

壹、前言

從1992年開始隨著儲貸銀行問題的消長與財政政策執行得宜，美國經濟展開長達100個月的擴張，在此同時，股市與房地產市場亦逐漸暢旺。

然而在2000年年中開始美國景氣呈現遲緩的現象，為挽救經濟的頹勢，聯邦銀行在2001年1月3日將聯邦基金利率由6.5%下降至6%，隨後逐次調降，到2003年6月25日已降為1%。當利率大幅調降，自然帶動房地產市場的蓬勃發展，次級房貸之相關金融商品因而逐漸風行。2003年下半年以後由於石油價格逐漸高漲，通貨膨脹壓力日升，美國聯邦銀行將聯邦基金利率由2004年6月30日之1%以每次0.25%（1碼）的方式逐次調升至2006年6月29日之5.25%。不斷調高的利率對房地產市場的負面效應逐漸顯現，美國房地產市場從2005年下半年開始回軟。剛開始時對次級房貸金融商品的影響不大，但隨著房價的下滑幅度擴大，利率上升幅度增高，金融機構的壓力則與日俱增，於是2007年年初開始金融機構警訊則陸續出現。

2007.2.7 匯豐控股發出獲利警訊

2007.3.12 新世紀金融遭紐約證券交易所停止交易，隨後下市 □2007.4.2

新世紀金融申請破產保護 2007.6.20 貝爾斯登旗下避險基金鉅額虧損 □2007.7.24

全國金融財報低於預期

2007.7.25 Chrysler & Allsance Boots的融資併購案受阻

2007.8.6 美國第十大抵押貸款機構美國住房抵押貸款投資 公司申請破產保護

如表1所示，隨著金融機構財務狀況的吃緊，各國股市在2007年7月下旬至8月上旬的期間裡出現相當明顯下滑的現象。因應股票市場的疲軟與金融機構的獲利警訊，各國中央銀行的操作方式卻出現不盡相同的情形。

在本文中我們將針對次級房貸事件爆發後，各國央行如何因應，以及在貨幣政策執行過程中所產生的問題提出討論。進一步分析之前，我們在第二節中先說明何謂次級房貸，以及與其有關的金融商品；在第三節中敘述各國央行在次級房貸事件爆發後所採取的因應措施；第四節則是探討央行在執行貨幣政策時應否考慮資產價格；第五節為結論。

表1 各主要國家股票指數

	美國		日本	澳洲	歐洲	英國	加拿大	台灣	韓國
DATE	那斯達克綜合股價指數	紐約道瓊工業平均指數	東京日經道瓊平均指數	雪梨綜合股價指數	法蘭克福商銀指數	倫敦時報 Ftse 100 指數	多倫多 Tse 300 指數	台灣加權股價指數	韓國加權股價指數
20070702	2632.3	13535.43	18146.8	5298.6	7958.24	6590.6	NA	8939.49	1771.35
20070703	2644.95	13577.8	18149.9	5333.8	8050.68	6639.8	14064.74	8996.2	1805.5
20070704	NA	NA	18168.72	5332.6	8075.25	6673.1	14060.39	9068.98	1838.41
20070705	2656.65	13565.84	18221.48	5392.2	7987.18	6635.2	14079.41	9148.78	1847.79
20070706	2666.51	13611.58	18140.94	5383	8048.32	6690.1	14118.7	9188.3	1861.0

20070709	2670.02	13649.97	18261.98	5429.5	8077.39	5712.7	14177.52	9369.84	1883.59
20070710	2639.15	13501.7	18252.57	5397.8	7964.75	5630.9	14131.93	9384.78	1894.58
20070711	2651.79	13577.87	18049.51	5363.2	7898.54	5615.1	14166.09	9290.95	1889.95
20070712	2701.78	13861.73	17984.14	5400.1	8053.48	5697.7	14356	9354.41	1909.75
20070713	2707	13907.25	18238.95	5425.4	8092.77	5716.7	14496.5	9471.3	1962.98
20070716	2697.38	13950.98	NA	5418.4	8105.69	5697.7	14338.25	9417.32	1949.51
20070717	2712.29	13971.55	18217.27	5418.2	8038.21	5659.1	14382.01	9509.78	NA
20070718	2699.49	13918.22	18015.58	5367.2	7893.61	5567.1	14583.66	9485.35	1930.7
20070719	2720.04	14000.41	18116.57	5419	7991.21	5640.2	14625.76	9473.31	1937.9
20070720	2687.6	13851.08	18157.93	5456.7	7874.85	5585.2	14582.87	9585.9	1983.54
20070723	2690.58	13943.42	17963.54	5427.8	7944.21	5624.4	14468.33	9621.57	1993.05
20070724	2639.85	13716.95	18002.03	5455.5	7806.79	5498.7	14068.16	9744.05	1992.25
20070725	2648.17	13785.07	17858.42	5378	7692.55	5454.3	14105.32	9740.18	2004.22
20070726	2599.34	13473.57	17702.09	5301.4	7508.95	5251.2	13844.6	9566.42	1963.54
20070727	2561.55	13265.47	17283.81	5127.3	7451.68	5215.2	13748.53	9162.28	1883.22
20070730	2582.57	13358.81	17289.8	5146.5	7456.31	5206.1	13864.72	9072.57	1906.71
20070731	2545.57	13211.99	17248.89	5187.5	7584.14	5360.1	13868.63	9287.25	1933.27
20070801	2553.15	13362.87	16870.98	5989.4	7473.98	5250.6	13654.74	8891.88	1856.45
20070802	2575.98	13463.83	16984.11	5050.3	7534.18	5300.3	13813.62	8950.57	1853.07
20070803	2511.25	13181.91	16979.86	5055.9	7435.67	5224.3	13565.24	9057.82	1876.8
20070806	2547.38	13468.78	16914.46	5949.5	7444.45	5189.1	NA	8941.78	1855.05
20070807	2561.68	13504.8	16921.77	5013.6	7513.65	5308.8	13560.57	8862.31	1859.82
20070808	2612.98	13657.86	17029.28	5124.7	7605.94	5393.9	13758.19	9099.45	1903.41

20070809	2556.49	13270.58	17170.56	5187.79	7453.59	5271.2	13478.01	9182.6	1908.63
20070810	2544.89	13239.54	16764.09	5965.2	7343.25	5038.3	13466.28	8931.3	1828.49
20070813	2542.24	13236.53	16800.05	5027.5	7474.38	5219	13427.45	8938.95	1849.25
20070814	2499.12	13028.92	16844.51	5982.5	7425.07	5143.5	13242.62	8910.99	1817.89
20070815	2458.83	12861.47	16475.51	5801.5	7445.9	5109.3	13048.76	8593.04	NA
20070816	2451.07	12845.78	16148.49	5712.27	7270.07	5858.9	12848.77	8201.37	1691.93

表1 各主要國家股票指數 (續)

DATE	美國 那斯達克綜合 股價指數	美國 紐約道瓊工業 平均指數	日本 東京日經道瓊 平均指數	澳洲 雪梨綜合股價 指數	歐洲 法蘭克福商銀 行指數	英國 倫敦時報 100 指數	加拿大 Tse 300 指數	台灣 加權股價 指數	韓國 加權股價 指數
20070817	2505.03	13079.08	15273.58	5670.3	7378.29	5064.2	13049.58	8090.29	1638.07
20070820	2508.59	13121.35	15732.48	5926.5	7407.53	5078.7	13110.84	8515.56	1731.27
20070821	2521.3	13090.86	15901.84	5978.5	7424.75	5086.1	13238.71	8479.08	1736.18
20070822	2552.3	13236.13	15900.54	5997.4	7500.48	5196	13463.14	8493.46	1759.5
20070823	2541.7	13235.88	16316.82	5149.7	7511.96	5196.9	13451.11	8732.84	1799.72
20070824	2576.59	13378.87	16248.97	5087.2	7507.27	5220.1	13520.83	8690.09	1791.83
20070827	2561.25	13322.13	16301.89	5184.9	7485.99	NA	13487.43	8718.81	1803.03
20070828	2500.54	13041.85	16287.49	5177.3	7430.24	5102.2	13264.87	8727.55	1829.81
20070829	2563.16	13289.29	16012.83	5101.4	7439.18	5132.2	13490.12	8643.82	1826.19
20070830	2565.3	13238.73	16153.82	5138	7519.94	5212	13444.53	8771.21	1841.7
20070831	2596.36	13357.74	16569.09	5248.3	7638.17	5303.3	13660.48	8982.16	1873.24

資料來源：整理自Aremos資料庫

貳、次級房貸及其金融商品

依據美國的信用評等的劃分，房貸借款人依其信用的高低可區分為最優級 (Prime)、A級

(Alternative A) 與次優級 (Subprime) 三種。屬於次優級或簡稱次級房貸之借款人通常為信用紀錄較差、所得收入較低、還款能力較差者。次級房貸之貸款利率依固定或浮動利率，按月攤還本息，融資成數通常為八成。業者於2005~06年開始推出具風險性的非傳統房貸產品以開發新客戶，包括降低期初月付額與提高融資成數等類型。

與次級房貸相關的金融商品的發展過程大致可簡單敘述如下：房貸借款人如次級房貸戶向房貸業者（如新世紀金融）取得貸款，房貸業者將此房貸債權賣給商業銀行或華爾街金融機構（如摩根大通銀行），銀行將此債權證券化，即形成一種資產抵押證券 (Asset backed securities, 簡稱ABS)

出售給投資大眾或金融機構以分散風險。銀行為確保違約的損失，有些會購買信用違約交換 (Credit Default Swaps, 簡稱CDS) 等衍生性商品以規避風險，投資銀行再將各種次級房貸抵押證券組合成新的資產組合後，將其包裝成擔保債權憑證 (Collateralized debt obligations, 簡稱CDO) 銷售於投資大眾或各類金融機構。金融公司可能再將一些CDO再組合成其他不同型式的CDO如CDO - Squared 與CDO - Cubed等金融商品銷售給投資人。

由以上有關次級房貸相關金融商品的介紹中，可以瞭解一旦房地產市場開始反轉，次級房貸違約率攀升，對於高收益的資產抵押債券將受影響，房屋貸款公司及保險公司會產生鉅額虧損。此外，可能向上延燒至其他更高等級的房貸債券，而使金融市場情形惡化，股票指數下滑，公司債乏人問津，甚至引發全面性信用緊縮。

參、各主要國家央行因應次級房貸危機的方式

當次級房貸違約率上升時，不僅是影響與次級房貸相關的金融商品，正常的金融商品亦會被波及。金融公司面臨投資人大量贖回的情形，財務狀況必然快速惡化，資金缺口急劇擴大。為減輕金融機構資金缺口的擴大，各國央行從8月上旬開始即大量注入資金。由表2中顯示從2007年8月9日開始歐洲央行、美國聯邦銀行、加拿大央行、日本央行、澳洲央行與俄羅斯央行陸續大量挹注資金於金融體系。且在2007年8月9日至10日兩天的期間，各國央行所挹注的資金已達3千多億美元。值得注意的是，在此期間，英國英格蘭銀行並未採取任何措施，且除了美國聯邦銀行於2007年9月18日將聯邦基金利率由5.25% 下降至4.75%，10月31日再由4.75% 下調至4.5% 外，其餘各國的利率大體維持不變的情形。

上節中我們曾提及在2007年9月13日之前英格蘭銀行 (BoE) 是採取中立的態度。英格蘭銀行總裁Mervyn King在2007年9月13日時，對英國國會財政特別委員會發表的公開信指出央行不宜對過度進行風險性操作而陷危機之金融機構進行掙困，也不宜干預長期資金市場的利率，否則將產生道德風險。但隔了一天，2007年9月14日英格蘭銀行在財政部金融監理總署的壓力下同意對Northern Rock緊急掙困，保障所有存款戶以防系統性危機。

Northern

Rock是以經營房貸業務為主，是英國第八大上市銀行及第五大房貸銀行，其貸款業務中有90% 為有擔保品之住宅貸款，超過770億英鎊，在英國住宅貸款市場之佔有率約7.1%。另外，其持有的房貸債權皆為最優級 (Prime mortgage) 房貸，2007年8月底3個月以上之逾期放款比率僅0.47%，為英國房貸業整體平均之一半 (1.21%)。2007年6月30日資料統計，該行資產中直接、間接曝險於美國次級房貸金額為2億7千5百萬英鎊，佔總資產僅為0.24%；曝險於結構性投資工具的部分亦相當有限。但由於其負債項目中存戶存款只佔27%，主要資金來源為其所發行之債務證券（包括以資產擔保為基礎的證券化債券、抵押債券及短期拆借等）高達66%。偏重以短資長之融資操作，使Northern Rock得以快速擴充但金融市場發生信用緊縮時，則產生流動性危機。

表2 2007年8月9日至17日各主要央行挹注金融體系資金

央行	挹注金融體系金額
歐洲央行	2007年8月9日：94476.7億歐元 2007年8月22日：400億歐元
美國Fed	2007年8月9日：2400億美元 2007年8月10日下午：2000億美元 2007年8月11日：2000億美元 2007年8月20日：2000億美元
加拿大央行	2007年8月9日：1400億加幣 2007年8月11日：1400億加幣
日本央行	2007年8月10日：14,000億日圓 2007年8月11日：8,000億日圓
澳洲央行	2007年8月10日：400億澳幣 2007年8月11日：400億澳幣
俄羅斯央行	2007年8月17日：4000億盧布

資料來源：國際經濟情勢雙週報第1637期

為何英格蘭銀行與世界其他主要國家央行對次級房貸風暴的因應方式不同，且即使是那些對經濟體系挹注資金的央行對於是否調整利率的觀點亦有所差異，在下節中我們將加以討論。

肆、資產價格與貨幣政策

根據前面的討論，我們知道次級房貸風暴的產生主要是由於房地產市場價格的遲緩造成金融機構財務缺口擴大，進而形成股市的消落。對於貨幣政策是否應對資產價格的波動作反應，學者與各國央行所採意見並不相同。支持央行在執行貨幣政策時應將資產價格的波動作為主要因應變數者認為：

一、完整的物價指數：

CPI只是衡量目前商品與勞務的價格，未考慮未來價格的波動，而資產價格可作為未來價格的替代指數，因為資產價格上揚代表未來生活成本上升，故應考慮在內。

二、資產價格有助於CPI的估測：

貨幣供給增加往往是先顯示在資產價格的上漲，然後再反映在消費者物價指數，將資產價格的波動納入貨幣政策反應函數中，將有助於事先控制通貨膨脹。

三、資產價格是影響國內需求很重要的因素。

資產價格的上揚會使人們覺得財富增加而提升其消費，當消費增加時，對物價上揚將產生推動的力量，因此貨幣政策應觀察資產價格的波動。

四、Tobin Q效果：

當股價表現比投資的重置成本高時，企業會增加其投資意願，進而提升國內需求而形成物價上揚壓力。

五、金融加速理論 (Financial accelerator)：

資產價值上升增進企業的淨財富，使其融資與創造未來利潤更加順暢，因而擴大投資計畫。當經濟體系投資興盛時，物價容易上揚。

不贊成將資產價格納入擬定貨幣政策之考量因素者，其主要觀點可表示如下：

一、資產價格是內生變數，它會依經濟體系內的狀態改變而變動，學者們認為貨幣政策應該依那些狀態變數來因應，而不是對資產價格來反應。

二、部分經濟學家認為資產價格變動太劇烈，且與經濟活動關聯性太低。且資產價格脫離市場機要的情形很難去偵測，若對資產價格錯誤的反應可能造成產出波動加劇。

三、穩定的通貨膨脹與穩定的產出自然產生穩定的資產價格，因此營造穩定的經濟體系才是央行首要的任務。

四、資產價格影響經濟體系的管道與總需求管道極為相近，它們會使通貨膨脹與產出上揚。若採取較嚴謹的通貨膨脹目標性法則可獲得與資產價格目標大部分相關的利益，但不會產生央行干預金融市場運作的負擔。

五、若貨幣政策因應資產價格而變動，由於資產價格變動相當頻繁，將使貨幣政策改變頻率太高造成經濟體系之不效率（波動成本過高）。

六、採嚴格的通貨膨脹目標法則其穩定性不受是否考慮資產價格影響。即使存在總需求管道與金融加速現象，嚴格的通膨目標法則不考慮資產價格波動，其表現依然穩健。

由以上分析顯示，學者們對於央行執行貨幣政策應否參考資產價格並未呈現一致性的觀點。一般而言，採取較為嚴謹通貨膨脹目標法則的國家為了避免貨幣政策變動太頻繁，其執行貨幣政策時較不參考資產價格的波動。英國央行是採行較為嚴謹的通貨膨脹目標法則，其通貨膨脹目標區間是設在2.5%上下1%。若通貨膨脹率上漲超過3.5%或低於1.5%，英格蘭銀行總裁需在國會報告緣由，若國會不滿意，則央行總裁需辭職。由表3中可以看出那些採取通貨膨脹目標法則

的國家如歐洲、英國、澳洲與加拿大，即使爆發次級房貸事件，其利率水準維持高檔，而美國則是降低其利率水準（美國並未採通貨膨脹目標法則）。

伍、結論與建議

隨著經濟與金融環境的變遷，人們理財的方式逐漸多元化，金融商品為迎合所需亦朝多元化、複雜化的方向設計。次級房貸風暴的發生並不會更改金融商品的發展方向。而資產價格變化對金融商品的價值乃至於金融機構財務的穩健性之影響將愈來愈顯著，或許各國央行應多費心力瞭解不同資產價格變動是反映何種訊息，以及其對經濟與金融體系之衝擊效果，在制訂貨幣政策時，才可更明確的因應資產價格的波動。畢竟若通貨膨脹目標法則是很完善的，為何各國還需要在金融市場大量挹注資金？顯然資產價格與經濟、金融情勢的關聯性有很多還是理論所未能合理解釋的。

表3 各主要國家短期利率

DATE	美國	日本	歐洲	英國	澳洲	加拿大	台灣
M1 2005	2.28	0.0529	2.1442	4.8726	5.25	2.75	1.202
M2 2005	2.50	0.0523	2.1370	4.8840	5.25	2.75	1.203
M3 2005	2.63	0.0529	2.1364	4.9878	5.49	2.75	1.221
M4 2005	2.79	0.0535	2.1373	4.9438	5.50	2.75	1.267
M5 2005	3.00	0.0543	2.1253	4.8928	5.50	2.75	1.266
M6 2005	3.04	0.0538	2.1117	4.8414	5.50	2.75	1.265
M7 2005	3.26	0.0562	2.1211	4.6579	5.50	2.75	1.324
M8 2005	3.50	0.0559	2.1325	4.5950	5.50	2.75	1.324
M9 2005	3.62	0.0583	2.1389	4.5969	5.50	3.00	1.365
M10 2005	3.78	0.0638	2.1954	4.5870	5.50	3.25	1.388
M11 2005	4.00	0.0647	2.3622	4.6185	5.50	3.25	1.387
M12 2005	4.16	0.0658	2.4717	4.6373	5.50	3.50	1.406
M1 2006	4.29	0.0669	2.5124	4.6020	5.50	3.75	1.446
M2 2006	4.49	0.0748	2.6012	4.5820	5.50	3.75	1.449
M3 2006	4.59	0.1042	2.7231	4.5874	5.50	4.00	1.450
M4 2006	4.79	0.1124	2.7929	4.6303	5.50	4.25	1.516
M5 2006	4.94	0.1889	2.8900	4.7032	5.73	4.50	1.517

2006							
M6	4.99	0.3247	2.9875	4.7350	5.75	4.50	1.533
2006							
M7	5.24	0.3965	3.1022	4.7332	5.75	4.50	1.586
2006							
M8	5.25	0.4125	3.2273	4.9430	5.99	4.50	1.587
2006							
M9	5.25	0.4177	3.3356	5.0250	5.00	4.50	1.595
2006							
M10	5.25	0.4377	3.5023	5.1318	5.00	4.50	1.658
2006							
M11	5.25	0.4790	3.5975	5.2254	5.19	4.50	1.663
2006							
M12	5.24	0.5551	3.6844	5.2899	5.25	4.50	1.661
2006							
M1	5.25	0.5621	3.7520	5.4938	5.25	4.50	1.689
2007							
M2	5.26	0.5892	3.8182	5.5657	5.25	4.50	1.691
2007							
M3	5.26	0.7071	3.8927	5.5495	5.25	4.50	1.703
2007							
M4	5.25	0.6639	3.9766	5.6502	5.25	4.50	1.725
2007							
M5	5.25	0.6709	4.0698	5.7667	5.25	4.50	2.132
2007							
M6	5.25	0.7338	4.1481	5.8802	5.25	4.50	2.496
2007							
M7	5.26	0.7733	4.2163	5.0240	5.25	4.75	2.006
2007							
M8	5.02	0.9182	4.5498	5.4107	5.45	4.75	2.007
2007							

註：美國：Federal funds；日本、歐洲及英國：London Interbank Offer Rates on Three-Month data source:OECD Economic Outlook；澳洲：(interest rate) Interbank cash market；加拿大：BANK RATE；台灣：金融業拆款市場利率。資料來源：整理自OECD及各國央行。

作者吳中書為/東華大學管理學院院長、中央研究院經濟所研究員

(本文僅代表作者個人觀點，不代表本智庫之立場)

版權所有 ©2008 台灣新社會智庫 Taiwan SIG. All Rights Reserved