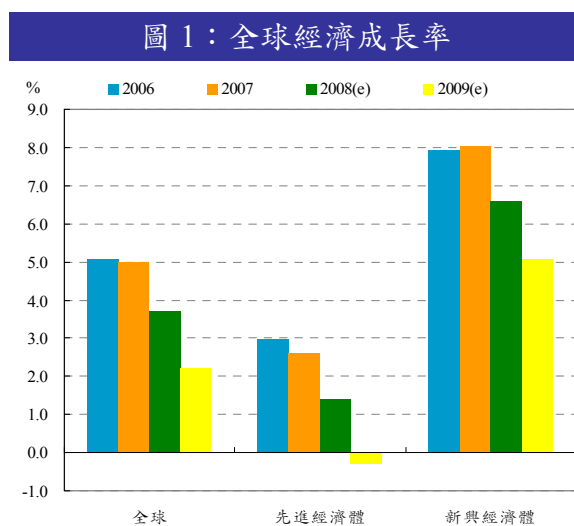
貳、國內外經濟金融情勢

一、國際經濟金融情勢

(一)全球經濟面臨下滑風險

受全球金融危機持續擴展、部分先進經濟體房價大幅修正，以及能源與其他商品價格仍高等因素之影響，全球經濟面臨下滑風險。國際貨幣基金(IMF)預估 2008 年全球經濟成長率為 3.7%，低於 2007 年之 5.0%。其中，歐美等先進經濟體受到較大衝擊，多數瀕臨經濟衰退，經濟成長率預估由 2007 年之 2.6%大幅下修至 2008 年之 1.4%；新興及開發中經濟體亦受影響而成長減緩，預估 2008 年經濟成長率為 6.6%，亦較 2007 年之 8.0%明顯下滑(圖 1)。

為穩定全球金融情勢並避免系統性危機，歐美等國陸續採取多項緊急因應措施。惟 IMF 預估金融體系降低財務槓桿之調整過程仍需持續一段期間，2009 年全球經濟成長力道將受其影響而走弱，全年經濟成長率為 2.2%，較 2008 年大幅下降 1.5 個百分點，係 2002 年以來最低水準。其中，先進經濟體預期出現戰後首次負成長 0.3%；新興經濟體成長亦減緩，惟尚能維持 5%以上(圖 1)。

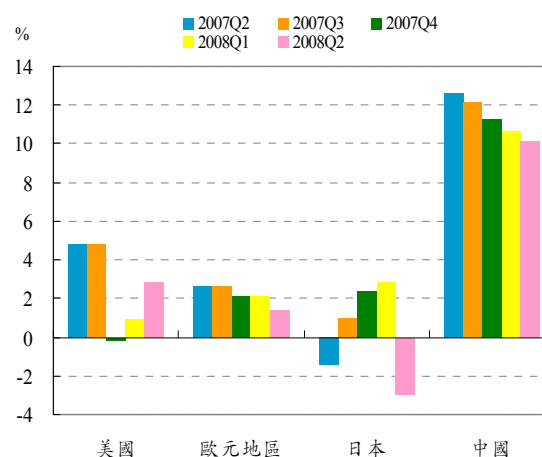


註：2008 年及 2009 年為 IMF 預測值。

資料來源：IMF, World Economic Outlook Update, November 2008.

先進經濟體中，依據美國商務部經濟分析局資料，美國 2007 年第 4 季經濟出現負成長 0.2%，雖然 2008 年第 2 季個人消費支出受退稅方案刺激而回升，加上輸出成長擴增，經濟成長率回升至 2.8%，惟仍較上年同期為低。歐盟統計局資料則顯示，歐元區 2008 年上半年經濟成長力道減弱，第 2 季經濟成長率下降至 1.4%；其中，家計部門消費支出、固定資本形成及輸出成長均持續衰退。另依據日本內閣府資料，日本 2008 年第 1 季經濟成長率擴增至 2.8%；惟第 2 季因民間消費支出、民間投資及輸出成長動能均轉弱，經濟轉呈負成長 3.0%(圖 2)。

圖 2：主要國家或地區經濟成長率



註：美國及日本係季節調整後數值，以季對季變動率轉換為年增率；歐元地區及中國採較上年同季之年增率。

資料來源：央行經研處、美國商務部經濟分析局、歐盟統計局、日本內閣府及中國統計局。

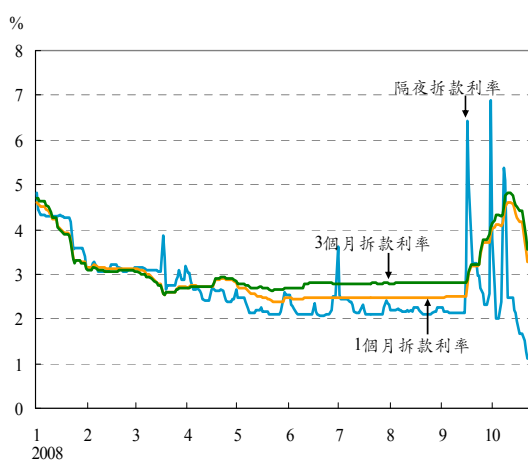
2008 年上半年新興及開發中經濟體受國內需求及淨輸出減緩之影響，經濟成長步調放緩，惟整體表現仍較先進經濟體為佳。其中，依據中國統計局資料，中國受惠於固定資產投資持續熱絡，2008 年第 1 季以前經濟仍能維持快速成長；但第 2 季受到國際景氣走緩及宏觀調控效應逐漸發酵影響，經濟成長率下滑至 10.1%，低於上年同期之 12.6%(圖 2)。

(二)全球金融危機持續擴展，各國採行多項穩定金融及振興經濟措施

2008 年第 3 季美國次級房貸問題引發之全球金融危機持續擴展，衝擊各國金融穩定(專欄 1)。7 月上旬美國 Fannie Mae 及 Freddie Mac 出現流動性問題，幸賴美國政府緊急融資及接管後暫告平息，惟 9 月中旬雷曼兄弟

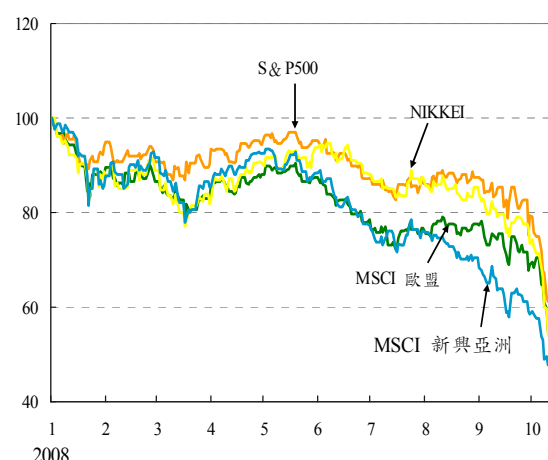
控股公司申請破產保護及美國國際集團(AIG)債信遭調降評等，銀行間拆款市場及貨幣市場大幅緊縮，倫敦銀行同業美元隔夜拆款利率(LIBOR)數度飆升，最高曾至 6.875%³(圖 3)。伴隨著該等發展，以及全球信用緊縮及投資人與存款人信心不足影響，歐美多家大型金融機構面臨存款人擠兌或短期資金籌措困難，出現流動性或倒閉危機。各國政府紛紛挹注市場鉅額流動性資金，提供緊急融資或挹注資本，並擴大存款保險範圍(甚至提供存款全額保障)，以降低系統性風險。部分財政狀況不佳或外債比重過高之國家更出現債務償付困難，仰賴 IMF 提供緊急貸款以度過危機。而在全球金融危機加劇及景氣下滑疑慮加深之際，全球股市大幅下挫，單日跌幅屢創歷史紀錄，尤以新興亞洲股市下跌幅度最大(圖 4)。

圖 3：倫敦銀行同業美元拆款利率走勢



資料來源：Bloomberg。

圖 4：國際股價指數表現



註：1.2008 年 1 月為基期=100

2.MSCI 歐盟指數包括歐洲經濟暨貨幣聯盟國家及英國。

資料來源：Bloomberg。

IMF於2008年10月預估美國次級房貸問題引發之放款及證券損失將增加至1.4兆美元⁴，且預期金融體系降低財務槓桿過程將持續影響信用供給及

³ 2008 年 9 月 30 日 LIBOR 美元隔夜拆款利率由前一日之 2.56875%跳升至 6.875%，為七年半來最高。

⁴ 與 2008 年 4 月 IMF 估計損失 9,450 億美元比較，10 月預估損失增加約 49%。

提高信用成本，進而衝擊總體經濟。各國政府為穩定金融及提振經濟，陸續採行多項緊急因應措施(專欄2)，其中穩定金融措施已發揮效果，系統性危機暫獲緩解，惟提振經濟措施之成效，仍待時間觀察。此外，依據IMF評估，未來全球金融體系仍面臨下列系統性風險：(1)由民間部門募集新資金益形困難，導致部分金融機構資本不足；(2)若無政府協助，美國之政府贊助機構(GSEs)將無法承擔大額損失及支撐美國房貸及不動產市場；(3)信用損失增加進一步引發銀行倒閉問題，擴大存款保險基金不足之疑慮；(4)信用衍生性商品及附買回市場之交割風險，可能使交易對手風險疑慮加深；(5)金融機構降低財務槓桿及進行整併，導致許多重要金融商品市場交易量萎縮，且限縮市場參與者調整部位之能力；(6)貨幣市場共同基金因應贖回壓力，需仰賴拆款市場取得資金及降低商業本票投資，導致拆款市場壓力大增，企業部門融資來源減少且融資成本提高；(7)政府支援承諾增加，可能將民間部門風險移轉至政府部門，升高主權風險疑慮。

(三)原油及原物料價格回降，通膨壓力稍獲緩解

2008年初以來，國際原油與穀物等大宗物資受到供給趨緊、需求擴增及美元貶值影響，價格持續飆漲，西德州原油每桶現貨價格於7月漲至145.29美元之歷史新高，原油以外大宗物資價格指數⁵亦於3月衝破3000點(圖5)，全球通貨膨脹壓力大增。嗣

圖5：國際原油及大宗物資價格走勢



資料來源：Bloomberg、路透社。

⁵ 原油以外大宗物資指數係採 Reuters Commodity Index，包括大麥、豬肉、玉米、銅、糖、油菜籽、油菜油、咖啡、黃豆粉、鋅、橡膠、鉛、可可、羊毛、米、錫及棉等17種大宗物資。

後，受到全球推動節能、原油期貨投機部位大量撤出及全球經濟衰退疑慮等因素衝擊原油需求，以及生產國增加供應之帶動下，國際原油及大宗物資價格自高點大幅回落，漸趨穩定。

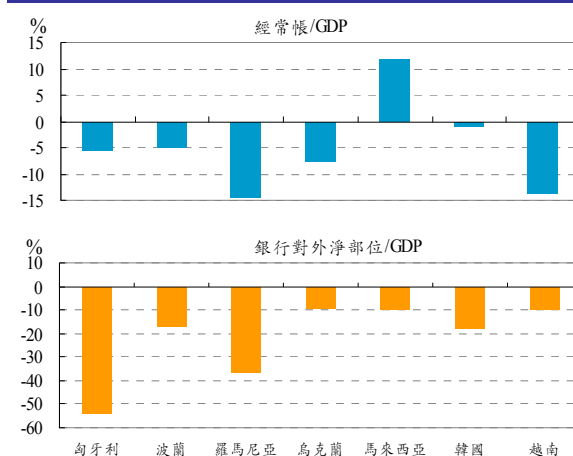
IMF 預估國際商品價格回穩、全球經濟活動走緩與產出缺口趨增，應有助於紓解通膨壓力，2009 年先進經濟體之通膨水準可望由上年之 3.6% 下降為 1.4%，新興經濟體之通貨膨脹率亦將由上年之 9.2% 下修至 7.1%，惟部分新興國家因商品價格仍高及國內供給持續緊縮等因素，仍面臨不小通貨膨脹風險。

(四)新興市場承受衝擊能力正面臨考驗

新興市場過去被認為足以承受源自先進經濟體之金融與經濟衝擊，惟隨著全球金融危機加劇，其承受衝擊能力正逐漸受到考驗。其中，新興亞洲因通貨膨脹及貿易條件惡化，以及全球景氣走緩對其衝擊之疑慮升高，顯得更為脆弱；拉丁美洲因近期原物料價格下跌，以致對其是否有能力抵抗全球經濟走緩之質疑升高；過去國內信用及通貨膨脹快速上升之新興歐洲，部分正面臨信用循環反轉，經濟大幅下滑及區域信用緊縮之風險大增。

由於美國次級房貸風暴持續擴展，美元資金需求殷切，加上新興市場之風險提高，共同基金及退休基金等機構法人縮減甚至撤回對新興市場之證券投資，其中以亞洲地區最為嚴

圖 6：部分新興市場國家之金融健全指標



註：1. IMF 採用之警戒值為經常帳/GDP 低於-5%，以及銀行對外淨部位/GDP 低於-10%。

2. 經常帳及 GDP 係 IMF 之 2008 年預測值；銀行對外淨部位係 BIS 之 2008 年 3 月統計值。

資料來源：IMF “Global Financial Stability Report”, October 2008.

重，導致各經濟體之股價大幅滑落。此外，資金持續撤離新興市場，加上國外融資益加困難及成本大增，大幅仰賴國外融資且外匯存底偏低之國家(圖6)將面臨更大挑戰。若國外融資困境無法紓解甚或繼續惡化，部分財務槓桿程度較高及過去國內信用成長特別快速之經濟體，其銀行體系將面臨嚴重資金短缺之壓力。

專欄 1：主要國家最新金融穩定報告之重點內容

一、國際貨幣基金(IMF)「全球金融穩定報告」(2008年10月)

信用市場壓力及擴散效應導致金融進一步緊縮，全球總體經濟風險持續升高，且隨著信用惡化狀況擴展，金融機構面臨沉重壓力，系統性風險因而上升。雖然各國央行聯合採取緊急措施以降低系統性風險，惟市場風險及流動性風險已然上升，且風險承擔意願(risk appetite)持續下降。此外，受全球降低財務槓桿及對新興市場資產投資意願縮減之影響，新興市場之整體風險上升，脆弱度提高。

截至目前，金融體系已認列大額資產減損，惟預期未來將有更多減損發生。IMF 預估全球持有由美國發行及證券化之不動產抵押債權、消費性債權及企業債權部位，資產減損總額將達 1.4 兆美元(4 月時預估 9,450 億美元)，主要因優良不動產抵押放款(prime mortgage loans)及企業放款損失高於預期，以及相關債券之信用價差擴大所致。

IMF 建議各國監理機關採取因應措施時，宜遵循下列五項原則：(1)因應措施應廣泛、及時且充分溝通；(2)各國採取之因應政策應協調一致，以避免對其他國家產生不利衝擊；(3)及早察覺緊張情勢，以確保快速回應；(4)確保政府緊急干預係暫時性措施，且維護納稅人利益；(5)以更健全、具競爭性且有效率之金融體系為中期目標。

二、英格蘭銀行「金融穩定報告」(2008年10月)

過去幾個禮拜，全球銀行體系遭逢第一次世界大戰以來最大之金融動盪時期。此一不穩定根源於信用持續過度擴張所引發之金融體系內部問題，包括資產負債規模快速膨脹、創造出在較不利環境下流動性及信用品質均呈現不確定之資產、以及脆弱的

融資結構。過去一年來銀行體系所面臨的沉重壓力，已使經濟走緩及銀行損失擴大之情勢愈加明顯。進一步的資產價格持續下跌所導致的惡性循環、信用緊縮及經濟成長趨緩，更使得疑懼加深。而部分金融機構因全球銀行業間融資網路嚴重失序而面臨倒閉，更使國際及英國金融體系之緊張情勢升高。

英國政府於 2008 年 10 月 8 日發布一套金融紓困措施，包括挹注資本以強化銀行韌性，並對銀行流動性部位提供保證，其他國家亦依循類似原則發布因應措施，初步跡象顯示該等措施已發揮支撐金融體系之作用。惟金融體系仍面臨重大風險，主要包括：(1)隨著總體經濟風險及交易對手風險上升，銀行資產組合價值面臨之不確定性增加；(2)長期間之風險定價低估及資產負債規模擴張，導致銀行資本不適足，危及銀行體系信心；(3)銀行結構上高度仰賴批發融資市場，其運作功能受損導致再融資風險(rollover risk)升高；(4)融資模式及資產暴險全球化，使得全球金融體系中金融機構間的相互連結未被充分認知。

為因應當前嚴峻之金融危機，英國已採行及英格蘭銀行建議進一步採行之措施，主要包括：(1)由政府出資援助銀行體系進行資本重建，包括以公共資金直接投資；(2)透過各種央行擴張性操作，直接挹注額外流動性；(3)對金融機構新發行之短期及中期債務工具提供暫時性保證，以協助其籌措充裕資金；(4)中期而言，部分銀行應調整其融資結構，發展更具持續性之融資模式；(4)透過現有監理架構及新的逆景氣循環政策，重新考量因應系統性風險之防範措施。

三、日本央行「金融體系報告」(2008 年 9 月)

日本金融體系整體上尚稱穩定，金融情勢因國內利率相對於經濟活動仍處於低檔，尚能維持平穩。美國次級房貸問題雖使日本金融機構損失增加，惟金融機構目前獲利水準及資本強度足以吸收該等損失，不會影響金融體系之穩定。

此外，銀行提升核心獲利之績效欠佳，且銀行間獲利與資本健全度之落差亦逐漸擴大。可能危及金融穩定之信用快速擴張及過度承擔風險行為雖多已受到限縮，惟信用風險隨經濟成長衰退而趨增。主要銀行之股票市場風險占整體風險之比重逐漸上揚。房貸業務因擴大優惠利率幅度致利潤大幅萎縮，利率風險大增，其中區域銀行利

率風險普遍高於大型銀行。主要銀行及區域銀行近年來資本適足率逐漸改善，惟隨著證券投資未實現利益減少(或未實現損失增加)，改善速度減緩。

日本金融機構仍面臨數項管理上挑戰，包括銀行同質性競爭導致銀行獲利無法提升，獲利較大之國際業務及金融服務業務比重仍然偏低；區域性銀行有必要藉由合併或管理整合以提高經濟規模，提升成本優勢與獲利效率。

四、澳洲央行「金融穩定評論」(2008年9月)

澳洲金融體系在因應近期金融動盪之表現較其他國家為佳。銀行體系資本適足，國內金融機構對美國次級房貸之暴險有限，獲利能力良好，且問題放款比率仍低；惟該國金融體系亦感受到全球金融體系問題所帶來之衝擊，包括銀行股價重挫及融資成本遽增。市場不確定性普遍上升，導致銀行放款態度益趨審慎，且更注意其融資來源。部分銀行針對少數高財務槓桿機構之暴險及間接持有之美國次級房貸暴險部位，已提列大額損失準備，惟整體銀行問題放款占總資產之比率仍低於1990年代中期以來之平均水準。隨著消費成長減緩，家計部門信用需求亦下降，儘管部分家庭正面臨財務困境，惟整體房貸逾放比率與去年相比變動不大，相較於歷史資料及國際標準則仍維持低水準。

五、歐洲央行「金融穩定評論」(2008年6月)

雖然歐元地區多數金融機構資本仍適足，惟金融體系隨著國際金融情勢動盪正經歷一場大幅且進一步之調整。某些風險較6個月前升高，主要因美國經濟前景欠佳導致房市情勢進一步惡化，成熟經濟體銀行之評價損失遠超乎預期，以及銀行大幅緊縮其授信標準。當銀行尋求強化其流動性及資本狀況之際，金融體系內之調整過程可能持續一段時間，意味著未來資產負債可能縮減，且在不利情境下，此項調整可能使信用中介功能受損，嚴重時更將衝擊實質經濟。

歐元地區金融穩定前景面臨高度不確定性，主要取決於總體經濟情勢(特別是美國房地產狀況)之發展，以及各國政府及金融業者所採取恢復金融體系信心及強化復原力之行動及措施而定。

專欄 2：近期國際間主要國家採行之穩定金融及振興經濟措施

2008 年 9 月起，美國次級房貸風暴引發之金融危機持續發展，且蔓延至世界各國，不僅使全球金融市場動盪不安，全球經濟亦面臨衰退風險。以美國為首之各國政府陸續採取多項穩定金融措施，歐盟、G7、IMF 及歐元區亦展開聯合政策行動，共同因應全球危機。另針對金融動盪引發全球經濟衰退風險，各國亦陸續推出多項振興經濟方案，期能降低經濟衰退之幅度及衝擊。茲彙整近期主要國家採行之穩定金融及振興經濟相關措施於次：

一、穩定金融措施

(一) 挹注市場所需流動性資金

為解決市場流動性不足之問題，英、美等多國央行採取之措施包括：(1)新增多項資金融通機制及擴大附買回操作擔保品範圍，對金融體系挹注充分流動性；(2)多國央行數次大幅調降政策利率或存款準備率，以寬鬆市場資金；(3)主要國家間建立短期美元換匯機制，以紓解美元短期資金之市場壓力。

(二) 政府擔保銀行間拆借及提高存款保障

為解決銀行間借款市場信用緊縮問題，英國及歐元區 15 國先後宣布動用公共資金擔保銀行間拆借，美國、義大利等數國亦對銀行發行之債票券提供擔保。另為穩定存款人信心，英、美、歐盟 27 國及部分新興國家相繼提高存款保險額度或提供存款全額保障。

(三) 對問題金融機構進行紓困

為避免重要金融機構倒閉引發系統性危機，歐美多國政府陸續透過提供貸款、直接入股、收歸國有或協調同業收購等方式，對問題金融機構進行紓困，例如 Fannie Mae、Freddie Mac、AIG、Citigroup、UBS、Fortis、Dexia SA、ING 及其他多家金融機構，均接受政府援助以暫時解除危機。

(四) 拯救股市

金融危機擴展及經濟衰退疑慮導致全球股市重挫。為拯救各國股市，歐美多國及

部分亞洲國家相繼採取全面禁止放空金融股或禁止無券放空所有股票等措施，在部分股市暴跌之國家，例如冰島、俄羅斯、巴西、印尼等，甚至暫停股市交易。此外，南韓、日本放寬企業實施庫藏股之相關規定；中國則調降證券交易印花稅至 0.1%，以活絡股市交易。

(五) 其他穩定金融行動

除各國採取之措施外，國際組織亦採取聯合政策行動，例如 G7 財政部長與中央銀行總裁會議發表聯合聲明，提出 5 點救市行動計畫^註；歐元區 15 國領袖就金融紓困架構取得共識，依各國國情及需要採取紓困措施；IMF 亦宣布啟動緊急融資機制，金援有財務困難之會員國。此外，國際會計準則委員會(IASB)為降低金融機構受公平價值會計之衝擊，亦修訂國際會計準則(IAS)第 39 號及國際財務報告準則(IFRS)第 7 號公報，允許在特定條件下，交易目的之金融資產可重分類至非交易目的，而無須按公平價值評價。

二、振興經濟措施

(一) 援助房市

房價下跌是此波金融危機之根源。為援助房市，美國於 2008 年 7 月推出「房屋與經濟復甦法案」(Housing and Economic Recovery Act)，措施內容包括轉換部分房貸為 30 年期固定利率之美國政府保證房貸、對房貸戶及房價受創社區提供協助、以及提高政府保證房貸上限等。英國亦於 2008 年 9 月宣布「房市援助方案」(Homeowners Support Package)，提出降低房屋稅減免門檻、提供低收入戶首次購屋無息貸款及由政府買屋回租等措施。另日本、韓國、澳大利亞及中國政府亦分別推出提高房貸免稅扣除額、調降房屋稅賦、提高首次購屋補助及住房保障計畫等措施。

(二) 減免租稅

美國於 2008 年初率先推出以退稅為主之振興經濟方案，隨後英國、法國、日本、韓國、中國、印度及新加坡等相繼仿效，推出相關稅務改革措施，以提振民間消費及投資，例如美國、日本、韓國、印度及新加坡等對個人減稅或退稅；美國、法國、韓國及印度調降企業相關稅負；英國調降消費增值稅與中低收入戶所得稅，並提高富人

稅賦；德國提供購車賦稅減免；韓國調降遺產稅率；以及中國提高部分產品出口退稅率及調降個人購屋相關稅率等。

(三) 擴大公共支出

英國、德國、澳大利亞、日本、韓國及中國等國政府陸續推出大規模之擴大公共支出方案，期透過加速進行各項公共建設以提振內需，避免經濟進一步下滑。其中，韓國及中國分別於 2008 年 9 月及 11 月推出擴大公共支出相關之振興經濟方案，規模高達其 GDP 之 17.9% 及 16.2%。

(四) 對企業及個人提供協助

為降低經濟衰退對不同部門或產業之衝擊，各國政府依其國情，針對不同產業或部門採取財政支援或貸款協助等措施，主要協助對象包括中低收入戶、就業勞工、中小企業及營建業等。

註：5 點救市行動計畫包括：(1) 支援重要金融機構，防止倒閉；(2) 採取措施確保銀行及其他金融機構取得流動性及融資資金；(3) 確保金融機構籌措足夠資金，以持續對家庭及企業提供貸款；(4) 強化存款保險與保障方案，維持存款人信心；(5) 重振房貸與其他證券化資產市場，並確實評估資產價值及加強資訊透明化，且實施高品質之會計準則。

二、國內經濟金融情勢

我國 97 年經濟成長預期趨緩，物價上漲壓力減輕；外匯存底充裕及經常帳維持順差，短期償債能力堅強；外債規模增加，惟外債償付能力尚佳；政府財政赤字可能擴大，債務餘額漸增，惟仍低於國際警訊標準。

(一) 97 年經濟成長預期減緩

97 年上半年，在亞洲區域貿易表現仍佳下，我國出口成長動能強勁，經濟成長率達 5.40%。惟下半年，隨全球經濟景氣走緩，削弱我國出口成長動能，加上民間消費低迷及民間投資不振等不利因素，行政院主計處初步統計 97 年第 3 季經濟轉呈負成長 1.02%，且預測第 4 季亦將負成長 1.73%，全