

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：其他)

參加美國紐約聯邦準備銀行所舉辦之

「第 34 屆中央銀行研討會」

(2010 Central Banking Seminar)

出國報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳證吉/辦事員

出國地區：美國紐約

出國期間：99 年 10 月 16 日至 10 月 25 日

報告日期：民國 100 年 1 月

## 目 錄

壹、前言 .....	1
貳、美國經濟展望暨第 2 波量化寬鬆政策 .....	1
一、景氣復甦力道趨緩 .....	1
二、通膨維持低檔，有助持續採行寬鬆政策 .....	3
三、第 2 波量化寬鬆政策之爭議 .....	5
參、歐元區經濟展望 .....	8
一、歐洲中央銀行因應金融危機所採政策暨其有效性 .....	8
二、歐債危機及未來經濟展望 .....	10
肆、新興市場經濟展望 .....	12
一、新興市場基本面較為健全，引導全球景氣復甦 .....	12
二、新興國家面臨貨幣升值壓力 .....	14
三、新興國家與已開發國家比較 .....	15
伍、金融風險管理 .....	17
一、信用風險管理 .....	17
二、金融穩定委員會之成立 .....	18
三、個案分析-以 AIG 為例 .....	19
陸、結論與建議 .....	20
附錄-美國聯邦準備系統(Federal Reserve System)簡介.....	24
參考資料 .....	26

## 壹、前言

職奉 准於 99 年 10 月 16 日至 25 日參加美國紐約聯邦準備銀行於美國紐約舉辦之「第 34 屆中央銀行研討會」，議程為期 3 天半，計有 63 個國家及國際貨幣基金、歐洲央行等派員共約 80 人參加。本次研習主題以金融海嘯後，全球經濟及金融局勢為主軸，並涵蓋各主要經濟體所採政策、金融穩定及風險管理等。研討會期間除聽取美國紐約聯邦準備銀行所選派之各部門專家講授相關課程外，並透過課堂上與講師討論暨與其他國家學員間之意見交流，瞭解各國經濟及金融情勢，對開拓國際視野頗有助益。

本報告共分為六個部分，除前言外，第一部分為美國經濟展望暨第 2 波量化寬鬆政策，探討美國經濟及金融現況，包含刻正採行的第 2 波量化寬鬆政策；第二部分為歐元區經濟展望，探討歐元區經濟及金融情形、歐洲央行所採政策暨歐債危機之成因等；第三部分為新興市場經濟展望，探討新興市場經濟現況，分析新興市場景氣復甦較為強勁的原因；第四部分為金融風險管理，探討美國聯邦準備銀行採行量化寬鬆政策後，其金融風險主要來源及現行管理機制，並以知名跨國金融集團 AIG 為例，探討美國政府援助歷程；最後為結語與建議。

## 貳、美國經濟展望暨第 2 波量化寬鬆政策

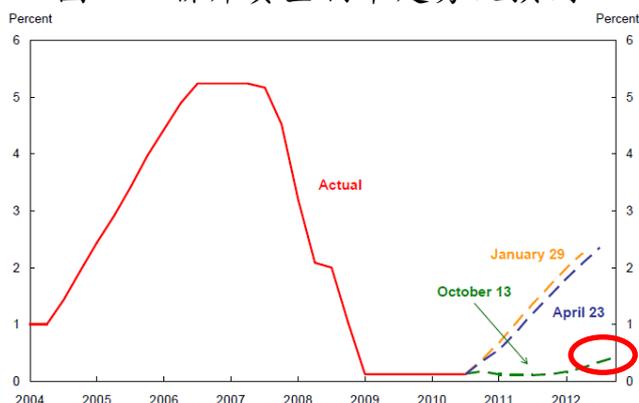
### 一、景氣復甦力道趨緩

鑑於近期美國景氣復甦疲軟，加深市場對於景氣是否二次探

底(Double dip)的憂慮，Fed 推動第 2 波量化寬鬆政策，以進一步刺激景氣，維繫復甦的力道，提振大眾的信心，特別是在失業率接近兩位數居高不下時，更有迫切的必要。觀察各主要經濟指標(勞動工時、製造及非製造業指數、消費者信心指數…等)，在歷經金融風暴的低點後，雖於 2009 年明顯出現復甦，但在 2010 年各主要指標均呈明顯疲軟的情形。可能原因為擴張性政策對刺激景氣效果已逐漸減退，以及廠商回補庫存結束等因素，故景氣反彈力道仍有限。有效需求不足，使廠商不敢增加投資及雇用人力，使失業率遲遲無法下降，消費者信心無法回復，形成惡性循環。導致聯邦資金利率回升時程遙遙無期，依 Fed 內部最新預測，聯邦資金利率將於 2012 年之後才可望明顯回升(詳圖一)。

此外，家計部門受金融海嘯影響，近年逐漸改變其消費習慣，過去習以為常的以分期付款舉債方式的消費型態明顯轉變，儲蓄率明顯較往年提升(詳圖二)。雖然家計部門負債持續降低(詳圖三)，雖對個人財務體質屬正面消息，但景氣低迷不振，總體有效需求不足之際，如占內需比重最高的消費持續低迷，對景氣復甦實為相當不利因素<sup>1</sup>。

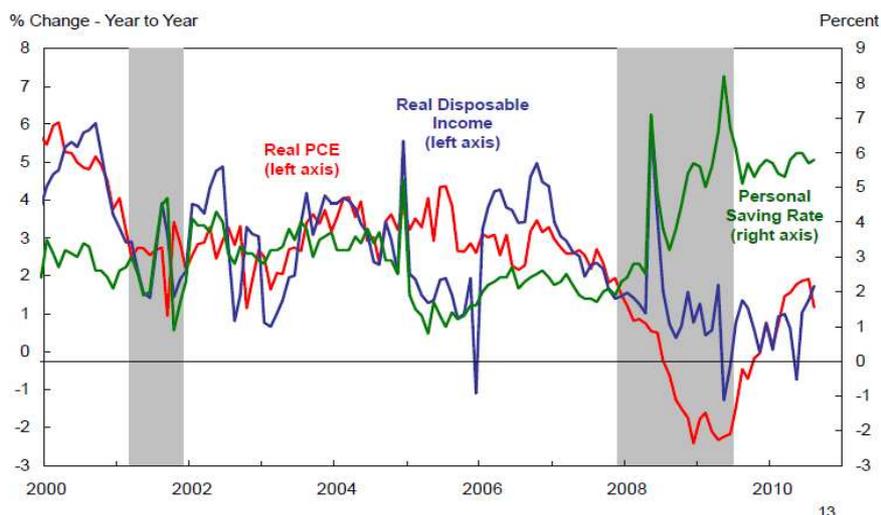
圖一、聯邦資金利率走勢及預測



資料來源：Fed 研討會議程資料

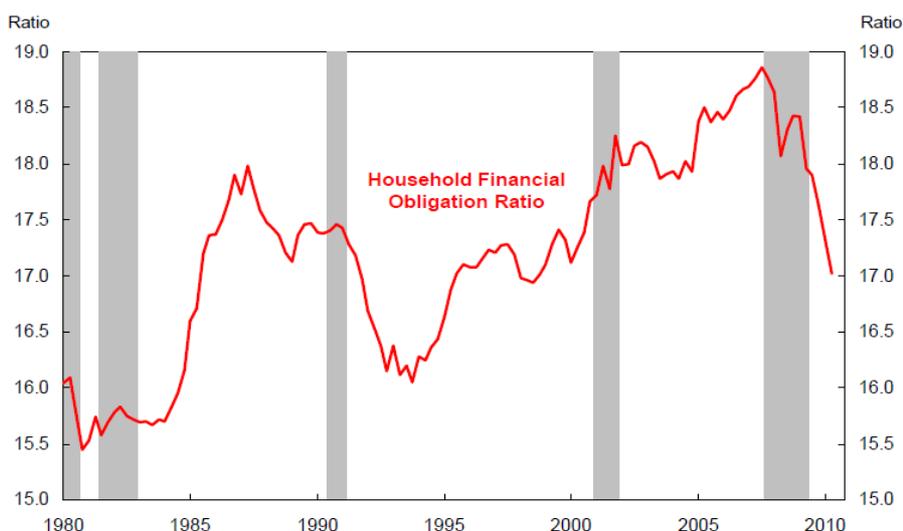
圖二、實質個人消費、可支配所得及儲蓄率

<sup>1</sup>近似於經濟學裡合成的謬誤(fallacy of composition)，雖然儲蓄對個別家計部門有利，但對整體經濟環境不一定有利。



資料來源：Fed 研討會議程資料

圖三、家計部門負債比率



資料來源：Fed 研討會議程資料

## 二、通膨維持低檔，有助持續採行寬鬆政策

根據聯邦準備法(Federal Reserve Act)明訂，Fed 的雙重職責為促進最大就業及維持物價穩定。美國的核心消費者物價年增率自 2007 年高點，逐漸下降至近期約 1%，而消費者物價年增率則因包涵食物及能源價格，故波動較大，但近期亦下滑至約 1%。顯示美國即便已採行史無前例的大規模擴張性貨幣政策，

但在通膨尚屬溫和的情形下，根據 Fed 內部自行評估，極低的利率水準仍可維持一段時間。

Fed 主席 Bernanke 日前表示，由於美國通膨過低而失業率又太高，需再次採行寬鬆的貨幣政策，以幫助美國經濟躲過二度衰退的「非常糟糕」後果。Fed 於 2010 年 11 月起，採行非傳統的量化寬鬆擴張性貨幣政策(即 QE2)，預計於 2011 年 6 月底前，購入規模高達 6,000 億美元的中、長天期政府公債<sup>2</sup>，欲藉此壓低殖利率，引導廠商投資並雇用更多人力。投資人對於房屋及股票等資產的需求增加，造成房價及股市價格上漲，間接透過財富效果刺激經濟成長。紐約聯邦準備銀行總裁 W. Dudley 於 2010 年 10 月 19 日表示，由第一次量化寬鬆(QE, Quantitative Easing)的經驗，此次 QE2 的政策效果相當於調降聯邦資金利率 2~3 碼，且可促使美元維持弱勢，縮小貿易赤字，並藉由出口帶動經濟及就業的成長<sup>3</sup>。茲簡要比較 QE1 及 QE2 如下：

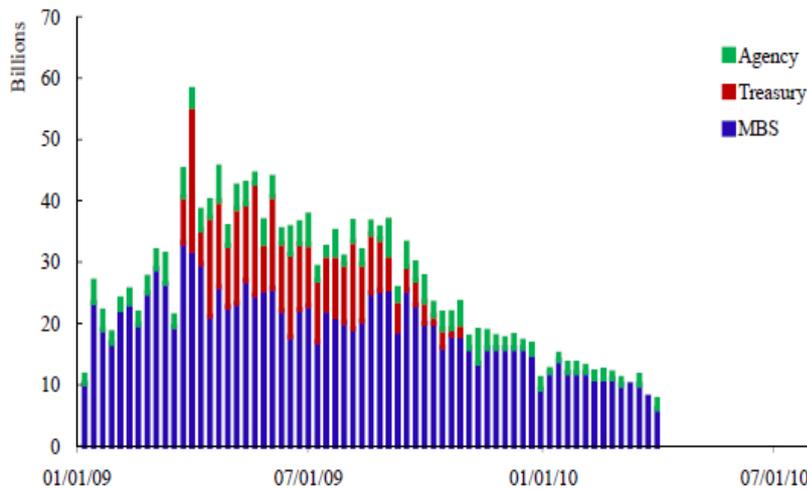
表一、美國兩次量化寬鬆之比較

	QE1	QE2
<b>緣起</b>	信貸擠壓，流動性危機	有效需求不足，避免通貨緊縮
<b>實施時間</b>	2008年底至2010年初	預計2010年11月至2011年6月
<b>規模</b>	約1兆7,500億美元	預計6,000億美元
<b>購買標的</b>	1、不動產抵押貸款證券(MBS)為主 2、聯邦機構債券、定期資產擔保證券融通 (TALF) 及美國政府公債等 (詳圖四)	中、長天期政府公債
<b>(預期)效益</b>	1、提供流動性，挽救市場信心危機 2、有助景氣迅速脫離谷底	1、壓低中長期利率，刺激有效需求 2、維持相對較為弱勢美元，刺激出口

<sup>2</sup> 自 2010 年 11 月起，預計平均每月購買 750 億美元公債，並定時檢討購買速度及規模適時調整，若加計先前 MBS 到期本金再購買公債(每個月約 350 億美元)，至 2011 年 6 月底，Fed 將購買公債的總額 8,500 億美元~9,000 億美元，每個月約 1,100 億美元。

<sup>3</sup> Fed 主席 Bernanke 並於 2010 年 11 月 17 日表示，預估 QE2 之 6,000 億美元債券買回計畫，將可創造約 70 萬個工作機會。

圖四、第一次量化寬鬆期間 Fed 逐週(week by week)購入債券圖



資料來源：Fed 研討會議程資料

### 三、第 2 波量化寬鬆政策之爭議

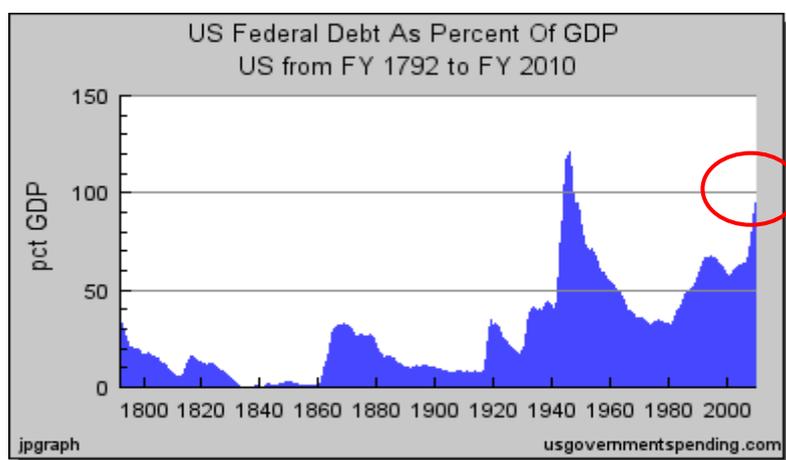
儘管 Fed 採行第 2 波量化寬鬆(QE2)政策，但 QE2 對提振經濟是否仍能如前次般的有效，目前仍有爭議，外界似乎貶多於褒，甚至聯準會內部也頗有雜音<sup>4</sup>。2008 年時 QE1 得以發揮刺激經濟的效果，最主要係因美國經濟處於信貸擠壓困境，藉由 QE1 適時提供流動性，有助於金融體系免於崩解，但目前企業及消費者仍處於去槓桿的階段，對信貸需求並不大，QE2 只是增加銀行的超額準備，過剩資金反而可能流入較投機的市場，助長新一輪的泡沫。如諾貝爾經濟學獎得主 Stiglitz 即表示，超寬鬆貨幣政策，無助全球經濟復甦，反造成「流動性氾濫」、外匯市場不穩定。

除貨幣政策外，預期美國將持續以擴張性財政政策以刺激經濟，其手段仍以減稅、政府移轉性支出及政府支出為主。

<sup>4</sup>如 Richmond 聯邦準備銀行總裁 Jeffrey Lacker 即表示，目前 Fed 以降低失業率為首要目標，QE2 政策只會加深通膨風險...，現階段通膨和各界公認的穩定物價範圍相去不遠，且各項預期也顯示經濟正向發展，因此政府若在此時將打擊失業率視為首要目標，恐將威脅 Fed 維持通膨目標的公信力。」。另前紐約聯邦準備銀行總裁 Gerald Corrigan 表示，QE2 政策恐引發資產泡沫或通膨。

Stiglitz 即主張財政政策對降低失業率將產生立竿見影之效果。政府寬鬆政策，雖可有效縮短景氣復甦時間，但若想降低美國現今嚴峻的失業問題，應以政府支出手段較有效，而非採第 2 次量化寬鬆。但受美國近年一連串參與反恐、伊拉克及阿富汗戰爭<sup>5</sup>，及經濟衰退之影響，美國近年公共債務占 GDP 比重已攀升至超過 90%，創下 1947 年以來之新高，美國財政是否能夠支援大規模政府支出，不無疑問<sup>6</sup> (詳圖五)。

圖五、美國中央政府未償債餘額占 GDP 比率



資料來源：Fed 研討會議程資料

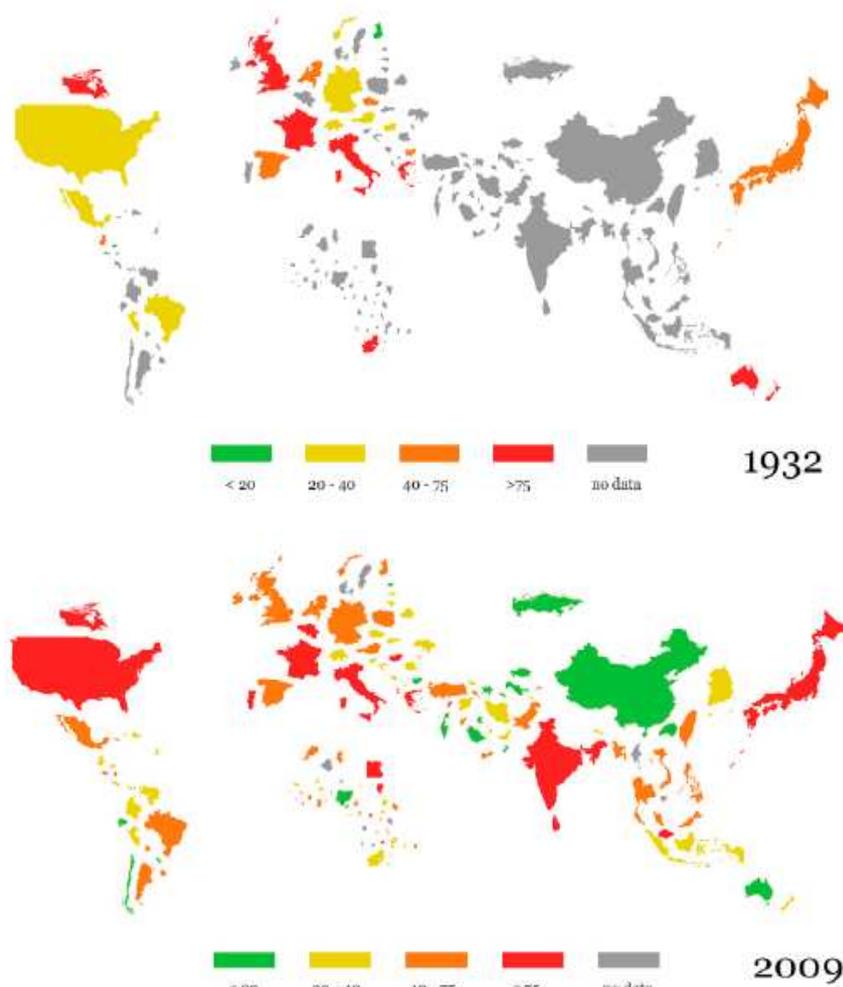
相較於 1932 年大蕭條(Great Depression)期間，本波金融危機期間，多數國家(尤其是已開發國家及部分新興歐洲國家)政府負債比率(=政府負債/GDP)明顯較高(詳圖六)。分析其原因，近因係受金融海嘯影響，企業獲利減少使稅課收入減少，加上各政府紛紛採財政激勵及支援性政策以刺激經濟，收入減少而支出增加所致。遠因則係受近代社會主義思想及凱因斯學派大規模政府影響，多數國家社會福利支出及政府支出節節攀升，

<sup>5</sup>美國 2010 年軍費支出約 7,000 億美元，超過 QE2 之規模。

<sup>6</sup>在政治上，受 2010 年 11 月美國期中選舉民主黨大敗之影響，若 Obama 政府欲推行大規模擴張性財政政策，將遭受極大的阻力。故 Obama 於 2010 年 12 月 7 日宣布，與共和黨達成協議，同意延長 Bush 時代的減稅措施兩年，規模約 3,000 億美元，以換取共和黨同意延長聯邦失業救濟及調降薪資稅。但由於該措施將富人也納入減稅，在民主黨內引起部分議員不滿。

在稅課收入未能同步提升下，常需仰賴舉債以支應預算之不足，在承平時時期舉債比率即已逐年攀升，負債比率創下二次大戰後的新高<sup>7</sup>。一國國債比率的攀升，將增加償債風險，使未來進一步的財政政策受限，並可能因主權評等下滑或資金緊絀等因素，而使舉債成本升高，最終可能將傷害一國的經濟成長和生產力<sup>8</sup>。

圖六、1932 年大蕭條及 2009 年全球景氣衰退期間  
世界主要國家政府舉債占 GDP 比率比較



資料來源：IMF Working Paper, "A Historical Public Debt Database."

<sup>7</sup> 依IMF預測，已開發國家之平均政府負債將由2007年底之占GDP之73%，至2015年攀升至105% (Cottarelli and Schaechter, 2010)。

<sup>8</sup> 見IMF(2010) "Fiscal Challenges Beyond the Crisis, World Economic and Financial Surveys", IMF Fiscal Monitor.及 IMF(2009), "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor", IMF Staff Position Note."

但在美國國內民間消費和民間投資仍然疲弱下，擴大政府支出仍為可考量的選擇之一。擴張性財政政策較能迅速創造新的就業機會，改善就業市場無感型復甦的問題。在景氣展望不佳時，若一味遵守財政紀律，將使景氣復甦遙遙無期，當前的經濟情形和 1930 年代的美國以及 1990 年代的日本類似。美國在 1930 年代因 Roosevelt 總統推行擴大政府支出之「新政」得宜，有效脫離「大蕭條」的泥沼；而日本在 1990 年代則因政府採行大規模擴張性財政政策，亦確實有效填補了民間需求的不足，對提振日本經濟助益頗大，這其中尤以擴大公共投資的效益最為彰顯。雖然亦有若干論者質疑這段期間日本財政激勵措施的效果最終不如預期，係因部分措施係屬原訂計畫的「舊瓶裝新酒」，且實際採行的規模明顯低於原本所宣告<sup>9</sup>。但有部分學者研究指出，若無財政激勵措施，日本經濟可能更為惡化至衰退 20% 至 30%<sup>10</sup>。當市場普遍信心不足，在低利率和低通膨的環境下，以 2 次量化寬鬆輔以擴張性財政政策，應有助於美國景氣更明確的復甦。

## 參、歐元區經濟展望

### 一、歐洲中央銀行因應金融危機所採政策暨其有效性

歐洲中央銀行(以下簡稱 ECB)因應金融危機，亦採行典型

---

<sup>9</sup>日本於 1980 年代末期，由於受廣場協議(Plaza Accord)影響，貨幣大幅升值，股票及房地產等資產價格大幅上升，當其泡沫化後，造成 1990 年代「失落的十年(The Lost Decade)」。日本為挽救經濟所推行之擴大政府支出之所有效果不彰，原因眾多，除受其社會結構(如人口老化、終生雇用制)等因素影響外，部分原因係政府擴張幅度不足，且認列原本已執行之計畫而有重複計算誇大之情事，可參照 Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession," *Business Economics*, April, pp.15-23.

<sup>10</sup>Kenneth N. Kuttner & Adam S. Posen, (2002&2010).

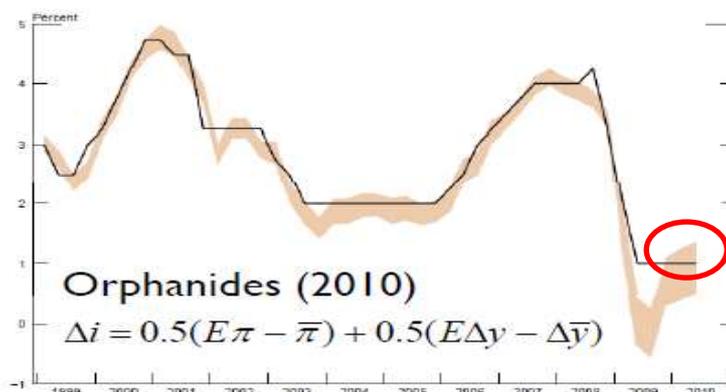
調降利率及非典型提供流動性之寬鬆貨幣政策，期能達到物價及金融體系穩定之目標，使貨幣政策傳遞機制能有效運作。由於歐元區融資來源較仰賴銀行放款，近年其銀行放款占 GDP 比重約為 140%，超過美國的兩倍；企業直接金融僅占其總籌資約為 25%，美國則為 60%。相較於美國，歐元區金融業務較仰賴銀行體系，故其央行之貨幣政策(尤其是傳統以利率為操作目標)，對總體經濟的影響較為直接。

在決定其政策利率水準方面，歐洲央行係參照泰勒法則 (Taylor rule)，作為其決策主要參考依據。係數設定則依 Orphanides 於 2003 年及 2010 年之實證結果，將通膨缺口及產出缺口之係數分別設定為 0.5，即可得到一個有用的基準指標：

$$\Delta i = 0.5(E\pi - \bar{\pi}) + 0.5(E\Delta y - \Delta \bar{y})$$

上式即利率的變動( $\Delta i$ )=0.5\*(預期通膨率-目標通膨率)+0.5\*(預期 GDP 成長率-充份就業下 GDP 成長率)。由簡單的法則即可得到相當有用的參考依據，依其最新估計結果，雖然通膨目前仍處約 1% 的低水平，但隨著景氣脫離谷底，負的產出缺口已明顯收斂，故所配適出利率區間已明確回升，但由於景氣仍相對疲軟，預期 ECB 可能持續維持低利率一段時間(見圖七)。

圖七 由泰勒法則所配適之利率與利率走勢圖



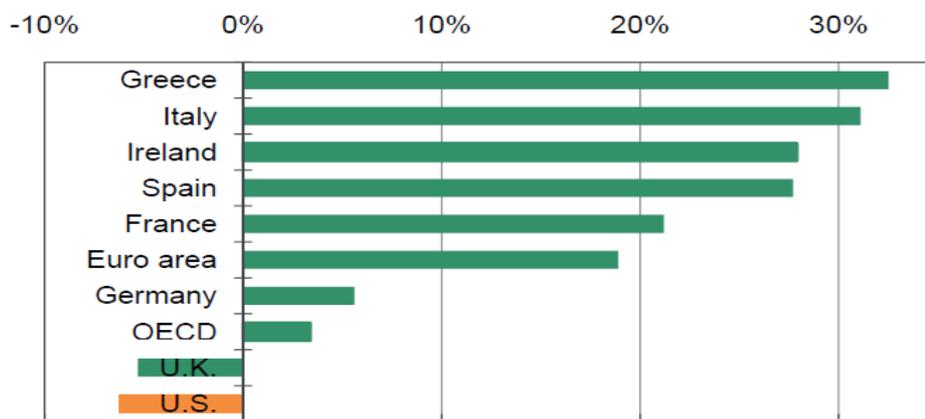
提供金融體系流動性政策，主要係以擴大合格擔保品(以資產擔保證券 Asset-backed securities 為主)及直接自市場購買債券的方式，直接對市場注資，該措施與美國量化寬鬆的政策近似。鑑於金融體系流動性危機已有明顯改善，ECB 原擬於 2010 年底讓非典型貨幣政策逐漸退場，但由於經濟復甦緩慢，且受歐債危機影響，採行時間將較原訂時程延後。政策退場時間拿捏相當不易，過早則恐傷害脆弱的體系，過遲則可能埋下未來通膨的種子。

## 二、歐債危機及未來經濟展望

歐債危機主因為受金融海嘯影響，各國提出振興經濟措施，使其赤字與公共負債皆大幅增加，尤以希臘最為嚴重。另特殊國情與民風為危機之次要原因，社會福利政策浮濫且工會力量龐大，造成近年歐元區勞工成本節節升高(詳圖八)，加上部份國家人民退休年齡過早，造成政府龐大的財政負擔。歐元區只有經濟整合而無政治整合，無法有效解決財政失衡，經濟體質良莠不齊的國家結合在一起，當面臨經濟與金融危機時，體質較差之會員國無法採行靈活有效之因應措施，造成葡萄牙、義大利、希臘、西班牙與愛爾蘭 (PIIGS 五國)皆發生程度不同之危機。由於危機不斷蔓延，歐盟與 IMF 乃於 2010 年 4 月 29 日共同對希臘金援 1,100 億歐元，而暫時解除希臘危機。歐盟並於同年 5 月 11 日以 7,500 億歐元成立「緊急穩定基金」，對財政欠佳之會員國提供救急之用。此外，為遏止國際投機資金攻擊歐元區股匯市，並提振市場信心，歐盟於同年 5 月 18 日通過「加強管制避險基金」後，德國翌日旋即禁止股市無券放空，西班牙與法國隨後亦跟進。西

班牙於 2010 年 6 月 17 日成功發行公債後，整個危機在當時暫告一段落<sup>11</sup>。

圖八、歐美等國近十年單位勞動成本增加率



資料來源：OECD, Moody's Analytics (Fed 研討會議程資料)

但受歐債危機影響，歐元大幅貶值，歐元區核心國家如德國與法國其出口均大增，因而帶動歐元區之經濟復甦。歐盟將採取進一步措施以防杜危機，里斯本條約(Lisbon Treaty)<sup>12</sup>自 2009 年 12 月 1 日生效後，歐盟成立特別小組，以提升經濟及預算風險控管。此外，近期銀行之壓力測試結果，證明大多數銀行健康狀況良好，有能力抵禦可能出現的經濟二次探底和主權債務危機的雙重打擊。歐元區各會員國亦積極改善財政結構，發生債信危機之希臘，除已努力改善財政與債信，其他歐元區會員國亦全面緊縮財政支出與加稅。

展望未來，歐元區脫離金融風暴和債信危機後，經濟可

<sup>11</sup> 但在 2010 年 11 月，愛爾蘭因房地產市場泡沫、銀行擔保品價格下滑引發另一波市場恐慌。歐盟與 IMF 發表聯合聲明，宣布歐盟相關各國與愛爾蘭政府將聯合提供 850 億歐元資金，協助恢復愛爾蘭銀行體系的正常運作。

<sup>12</sup> 「里斯本條約(Lisbon Treaty)」，又稱「改革條約」，是歐洲聯盟用以取代「歐盟巴黎憲法」的條約。該條約是因應歐盟目前所面臨的困境，在建立統一的歐洲過程中，各成員國須擱置部分國家主權的爭議，調和各國利益，條約中許多具體措施將有助歐盟運作與決策，成為未來整合的推動力。

望逐漸復甦，消費者信心亦逐漸恢復中，但各國間受限於先天體質的差異，預期將呈溫和但不均衡的復甦，德法等大型國家仍可望表現較佳，其餘體質較差的國家，在縮減政府赤字上的過程中仍免不了在政治和經濟上的陣痛期。消費者物價指數雖可能受能源和食物價格變動之影響，而呈較大幅度之波動，但預期核心物價年增率可望維持在 1% 左右的低檔，在暫無通膨之虞下，預期多數歐洲經濟體的貨幣政策仍將維持寬鬆，以利景氣復甦，並抵消各國因削減政府支出的財政緊縮效果。

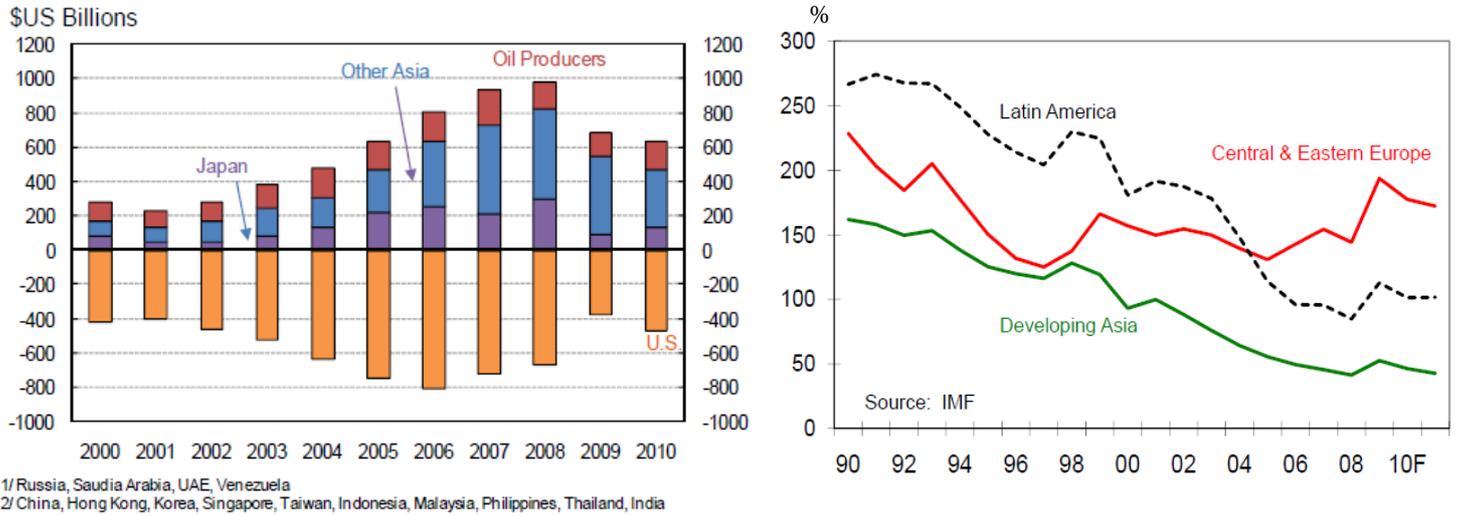
## 肆、新興市場經濟展望

### 一、新興市場基本面較為健全，引導全球景氣復甦

近年由於全球金融整合日益密切，金融整合使各項傳遞管道更加暢通，但一旦發生危機，因各經濟體需同時承擔，較易發生擴散效果，故新興市場在此次金融危機中雖然亦受重創。但相較於歐美等已開發市場，亞洲為主的新興市場經濟復甦較為迅速。已開發國家在危機中出現捉襟見肘之窘態，最危機時還需要依靠新興國家的資金來挽救其國內的銀行。過去新興國家對美元債務的依賴，每次 Fed 收縮銀根，便對其產生相當大的衝擊，形成“美國打噴嚏、全球國家感冒”的現象。但因有 1997 年東南亞金融風暴的前車之鑑，加以近年全球化資金移動和商品市場多頭之影響，多數新興國家的經常收支明顯改善，外匯存底激增(詳圖九)，較足以因應資金的短期流動外，不少新興國家更搖身變成淨資本輸出國。由於累積龐大外匯存底，

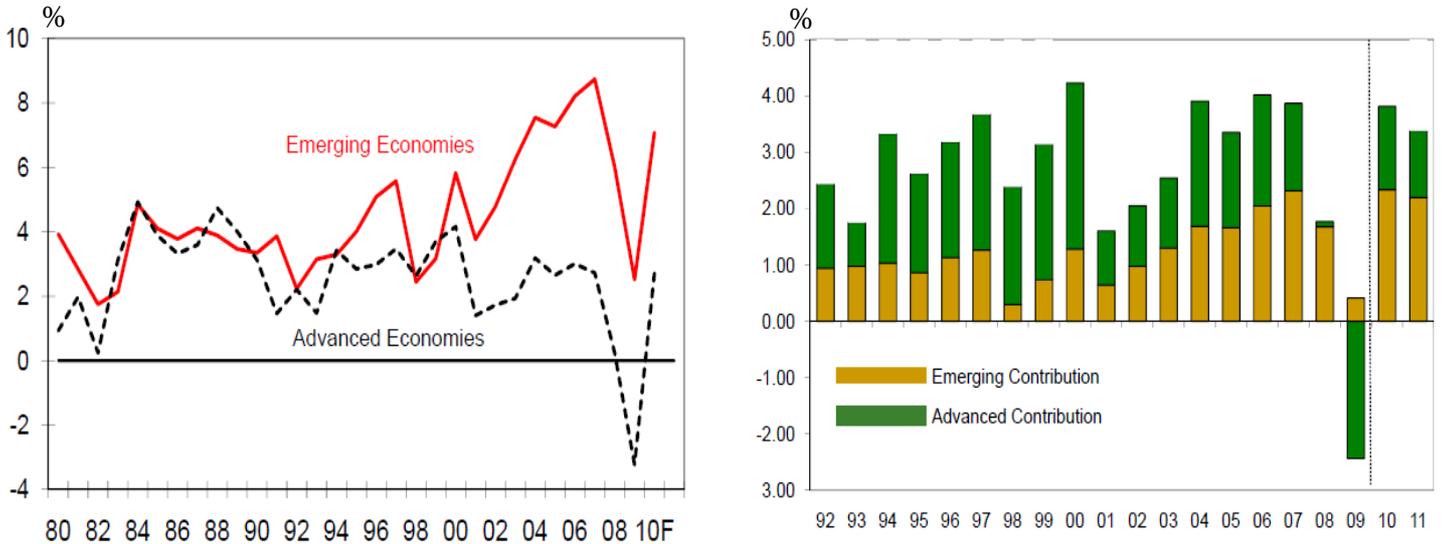
資金不再依賴海外，雷曼兄弟倒閉後所觸發的信貸市場危機，對許多新興國家影響較為有限(詳圖十)。

圖九 美國及新興國家經常帳收支情形及新興市場之外債占外匯存底比重



資料來源：Fed 研討會議程資料

圖十、已開發&新興國家經濟成長率暨對全球經濟成長之貢獻率



資料來源：Fed 研討會議程資料

其次，多數新興國家政府負債比率不高，較低度發展的貨幣市場及金融創新較不足，使其信用市場和全球相關性較低，

是在金融海嘯中受傷較輕的另一個重要因素。受過去 1997 亞洲金融風暴與 2001 年阿根廷國家債務危機之歷史教訓，銀行及消費者均較保守，不願過度借貸，銀行體制亦較為健全。這次金融危機中，亞洲和拉美各國的經濟基本面較沒有出現明顯的惡化，貨幣幣值得以維持穩定，通貨膨脹亦屬溫和，利率及就業市場亦表現平穩，配合商品價格迅速反彈，也使部分依賴商品出口的新興國家受惠。新興經濟的整體經濟情況和復甦能力遠優於已開發國家，部分新興國家更因具有「人口紅利」<sup>13</sup>，其龐大的內需市場成長成為全球經濟擺脫衰退的主要動能，尤其以中國、印度及巴西等國家為主。

## 二、新興國家面臨貨幣升值壓力

由於新興市場在本波景氣復甦中表現強勁，多數國家資本呈大幅度之淨流入，其貨幣升值壓力隨之接踵而來。面對大規模資本流入，新興國家普遍採行匯率干預措施，各國競相採行干預措施壓低本國幣值，全球刻正面臨貨幣(匯率)戰爭的疑慮中。新興國家咸認為，大量資本流入造成其匯率升值過速，因過去 1997 年亞洲金融風暴部分係受國際間資本之移動之影響，暨 1980 年代日本因「廣場協議」<sup>14</sup>，屈服於美國壓力而使日圓大幅升值，最終陷入「失落的十年」之前車之鑑，亞洲諸國對於幣值大幅波動均戒慎恐懼，不願其貨幣升值過速，傷害經濟復甦力道及其金融穩定。為防杜國際熱錢的流竄，新興國家

---

<sup>13</sup>當某國家人口組成中，需被撫養的 14 歲以下少年與 65 歲以上老年人口佔 15~64 歲勞動人口比例小於 50%便稱之為「人口紅利」時期。反之，若該人口總扶養比例超過 60%則稱之為「人口負債」。以中國大陸為例，由於大陸於 1960 年代及 1985~1990 年間發生 2 次嬰兒潮，因而創造出過去數 10 年來的人口紅利，在人口紅利時期中，由於勞動力資源相對比較豐富，對經濟發展十分有利。

<sup>14</sup>廣場協議(Plaza Accord)是美國、日本、英國、法國、西德等五個工業發達國家的財長和央行總裁，在 1985 年 9 月於紐約的廣場飯店秘密會談後所簽署的協議。目的在聯合干預外匯市場，使美元對日圓、馬克等主要貨幣貶值，以解決美國巨額貿易赤字，最終導致日圓大幅升值。

紛紛採行干預匯率或評估對熱錢課稅等資本管制措施。

但已開發國家則認為，為使全球經濟長期維持較健全的成長模式，一國幣值應反映其經常帳收支情形及其經濟實力，新興國家應允許其貨幣升值。如近期美國財政部長蓋特納（Timothy Geithner）即力促貿易盈餘的新興國家應使其貨幣升值並擴大內需，由出口導向之經濟模式，轉為擴大國家需求，以達成更均衡的成長模式。新興國家一味干預匯率市場，除使匯率長期低估，無法使其匯率反映經濟基本面，加深升值之預期心理，反而將吸引更多的資金流入，造成市場不效率。且新興國家進場買匯後，需另行自國內吸收多餘資金之沖銷的成本並不低，尤其在短期利率逐漸上升的情形下，將造成更龐大的財政負擔。

### 三、新興國家與已開發國家比較

本波全球景氣衰退對開發中國家之影響，依 IMF 實證分析結果，各國表現變異極大。比較新興市場及已開發經濟體中，排名在前 1/4 國家，無論在 GDP、股市及主權利差<sup>15</sup>等主要指標的表現，均為新興市場表現較優；但若比較中段班及後段班 1/4 的國家，則是已開發國家表現較佳。其中在主權利差的變化方面，已開發國家略遜於開發中國家，可能是受到金融危機及歐債危機係肇始於歐美等國，但開發中國家各國差異極大，介於 287~772bp 之間(詳表二)。

---

<sup>15</sup>主權利差(sovereign spreads)是指兩個國家借用同一外國貨幣的利率差異，經常用以衡量國家風險。

表二、金融危機對新興市場及已開發經濟體各主要指標之影響

	Emerging Markets	Advanced Economies
Output collapse		
Median	-4.9	-4.5
25th percentile	-8.4	-6.6
75th percentile	-2.0	-2.9
Stock market collapse		
Median	-57.1	-55.4
25th percentile	-72.0	-64.1
75th percentile	-45.2	-49.0
Rise in sovereign spreads		
Median	462	465
25th percentile	287	...
75th percentile	772	...

說明：計算方式係以金融風暴期間(2007~2009年)，各指標自最高點至最低點的百分比變動量。

資料來源：IMF Working Paper, Bloomberg.

另分析實質面與金融面變數之相關性，新興國家經濟成長率與股市及信用市場成長變動之相關係數介於0.39~0.42，呈中度正相關；與利差相關係數則介於-0.29~-0.03，呈低度負相關，此結果與直覺相符(詳表三)。

表三、經濟成長率、股市、利差及信用市場變動之相關係數

	Growth	Stocks	Spreads	Credit growth
Growth	1.00			
Stocks	0.39	1.00		
Spreads	-0.24	-0.03	1.00	
Credit growth	0.41	0.42	-0.29	1.00

資料來源：IMF Working Paper, Bloomberg.

就股市走勢分析，雖然在金融風暴期間，已開發及新興國家之股市走勢相近，均在 2009 年初落底。但新興國家股市反彈力道不一，大體而言，亞洲及拉美等國家較強，而東歐國家則受歐債危機等因素影響，表現反而較已開發國家為差。在信用市場方面，因有過去數次金融危機前車之鑒，本次各國均採極為寬鬆的政策對市場注資，以因應(可能發生之)流動性危機，故在景氣衰退期間，各國普遍信用緊縮的情形較不明顯或迅速得到紓解。雖然在危機期間，提供金融體系充足的流動性相當重要，但在景氣復甦之際，若未在適當時機退場，是否將助長另一波泡沫，不無疑問。

## 伍、金融風險管理

### 一、信用風險管理

Fed 原本主要的信用風險來源，為其重貼現窗口及隔夜拆款之違約風險，及抵押品之價格下跌風險。在 Fed 採行量化寬鬆政策，為提供市場流動性而自市場購入大量之金融商品，擴大其資產負債表後，主要風險來源則為：1、事前的商品及擔保品價值評估之風險；2、購買後之商品價格波動風險暨違約風險。在對商品價格評價方面，Fed 內部設有金融風險管理部門，以嚴謹計量分析之方式作為評估各金融商品(如 CDO, RMBS, CMBS 等)真實價值之參考依據。在融通管道方面，Fed 以定期資產擔保證券貸款機制 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)，對信用卡、商業抵押貸款、汽車、學生貸款及中小企業等 ABS 及 MBS 市場提供融資管道，藉由

TALF 之機制，資訊較為透明化，Fed 可更為有效掌握各抵押品之信用情形及其可能風險。該部門同時監控及參酌市場經濟狀況，評估交易對手風險，並定期產出風險評估報告，以做為聯準會之決策參考依據。

## 二、金融穩定委員會之成立

鑑於此次金融風暴中，屢有大型跨國企業陷入金融危機，迫使各國政府需投入救市，故亟須加強跨國監理合作，建立預警機制。G20 國家於 2009 年經過幾次商議後，達成建立金融穩定委員會(Financial Stability Board，以下簡稱 FSB)之共識，並同意由該委員會制定一系列監管措施，以預防系統性風險在未來金融危機中向全球擴散。FSB 於 2009 年 12 月擬定監管條例，初步選定包括美國、英國、歐洲及日本等 30 家大型金融及保險公司，對他們的營運進行跨國監理<sup>16</sup>，且要求其需預先規畫並訂定復原方案及解決方案(Recovery Plans & Resolution Plans；簡稱 RRP)<sup>17</sup>。FSB 並要求上開大型金融企業嗣後需逐年重行檢視其 RRP 是否符合外在環境需求，茲簡要說明如下：

- (一)復原方案：當公司因陷入嚴重的危機，但經評估應可以渡過困難，或有其他考量不能任其倒閉時，為維持公司得以繼續經營，所需採行的必要行動。
- (二)解決方案：當公司因陷入嚴重的危機，經評估決定使其倒閉。為使整體所費成本最小，並避免該機構倒閉引發骨牌

---

<sup>16</sup>FSB 並於 2010 年 10 月於 G20 高峰會前，於韓國首爾召開會議，討論金融改革主要議題。會議討論金融機構的改革架構以改善市場系統性風險；通過對擴大金融監督權限範圍之建議，以更嚴謹及有效的規範市場秩序；通過建置集中結算、店頭衍生性商品交易申報等機制之建議；及通過降低對信用評等機構依賴程度之準則。

<sup>17</sup>因 FSB 要求需「預先」訂立復原方案及解決方案(RRP)，故該方案亦被稱為金融業生前預立的遺囑(living will)。

效應導致系統性危機，嗣後所需採行之措施。

美國亦於 2009 年 12 月成立一個由 Fed 主席及財政部長等 10 人組成的金融穩定監督委員會(Financial Stability Oversight Council)，負責監測和處理危及全國金融穩定的系統風險，希望藉由立法以填補監理差距，以減少導致 2008 年金融危機的投機交易。該法賦予聯邦監管機構在大型問題金融企業的倒閉，可能使整體金融系統失去穩定時，有權對其進行緊急接管和處分，而不需動用納稅人之資金予以救援。

### 三、個案分析-以 AIG 為例

Fed 於 2008 年 9 月至 2009 年 3 月間，以「問題資產救助計畫」(TARP, Troubled Asset Relief Program)<sup>18</sup>中提撥資金等方式，共 4 度傾全力援助瀕臨破產的 AIG，其原因非但是「too big to fail」，亦為「too important to fail」。AIG 過去沒受政府太多的監管，當它以高槓桿的型式，用衍生性商品去擔保數千億的公司債、房貸或其他債務時(即承做 CDS)，對高度管制的銀行提供廉價的信用保障，使其曝露在高風險中，當景氣反轉市場違約提高時，其即面臨鉅額損失。當時若任由 AIG 倒閉，可能會造成骨牌效應，對脆弱的金融體系造成進一步的傷害。Fed 藉由紓困降低 AIG 的槓桿，並可隨時查核其財務報表，以有效掌控其財務狀況。隨著景氣復甦及 Fed 援助計畫達成預期成效，AIG 與美國官方代表於 2010 年 9 月 30 日與財政部達成釋股協議。AIG 希望儘早償還政府的援助款

---

<sup>18</sup>問題資產救助計畫(TARP)為美國財政部於 2008 年 9 月提出，原本的法案是要購買約 7,000 億美元的不良資產。然而，後來多被用於支持許多尋求援助的企業，包括汽車製造商通用汽車和克萊斯勒以及它們的金融轉投資事業 GMAC 和克萊斯勒金融公司。另外大約 3,400 億美元被用於援助接近金融機構，包括一些大型機構如花旗、美國銀行、AIG 和其他小型銀行。

以利其業務推展，而美國政府也亟欲自 AIG 取回資金，好對納稅人有個交代。但欲完全處理 AIG 持股可能仍需若干年時間，視 AIG 之營運表現與市況而定，惟整體而言，AIG 事件迄今可謂是政府援助金融機構相當成功的案例。

## 陸、結論與建議

全球景氣自脫離谷底後，明顯呈現 M 型化的復甦，歐美等已開發經濟體復甦力道相對微弱，其退場機制不僅仍遙遙無期，甚至仍得持續推出進一步的寬鬆政策以刺激經濟；亞洲為主的新興經濟體則表現相對強勁，政策已趨於緊縮，但若歐美等經濟體景氣持續低迷不振，則對(尤其以出口導向)新興市場長期將有不利之影響。在此波金融風暴對我國金融體系影響較為輕微，近期雖呈穩定復甦，但成長動能明顯放緩，整體經濟及金融局勢雖然審慎樂觀，但仍充滿不確性，茲就國內金融市場狀況及本行業務提出若干建議：

### 一、留意財政惡化對利率及債信之影響

自金融海嘯引發全球景氣衰退以降，各國政府全力投入救市，以減稅及擴大政府支出等財政政策以刺激景氣，雖然成效良好，景氣迅速脫離谷底，但也導致原本財政赤字沉疴更為雪上加霜。歐美等國景氣復甦相當緩慢，也使其財政收支在短期將難以明顯改善。我國政府負債比近年亦節節升高，近年已逼近公共債務法之舉債上限，若再加計公保、勞保、勞退、退輔給付等潛藏性負債及日益升高的社會福利支出，並隨著我國逐漸步入高齡化社會少子化的影響，未來我國的財政情形可謂相當嚴峻。若非因近年國內投資機會較匱乏，致累積龐大之超額

儲蓄<sup>19</sup>，且我國幾無外債，政府財政惡化恐將對債信及利率造成嚴重之影響。歐債危機造成之系統性風險殷鑑不遠，隨著我國景氣好轉，擴張性政策退場外，政府應擺脫選舉考量，大刀闊斧的進行稅制改革，在景氣佳時努力縮減財政赤字及政府負債，以儲備未來景氣衰退時，政府的舉債能量。貨幣政策需搭配財政政策，才可收到較好的成效，本行為貨幣政策之主管機關，對於政府財政惡化對債信及利率影響，需密切留意，及早妥為因應。

## 二、審慎評估美國量化寬鬆政策對匯率及物價的干擾

近期 Fed 實施 QE2 量化寬鬆政策，甚至表示若美國整體經濟情形及就業市場沒有明顯改善，未來還可能啟動第三次量化寬鬆政策(QE3)<sup>20</sup>。由於預期美元將貶值，國際資金移動頻繁，已開發國家的低利率及寬鬆貨幣政策，已對新興市場的匯市及物價造成嚴重的干擾，各國紛紛採行若干程度的資本管制措施。我國亦對國際資金嚴密監控，要求匯入資金之用途需與申報符合。近期更由於資金大量匯入，我國採較為彈性的匯率，擴大匯率波動區間以為因應。因我國為出口導向之經濟體，上揭措施相當程度減緩匯率波動對我國的衝擊，並有效緩和對進出口廠商造成干擾。惟若國際美元持續走貶，在多數國家貨幣政策仍相對寬鬆下，未來我國仍宜持續密切注意國際資金進出對國內金融及產業之影響，並可視情節研議是否需採進一步的管制措施(如參考巴西課徵熱錢稅)，以免造成資產泡沫。此外，由於大宗物資及原物料等價格節節升高，2010 年我國蔓

---

<sup>19</sup> 根據行政院主計處統計，我國 2009 年的超額儲蓄達 1.5 兆元，累計近 5 年的超額儲蓄更高達 5.2 兆元。

<sup>20</sup> Bernanke 在 2010 年 12 月 4 日接受美國哥倫比亞廣播公司 (CBS)「六十分鐘」節目專訪時表示，未來不排除有第三次量化寬鬆 (QE3) 政策的可能。

售物價指數漲幅接近 6%，以台幣計價之進口物價指數年增率超過 7%，預期 2011 年我國物價上揚之壓力將較今年升高，且可能需同時面臨景氣復甦之需求面推動，及進口物價上升之供給面拉動等雙重因素之通膨，未來本行在維持物價穩定上可能將面臨嚴峻的挑戰。

### 三、配合推動內需及出口之雙引擎經濟成長模式，改善就業市場

全球自脫離景氣衰退以降，呈現 M 型化不均衡的復甦，歐美等國復甦緩慢，可能將呈 U 復甦；而新興市場因體質較佳，內需強勁，多數呈 V 型迅速復甦。我國自脫離景氣谷離以來，民間消費、投資及出口等明顯回升，依主計處 2010 年 11 月預測，我國 2010 年經濟成長約 9.98%，創下近年新高。但該亮麗的數據除因經濟復甦外，部分係受基期偏低之影響，故 2011 年經濟展望仍充滿了不確定性，成長動能明顯較去年下滑<sup>21</sup>，特別是失業率下降緩慢及實質薪資未有明顯成長，民眾的感受常與官方公布之經濟數據脫節。出口為我國的經濟命脈，在與中國大陸簽訂 ECFA 之後，我國與中國大陸經貿往來更為緊密，預期進出口比重將更為攀升<sup>22</sup>。雖然中國大陸僅為部分商品的最終市場，惟一旦其經濟局勢出現變化或兩岸政治上有任何風吹草動，將嚴重衝擊我國出口產業。因此，如何與其他國家增進經貿往來，或簽訂 FTA，減少對單一國家的出口依賴，為當前我國亟須努力的方向。在就業市場方面，隨工業產值比重降低，服務業產值躍居首位後，若能做好各項軟硬體等基礎建設，強化文創等服務業產值，擴大服務業就業市場的能量，有效改善近年我國結構性失業的問題。本行可配合政府

<sup>21</sup> 依主計處民國 99 年 11 月預測，民國 100 年經濟成長率為 4.51%。

<sup>22</sup> 依財政部統計處資料，我國 98 年對中國大陸出口占整體出口比重為 26.61%，對香港出口占整體出口比重為 14.46%，兩者合計超過 4 成，創歷年來新高。

政策，協助引導銀行對相關產業融資，如此除可改善目前銀行授信過於集中之風險外，並將超額儲蓄導入投資，將資源做更有效的利用，擴大國內內需並改善就業市場，實質薪資將可望明顯成長，以達成內需及出口之雙引擎經濟成長模式。

#### 四、持續與強化金融監理，並鼓勵同仁自我進修

受次貸危機引發之全球金融海嘯影響，日前歐美等國金融業紛紛進行壓力測試，以評估未來若外在經濟環境惡化時，所能承受的風險程度，我國金管會亦要求本國銀行進行壓力測試，雖然結果皆尚屬理想<sup>23</sup>，但國內外皆有部分人士對測試結果提出質疑，認為測試標準過於寬鬆，未能反映未來銀行業可能需面臨之嚴峻情勢。例如歐盟當時未通過測試的銀行名單中，並不包括近期陷入危機的愛爾蘭任何一家銀行。有鑑於此，並為防範未來可能發生之銀行體系危機，本行仍宜與財政部及金管會等單位持續溝通合作，加強金融監理，強化金融穩定評估及預警機制，期能防患危機於未然。此外，為掌握瞬息萬變的市場脈動，以因應各種突發之金融局勢，本行宜鼓勵同仁持續自我進修吸收新知，以提升專業能力。

本次研討會內容豐富，借鏡 Fed 所提供之實務寶貴經驗，可提供本行未來決策之參考依據，建議未來若有相關議題研討會，本行可鼓勵同仁參與，俾增加對總體經濟及貨幣政策的瞭解及分析能力。

---

<sup>23</sup>歐盟於 2010 年 3 月決定對 20 個歐洲國家的 91 家銀行進行公開壓力測試，並於 7 月 23 日公佈了測試結果。結果顯示，只有 7 家銀行未能通過；金管會於 2010 年 7 月要求本國 35 家銀行進行壓力測試，於同年 10 月 26 日公布測試結果顯示，即使遭受「嚴重衰退」的假設情境下，本國銀行平均資本適足率及第一類資本仍有 9.49% 及 6.96%，高於最低法定標準(法定最低資本足率為 8%；第一類資本適足率為 4%)；個別銀行透過資本強化和資產調整配置，也已經符合法定的最低標準，也代表所有銀行皆通過壓力測試。

## 附錄-美國聯邦準備系統(Federal Reserve System)簡介

聯邦準備系統—聯邦準備系統包括：「聯邦準備系統理事會」(Board of Governors of the Federal Reserve System)、「聯邦公開市場委員會」(Federal Open Market Committee)、「聯邦準備銀行」(Federal Reserve Banks)。美國聯邦準備銀行是美國的中央銀行，於 1913 年經國會成立通過設立，目的在建構更安全、更有彈性及更穩定之貨幣與金融制度，而目前其主要責任包括下列四大範圍：

- 1.執行全國貨幣政策
- 2.監督管理銀行及保護消費者權益
- 3.維持金融體系穩定
- 4.提供特定金融服務予美國政府、社會大眾、金融機構及外國官方機構。

Fed 有 7 個理事，由總統提名並經參議院同意後任命，任期 14 年。理事只能擔任一個任期，但若是於任期未完成時繼續被任命者，可再擔任一次完整任期。總統就理事會理事中提名兩位理事，經參議院同意後，擔任理事會主席及副主席，任期 4 年。任命時，總統乃依照法令選擇出 1 位「公平代表全國之金融、農業、工業及商業利益者」。作出這項選擇是為了確保能兼顧各地區利益及社會不同行業部門之代表性。

聯邦公開市場委員會(Federal Open Market Committee, FOMC)由 12 位委員組成，其中 7 位委員由 Fed 之理事兼任，另 5 位則由各地區聯邦準備銀行總裁輪流兼任，但其中 1 位需為紐約聯邦準備銀行之總裁。該委員會負責對影響貨幣成本、市場可動用數額及整體經濟信用狀況做出主要決策。依照法令，該委員會通常是由聯邦理事會主席擔任聯邦公開市場委員會

主席，並由紐約聯邦準備銀行總裁擔任副主席。

除了貨幣政策責任外，Fed 也負責監督管理聯邦體系之銀行、銀行控股公司、在美國之國際性銀行機構、聯邦準備銀行國外業務及外商銀行在美國之業務等。理事會也制定保證金規定，以限制購買或持有有價證券之信用擴張；此外，理事會對確保國家大額支付系統之順利運作與持續發展也扮演重要的角色；理事會另一項責任則是研究發展、訂定及管理消費者信用有關之主要聯邦法令，如真實借貸法案(Truth in Lending Act)、住宅抵押揭露法案(Home Mortgage Disclosure Act)及真實儲蓄法案(Truth in Savings Act)等。

Fed 之 FOMC 會議係遵循政府陽光法案(Government in the Sunshine Act)舉行，會議紀錄可公開，但若會議牽涉到需保密之金融資訊，則該部分不提供閱覽。Fed 在執行任務時，理事通常與其他政府單位官員、銀行業代表、其他國家中央銀行官員、國會議員及學者等有例行性接觸，舉例而言，其經常與財政部及經濟諮詢委員會官員舉行會議，以幫助評估經濟情勢與討論國家經濟目標。理事會也與其他國家中央銀行討論國際貨幣體系，並與美國負責執行國外放款之單位主管保持密切聯繫。

## 參考資料

- 1.第34屆中央銀行研討會會議程資料—由Fed提供。
- 2.參加美國紐約聯邦準備銀行「第33屆中央銀行研討會」出國報告，「系統性金融危機之穩定措施與退場機制—兼論美國非傳統貨幣政策」，民國99年1月，柯玲君。
- 3.維基百科 [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
- 4.主計處網站 [www.dgbas.gov.tw](http://www.dgbas.gov.tw)
- 5.中央銀行網站 [www.cbc.gov.tw](http://www.cbc.gov.tw)
- 6.聯合新聞網 <http://udn.com>
- 7.中時電子報 <http://news.chinatimes.com/>
- 8.International Monetary Fund, 2010, “Fiscal Challenges Beyond the Crisis, World Economic and Financial Surveys”, IMF Fiscal Monitor, May 2010.
- 9.International Monetary Fund, 2009d, “The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor, ” Nov. 2009, IMF Staff Position Note 09/25.
- 10.International Monetary Fund, “Emanuele Baldacci, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix October 2010” IMF working paper WP/10/232.
- 11.International Monetary Fund, “The Impact of Great Recession on Emerging Market,” Ricardo Llaudes, Ferhan Salman, and Mali Chivalkul. Oct. 2010” IMF working paper WP/10/237.
- 12.The Institute of Internal Auditors Research Foundation, IIARF, “Examination Study Guide ”, 2006, Albert J. Marcella Jr., William J. Sampias, James K. Kincaid.
- 13.Kenneth N. Kuttner & Adam S. Posen, 2002. “Passive Savers and Fiscal Policy Effectiveness in Japan”, Peterson Institute Working Paper Series WP02-2, Peterson Institute for International Economics.
- 14.Adam S. Posen, 2010. “The Realities and Relevance of Japan’s Great Recession: Neither Ran nor Rashomon”, Peterson Institute Working Paper Series WP10-7, Peterson Institute for International Economics.
- 15.S. Ali Abbas, Nazim Belhocine, Asmaa ElGanainy, and Mark Horton, Nov.

2010 “A Historical Public Debt Database”, IMF Working Paper.

16.”Financial Institution Recovery and Resolution Plans”, SHEARMAN& STERLING, Client Publication, May 26,2010.