

此外，許多金融機構對暴露於次級房貸有關之多項風險，包括投資ABS及CDO等金融商品、提供流動性額度、以及暴露於交易對手風險與所屬SIVs之信譽風險等，多未整合並進行管理，因而不瞭解對次級房貸暴險已有高度集中情形，導致危機引爆後一連串損失陸續浮現。

## 6. 公平價值會計及Basel II導致金融機構產生順景氣循環之槓桿操作

公平價值會計及新巴塞爾資本協定(Basel II)有加重順景氣循環之效果。當景氣擴張時，資產公平價值上揚，金融機構財務槓桿比率下降，且資本適足率上升，因此有能力借入更多款項以擴增資產，產生正面反饋循環(positive feedback loop)，使景氣更為擴張；相反地，景氣收縮時，銀行緊縮資產，導致景氣更為衰退。此類順景氣循環效果，增加金融機構在不景氣時之經營壓力及金融體系之不穩定。

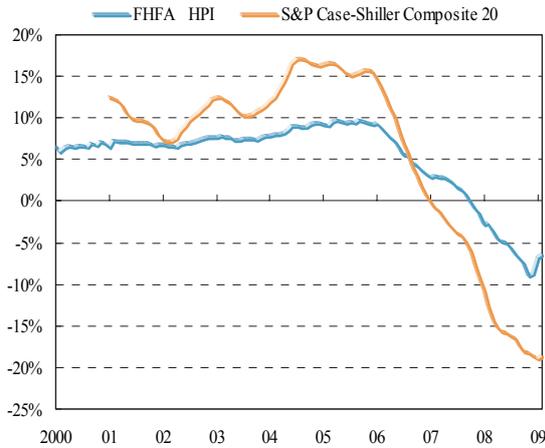
## 二、對全球金融及經濟之影響

源自工業先進國家之金融危機，業已對經濟與金融造成嚴重影響，並外溢至新興經濟體及開發中國家，形成全球性災難。在金融面，金融機構發生鉅額虧損，逾放比率不斷上升，信用價差居高不下，股市劇幅波動。在實質經濟面，經濟嚴重衰退，消費信心低落，失業率攀升，通貨緊縮風險升高。

### (一) 房屋市場萎靡不振，價量雙跌

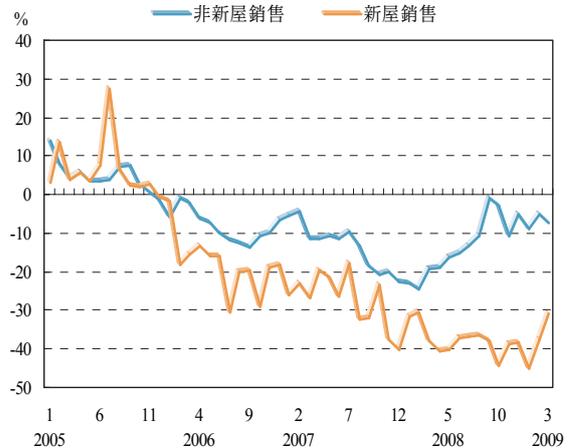
美國2001至2004年間之寬鬆貨幣政策，加上房市榮景與房價不跌之迷思，以及房屋抵押貸款機構大幅放寬貸放條件等因素，造成房貸風暴。影響所及，全球主要國家之房屋市場均出現萎靡不振，價量雙跌之景象，其中以金融風暴起源地之美國最為嚴重。圖1顯示美國房屋價格指數年增率自2006年起明顯下降，2007年起出現負成長。圖2顯示美國新屋與非新屋銷售年增率，自2005年12月起出現負成長走勢，其中新屋銷售不斷下滑，2009年1月更較上年同期減少48.2%。但值得注意的是，2009年1月之後美國房屋價格指數及房屋銷售年增率之衰退幅度已稍減緩。

圖1：美國房屋價格指數年增率



資料來源：Federal Housing Finance Agency；S&P。

圖2：美國新屋與非新屋銷售年增率



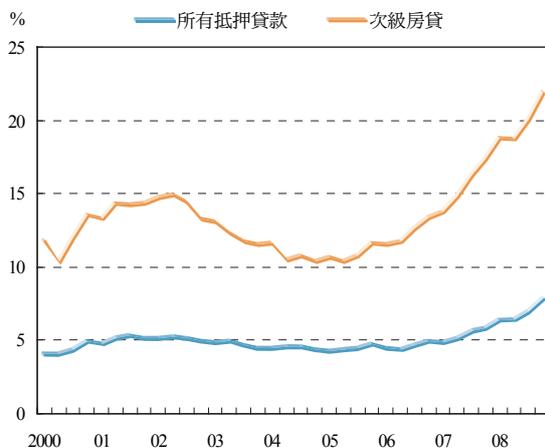
資料來源：Bloomberg。

## (二) 金融機構嚴重虧損，金融市場混亂

### 1. 金融機構嚴重虧損

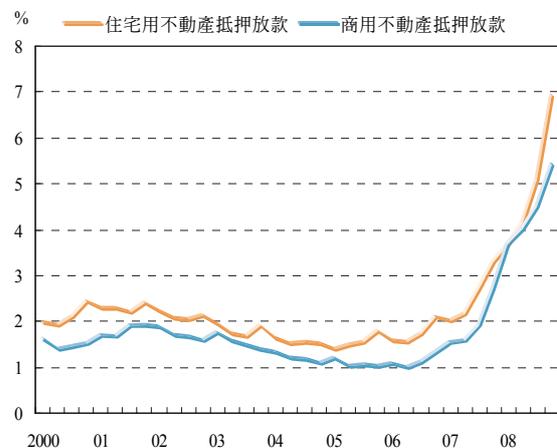
次級房貸風暴之衝擊，不僅使金融機構之逾放比率提高(圖3、圖4)，授信標準轉趨緊縮<sup>4</sup>(圖5)，亦因證券化籌資之經營模式，波及以抵押房貸等資產池為擔保品之證券化資產。在市場信心渙散及資產拋售之影響下，資產價格下挫至偏離市場行情。另因停損設計及公平價值會計準則之機制，造成金融機構嚴重虧損，其虧損之不確定性進一步挫低市場信心，同時產生資金緊俏、銀行不願借

圖3：美國銀行業抵押貸款逾放比率



資料來源：Bloomberg。

圖4：美國商業銀行逾放比率



註：逾期放款係指本息逾期 30 天以上之放款。

資料來源：Fed。

<sup>4</sup> 2009年1月起美國金融機構之授信標準已稍有放寬。

出資金及資金短缺銀行告貸無門之現象，金融機構面臨嚴峻之流動性風險及信用風險。

國際貨幣基金(IMF)不斷向上修正全球投資人持有與美國有關資產之損失估計數，2009年4月估計損失高達2.7兆美元<sup>5</sup>。若干國際大型金融機構不堪虧損打擊，紛紛向央行或財政部申請金援、紓困或被併購，例如美國之貝爾斯登、美林、花旗集團及AIG集團等；或投資銀行申請轉型為銀行控股公司，如高盛(Goldman Sachs)及摩根史坦利(Morgan Stanley)；或金融巨人應聲倒下，聲請破產保護，例如美國之雷曼兄弟公司。

## 2. 金融市場混亂

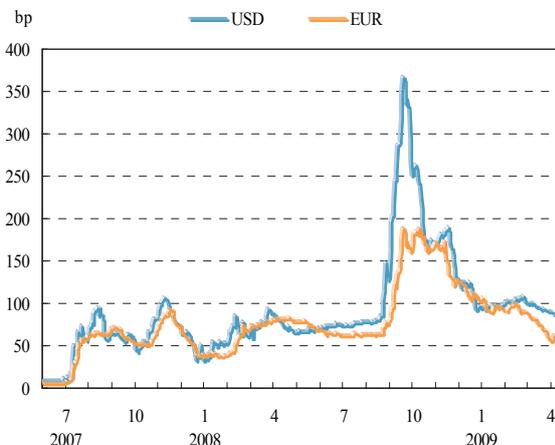
市場資金趨緊，導致利率上揚，特別是短期利率部分。圖6顯示美元三個月期Libor利率與三個月期OIS (Overnight Index Swaps)利率間之差距在2007年8月金融危機發生後即不斷擴大，並於2008年10月11日達到366 bp高峰；2009年3月底

圖5：美國金融機構授信標準



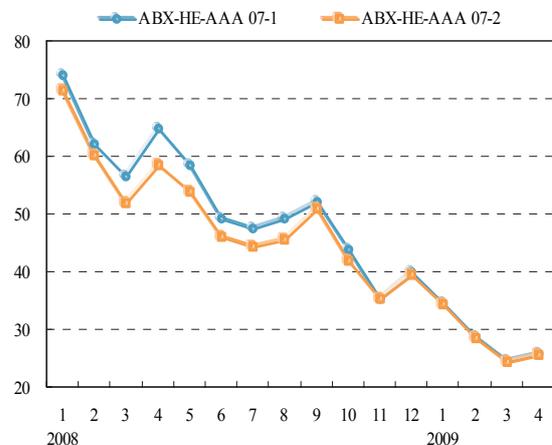
資料來源：Fed, "Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices"。

圖6：三個月期LIBOR-OIS利率差距



資料來源：Bloomberg。

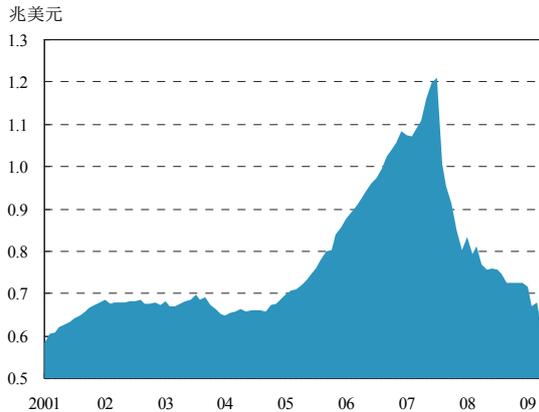
圖7：ABX指數變動



資料來源：Bloomberg。

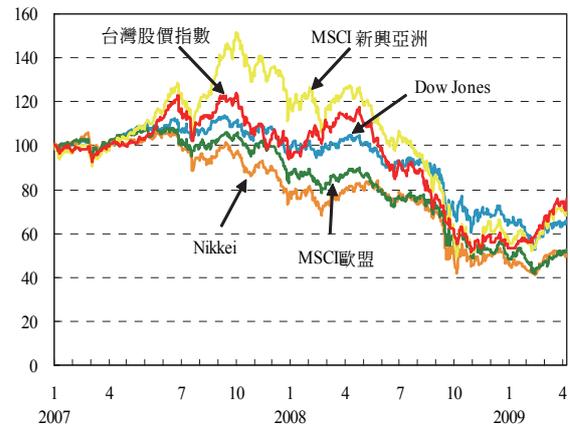
<sup>5</sup> IMF數度上修與美國有關資產之估計損失，由2008年4月之9,450億美元，2008年10月之1.4兆美元，2009年1月之2.2兆美元，至2009年4月之2.7兆元。若加計與歐洲及日本有關資產之損失，則IMF最新估計全球投資人損失高達4.1兆美元。

圖8：美國ABCP流通餘額



資料來源：Fed。

圖9：全球主要股價指數走勢



註：2007/1/2=100。

資料來源：Bloomberg。

起兩者間之差距雖已低於100 bp，但仍高於金融危機以前的水準。次級房貸擔保證券(ABX)指數亦明顯下滑，顯示該等資產價值縮水，風險提高(圖7)。此外，金融危機亦使金融市場規模嚴重縮水，例如美國ABCP市場流通餘額由2007年7月之1.21兆美元，萎縮至2009年4月僅0.61兆美元(圖8)。

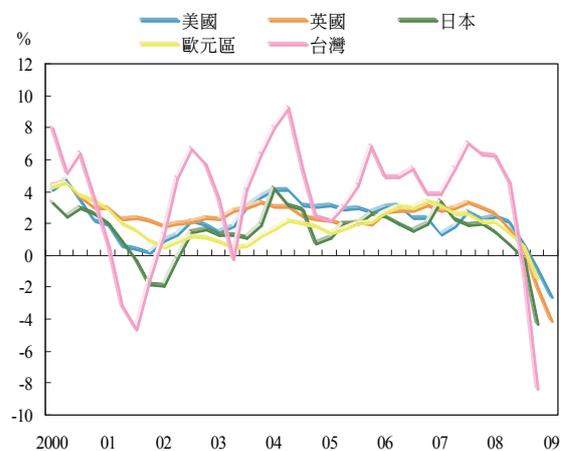
金融危機亦導致股市劇幅波動。圖9顯示美國、日本、歐洲、新興亞洲之股價指數皆持續下挫，至2009年3月中旬起始反轉上揚。

### (三) 經濟嚴重衰退，通貨緊縮風險升高

#### 1. 經濟嚴重衰退

金融危機之後續效應，導致經濟嚴重衰退。圖10顯示，美、英、日及歐洲地區等工業先進國家之經濟在2008年第3或第4季開始出現負成長。另一方面，IMF亦不斷下修其經濟成長預測值，2009年4月預估2009年全球經濟成長率為-1.3%，較危機前2007年之5.2%大幅下滑；美國經濟成長率則由2007年之2.0%，預估大幅下降至2009年之-2.8%。

圖10：各國經濟成長率



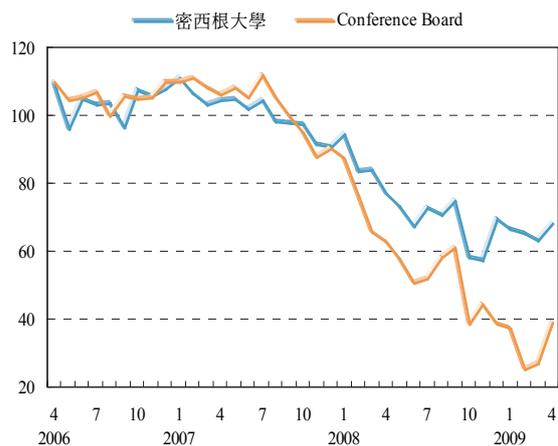
資料來源：Bloomberg。

新興經濟體及開發中國家大都以出口為主，其經濟成長亦受工業先進國家經濟衰退之外溢衝擊。2009年4月IMF預測該等經濟體之經濟成長率由2007年之8.3%，大幅衰退為2009年之1.6%。

## 2. 消費信心低落

信心係維繫市場與經濟運作之最關鍵因素。本次金融危機一再惡化，其問題癥結即出在市場信心潰散，而如何恢復信心，一直係各國政府努力之目標。遺憾的是，全球金融危機發生後之諸多不確定性，導致大眾信心一直無法恢復。美國密西根大學及Conference Board之消費者信心指數顯示，消費者信心持續下探，後者信心指數甚至僅及前者之1/2弱，對未來消費者信心出現極度悲觀看法(圖11)。英國與德國亦出現相同之信心低落現象；前者消費者信心指數由2007年1月之-7降至2009年2月之-35，同期間德國消費者信心指數則由99降至71。惟2009年初以來，除德國外，美、英兩國之消費者信心指數已稍有止跌回升之跡象，其中美國密西根大學及Conference Board之4月份消費者信心指數分別回升至68.3及39.2，英國則升至-27。

圖11：美國消費者信心指數

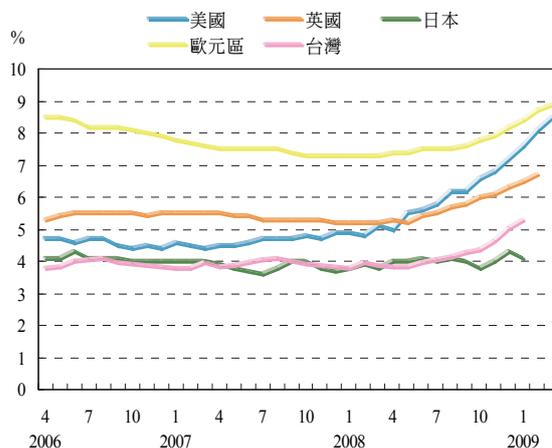


資料來源：Bloomberg。

## 3. 失業率攀升

金融危機造成景氣衰退，金融機構及企業在嚴重虧損威脅下連番大幅裁員，致各國失業率明顯攀升。圖12顯示，美、英、日、歐洲地區等工業先進國家之失業率均自2008年下半年起顯著攀升，2009年3月美國及歐元區失業率均高達8%以上。新興經濟體

圖12：各國失業率



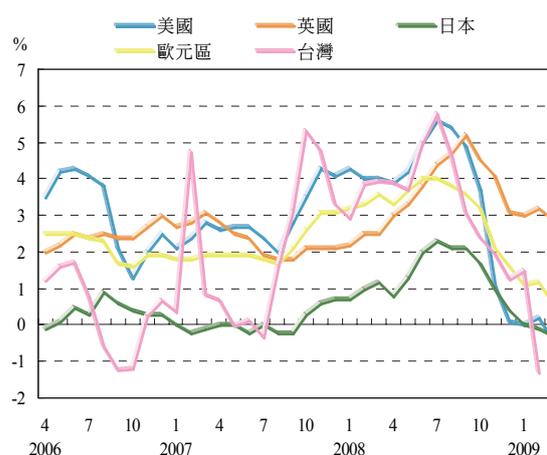
資料來源：Bloomberg。

亦面臨失業人口激增問題。國際勞工組織統計資料顯示，新興經濟體2008年失業人口增加8百萬人，失業率為5.9%；並預測其2009年失業人口將增加3千2百萬人。

#### 4. 通貨緊縮風險升高

消費信心低落、失業率攀高及經濟嚴重衰退等，導致個人所得明顯縮水。消費者物價指數年增率自2008年下半年起節節下降(圖13)，各國通貨緊縮風險升高。IMF 2009年4月公布預測資料顯示，先進國家之消費者物價年增率由2008年之3.4%降至2009年之-0.2%低水準，而同期間新興經濟體及開發中國家亦由9.3%遽降至5.7%。

圖13：各國消費者物價指數



資料來源：Bloomberg。

#### (四) 貨幣政策面臨嚴峻挑戰

為因應此次金融危機，各國央行除採取降息等傳統貨幣政策外，並推出一系列包括放寬擔保品規定、採行多項創新工具及直接對非金融機構融通等非常措施，似乎反映傳統貨幣政策操作有其限制，亦顯示往昔成功之貨幣政策操作經驗似不足以因應此次危機。究其原因，主要係近數十年來金融市場結構變遷，部分國家(例如美國)之金融中介由銀行基礎(bank-based)轉為市場基礎(market-based)；另一方面，銀行為因應變局，大幅調整其傳統吸收存款之籌資模式，改採證券化方式或由批發性資金市場籌措資金。凡此種種變遷，直接衝擊傳統以銀行為基礎之貨幣政策架構設計及其傳遞機制。各國央行已分別進行檢討，以因應未來可能發生之類似危機。

### 三、主要國家之穩定金融及振興經濟措施

為因應此次金融危機帶來之衝擊，各國政府採取多項措施以穩定金融市場，並輔以擴張性財政政策以刺激景氣。