

行政院及所屬各機關出國報告
(出國類別：其他)

參加環球透視機構
「2008年秋季世界經濟展望會議」報告

服務機關：行政院經濟建設委員會

出國人 職 稱：研究員

姓 名：謝中琮

出國地區：美國

出國期間：民國 97 年 10 月 26 日至 11 月 4 日

報告日期：民國 98 年 1 月 16 日

參加環球透視機構「2008年秋季世界經濟展望會議」報告

摘 要

2008年10月28及29日環球透視機構(Global Insight Inc.)召開「2008年秋季世界經濟展望會議」，會中專家學者除發表全球總體與各區域經濟展望分析外，並就美國次級房貸風暴所引發之全球金融危機，探討其發生的原因、對金融面與經濟面的影響，以及啟示等。

美國次級房貸危機所引發的全球金融風暴持續擴散，至2008年9月因多家大型金融機構發生倒閉或財務危機而使金融市場趨於嚴峻，重創美國經濟並波及歐亞各區域，全球景氣加速惡化，全球經濟正面臨二次大戰以來最險峻的危機。依據環球透視機構2008年12月預測，2008年全球經濟成長率為2.5%，2009年將降至0.2%，2010年將回升至2.7%。

探討此次全球金融危機發生的原因，主要是美國由寬轉緊的貨幣政策促使房市泡沫化，而在次級房貸證券化下，次級房貸被包裝成債務抵押債券(CDO)等衍生性商品銷售至世界各地，一方面因房價下跌和房貸違約攀升，帶動相關金融商品價值重挫，金融機構陸續爆發財務危機或倒閉，造成金融市場恐慌，銀行信貸緊縮，市場流動性急速冷卻；另一方面因國際金融市場與美國金融市場連動性高，進而引發全球金融海嘯。

全球金融危機帶來金融面與經濟面的影響，不僅房市冷卻、信貸市場緊縮、股市重挫、全球約6,500億美元的財務損失，也使得全球經濟衰退和通貨緊縮風險升高。此次美國次級房貸危機的啟示包括：解除金融管制似應有限度、金融機構應落實內部風險控管、加強嚴格的金融監理、建立確實、具公信力之信用評等機制、加強國際金融監管制度等。

此次出席環球透視機構舉辦之世界經濟展望會議，會中能與各地的經濟專家，就全球經濟情勢與全球金融危機進行研討，並順道拜會芝加哥大學商學院蔡瑞胸教授，請益有關金融危機對美國經濟影響之看法，獲益良多。此次美國發生金融危機值得我國警惕與省思，解除金融管制似應有限度、實施嚴格的金融監理、建立確實且具公信力之信用評等機制、加強國際金融監管制度等啟示都是我國可以參考借鏡之處。

目 次

壹、會議目的及過程.....	3
貳、會議內容重點.....	4
一、全球經濟展望.....	4
(一) 綜述.....	4
(二) 各區域經濟	
1.美國經濟.....	6
2.歐元區經濟.....	9
3.日本經濟.....	10
4.亞太地區(日本以外)經濟.....	12
(三) 國際油價.....	14
二、全球金融危機.....	14
(一) 成因.....	14
(二) 影響.....	16
(二) 啟示.....	22
參、心得與建議.....	24
附錄：會議資料.....	25

壹、會議目的及過程

環球透視機構（Global Insight Inc.）為全球知名的經濟預測與商業諮詢機構，成立於2001年3月，它是由DRI（Data Resources Inc.）、WEFA（Wharton Econometric Forecasting Associates）、DAFSA、GlobalIn Tech及Decision Economics等經濟、金融資訊機構所組成。該機構於2008年10月被IHS Inc.所併購，因而改名為IHS Global Insight Inc.。

目前該機構在14個國家擁有25間辦公室，員工共計700名，其中有325名以上的專業分析師、研究員及經濟學家，隨時收集170個產業及200個國家的最新資訊，提供各種經濟、金融、政治與市場面的分析、預測和諮詢服務；該機構擁有全球超過3,800個涵蓋商界、金融界和政府機構的客戶。

本會為環球透視機構之會員，每年均派員參加其舉辦之世界經濟展望會議。此次秋季世界經濟展望會議於2008年10月28至29日在美國芝加哥舉行，共計有來自美洲、歐洲、亞洲等地區之產、官、學界代表共同參與。會中除有環球透視機構的專家提供全球各區域經濟分析之外，更有芝加哥大學經濟學教授Harald Uhlig、國際貨幣基金(IMF)資深經濟學家Rebecca McCaughrin以及多位產業界的資深經理人或經濟學家，針對專精領域發表精闢之報告。參加此類會議，不僅增進對國際經濟動向的瞭解，確實掌握全球重要金融、經濟議題的發展情形，提供多元思考，並能與各國學者專家進行交流的機會，實獲益良多。

貳、會議內容重點

此次會議的主題為「全球經濟困惑的合理解釋(Making Sense of the Global Economic Puzzle)」，探討內容除全球經濟情勢與展望、國際油價展望、全球經濟成長減緩對產業的影響等之外，並包括全球金融危機發生的成因、影響等議題。謹依研討會重要報告綜合整理為全球經濟展望及全球金融危機二部分，分述如下：

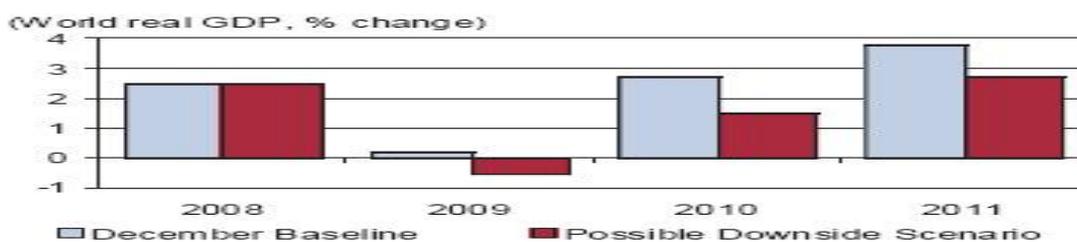
一、全球經濟展望

(一)綜述

美國次貸危機所引發的全球金融風暴持續擴散，至2008年9月因雷曼、美林集團、AIG等多家大型金融機構發生倒閉或財務危機而使全球金融市場趨於嚴峻，並擴及實質經濟面，不僅重創美國，並波及歐洲、日本及其他亞洲各國家，2008年第三季美國、歐元區及日本經濟同步衰退，全球經濟正面臨二次大戰以來最嚴重的經濟衰退。

由於全球信用市場仍然凍結，金融機構對消費者及企業貸款緊縮，失業率大幅攀升，債務及通貨緊縮風險升高，全球景氣衰退恐加深且難以避免，但預估全球經濟陷入過去經濟大蕭條及日本失落十年的情況則不太可能發生。當前世界主要國家均已積極採取各種振興經濟及金融援助措施，若金融危機逐漸消散，預計2010年全球經濟將慢慢回升。全球透視機構(Global Insight) 12月預測，2008年全球經濟成長率為2.5%，2009年將降至0.2%，2010年將回升至2.7%(圖1)。全球透視機構預測，基於美國經濟的彈性佳，加上亞洲的動能強，一旦金融危機過去，美國及亞洲將再度展現其經濟威力。

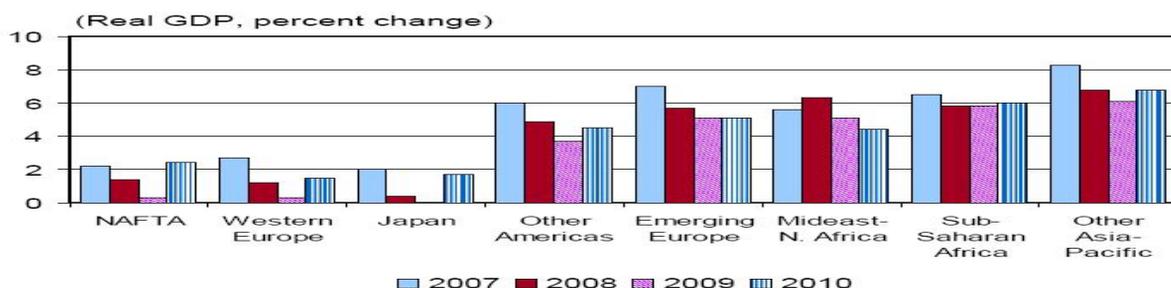
圖1 全球經濟成長—世界經濟直至2010年才會復甦



就個別區域觀察，近年來各區域經濟失衡現象不斷加劇。以經濟成

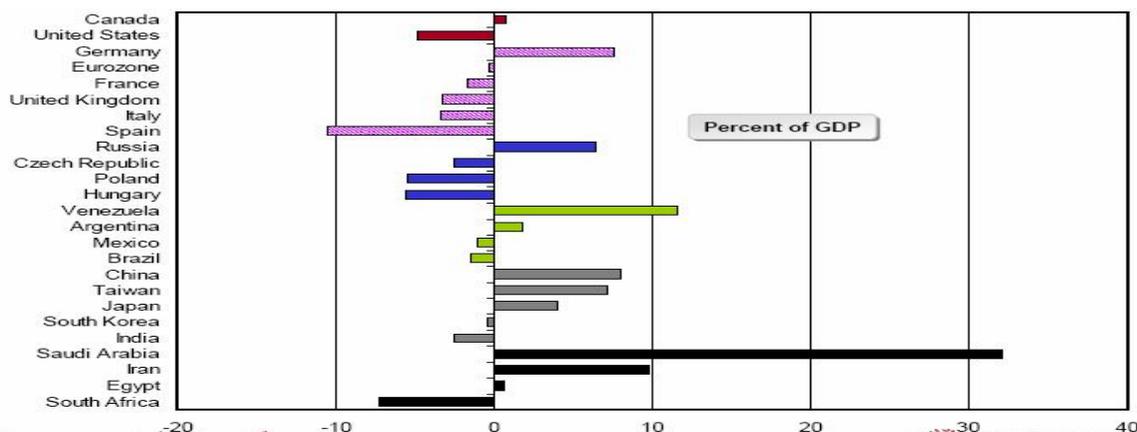
長觀察，全球各區域經濟分為低速成長與高速成長兩個區塊，經濟低速成長的區域主要在先進國家，包括：北美自由貿易區、西歐和日本(圖 2)；經濟高速成長的區域主要在新興市場及開發中國家，包括：北美自由貿易區以外的美洲，歐洲新興國家、中東與非洲，撒哈拉沙漠以南之非洲，日本以外的亞太地區。

圖2 全球分為經濟低速成長與經濟高速成長兩區塊



以經常帳來看，長期以來，美國經濟過度依賴內需，而中國、日本等東亞國家經濟卻過度依賴出口，加上近年來海灣石油國家大量出口石油之賜，使全球進出口貿易及經常帳的失衡日益嚴重(圖 3)。美國經常帳收支的失衡，反映在過度的消費和房地產投資，此次美國次貸危機正是美國經濟失衡、房地產泡沫化，加上金融衍生性產品過度擴張與監管不力等問題所引爆。隨著全球經濟成長大幅下滑，需求減弱，石油和商品價格下跌，可望改善各國家的經常帳失衡。全球透視機構預估，2008年美國經常帳赤字將由 2007 年的 7,312 億美元(占 GDP 5.3%)下降至 6,602 億美元(占 GDP 4.6%)，2009 年將再降至 2,823 億美元(占 GDP 2.0%)。

圖3 2008年全球各區域經常帳失衡情形



(二)各區域經濟

1. 美國經濟

2007年3月美國第二大次級房貸業者新世紀金融公司因申請破產保護而揭開美國次級房貸危機之序幕以後，於6到11月間，陸續有多家資本管理公司、投資銀行等金融公司如貝爾斯登、住宅銀行、美林證券公司、花旗銀行發生財務困難或宣告破產，不僅影響美國金融市場，亦拖累其實質經濟。舉凡實質製造業與貿易銷售額、實質個人所得、就業人數等經濟指標都自2007年10月或12月的高點向下滑落(圖4)；工業生產指數亦自2008年1月的高點大幅滑落。至2008年下半年，因為次級房貸危機擴散，致房地美及房利美兩大房屋抵押貸款機構、美國第四大投資銀行雷曼兄弟、美國最大保險業者AIG等金融機構亦先後發生財務危機，以致美國金融市場再度受創，經濟衰退的訊號不斷傳出。就業人數方面，2008年11月非農業部門就業人數較上月減少533,000人，失業率攀升達6.7%。11月工業生產指數下降至106.1，較上月減少0.6%，較上年同期減少5.5%。

以經濟成長率觀察，2007年美國經濟成長率為2.0%，但自2008年以後持續滑落，前3季經濟成長率分別為2.5%、2.1%及0.7%。以較上季之成長率來看，第3季經濟成長率已由前2季的0.9%及2.8%反轉為負成長0.5%(圖5)，主因為：消費支出減少3.7%，是1991年第4季以來首次下跌；固定投資減少5.6%，已連續第5季的負成長，其中住宅投資衰退17.6%；出口轉趨惡化。顯見房市重挫、信用緊縮及資產縮水已重創美國經濟。美國經濟持續衰退，恐為過去60年來經濟衰退最深的一次。為穩定金融市場並提振經濟，美國在公布多項金融紓困及振興經濟措施後，又將聯邦基金利率大幅調降至接近於零，反映美國經濟情勢嚴峻，恐將進一步衰疲。由於各項財政及貨幣激勵措施之效果將遞延顯現，美國經濟疲弱恐將延續至2009年。全球透視機構預估2008年經濟成長率為1.2%，2009年將降為-1.8%，2010年將回升至2.1%。

圖4 美國國家經濟研究局(NBER)公布之美國經濟衰退指標

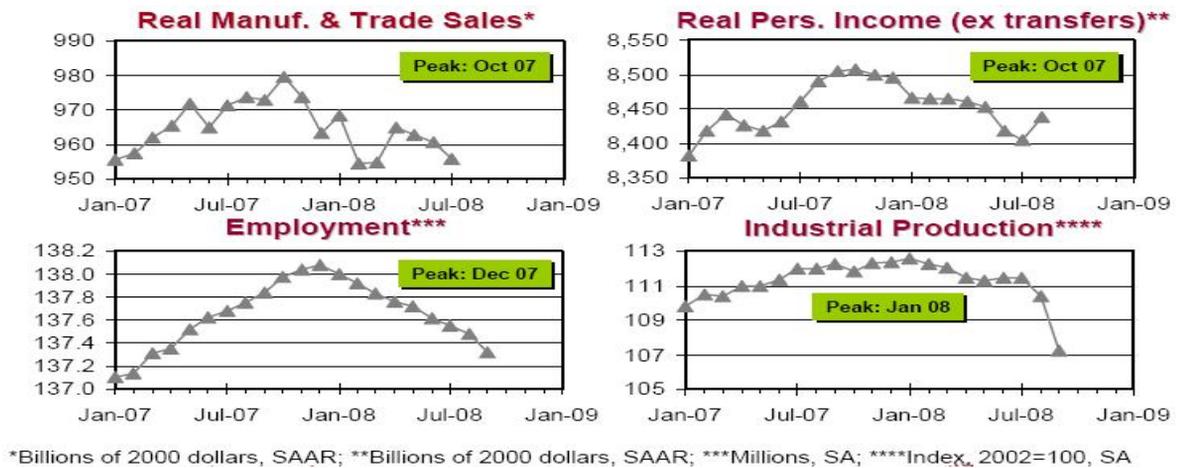
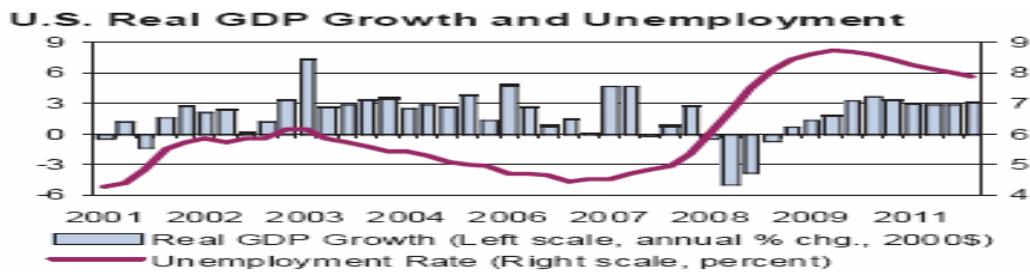


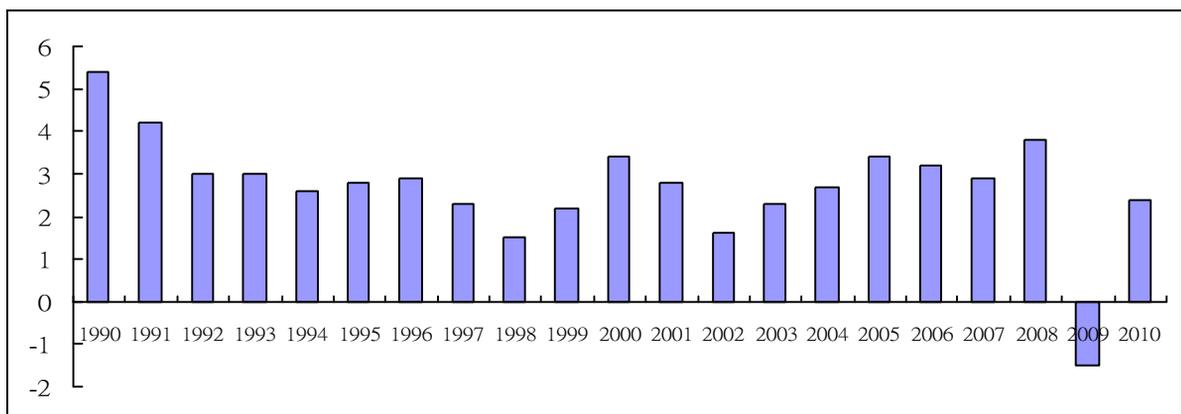
圖5 美國經濟成長率及失業率



在物價方面，由於全球經濟成長趨緩，需求減弱，加上國際油價於2008年秋季時大幅下跌，美國消費者物價上漲率自2008年8月以後明顯逐月下滑，8月物價上漲率為5.4%，至11月已降至2%，預估2009年消費者物價上漲率將由2008年的正值3.8%大幅降至負值1.5% (圖6)，未來恐有通貨緊縮之虞。

圖6 美國消費者物價上漲率之變動趨勢

單位：%



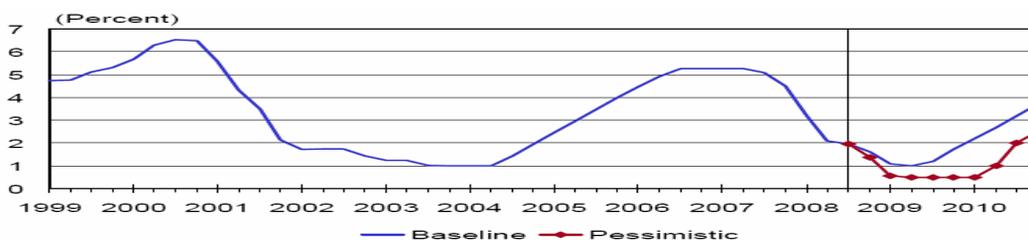
美元匯價方面，美國次級房貸風暴引發全球金融危機後，金融機構及投資人對於美國經濟前景擔憂，加上聯邦準備理事會(Fed)積極調降利率，使美元兌歐元匯價持續走貶。惟2008年下半年開始，全球金融危機擴大並蔓延至歐洲，導致歐元區經濟衰退風險加大，雖然歐元區及美國都面臨經濟衰退風險，但在金融市場恐慌下，投資人普遍認為美元是較安全且流通性高的貨幣而增加美元資產的持有，因而推升美元兌歐元、英鎊及其他亞洲貨幣的匯價(圖7)。惟中長期而言，美國因經濟前景不佳，利率趨近於零，為救金融市場促使財政赤字且國債擴大等因素，美元恐趨向偏弱走勢。

圖7 美元兌主要貨幣之匯價走勢



在貨幣政策方面，美國自2007年7月爆發次級房貸危機後，為提振經濟，Fed於9月開始持續調降聯邦基金利率，9月時利率為4.75%，截至2008年12月止，已調降至0%~0.25%之間(圖8)，共計調降9次，調降幅度達4.5%；重貼現率亦自2007年8月的6.25%，調降至2008年10月的1.75%。由於Fed已將聯邦基金利率調降至接近零利率，未來將沒有降息空間，也失去以利率為政策工具的籌碼，以後Fed可能採用量化寬鬆(quantitative easing)措施以取代利率操作的貨幣政策，例如：直接購買長期國庫券(long-term treasuries)等債券。事實上，Fed已大量採用非傳統的政策工具，如購買商業票據、房屋抵押貸款債券、信用卡債務、企業與學生與購車者貸款等，以活絡資金、刺激消費。

圖8 美國聯邦基金利率走勢



2. 歐元區經濟

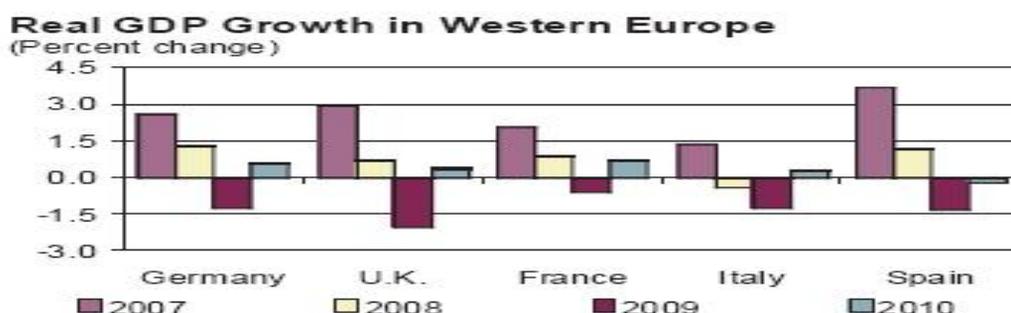
受美國金融危機擴散之影響，歐元區無法擺脫經濟衰退的情況。由於金融市場的高槓桿操作、次級房貸風險升高、強勢歐元，加上全球經濟疲弱等因素，使得主要國家經濟持續不振，以致整體歐元區經濟顯得疲弱。2008年前3季經濟成長率分別為2.1%、1.4%及0.6%。觀察較上季之成長率，第1季經濟成長率為0.7%，第2及第3季均轉呈負成長0.2%，顯示歐元區已陷入衰退。觀察個別國家，第3季德國、義大利及西班牙等國家經濟均呈負成長，法國、荷蘭與比利時經濟趨於停滯成長，該區域經濟已陷於歐元區成立以來最嚴重的衰退。雖然歐洲央行降息，各國亦提出金融紓困措施，加上油價及歐元相對回跌，但是在全球經濟急速滑落下，歐元區內、外需求同步疲弱，經濟不振恐將持續至2009年。預估2008年經濟成長率為1.0%(表1)，2009年降為-1.0%，2010年將轉為0.5%。

表1 歐元區經濟指標

Economic Growth Indicators								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Real GDP (% change)	1.8	3.0	2.6	1.0	-1.0	0.5	1.7	1.9
Real Consumer Spending (% change)	1.8	2.0	1.6	0.4	-0.3	0.7	1.7	1.8
Real Government Consumption (% change)	1.6	1.9	2.3	2.1	2.0	1.5	1.8	1.8
Real Fixed Capital Formation (% change)	3.5	5.9	4.2	0.3	-4.3	-0.2	1.6	2.0
Real Exports of Goods and Services (% change)	5.1	8.4	6.0	2.7	-1.5	1.2	3.3	4.0
Real Imports of Goods and Services (% change)	5.8	8.3	5.4	2.3	-0.9	1.7	3.6	4.1
Nominal GDP (US\$ bil.)	10,070.1	10,686.2	12,232.2	13,395.3	11,781.2	12,491.4	12,929.0	13,713.6
Nominal GDP Per Capita (US\$)	31,874	33,658	38,333	41,835	36,709	38,852	40,159	42,548

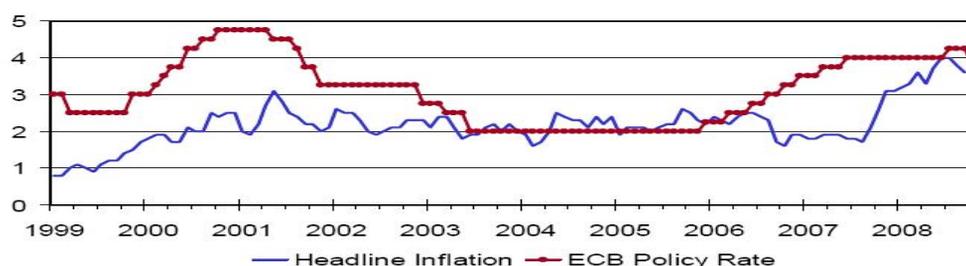
展望西歐主要國家經濟，受全球金融海嘯和經濟不振影響，2008年德國、英國、法國、義大利及西班牙等五國的經濟表現均不及2007年，除義大利受創最重，經濟呈衰退0.4%之外，其他各國經濟成長率均介於0.7%至1.3%之間(圖9)。預估2009年該五國經濟同步衰退，其中以英國經濟衰退2.0%最為嚴重，其他各國經濟衰退0.6%至1.3%之間。至2010年，預估該五國中除西班牙經濟仍呈負成長0.2%以外，其他各國經濟均轉趨正成長0.3%至0.7%之間。

圖9 2009年西歐主要國家經濟均呈衰退



在貨幣政策方面，為因應 2008 年 9 月全球金融危機持續擴散所帶來的不利效應，歐洲央行於同年 10 月 8 日宣布調降主要再融通操作之最低投標利率 2 碼至 3.75%，該利率為七年來達最高點後首次被調降(圖 10)。為對抗歐洲經濟衰退，歐洲央行又於 11 月 6 日再度降息 2 碼至 3.25%，一般預估歐洲央行於 2009 年年初將再將息。此外，英格蘭銀行亦分別於 10 月 8 日及 11 月 6 日調降 14 天期附買回利率至 3.0%，共計調降 9 碼。

圖10 歐洲央行調整政策利率之走勢



3. 日本經濟

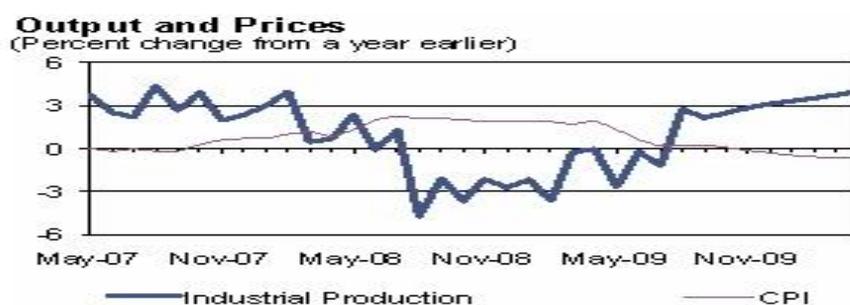
2008 年前 3 季經濟成長率分別為 1.4%、0.7%及-0.5%。觀察較上季之成長率，第 1 季經濟成長率為 2.4%，第 2 及第 3 季分別轉為負成長 3.7%及 1.8%，日本亦陷入自 1998 年以來最險惡的經濟衰退。第 3 季經濟下滑，主要是企業投資不振、民間消費及出口疲弱所致。日本雖也採取減稅、放款保證等措施，惟消費者及企業信心不足，銷售及投資減少，失業率攀高，未來經濟仍將低迷。預估 2008 年經濟成長率為 0.1%(表 2)，2009 年將降至-1.4%，惟 2010 年將回升至 1.7%。

表2 日本經濟指標

Economic Growth Indicators								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Real GDP (% change)	1.9	2.0	2.4	0.1	-1.4	1.7	2.8	1.7
Real Consumer Spending (% change)	1.3	1.5	0.7	0.7	0.0	2.1	2.9	2.2
Real Government Consumption (% change)	1.6	0.4	2.0	0.3	-0.9	0.7	1.7	1.7
Real Fixed Capital Formation (% change)	3.2	0.5	0.9	-3.6	0.0	3.5	2.8	1.8
Real Exports of Goods and Services (% change)	6.9	9.7	8.4	4.6	-6.9	6.8	7.0	2.8
Real Imports of Goods and Services (% change)	5.8	4.2	1.5	-0.2	-0.5	9.8	6.4	4.5
Nominal GDP (US\$ bil.)	4,557.5	4,362.1	4,379.0	4,949.3	5,347.8	5,460.5	5,922.2	6,140.7
Nominal GDP Per Capita (US\$)	35,674	34,147	34,276	38,757	41,900	42,822	46,497	48,282

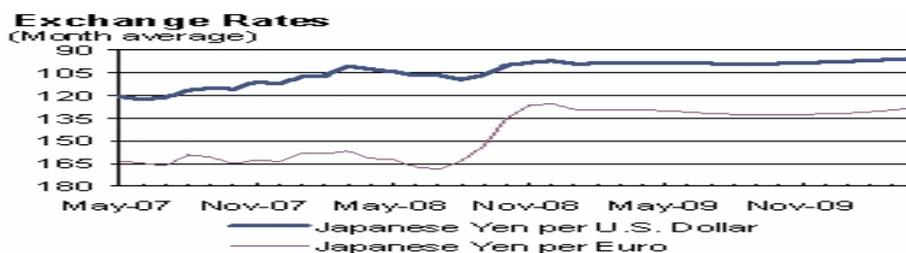
在物價方面，由於石油及商品價格快速下滑，日圓升值，加上經濟疲弱，日本消費者物價上漲率自 2008 年下半年開始持續下降，同年 7 月物價上漲率為 2.3%，至 12 月已降至 1.3%(圖 11)，恐有通貨緊縮重現之虞。在日本經濟疲弱下，工業生產大幅萎縮，失業人數增加，企業與消費者減少開支將使通貨緊縮更加惡化。需求持續下降顯示日本銀行採取之寬鬆貨幣政策在短期內失效，除非景氣復甦或採行更積極的寬鬆貨幣政策，否則物價下滑趨勢恐難避免。

圖 11 日本消費者物價及工業生產之走勢



在日圓匯價方面，2008 年年初日圓兌美元匯價，特別是兌歐元匯價仍弱，但 2008 第 2 季以後，日本經濟表現不佳，日圓兌美元及歐元卻強勁升值(圖 12)，主要是日圓表現與日本經濟成長關聯性較低，反而與美國與日本長期公債利差的相關度較高。因美國 Fed 調降利率，美日長期公債利差縮小，日本減少資金外流或促使海外資金回流日本，進而推升日圓匯價。全球透視機構預估日圓幣值走強可能持續至 2009 年年底。

圖 12 日圓兌美元及歐元匯價之走勢



4. 亞太地區(日本以外)經濟

雖然亞太地區受到美國次級房貸危機的影響有限，並且財務狀況尚佳，但是出口依賴度高是該區一大弱點。由於出口是亞太地區經濟成長的主要引擎，並且出口成長與美國及歐洲的景氣循環密切相關，因此歐美景氣興衰牽動亞太地區出口與經濟的表現。

2008年9月中旬全球金融危機持續擴大，該區域亦遭致非系統性的金融不穩定，信用持續緊縮，加上歐美國家經濟衰退，抑制內、外需求，該區域經濟成長自第2季以後明顯減緩，主因為外需疲弱拖累出口，內需因物價上漲、信用緊縮、資金外流受到抑制。

觀察主要國家，2008年第3或第4季經濟呈負成長的國家有新加坡、香港和台灣(圖13)，顯示小型開放經濟體在此波全球經濟衰退浪潮中首先受創。至於全球經濟成長最快的中國與印度，亦受到全球景氣低迷影響，經濟成長快速下滑，第3季中國與印度經濟成長率分別降至9.0%及5.1%，未來亞太地區恐難有亮麗的經濟表現，預估2008年經濟成長率為6.3%(圖14)，2009年為4.4%，2010年將回升至6.3%。

圖 13 新加坡、香港及台灣之經濟成長率

單位：%

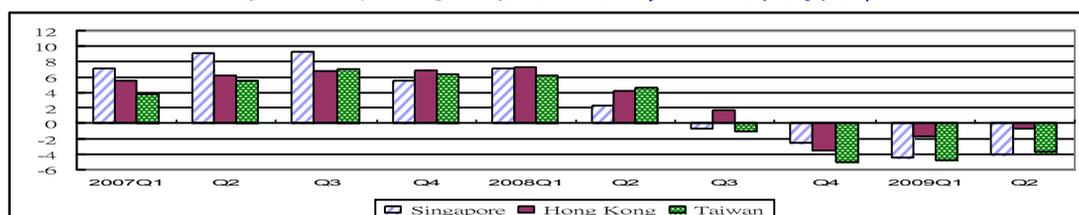
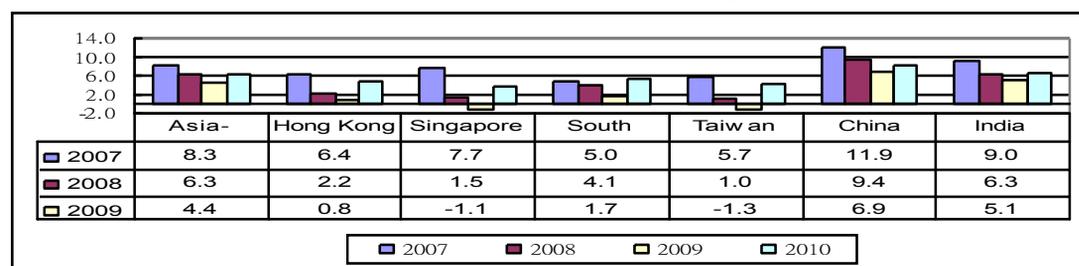


圖 14 亞太地區主要國家經濟成長率

單位：%



在物價方面，過去數年亞太地區物價持續上漲，主要受國際油價飆漲、糧食價格不斷攀高所致。該地區物價上漲率由2005年的3.3%，逐年上升，至2008年已達6.8%。有些南亞及東南亞的國家如越南、巴基斯坦、斯里蘭卡等，其物價上漲率甚至高達20%以上。然而，自2008年9月中旬全球金融危機擴大，總需求減少，加上信用緊縮，消費者與企業資本支出減少，勞工需求及工資下降，物價受到抑制而往下滑(圖15)。環球透視機構預估，2009年亞太地區物價上漲率將降至3.3%，2010年續降至2.7%。在通膨趨緩下，各國為提振經濟，亦紛紛採取調降低率之寬鬆貨幣政策(圖16)。

圖15 亞洲主要國家消費者物價之走勢

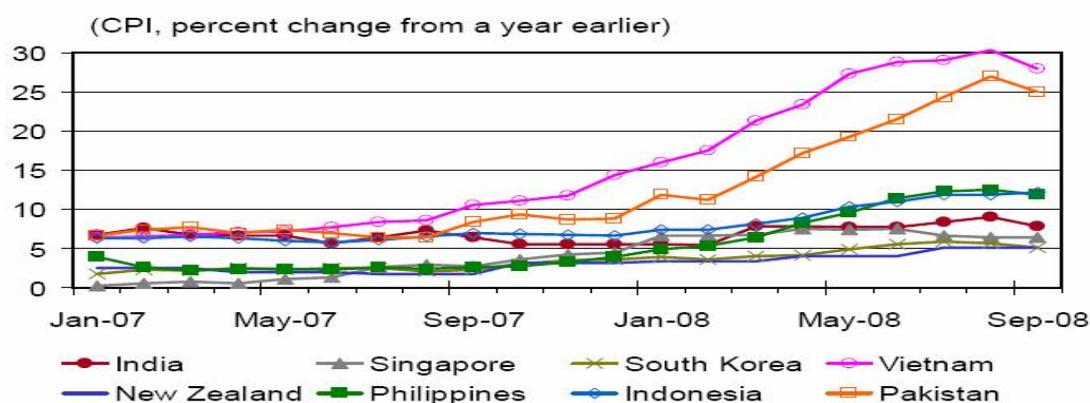
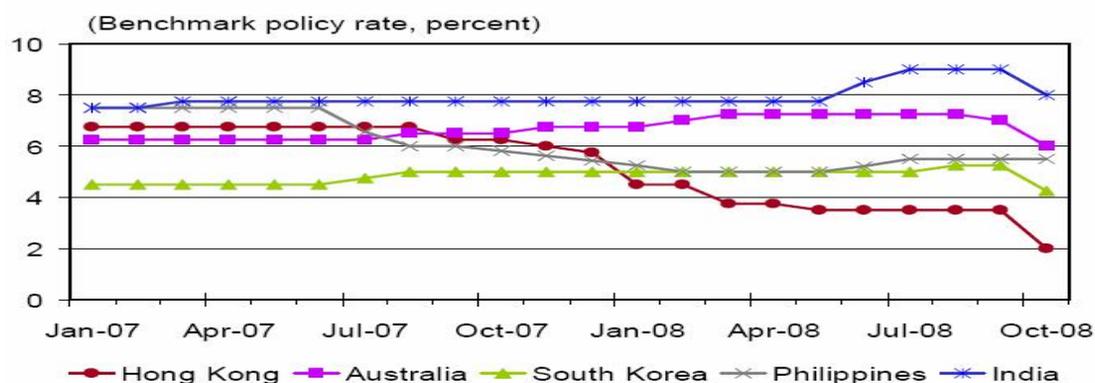


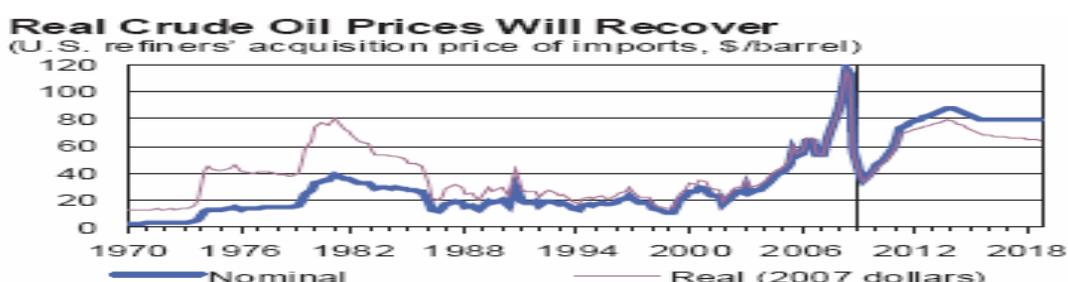
圖16 亞洲各國央行採取寬鬆貨幣政策



(三)國際油價

過去一年，國際油價漲跌波動很大。以西德洲中級原油(WTI)價格觀察，2008年7月11日WTI價格由2007年的平均價格每桶72美元飆漲到每桶147美元(圖17)，創下歷史高價，之後持續下跌，至12月中旬跌至每桶45美元。2008年上半年WTI價格大幅上漲的主要原因是反映長、短期供應疑慮、地緣政治不安及非石油輸出國家原油產出不足等因素所致，而下半年則因為全球經濟疲弱、全球對石油的需求減少而使油價下跌。在全球景氣持續低迷下，全球透視機構預估，2009年WTI平均價格將由2008年的每桶100美元下降至43美元，惟2010年以後將反轉上升。

圖17 未來國際油價之可能走勢



二、全球金融危機

2007年7月美國爆發次級房貸危機，進而擴大為全球金融危機，衝擊各國經濟景氣，並使全球經濟陷於二次大戰以來的低迷困境中。以下就全球金融危機的成因、影響及啟示進行分析：

(一)成因

1. 由寬轉緊的貨幣政策造成房市泡沫化，房貸違約攀升

自2000年網路泡沫化後，美國為提振經濟採取寬鬆貨幣政策，造成資金氾濫，在低利政策下，因房貸取得容易而形成購屋潮，並推升房價，銀行亦鼓勵信用和還款能力較差的人貸款購屋，促使次級房貸盛行，導致美國房屋市場交易熱絡，而形成泡沫。惟自2004年底開始，美國為對抗物價上漲壓力而大幅調升利率，美國房市自2006年4月起急速降溫。由於利率上升，使房貸壓力原本就較大的次級房貸戶更無力繳交房貸還款，房貸違約率攀升，導致房貸抵押債券流動性不足及其價值的下跌，

次級房貸市場流動性停滯，進而造成次級房貸機構紛紛發生財務困境或倒閉。

2.金融創新商品過度擴張，高槓桿金融操作

在歐美過度強調金融自由化下，金融機構為避險，創造出各式各樣的金融衍生性商品，特別是，房市熱絡時，銀行把次級房貸及其他各種資產證券化，透過衍生性商品的包裝，不斷繁衍出新產品，如：住宅貸款抵押證券(RMBS)、資產抵押證券(ABS)、抵押債務債券(CDO)等，再以高槓桿與高風險的金融操作方式將產品銷售至世界各地，為發行或銷售這些商品的金融機構帶來極高獲利。由於這些以次貸抵押為主的金融衍生性商品層層包裝，環環相扣的性質，一旦房價下跌或房貸發生違約就會對其價值及流動性產生巨大影響，進而造成投資者及投資銀行的嚴重損失。

3.公平市值會計準則加速金融資產價值下跌

根據國際會計準則，列於「交易目的」項下之金融資產，都應該以當前市價評估其資產價值，當市價高於成本時，可認列為收益，當市價低於成本時，就必須認列損失。因此，當股市下跌時，重估金融資產價值，就必須認列資產的減損，使得股價更加下跌，形成惡性循環。在金融危機下，證券化金融商品流動性原本不佳，再加上資產價值又被列計損失，使金融市場流動性加劇惡化。有鑒於此，美國政府於 2008 年 10 月 14 日發布新的會計準則，允許在某些條件下，可將「交易目的」項下的金融資產重新分到「非交易目的」項下，即使龐大的金融資產損失可暫不列入損益表，金融機構資產價值下跌壓力得以獲致紓解。

4.過度強調金融機構的內控而疏於嚴格的金融監管

美國 Fed 前主席葛林斯潘極力反對政府對於金融衍生性商品及金融市場採取嚴格控管，因為他認為銀行基於自利的原則，會盡力保護股東權益，故金融機構的內部控制會比由金融監督機關來控管還有效，此論點過分高估人性與金融機構的自制力，並忽略市場資訊不對稱 (information asymmetry) 的影響。華爾街中，有些人因貪婪而不擇手段，刻意調高銀行與衍生性商品的信用評等，以誘使投資人向銀行購買投資

人自己都不了解的金融衍生性商品。

5. 金融監管機制無法因應迅速變化之金融體系

1929 年經濟大恐慌後，為避免商業銀行利用存款客戶的資金參與高風險的投資，美國政府於 1933 年通過 Glass-Steagall 法案，嚴格區分商業銀行與投資銀行的業務，並禁止銀行跨足保險業務，以建立銀行、證券與保險之間的防火牆。但在財團及國會議員的壓力下，美國於 1999 年廢止該法案，允許金融機構跨業經營，解除銀行、證券與保險之間的藩籬，也促使國際金融集團的合併風潮。由於金控業務無所不包，同時扮演投資人角色，又向投資人銷售自己提供的金融資產，造成利益衝突的道德風險，亦使金融機構變得過於龐大，不但業務複雜，財務又交叉持股，只要某個環節或部門發生流動性問題，就會造成整體機構的財務困境。

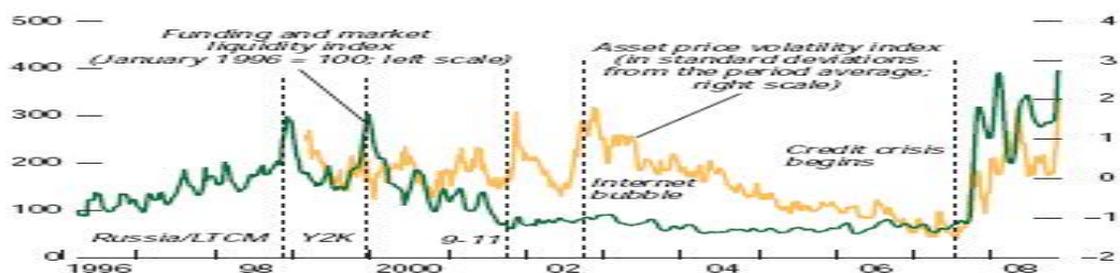
(二) 影響

1. 金融面

(1) 信用緊縮加劇，市場流動性嚴重不足

自從 2008 年 9 月底雷曼兄弟倒閉風暴席捲全球股市之後，信貸市場及流動性急速冷卻，雖然各國央行採取特別的措施來抑制系統性金融風險，但是因為大型金融機構陸續發生財務問題或倒閉，嚴重摧毀市場信心，金融同業間擔心交易對手違約(counterparty default)，並考慮未來資金需求，導致融資和資金流動性持續緊張，反映在銀行間拆借利差和市場流動性溢酬(liquidity premia)(圖 18)上。同時，因市場流動性嚴重不足，為趨避風險或解決財務困境，金融機構就以去槓桿化(deleveraging)方式賤售資產，引發短期龐大資金需求壓力，不確定性增高更促使市場和流動性風險的擴大。

圖 18 資產價格波動和市場流動性之變化



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.
Note: Asset price volatility index uses implied volatility derived from options from stock market indices, interest, and exchange rates. Funding and market liquidity index uses the spread between yields on government securities and interbank rates, spread between term and overnight interbank rates, currency bid-ask spreads, and daily return-to-volume ratios of equity markets. A higher value indicates tighter market liquidity conditions. LTCM = Long-Term Capital Management; Y2K = Year 2000.

以衡量金融市場信用緊縮程度以及美元流動性的泰德利差(TED spread) 觀察，即由三個月期倫敦銀行間拆款利率(LIBOR)與美元三個月國庫券利率的差距來看，2004 年至 2007 年期間，泰德利差的數值均在 100 個基點以下狹幅波動，惟 2007 年 8 月美國次貸風暴爆發之後，該利差開始在約 100-200 個基點之間大幅波動，至 9 月美國雷曼兄弟宣佈破產引發新一波金融危機，泰德利差則飆升至 300 個基點以上的水準(圖 19)，顯示銀行間彼此拆借之風險擴大，市場資金緊峭，使得金融機構借貸成本提高，也連帶提高企業與消費者借貸成本。此外，銀行為規避放款風險而購買之保險產品—銀行信用違約交換(CDS)，也因資金緊峭與違約升高而利差大幅攀高，金融資產市值不斷縮水(圖 20)。直至 10 月以後，因全球各國採取降息、金融紓困、對金融市場供應美元等措施，銀行間拆款利差才見下降。

圖 19 近年泰德利差之變化

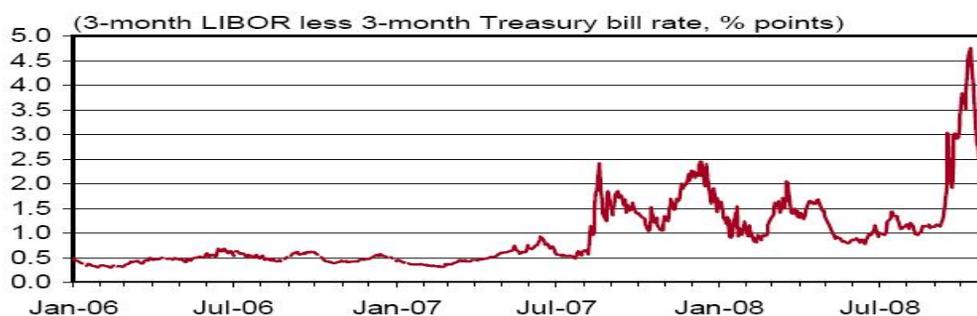
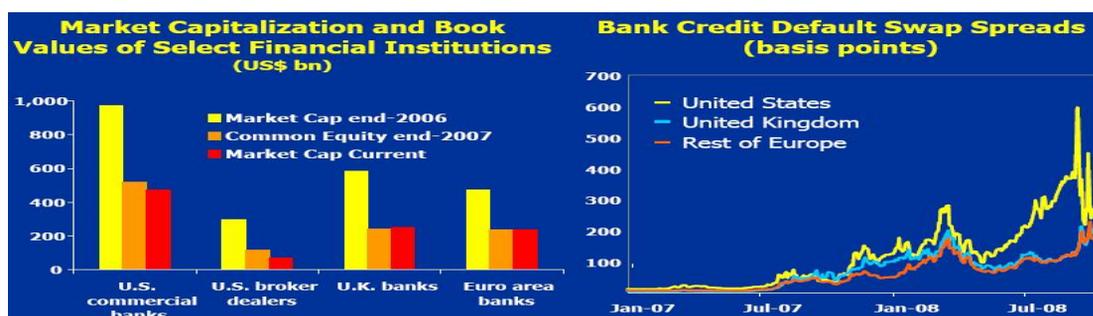


圖 20 銀行信用違約交換(CDS)利差及金融機構資產市值之變化



(2) 房價下跌、新屋銷售及開工數減少

美國次貸風暴引發的信用危機持續蔓延，2008年年初以來，美國房地產市場持續惡化，根據美國聯邦住宅事業管理辦公室 (OFHEO)房價指數顯示，美國房價持續下跌，2007年7月至2008年10月止已下跌8.3%(圖 21)，環球透視機構預估美國房價仍將走跌。因房價下跌，房貸違約率持

續攀升，連繫於房價的住宅貸款抵押證券(RMBS)及抵押債務證券(CDO)等金融產品之價格亦將持續下跌。2008年11月美國房屋銷售數及新屋開工數亦分別較上年同期減少35%及47%(圖22)。預估未來美國房地產市場將於2009年抵達谷底，之後逐漸回升。

圖 21 美國未來房價下跌壓力仍大

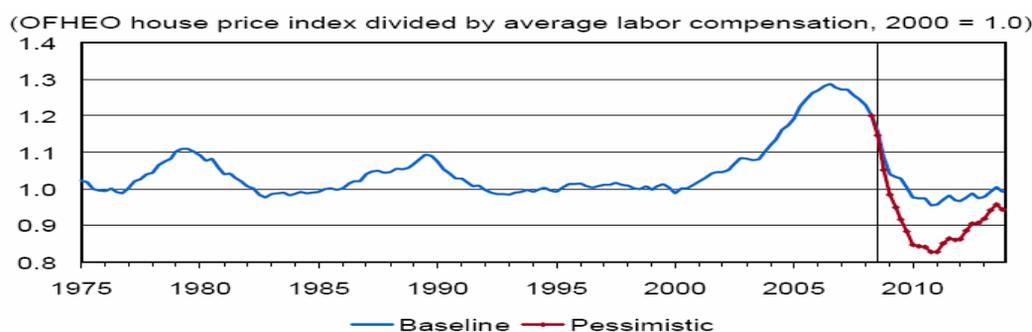
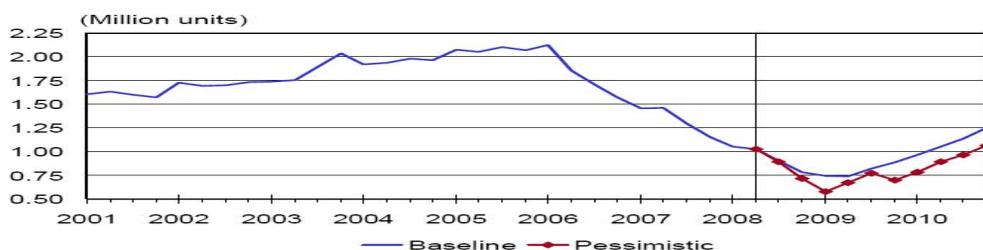


圖 22 美國新屋開工數恐將持續下降



(3)美國及全球股市重挫

美國次級房貸風暴衝擊金融機構的信用，使之流動性停滯、資產價值重跌，甚至破產、倒閉，造成投資人信心動搖，引發美國股價重挫。例如：2007年3月13日新世紀金融公司面臨破產，美國道瓊工業指數重挫242點，跌幅近2%；7月26日全國金融公司爆發財務危機，紐約股價指數下跌312點，跌幅為2.26%；8月9日住宅銀行宣告破產，美國道瓊工業指數下跌387點或2.83%。此後美國股市震盪走跌，至2008年9月29日因美國政府拒絕對破產的雷曼兄弟紓困而使道瓊工業指數重挫777點，創下美股單日最大跌幅紀錄。由芝加哥選擇權交易所(CBOE)以S&P 500指數選擇權為標的所編製的市場波動指數(market volatility index)觀察，2008年下半年市場波動指數快速攀高(圖23)，表示市場投資人預期未來股價指數波動將加劇，投資人對股市信心不足，有恐慌之虞。

在2007年至2008年10月24日美國金融危機期間，道瓊工業指數最高與最低點，跌幅達40%，為第一次石油危機(1973-1974年)以來歷次危機中股市跌幅最深的一次(圖24)。因美股大跌，立即引發骨牌效應而使全球股市於2008年9月起持續重挫，至12月16日止，全球主要股市較2008年年初平均下跌亦達四成(圖25)。惟各國政府提出相關因應措施後，12月中旬全球股市較11月中旬略見反彈跡象。

圖23 美國S&P 500波動指數(VIX index)之變化



圖24 歷次金融危機時美國道瓊工業指數之跌幅比較

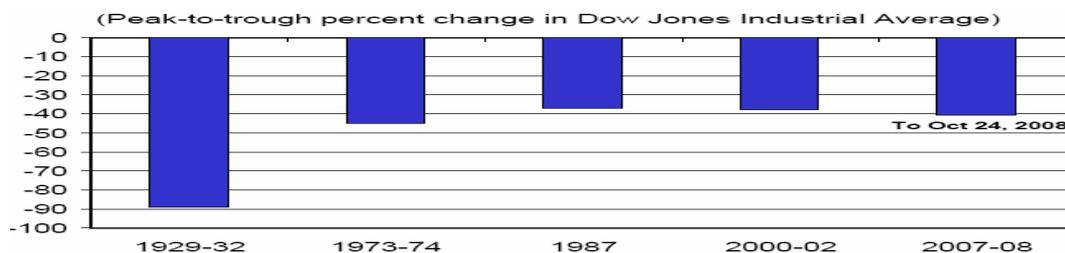
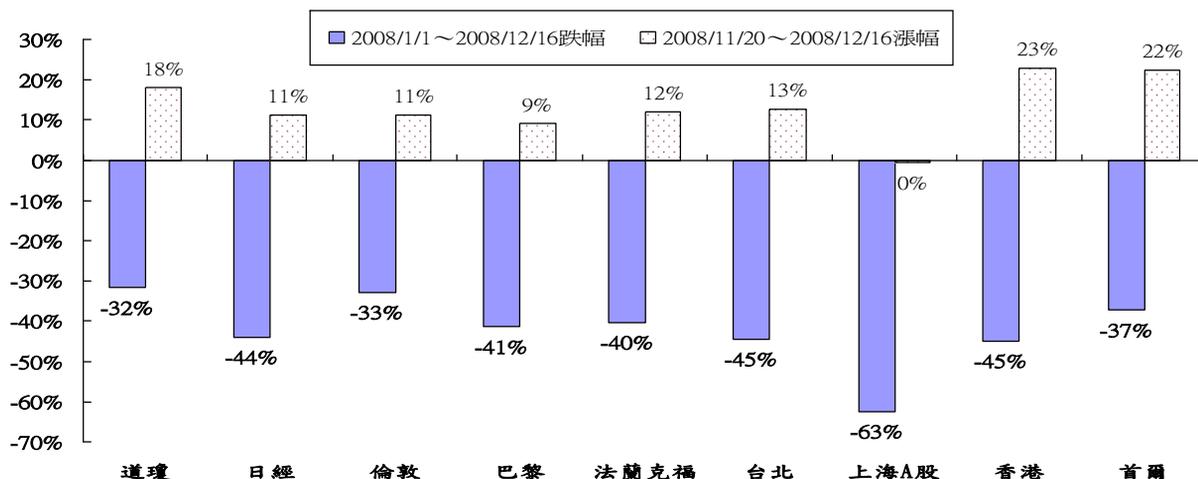


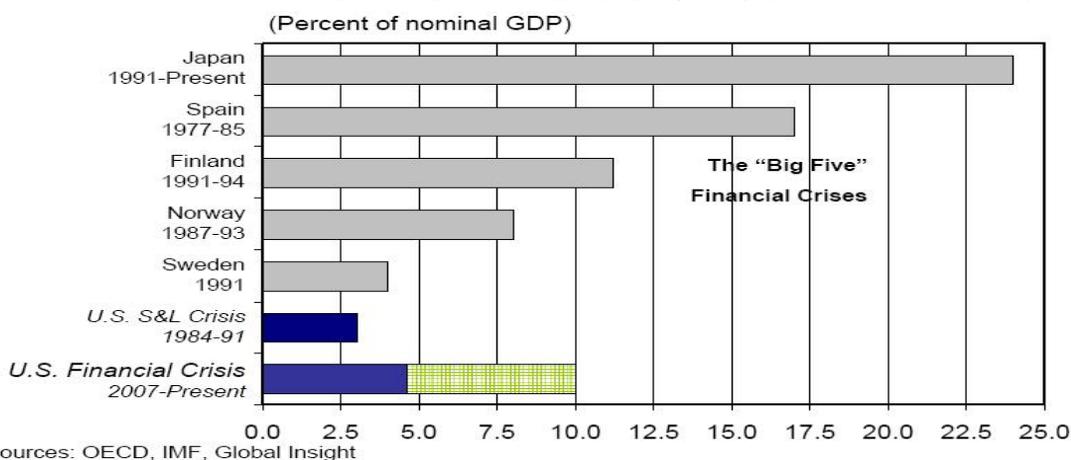
圖25 近一年全球主要股市重挫之程度



(4)全球金融危機造成的財務損失

自1970年以來，全球曾爆發七次較大的金融危機，包括西班牙危機(1977-1985)、美國儲貸危機(1984-1991)、挪威危機(1987-1993)、瑞典危機(1991)、芬蘭危機(1991-1994)、日本危機(1991到現在)及美國金融危機(2007到現在)等，其中此次美國金融危機所造成的財務損失，已超過1984至1991年間發生的美國儲貸危機及1991年的瑞典危機。依據環球透視機構估計，此次美國金融危機造成全球財務毛損失約6,500億美元，占美國GDP 4.6%(圖26)、次級房貸損失約3,500億美元、美國金融體系損失約4,750億美元，美國商業及投資銀行損失約3,750億美元(占美國銀行資本25%~40%)。

圖26 過去大型金融危機造成財務損失占GDP之比例



註：五大金融危機是指西班牙危機(1977-1985)、挪威危機(1987-1993)、瑞典危機(1991)、芬蘭危機(1991-1994)和日本危機(1991 到現在)。

2. 經濟面

(1)美國人均 GDP 的損失

環球透視機構針對歷次金融危機對於美國人均GDP之影響進行比較，該機構認為二次大戰後的18個金融危機平均使美國人均GDP成長率下降2%以上(表3)；過去5個大型金融危機平均使美國人均GDP成長率下降5%以上；而此次金融危機對美國人均GDP成長率之影響，若在基準假設下，使美國人均GDP成長率下降3.5%；若在悲觀假設下，則使美國人均GDP成長率下降達5.6%。

表3 歷次金融危機造成美國人均GDP成長下跌之情形

AVERAGE DROP IN REAL PER CAPITA GDP GROWTH (Peak growth year to trough growth year)	
<i>Past Crises: Actual Outcome</i>	
Eighteen Post-War Crises	over 2%
“Big Five” Financial Crises	over 5%
<i>Current Crisis: GI Projections</i>	
U.S. Baseline Scenario	3.5% (2004: 2.7%; 2009: -0.8%)
U.S. Pessimistic Scenario	5.6% (2004: 2.7%; 2009: -2.9%)

Source for data on past crises: Reinhart and Rogoff (2008)

(2)全球經濟衰退風險增高

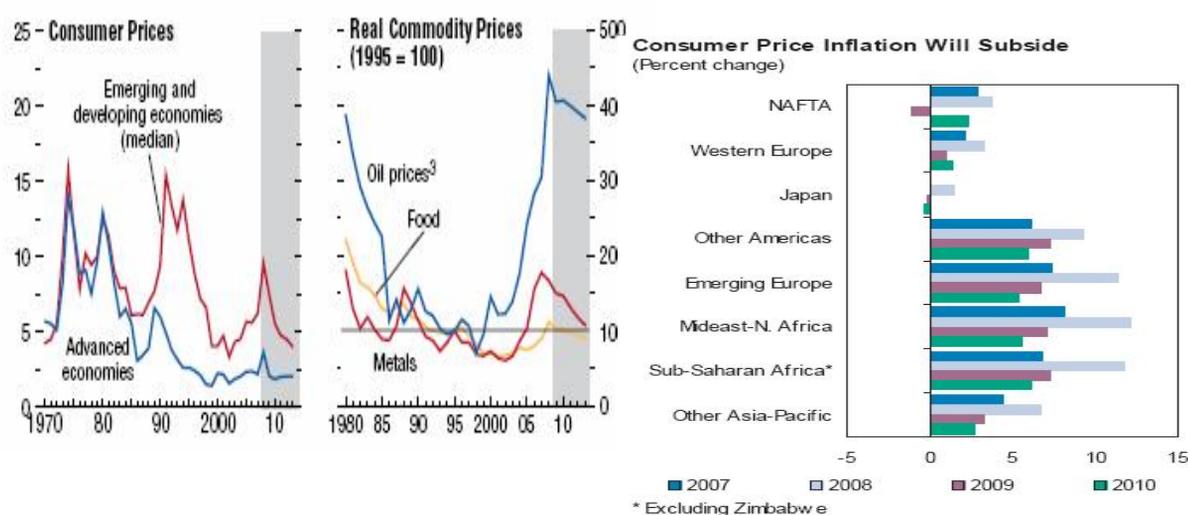
由於全球信用緊縮，企業與消費者難以向銀行取得所需之資金，以致企業投資與民間消費支出減少，在需求疲弱下，全球經濟成長急速減弱，使得經濟進入萎縮甚至蕭條的階段。全球經濟成長減緩對於以出口為經濟主力的新興國家影響很大，例如：中國對美出口約占其出口總額的 20%，美國經濟放緩，不但減少對中國商品的需求，亦使中國減少從其他新興市場進口中間產品的需求。新興國家的出口下降，導致投資和消費的減少，拖累經濟成長。環球透視機構認為，全球各區域中，此次金融危機造成開發中國家經濟成長下滑幅度的最大(表 4)，其理由有二：一、外資將大量資金從開發中國家撤回，以應付贖回壓力，對開發中國家的股市、匯市和債信會有負面影響；二、開發中國家經濟規模及金融體系較已開發國家更為脆弱，很難禁得起此次嚴峻的金融風暴。

表4 預測2009年全球各區域經濟成長率較上年下滑幅度

(forecast in Dec. 2008)		Global Economic Growth Rate (%)			
		2007	2008f	2009f	Percent change from the 2008 year
Global Insight	World	3.9	2.5	0.2	-2.3
	Advanced Economies	2.6	1.1	-1.2	-2.3
	Emerging Markets	7.5	6.0	3.4	-2.6
	Developing Countries	6.6	6.0	2.9	-3.1
World Bank	World	3.7	2.5	0.9	-1.6
	High-income Countries	2.6	1.3	-0.1	-1.4
	Developing Countries	7.9	6.3	4.5	-1.8

由於全球金融危機使各國消費與投資下降，總需求減少，加上石油與糧食價格回軟(圖 27)，帶動各國物價持續下跌，故 2008 年年初憂心的通膨風險可望減低。根據環球透視機構預測，2009 年全球消費者物價上漲率將由 2008 年的 5.1% 下降到 1.8%。以各區域來看，西歐地區物價上漲率由 2008 年的 3.3% 下降至 2009 年的 1.0%(圖 27)，北美自由貿易區及日本的物價甚至分別由 2008 年的 3.8% 及 1.5% 轉為 2009 年的 -1.0% 及 -0.2%，全球通貨緊縮的風險升高。

圖 27 全球各區域通貨緊縮的風險升高



(三) 啟示

從美國次貸危機引爆之全球金融海嘯，對全球金融及經濟帶來嚴峻的負面影響，因而全球湧起檢討美國金融自由化做法和金融監管制度之聲浪，由探討美國次貸危機發生的成因，確實可獲致不少省思與啟示如下：

1. 解除金融管制似應有限度

此次美國次貸危機的發生凸顯出解除金融管制(de-regulation)是否應有限制的問題。以金融發展先進的美國而言，就是因為過去解除金融管制(de-regulation)，在金融自由化風潮下衍生出各式結構複雜且風險不易評估的金融創新產品，而造成此次金融危機的發生。當前又有回復重新金融管制(re-regulation)的聲浪，例如：禁止結構複雜且風險難以評估的創新金融商品銷售。不過在加強金融管制的過程中，也要避免因過度管制而扼殺金融創新(financial innovation)發展的空間。

2. 金融機構應落實內部風險控管

金融創新固然是此次美國金融危機的根本原因之一，但不能否認金融創新確實對活絡金融市場、帶動經濟繁榮有所貢獻。許多金融機構為避險而研發創新的金融衍生性產品，在追求超額利潤下，往往以業務掛帥，僅重視產品的行銷，並不重視風險的控管。由此次美國所引發之全球金融危機，金融機構應認清風險控管的良窳攸關企業的存亡，故金融機構應準備充足的資本，確實符合資本適足率的要求，並加強流動性管理。

3.金融監理機關應加強金融監理

此次金融危機發生的原因之一是金融監管不力，此與美國各金融監理機關之間的協調不足並缺乏警覺性有關，因此，美國財政部、Fed、證管會及各州銀行局都已展開檢討，並將提出新的監理措施，其中最重要改革就是大幅擴充 Fed 的權責。由此可見，金融監理機關對金融機構應加強風險意識之宣導，督促內、外部稽核人員發揮其職能、要求金融業負責人嚴守金融紀律、促使複雜金融商品的資訊公開、密切注意可能發生金融事件之環節並即時採取因應措施等。

4.建立確實、具公信力之信用評等機制

全球信用評等公司約有 130 餘家，但美國證管會所認許者僅 7 家，其中標準普爾(S&P)和慕迪(Moody)的市占率高達 80%，形同寡占局面。這些信評機構的業務除了向債券發行人提供信評服務之外，尚可擔任債券發行機構的顧問，對於債券產品加以評等等業務。因法規未嚴格規定，以致信評公司可以對於自家公司參與設計的債券產品進行評等，因此潛藏利益衝突。此次美國次貸危機發生前，許多投資銀行如雷曼公司，以及住宅貸款抵押債券(RMBS)等金融衍生性商品都被評為信評良好，顯然未能確實評估出銀行以及複雜產品的優劣等級。未來應強化信評公司的徵信能力，建立具公信力的信評機制。

5.加強國際金融監管制度

此次美國金融危機由美國本土快速擴散到世界各地，主要原因是金融自由化、國際化潮流下，美國金融機構的分支機構遍及世界各國，並且各種創新的金融衍生性產品如連動債等證券化商品被大量銷售到全球各地，在美國金融市場與全球金融市場緊密連動下，一旦美國金融市場

發生問題，全球各國金融市場亦連鎖性發生問題，此亦凸顯國際金融監理的重要，未來應擴大國際合作、進行金融監管，及早預防金融事件的發生，G20 在因應金融海嘯協議要點中，也特別提出此點。

參、心得與建議

此次出席環球透視機構(Global Insight Inc.) 於美國芝加哥召開的2008年秋季世界經濟展望會議，會中能有機會與來自全球各地各業界的經濟學者、專家，就目前全球經濟情勢與全球關心的議題進行研討與交換意見，並順道拜訪芝加哥大學商學院蔡瑞胸教授，向其請益美國金融危機對美國經濟之影響的看法，獲益良多，對於經研處相關業務之推動很有助益。綜合本次出席會議的心得與建議，可歸納為下列四點：

- 一、**與全球各地的經濟專家進行雙向交流**：這次會中，除聆聽環球透視機構及著名大學之經濟學者針對全球金融危機及全球經濟展望之分析報告外，並可直接與這些專家、學者交換意見。透過雙向討論與溝通，可以了解相關議題分析時應考量的因素與不同角度，有助於對相關報告內容的深入了解以及經濟分析能力的提升。
- 二、**擴展全球經濟觀察視野**：透過環球透視機構提出之全球經濟展望報告，以及IMF專家針對全球金融危機所進行之分析報告，有助於瞭解國外不同領域專家對於全球金融海嘯及其對各區域經濟影響的多元看法。對於未來掌握全球金融經濟動向與景氣趨勢，有直接的助益。
- 三、**獲得美國學者提供金融危機的看法及對台灣的建議**：芝加哥大學商學院蔡瑞胸教授提出許多此次金融危機對美國經濟前景的獨到見解，並且提出台灣應採取紓困與振興經濟等措施以因應金融風暴、積極進行高等教育改革等方面的建議，十分寶貴，未來可提供進行金融與教育改革時之參考。
- 四、**建議**：我國的金融體制及金融自由化做法，多仿倣自金融先進的美國，此次美國發生金融危機值得我國警惕與省思，尤其前述之啟示，例如：解除金融管制似應有限度、實施嚴格的金融監理、建立確實且具公信力之信用評等機制、加強國際金融監管制度等都是我國可以參考借鏡之處。

附錄：會議資料

1. Behraves, Nariman, “The World Economic Outlook: It Will Likely Get Much Worse Before It Gets Better”, Global Insight.
2. Gault, Nigel, “The United States: A Post-election Outlook”, Global Insight.
3. Archer, Howard, “Western Europe: How Bad Could Things Get?”, Global Insight.
4. Uhlig, Harald, “The Subprime Innovation and the Moral Hazard Crisis”, University of Chicago.
5. Ryan, Dan, “Few Options for Japan”, Global Insight.
6. McCaughrin, Rebecca, “The Global Financial Crisis: Is There Light at the End of the Tunnel?”, International Monetary Fund.
7. Bethune, Brian A., “U.S. Financial Crisis Reaches Epic Proportions”, Global Insight.
8. Tabernacki, Zbyszko, “The Global Financial Crisis: Impacts on Emerging Markets”, Global Insight.
9. Wardell, Simon, “Oil Price Outlook”, Global Insight.
10. Davis, Tom, “How Are Various Industries Being Affected by the Global Slowdown?”, Motorola Company.
11. Baker, Arnold B., “Geopolitics, Economics and Technology: Integrating Emerging Risks and Uncertainties”, Sandia National Laboratories.
12. Lee, Todd C., “How Long will China Remain Competitive?”, Global Insight.
13. Narasimhan, Jyoti, “Asia: Inflation and Monetary Policy Challenges”, Global Insight.
14. Amiel, Rafael, “Venezuela and Argentina: What Went Wrong?”, Global Insight.
15. Movit, Charles, “Russia: Can the Current Expansion Continue?”, Global Insight.