



亞洲金融危機十週年後的東亞經濟

王鶴松（輔大金融研究所教授）

一、前言

1997年7月2日，泰國中央銀行宣佈放棄一籃通貨匯率制度，改採管理式浮動匯率制度；當日泰銖貶值19.5%。泰銖大幅貶值，迅速波及馬來西亞、印尼、菲律賓及南韓等國貨幣跟著貶值；接著亞洲金融危機蔓延至俄羅斯（1998年8月）、巴西（1999年1月）、土耳其（2000年11月）及阿根廷（2001年6月）；從一國的通貨危機演變成爲全球性的金融危機。

金融危機對一個國家的經濟與金融衝擊至爲重大。發生金融危機的國家除了貨幣大幅貶值、股價暴跌之外，也造成經濟成長衰退，失業人數增加，工人實質所得減少，銀行逾期放款激增，國際資金流入減少，外資大量快速撤離；影響所及，全球經濟與貿易成長減緩，國際金融市場動盪不安。

今年7月亞洲金融危機發生已屆滿十年，但是對發生危機國家經濟金融的衝擊並未完全消失。大體言之，過去發生金融危機的國家經濟呈現復甦與持續成長。危機發生兩年後，即1999年，南韓、菲律賓及馬來西亞的平均每人所得已恢復到危機前的水準，2003年印尼及泰國的平均每人所得也增至危機前的水準。今日東亞國家（日本除外）的國內生產毛額估計超過5兆美元；近年來的經濟成長率超越歐美國家；亞洲國家較金融危機發生前更爲富有。根據世界銀行的研究報告指出，亞太地區每天收入少於2美元的低所得人口占總人口的比率從危機前的50%減少至今天的29%，貧窮人數顯著減少。

惟近年來，發生金融危機國家的經濟成長較危機前減緩，國內投資率也不如往昔，將會影響未來經濟成長的潛力；而隨著景氣循環而來的經濟衰退、國際不景氣的影響，及國內銀行隨時可能發生危機，因此政府、金融機構、銀行家、經濟學家、投資人及一般大眾對如何防範金融危機的再度發生無不十分關注。

本文就下列五個子題加以扼要析述：(一)發生金融危機國家針對金融危機所採取的因應措施；(二)發生金融危機國家的經濟成長及國內投資變動情形；(三)十年來金融市場及資本流動；(四)金融危機的政策性啓示；及(五)防範金融危機再度發生的策略。

二、各國對金融危機的因應措施

1997年發生金融危機的國家，爲了防止其貨幣繼續貶值，減少匯率波動的幅度，各國政府曾經採取下列緊急措施：(1)中央銀行在外匯市場拋售美元，以支持高估的匯率；(2)放寬本國通貨兌美元匯率波動區間；(3)提高短期利率，增加投機客借入本國貨幣資金的成本，期減少外匯投機；(4)限制對外國法人貸款及進行期貨交易。但是上述緊急措施並未恢復公眾對本國通貨的信心，以致預期效果不彰。

由於亞洲金融危機主要肇因於本國經濟金融基本脆弱，必須採取適當的政策措施，推動結構性改革計畫，才能解決危機，促使經濟金融健全發展。這些國家對金融危機採取的因應措施如下：

(一)施行彈性的新匯率制度

發生金融危機的東亞國家，在危機發生前缺乏適當且反映通貨幣值的匯率，這些國家採取固定或釘住美元的匯率，造成本國貨幣幣值高估，影響出口競爭力，導致出口成長減緩，貿易及經常帳呈現長期逆差。幣值高估不但使國際收支無法自動調整，且使得該國通貨容易成爲外匯投機的目標。中央銀行爲了捍衛本國貨幣的匯率，必須動用有限的外匯存底，在外匯市場進行干預；倘若外資大量撤離，加上本國資金外流，可能導致外匯準備枯竭。

金融危機爆發之後，五個發生危機的東亞國家被迫放棄固定或釘住匯率制度，改採管理式浮動匯率制度，由外匯市場供給與需求來決定匯率。惟馬來西亞於1998年9月放棄管理式浮動匯率機制，恢復採行固定匯率制度，將馬來西元對美元匯率固定在3.8馬元兌1美元。

(二)金融重整與改革

金融體系的脆弱與銀行授信品質惡化爲發生金融危機的原因之一。由於短期外國資本流入是由銀行體系進行中介，而短期外幣借款大多用於以本國貨幣計值的長期貸款，以致發生期限與貨幣種類雙重不對稱。發生金融危機的東亞五國銀行體系外幣負債龐大，而且未作避險操作，以致銀行暴露於匯率風險之下。

有鑒於此，國際貨幣基金在對泰國、印尼及南韓提供紓困貸款時，要求這三個國家推動結構性改革計畫，內容包括：(1)採行浮動匯率制度；(2)採取緊縮性的貨幣政策，提高利率；(3)加強金融監理，整頓金融業，關閉問題金融機構，鼓勵銀行合併；(4)提高資本適足率，強化資訊揭露及財務透明化等，促使銀行業健全發展。

(三)加強短期資本流動的管理

發生金融危機的東亞五國在1996年以前貿易及經常帳長期發生逆差，必須依賴外國資本，尤其是短期國外借款來挹注經常帳逆差。而短期資本的流入爲銀行體系帶來過多的流動資金，銀行必須大幅增加放款，而部份貸款係投資於股票和房地產，金融危機前股價下跌，房地產不景氣，導致資產價值縮水，銀行逾放金額與比率大增。因此，短期資本流動對一個國家經濟與金融的穩定造成威脅。

鑒於短期資本流動會引起金融價格（利率、匯率及股價）的波動，發生金融危機的東亞國家對於短期資本流入，遂採取適當的管理措施，不歡迎大量熱錢的流入，鼓勵外人直接投資，洽借長期國外貸款，以供民間投資之需，促進經濟成長。

三、經濟成長與國內投資

(一)經濟成長減緩

亞洲金融危機發生以前，東亞國家經濟維持快速成長；惟危機發生後第一年，即1998年，五國的經濟出現負成長（表一），其中以印尼衰退13.1%最爲嚴重。從1999年起，泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓及南韓均恢復經濟成長的趨勢，但是經濟成長率仍低於危機發生前的紀錄。除了菲律賓之外，金融危機

使發生危機國家的經濟成長大幅減退，就2000－2006年與1990－1996年兩個期間比較，印尼、泰國、馬來西亞及南韓等四國經濟成長率平均降低2.5個百分點。就理論上言，金融危機以後經濟成長率要較正常的成長率為高才能彌補危機期間經濟成長衰退的損失。

受到亞洲金融危機的影響，2000－20006年期間亞洲其他國家包括日本、新加坡、台灣及越南的經濟成長率亦較危機前為低。同一時期香港和印度的經濟成長率反而較危機前為高，中國大陸則自1999年起經濟突飛猛進，超越危機前的經濟成長率。

表一 經濟成長率						
單位：％						
年 別 經 濟 體	1990-1996 平均	2000-2006 平均	1997	1998	2006	2007*
印 尼	7.8	4.9	4.7	-13.1	5.5	6.0
南 韓	8.3	5.3	4.7	-6.9	5.0	4.5
馬來西亞	8.9	5.3	7.3	-7.4	5.9	5.4
菲律賓	3.1	4.8	5.2	-0.6	5.4	5.4
泰 國	9.6	5.0	-1.4	-10.5	5.0	4.0
註：*亞洲開發銀行預測數字 資料來源：亞洲開發銀行						

(二) 國內投資減少

2000－2006年發生金融危機國家的經濟成長率為什麼較1990－1996年為低？我們可以引用柯姆－道格拉斯（Cobb-Douglas）的生產函數來探討。根據該理論，使經濟成長減緩的原因可能是由於總生產要素生產力降低、就業減少或固定資本投資減少所致。然而亞洲開發銀行的研究報告指出，在1990－1995年與2000－2005年期間，菲律賓及泰國就業人數增加，印尼就業人數變動很小，南韓和泰國就業人數則見減少，由於各國就業人數增減互見，因此就業人數的變動不能說明在這兩個期間經濟成長何以減緩。

其次，就總生產要素生產力（total factor productivity）而言，金融危機對要素生產力可能有不利的影響。根據亞洲生產力組織（APO）報告指出：金融危機後之要素生產力已恢復至危機前的水準，因此技術進步趨緩這項因素並不能說明金融危機後受危機衝擊國家經濟成長為何減緩。既然就業與生產力兩項因素並未影響這些國家的經濟成長，追根究底，係固定資本形成減少，尤其是民間投資減少才是金融危機國家經濟成長減緩的主要原因。根據亞洲開發銀行的統計資料，危機後所有發生金融危機的國家固定投資比率較危機前減少10％（表二）。近年來，這些國家的投資率遠較中國和越南為低，投資率減低將會導致經濟成長減緩。

表二 固定投資率						
單位：占GDP％						
年 別 經 濟 體	1990-1996 平均	2000-2005 平均	1997	1998	2004	2005
印 尼	27.6	19.9	28.3	25.4	21.3	20.7
南 韓	37.2	29.7	35.6	30.4	29.5	29.3
馬來西亞	38.8	22.7	43.1	26.9	20.4	20.0
菲律賓	22.4	17.6	24.4	21.2	16.5	15.5
泰 國	40.4	24.5	33.8	22.4	25.9	29.0
資料來源：亞洲開發銀行						

四、金融市場與資本流動

(一) 通貨貶值

從1997年7月2日起，泰銖、馬元、印尼盾、菲律賓披索和韓元相繼貶值，截至1998年底止，印尼盾貶值70％，泰銖、馬元、菲律賓披索貶值30％以上，韓元亦貶值26％（表三）。影響所及，其他亞洲國家或地區通貨也遭受貶值的壓力；新台幣和新加坡元貶值幅度在13％以上，祇有人民幣及港幣未貶值，人民幣對美元匯率自1994年1月起維持在1美元兌人民幣8.3元上下，而香港則因採取聯繫匯率制度，港幣匯率釘住美元為1美元兌7.8港幣。

金融危機後，除馬來西亞於1998年9月採取固定匯率外，其他四個發生危機的國家都採取管理式浮動匯率，各國通貨匯率由外匯市場供需決定。由於人民對本國貨幣信心恢復及外資回流，泰銖、馬元、印尼盾及菲律賓披索對美元

匯率均由谷底回升；惟截至2007年7月底止，發生金融危機國家的通貨匯率均未回升至金融危機前的水準。2007年7月31日印尼盾較1997年年中金融危機發生前貶值73％，菲律賓披索貶值42％，馬來西亞元貶值27％，泰銖貶值17％，韓元貶值3％。一般預期這些國家通貨匯率將隨著人民幣升值而逐漸上升。至於亞洲其他國家通貨匯率除人民幣升值外，2007年7月底港幣、日圓、新加坡元及新台幣與危機前匯率比較仍處於貶值狀態。

發生金融危機國家通貨貶值的益處包括出口產品價格降低，出口在世界市場競爭力增強，因此，貿易順差逐年擴大。惟鑒於世界各國經常帳收支失衡，亞洲國家不能置之不理，必須逐步向上調整其通貨匯率，協助解決全球經常帳失衡的問題。

表三 通貨匯率變動表						
單位：每1美元兌各國通貨單位數						
幣 別	1997年 中期	1998年 年底	2006年 年底	2007年 7月底	升 貶 %	
					1998年底與 1997年7月比較	2007年7月與 1997年7月比較
印尼盾	2,431.9	8,075	8,995	9,210	-69.9	-73.6
韓 元	889.0	1,204.0	929.65	919.30	-26.2	-3.3
馬來西亞元	2.5249	3.8	3.527	3.4565	-33.6	-27.0
菲律賓披索	26.375	39.145	49.01	45.335	-32.6	-41.8
泰 銖	24.7	36.63	35.725	29.78	-32.6	-17.1
資料來源：彭博資訊						

(二) 股價上漲

金融危機對亞洲股市產生不利的影響，通貨貶值，股價暴跌；1998年底與1997年7月初相較，雅加達和吉隆坡股價下跌45％以上，曼谷股價下跌32％，馬尼拉和首爾股價則分別下跌30％及24％（表四）。從1999年1月起，各國股價普遍回升，主要是一般大眾對經濟恢復信心，外資開始回流。截至2007年7月底止，雅加達股價較金融危機前上漲224％，首爾股價上漲159％，曼谷股價上漲63％，吉隆坡及馬尼拉股價則分別上漲27％及24％。亞洲其他國家除東京股價下跌16％以外，上海、深圳、香港、台北、新加坡等地股價均超過危機前的水準，其中以深圳B股上漲439％為最多。

表四 股價指數變動表						
城市	1997年 中期	1998年 年底	2006年 年底	2007年 7月底	變 動 %	
					1998年12月與 1997年7月比較	2007年7月與 1997年7月比較
雅加達	724.56	389.08	1,805.12	2,348.67	-45.1	224.2
首爾	745.40	562.46	1,434.46	1,933.27	-24.5	159.4
吉隆坡	1,077.30	586.13	1,096.24	1,373.71	-45.6	27.5
馬尼拉	2,809.21	1,968.78	2,982.54	3,501.2	-29.9	24.6
曼谷	527.28	355.81	679.84	859.76	-32.5	63.1
資料來源：道瓊社、路透社、彭博資訊						

(三) 資本流動趨勢

1990－1996年期間，發生金融危機國家國內儲蓄不敷投資，經常帳收支呈現逆差，必須依賴大量外資流入來彌補儲蓄－投資缺口，以促進投資，並挹注經常帳逆差。外資流入的方式包括外人直接投資、證券投資、官方援助及外國銀行貸款等。過去亞洲開發中國家採取鼓勵外人直接投資政策，因為外人直接投資為地主國帶來資本和生產技術。1996年及1997年發生金融危機五國的外人直接投資金額每年超過170億美元，1998年因發生金融危機，直接投資金額減少為119億美元，至2001年續減為52億美元。金融危機發生後，外國投資者對外直接投資最主要考慮因素包括投資報酬率、安全性及匯款限制等因素，他們開始將直接投資的對象轉移至中國和越南。

1990年代工業先進國家利率水準較開發中國家為低，國際投資者遂將資金移至亞洲開發中國家以賺取較高的資金報酬率。這些一年期以下的短期資金大部分用來購買證券、公債、公司債、外幣存款和衍生性金融商品交易。1990－1996年期間，外國在發生金融危機國家的證券投資金額逐年增加，至1996年

增達350億美元，惟1997年金融危機發生後，證券投資金額銳減為156億美元，1998年由正轉負，證券投資淨流出金額為8億美元。1999年發生金融危機國家經濟持續復甦，外國投資者對這些國家經濟信心恢復，因此，2004年證券投資回升至335億美元，較危機前略有減少，2005年證券投資金額為277億美元。

五、金融危機的政策性啟示

從亞洲金融危機的經驗，就危機的成因、發展過程、對經濟金融的衝擊、及政府因應對策加以分析，可得到下列政策性的啟示：

(一)匯率宜具充分彈性：在固定匯率及釘住匯率制度下，金融當局被迫放棄貨幣政策自主權，往往使一國貨幣幣值高估，實質匯率過度升值，使出口競爭力衰退，出口成長減緩，失去國際收支自動調整的機能，而且幣值高估很容易成為外匯投機的目標。

(二)避免長期貿易及經常帳逆差：經常帳逆差必須依賴外資流入或動用外匯準備來彌補，外資流入使本國外債增加，將來償還外債本息負擔增加。因此，外資必須妥善加以運用，增加國內投資，提高生產力，促進生產與出口，使經常帳逆差逐年減少，進而轉變為順差。

(三)資本帳的開放應採取審慎原則及循序漸進方式：鉅額熱錢流入，影響外匯市場供給與需求，使金融市場發生激烈動盪，導致本國通貨過度升值，短期外債增加，股價上升；一旦短期外資撤離，貨幣總計數、利率、匯率和股價將發生相反方向的變動，造成金融與經濟的動盪不安。因此開放資本帳交易，應以開放長期資本為優先，其次才考慮開放短期資本的流入，政府對大規模短期資本的流入，應加以監控，採取適當的管理措施。

六、防範金融危機的策略

金融危機對經濟、金融與社會發展的影響至深且巨，不但影響經濟衰退，引起金融市場波動，而且處理金融危機的成本龐大，要推動金融穩定及結構性改革，必須投入無數人力與物力，經濟要回復到危機發生前的水準，往往需時數年，發生金融危機東亞國家的通貨匯率迄今尚未回升至危機前的水準。有鑒於此，亞洲各國無不致力於防範金融危機的再度發生。茲將防範金融危機的政策性建議，扼要加以說明：

(一)執行妥善的經濟與金融政策

自1980年代世界各國推動金融自由化與國際化以後，政府對金融業務的干預和限制大幅減少，金融業者享有充分自由擴展業務的權責，相對的發生金融危機的風險也告大增。政府宜針對總體經濟及金融問題採取妥善的因應對策，包括採行管理式浮動匯率政策，改善經常帳逆差、限制大量短期熱錢的流動、促進投資、生產與出口等。

鑒於銀行體系的脆弱為金融危機原因之一，政府應推動金融改革，降低銀行逾放比率，改善其經營體質，提升銀行的競爭力。金融管理當局應針對當前銀行業所面臨的問題研訂適當政策措施，實施審慎監管，要求金融機構維持最低資本適足率，督促銀行加強風險管理，提升內部控管及稽核制度之功能，要求銀行加強公司治理，定期揭露財務及業務資訊，促進透明化，提升銀行體系的營運效率，以促進金融穩定及健全發展。

(二)建立金融危機預警系統

冰凍三尺，非一日之寒。金融危機的發生並非突發事件，事實上，金融危機在發生前即潛存多項徵兆。近年來，各國政府、銀行、投資人和經濟學者莫不致力於發展並建立一套金融危機預警系統，希望這一系統能夠提供政府決策者或金融管理當局在金融危機爆發前，即能掌握關鍵時刻，及時採取必要的適當措施來解決金融困境，使金融危機消弭於無形，避免無謂的損失。

1998年國際貨幣基金針對1975—1997年期間50個發生金融危機國家分析比較12種經濟金融指標，認為在預測新興市場國家金融危機的能力方面，實質有效匯率、國內信用量變動及外匯存底的增減是三項最佳指標，能夠提供正確的金融危機訊號。有些經濟學者包括卡敏斯基（Graciela L. Kaminsky）、李宗都（Saul Lizondo）與凌哈特（Carmen Reinhart）認為理想的預警系統應該監測一組的經濟金融指標，他們採用1970—1995年期間15個開發中國家及5個工業國家的76件通貨危機案例，就16項總體經濟及金融指標的變動加以觀察，實證研究結果顯示：下列四項領先指標具有預測金融危機的能力：實質有效匯率變動趨勢、外匯存底的變動、國內信用量增加率及公共部門債務。如果多項領先指標同時出現警訊，則在近期內爆發金融危機的可能性相當高，政府必須立即採取必要的行動化解危機，以防止金融危機的發生。

(三)發展亞洲債券市場

過去十年，儘管亞洲國家的債券市場快速發展，但以國際標準來衡量，規

模仍屬較小且不健全。統計資料顯示，亞洲國家的儲蓄不少，但是因為債券市場尚在初期發展階段，無法有效運用大部份資金，致一部份亞洲國家儲蓄流往歐美國家，因此，發展亞洲債券市場實為當務之急，使原先流往歐美的資金回流，能為亞洲國家所用。

今日東南亞國協（ASEAN）加3（日本、南韓及中國）正在倡議亞洲公債基金計畫，亞太經合會議（APEC）提出區域公債市場發展方案，同時，亞洲開發銀行亦推動亞洲債券市場計畫。一般認為亞洲要發展債券市場還有漫長的路要走，首要條件是要有穩定的總體經濟環境，其次，需要良好的法律體制和會計準則，實施公司治理，定期揭露營運及財務資訊，債信評等要公正客觀，而且可資信賴。大型公司在合適的體制和良好架構下，具有利用低成本債券融資的條件及需求。

公司債券市場的發展與金融服務業相輔相成，債券市場不但對存款人提供長期的投資工具，而且強化資源的配置。因此，政府應加強公司債發行公司之體質管理，輔導更多公司發行債券，籌措中長期資金，減少對銀行融資過度的依賴，並協助銀行解決存、放款期限不對稱的風險。

(四)促進區域金融合作

1990年代發生的金融危機有高度的蔓延特色，透過貿易和資本的流動，由發生金融危機的國家迅速波及經濟體質相同的鄰國。亞洲金融危機的連鎖效應說明了亞太地區金融市場關聯互動程度很高，也指出區域金融合作的重要性和迫切性。亞洲國家有必要建立一個有效率的區域金融監管體系，以便在危機發生前就偵察到危機的徵兆，藉由資訊的交換與各國的合作與協力，立即採取有效因應對策，事前防止危機的爆發。一旦金融危機發生，則透過區域金融合作機制，藉區域各國的整體力量，通力合作，彼此支援，以穩住情勢，減輕金融危機的程度，縮短金融危機存續的期間，防止金融危機的惡化，期減少金融危機的損失。

自從亞洲金融危機發生後，日本大藏省、東南亞國協（ASEAN）、亞太經濟合作會議（APEC）及亞洲開發銀行（ADB）先後提出區域金融合作計畫方案，希望亞太國家能夠緊密合作、共同努力，來因應金融危機，防止金融危機的再度發生。有關區域金融合作機制及方案包括亞太經濟合作會議財政部長會議、東南亞中央銀行總裁會議、清邁協議（The Chiang Mai Initiative）、亞洲通貨危機支援機制（Asian Currency Crisis Support Facility）、亞洲債券基金、亞洲債券市場、亞洲貨幣基金（Asian Monetary Fund）、及亞元單位（Asian Currency Unit）等，這些區域金融合作計畫的主要目的在及時提供必要的援助，以協助發生金融危機的亞洲國家解決危機，減輕危機的損失，或防止金融危機的發生。

七、結論

1997年7月亞洲爆發金融危機，迄今已屆滿十週年，今日發生金融危機的東亞五國（泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓與南韓）經濟已復甦且呈持續成長的趨勢，平均每人所得亦超過危機發生前的水準。惟值得注意的是這些國家金融危機後的經濟成長率不如危機前的成長率，主要是國內投資顯著減少，投資的減少不可避免地將會影響未來經濟成長的潛力。

亞洲金融危機後，發生金融危機的五國積極推動經濟結構重整與金融改革。十年來，重整與改革的成效顯著，經濟基本面改善，經濟持續成長，物價相當穩定，人民生活水準提高。由於經濟前景樂觀，投資環境改善，近年來外資大量流入亞洲國家，尤其中國與越南已成為外人直接投資主要目的地。此外，外資對亞洲國家證券投資亦大幅增加，使各國股價上漲，目前已超越金融危機前的股價水準。

自1998年起，發生危機的五國國際收支已反虧為盈，經常帳和資本帳連年呈現順差，各國通貨對美元匯率逐年升值。惟截至2007年7月底止，韓元、泰銖、馬來西亞元、印尼盾及菲律賓披索的匯率仍未回升至金融危機前的水準，預期未來亞洲各國的通貨將追隨人民幣升值的腳步緩慢升值。

近年來，發生金融危機的五國及亞洲其他國家包括台灣、香港、新加坡等，由於貿易順差和外資流入，外匯準備快速累積，2007年7月底各國外匯存底較金融危機前大幅增加（南韓增加12.5倍、馬來西亞4.1倍、菲律賓2.9倍、泰國2.6倍、印尼2.8倍），各國捍衛本國通貨匯率的能力增強，因此，再度發生金融危機的可能性大為減少，不過，誰也不敢保證這些國家不會發生金融危機。因此，亞洲各國無不採取適當的經濟及金融政策，積極推動金融改革，加強銀行風險管理，發展資本市場，建立金融危機預警系統，同時，積極促進區域經濟與金融合作，以防範金融危機再度發生。

美國次級房貸風暴之成因及影響

賴美如（臺灣銀行經濟研究室）

一、前言

美國聯準會自2004年6月起持續調升利率，而美國房地產景氣盛極而衰，在利率上揚及房價下跌情況下，次級房貸戶常因舉債比重太高利息負擔過重而違約，造成次級房貸違約率大幅上升，至2006年第4季違約率已上升至13.33%，為次級房貸風暴埋下導火線。

今（2007）年3月美國第二大次級房貸公司新世紀金融公司（New Century Financial Corp.）爆發經營危機，股價暴跌，並於3月13日慘遭下市，引起市場恐慌，該公司於2007年4月4日聲請破產，揭開次級房貸風暴序幕。接著第十大房貸業者美國房屋抵押投資公司（American Home Mortgage Investment Corp.）於8月6日宣布倒閉，迄今已有70多家房貸機構及6檔基金停止營運、關門求售、或聲請破產，次級房貸業者損失慘重，與次級房貸連結的結構型金融產品也遭受損失。

近來次級房貸風暴不但向上蔓延至優級房貸，而且擴散到外國。英國、法國、德國、瑞士、日本、中國及台灣的金融機構因投資次級房貸債券而受拖累，美國次級房貸風暴遂成為全球性的金融危機，引起美國及全球股、匯市動盪，歐美各國中央銀行紛紛採取因應對策，期解決信用緊縮及金融市場流動性不足的問題。

本文就次級房貸的定義、次級房貸風暴的成因、過程、影響及各國中央銀行的因應對策，扼要加以析述。

二、何謂「次級房貸」

所謂次級房貸（Subprime Mortgage）係指FICO (Fair Isaac Corp.) 信評評分低於620分者，以及雖高於620分但缺乏所得證明文件或自備款很低（甚至為零者）所借之房貸，其利率較優級房貸高2-3個百分點。

2001年美國次級房貸敘做金額為1,600億美元，自2004年起開始快速成長，至2005年及2006年已增至每年6,000億美元的水準，占美國房貸總額的比重也從2002年的10%增至2006年的31%。次級房貸的借款人主要為亞裔、拉丁美洲裔、非洲裔低收入民衆，這些借款人信用等級較差，無法從一般銀行獲得房貸，因此向次級房貸業者求貸，來圓購屋的美夢。

三、次級房貸風暴的成因

美國發生次級房貸風暴的原因有三：（一）為美國聯準會自2004年6月以來連續17次升息，聯邦資金利率由1.0%升至2006年6月的5.25%，使借貸成本大幅攀高，次級房貸違約率同步上升；（二）為房地產景氣走低，房屋供過於求，致房價下跌，使得借款人未來還款壓力增加；（三）為銀行在2005年及2006年大量承做的次級房貸，房貸戶在2年後開始改採浮動利率付息，並開始攤還本金，由於還本付息大增，許多低所得的房貸戶無力償還貸款，終於迫使房貸業者停止業務，甚至破產、關門。

四、次級房貸風暴的過程

首先是新世紀金融公司於今（2007）年3月間爆發危機，股價由30美元跌至1.67美元，遭到紐約證交所暫停交易，3月13日正式下市，4月4日該公司聲請破產。緊接著另一家次級房貸業者Accredited Home出現資金缺口，其股價在一天之內暴跌64%，該公司於6月間由Lone Star併購；再接著大型次級房貸業者民選公司（People's Choice）宣告破產。

今年7月以來，美國次級房貸風暴持續擴大，首先是代操哈佛大學校產的Sowood Capital結束兩檔避險基金；貝爾斯登（Bear Stearns）的兩檔避險基金發生嚴重虧損；接著是美國最大房貸業者全國金融公司（Countrywide Financial Corp.）財報揭露今年第2季獲利銳減33%，並調降全年獲利展望。再接著全美第十大房貸業者美國房屋抵押投資公司於7月底宣布出售資產以因應債權人贖回，股價大跌90%，該公司於8月6日向法院聲請破產保護。8月8日住宅銀行（HomeBanc）向法院聲請破產，該銀行曾是一家體質良好的住宅抵押貸款公司，此次也受到波及。8月20日美國房貸業者再傳多起災情，第一資本金融公司（Capital One Financial）宣布關閉房貸部門；全國金融公司宣布裁員500人，桑柏貸款公司（Thomburg Mortgage）宣布出售205億美元證券資產，以籌措資金；另一家光明貸款資本公司（Luminent Mortgage Capital）將旗下51%資產售予Arco資本公司，以獲得資金挹注。

五、次級房貸風暴的影響

次級房貸風暴首當其衝者為房貸業，由於次級房貸違約率大幅攀升，從2006年初迄今已有70多家次級房貸機構破產、關門。聯準會主席柏南克（Ben

S. Bernanke）估計次級房貸業的損失在500億至1,000億美元之間。此外，以次級房貸為投資標的的共同基金、避險基金，以及大型銀行與保險公司均遭到損失，迄今已有6檔避險基金宣告結束，另有多檔基金因嚴重虧損，近期內也將清算。另與次級房貸連結的金融商品包括擔保債權憑證（CDO）、房屋抵押債券（MBS）及資產抵押債券（ABS），帳面價值亦蒙受損失，投資人要求贖回，引發流動性問題。

其次，次級房貸風暴使美國房市陷入惡性循環，由於房貸業者提高放款門檻，不再提供高風險的房屋貸款給信用不佳的客戶，房貸市場的信用嚴重緊縮，使房屋的需求減少，新屋及成屋銷售量大減，而欠繳房貸，房屋遭到查封拍賣戶數增加，造成房市供過於求的問題更加惡化，房市未來數年將持續低迷。

第三、次級房貸風暴引發金融市場信用緊縮，由於房貸業者之放款條件趨嚴，提高放款利率，或暫停特定貸款業務，預計2007年房貸業務將萎縮50%。而金融機構為確保債權，大幅緊縮房屋貸款，對房貸業者追加保證金，或抽緊銀根，信用緊縮效應正迅速擴散中。再者，由於以次級房貸為擔保的債券價格大跌，致擔保債券憑證的發行，自今年7月以來發行金額出現急凍現象。

第四、美國次級房貸風暴已重創美國及全球股市，由於投資人信心動搖，今年3月13日新世紀金融公司在紐約證交所下市，道瓊工業指數重挫242點，跌幅約2%，是四年來第二大單日下跌點數。7月26日、8月3日及9日，道瓊工業指數分別重挫312點、281點及387點，主要原因是全國金融公司獲利銳減、美國房屋抵押投資公司及住宅銀行宣告破產所引起。美國股市暴跌立即引發全球股災，歐亞股市連鎖滑落，例如8月9日，道瓊工業指數下跌2.8%，倫敦、巴黎、法蘭克福、東京和香港股價指數分別下跌1.9%、2.2%、2.0%、2.4%及7.0%。

第五、次級房貸風暴引爆日圓利差交易平倉賣壓，影響全球匯市的波動。由於次級房貸風暴所引發的疑慮加深，投資人大量出脫以低利率日圓炒作的高利率收益貨幣的投資，賣出美元、歐元、澳元、紐幣等，並回補日圓部位，使日圓對美元匯率自8月10日起連續升值，至8月17日日圓匯率已漲至112.66日圓兌1美元，為14個月來新高；漲幅高達4.79%。同一期間紐幣、澳幣、英鎊和歐元等高利率貨幣全面重挫，貶值幅度分別為9.66%、7.45%、2.14%及1.62%。8月17日美國聯準會宣布降低重貼現率兩碼，日圓匯率才回貶到115.14日圓兌1美元。

六、各國中央銀行的對策

美國次級房貸風暴對金融市場產生信心面衝擊，進而影響金融市場流動性不足，因此，美、歐、日等國中央銀行紛紛採取救災行動，緊急釋出大量資金挹注金融體系，紓解金融市場流動性不足的風險，並促使短期利率下降至央行目標區。8月9日及10日美國聯準會向銀行體系挹注資金及買入房屋抵押債券，總計金額達620億美元，8月17日以附買回協議方式，再挹注60億美元。同一時期，歐洲中央銀行提供金融市場1,558.5億歐元；日本中央銀行對貨幣市場融資1兆日圓；加拿大中央銀行對銀行體系融資16.4億元加幣；澳洲中央銀行貸給銀行體系49.5億澳元。其他包括瑞士、挪威、馬來西亞、印尼、菲律賓及韓國中央銀行也分別對銀行體系融資，或進入外匯市場干預，以支撐本國貨幣。各國中央銀行的因應措施，不但增加金融體系的流動性，而且維護金融市場秩序，降低次級抵押債券對金融市場的負面衝擊，維持貨幣市場的正常運作。

8月17日美國聯準會召開特別會議，會議後以「金融市場狀況惡化、信用狀況緊縮與不確定性增加，有可能抑制經濟持續成長」為由，宣布調降重貼現率兩碼，由6.25%降至5.75%。受到聯準會降息的激勵，美、歐股市齊告上揚，美股上漲1.8%，英國及法國股價指數則分別上漲3.5%及1.9%。許多經濟學家認為如果金融市場不能恢復穩定，今年年底以前聯準會可能再降息兩次，以恢復投資人信心，避免美國經濟衰退。

七、結語

最近美國聯準會調降重貼現率，主要在安撫民心，宣示意義較大，次級房貸風暴所造成的基本面惡化問題仍有待解決。目前美國房市面臨大幅修正，次級房貸問題可能需要一年半至二年時間才能逐漸消化、解決。

美國聯準會主席柏南克認為次級房貸的損失，美國經濟可以承受此一規模的影響，對美國經濟的影響有限。美國財長鮑爾森則認為目前美國失業仍處於歷史低點，通膨也在掌控之中，總體經濟尚無反轉跡象，次級房貸問題不會對整體經濟構成威脅。惟就此次風暴的經驗觀察，次級房貸風暴恐將影響未來房市景氣，使資產價值縮水，是否進一步影響民間消費支出、企業投資、就業及經濟成長，則有待觀察。