**後海嘯時代／重建經濟體 時間越來越緊迫**

2012.09.17【經濟日報╱編譯吳國卿／綜合外電】

危機正發展至新關鍵階段、美國即將面對「財政懸崖」考驗、中國成長減緩使全球經濟頓失重要的火車頭，這些都說明從雷曼兄弟倒閉、全球捲入金融風暴的驚濤駭浪迄今4年，「後金融危機時期」的挑戰未曾紓解，甚至情勢顯得愈來愈嚴峻。

儘管美國股市近來攀至4年半來的新高點，甚至疲弱已久的歐元有轉強之勢，但投資人重獲的信心無法掩蓋對許多重大變數的恐懼。

今年果真是多事之「秋」，歐洲央行9月初宣布將無限量收購歐元區困頓國家公債，降低西班牙和義大利等國爆發流動性危機的可能性。德國憲法法院也已判決支持歐洲永久紓困基金歐洲穩定機制（ESM），但希臘仍迫切需要1,300億歐元紓困方案的第2筆紓困金，而歐洲央行、國際貨幣基金（IMF）和歐盟組成的「三方集團」，仍未完全通過對希臘減赤進度的稽核。

美國國會預算處（CBO）不久前警告，如果未能及時避開「財政懸崖」，將使明年美國的經濟減緩0.5個百分點。除非國會達成新債務協議，2013年初自動生效的削減支出和增稅，將使美國陷於2度衰退。由於今年是總統大選年，美國兩黨惡鬥導致政治僵局和財政癱瘓的可能性更大。

在中國，統治階層正進行10年1度的領導權更迭，導致經濟改革的腳步陷於停頓。中國經濟減緩將升高社會的緊張，可能觸發大規模的權力整合。

經濟減緩、失業率攀升，加上社會緊張升高，已形成不穩定的組合，加上西方與伊朗的軍事衝突一觸即發，一場全球經濟完美風暴的條件都已具備。

比較4年前危機爆發時的全球經濟表現，就可看出危機的危害有多嚴重。今日全球經濟仍未復原，美國的產值仍比危機前低2%，希臘更低上27%。因此2008-2009年的衰退嚴重程度甚至超越1929-1932年的大蕭條，不同的是今日各國普遍較富裕，有社會福利來緩和衝擊。

眼前的挑戰不只是如何規範金融秩序和改革財政，而是要重新建構經濟體，以引導國內和國外儲蓄到生產領域，創造就業與所得，進而提振疲弱的需求。更多互惠的全球貿易、外匯安排和國際金融，也將有助於鼓勵承擔風險和分享獲利。

幾年前的危機局限於銀行與房地產，但今日世界面對的危機需要採取大膽的措施如取消債務、提高工資（在德國和中國）、長期投資，和更具前瞻性的政治與企業改革。

****

**QE3 Q&A**

2012.09.15【經濟日報╱編譯簡國帆】

問：QE是什麼？

答：央行收購大量資產，以壓低利率並提振經濟。Fed已推過2輪量化寬鬆（Quantitative Easing，簡稱為QE），因此這回收購由房貸擔保的債券，被稱為QE3。

問：Fed如何藉QE刺激經濟？

答：Fed本質上是從無到有創造資金，提供銀行帳戶信用以支付收購債券的資金，當銀行在Fed帳戶中的資金增加，與其賺取Fed支付的微薄利息，銀行可能更希望放款給企業和民眾，鼓勵企業和民眾支出。

由於債券價格和殖利率走勢背離，當Fed大量收購由房貸擔保的債券，會推升債券價格、壓低購屋的借款成本；部分投資人也可能因房貸債券價格上漲，轉向公司債等資產，進而壓低企業借款成本，鼓勵支出。

問：Fed推QE3的原因

答：Fed希望藉由壓低借款成本並刺激銀行擴大放款，來吸引企業擴大開支，進而增聘人手。Fed這次直接把買債計畫和就業市場展望綁在一起，將持續購買債券直到勞動市場大幅改善為止。

問：前2輪QE的成效如何？

答：多數研究顯示，QE確實會壓低借款成本，但壓低借款成本對改善經濟的實質成效始終不明。舊金山聯邦準備銀行總裁威廉斯去年研發的模型顯示，QE2共額外創造出70萬個工作。

問：QE3的風險何在？

答：Fed的資產負債表將再度膨脹，且可能降低國會和白宮處理「財政懸崖」問題的意願，因他們知道Fed會買債。其他國家則抱怨，QE會壓低美元匯價，衝擊其出口，並引發難以消化的龐大資金流入國內。

**這次QE 3個不一樣**

2012.09.15【經濟日報╱編譯于倩若／綜合外電】

開放式擴張+救失業+未提壞消息

美國聯準會（Fed）13日宣布的新一輪量化寬鬆（QE3），表面看來像是前幾輪寬鬆都已採取過的措施，但事實上這次其立場非常積極，採取了3大新招要救經濟。

首先是開放式的擴張。過去Fed宣布大規模資產收購計畫（LSAP）時，都會提示計畫的規模上限和延續時間，有時會修訂時間或規模，在必要時擴大計畫。但這次，Fed表明LSAP 將持續至經濟情況好轉，甚至表示倘若經濟表現不佳，將承擔額外的大規模資產收購計畫並採用「其他政策工具」。QE3沒有一定的規模或時效，因此有些人稱它為無限QE（QE-Infinity）。

再來是針對勞動市場。Fed此次政策行動擺明與勞動市場密切相關。Fed聲明說：「要是勞動市場未見顯著好轉，我們將繼續收購抵押擔保證券（MBS），進行額外的資產收購，並善用其他政策工具，直到勞動市場在物價穩定的情況下大幅改善。」

這樣明白讓LSAP與勞動市場掛鉤的作法前所未見，而且不曾有其他國家央行這麼做過。這表明Fed將維持寬鬆直到就業市場較目前大幅好轉。

鎮第3個不同之處是未提新的經濟壞消息，Fed此次聲明對經濟相當樂觀。為何Fed要在宣布新一輪LSAP的同時，展現對經濟的樂觀？原因是怕新一輪寬鬆被市場解讀成是經濟趨緩的跡象，導致企業和消費者預期苦日子要來而勒緊褲帶，削弱Fed為加快經濟復甦所做的努力。

**道瓊標普攀近5年高點…三大數據 美股關鍵**

2012.09.16【經濟日報╱編譯葉亭均／綜合外電】

美國聯準會宣布啟動第3輪量化寬鬆（QE3），風險資產需求走揚，帶動美股連續第2周收紅，道瓊與標普500指數漲至近5年來最高，已有分析師預測美股明年有望挑戰歷史高點。

道瓊工業指數14日（上周五）上漲53.51點（漲幅0.4%），收13,593.37點，漲抵2007年12月來最高，距離歷史高點僅差5%；標普500指數漲5.78點（0.4%），收1,465.77點，與2007年10月創下的1,565點紀錄差距為6.8%；那斯達克綜合指數漲28.12點（0.89%），收3,183.95點，為2000年來最高。

聯準會13日宣布啟動開放式QE3 ，每月收購400億美元抵押貸款債券，以提振經濟並減少失業人口，激勵美股大漲。德國憲法法庭12日拒絕封殺歐洲金融穩定機制（ESM），也是上周股市上漲的助因。

道瓊指數1周來勁揚286.73點（漲幅2.15%）；標普500指數漲27.85點（1.94%），2周來漲幅累計達4.2%；那斯達克指數漲47.53點（1.52%）。

Schaeffer's投資研究分析師迪崔克說：「眾人還在試圖評估QE3對經濟的效果，但股市已表達對QE3的喜愛。同時，避險基金大致錯過最近這波漲勢，很可能追市進場，助長下一波漲勢。」

但也有分析師認為美國大選選情膠著，國會對增稅與減支爭辯不休，以及企業獲利減緩等利空當前，股市有回檔的可能。Planned金融服務公司執行長梵托奇說：「我認為約1周後，如果重要經濟數據沒有起色，市場將小幅回檔。」

美國銀行首席美股策略師蘇博拉曼尼安（Savita Subramanian）預測，標普500指數今年底將回檔至1,450點，但明年底將攀抵1,600 點，成為預測美股明年將觸及紀錄高點的第3位華爾街分析師，與投資專家畢潤宜和花旗首席美股策略師列夫科維奇同樣看多後市。

蘇博拉曼尼安說：「未來數月的總體經濟風險異常地高，應會限制漲勢，甚至引發修正。下半年與明年初經濟成長可能令人失望，因美國財政懸崖逼近的不確定性也影響企業與消費者支出。」但她認為一些不確定性將在明年底前移除，美國明年GDP將加速成長，支撐股市走揚。

美國本周的重要經濟數據包括新屋開工、成屋銷售與20日出爐的8月領先指標，同日則有甲骨文財報。投資人也將持續聚焦歐洲情勢，觀察西班牙是否要求紓困。西國20日將拍賣較長天期的債券，為歐洲央行宣布公債收購計畫後首度測試市場信心。

**QE3發威／全球股市 可望high半年**

2012.09.15【經濟日報╱編譯劉利貞／綜合外電】

聯準會（Fed）宣布啟動新一輪量化寬鬆（QE3），全球股市歡聲雷動，亞股14日悉數走揚，新興市場股市向11周高點邁進，歐股盤中漲抵14個月新高，美股早盤也乘勝追擊。市場預期這波多頭氛圍可望維持3到6個月。

涵蓋45國股市的MSCI世界指數（All-Country）14日盤中上漲1.4%，亞股則全面收紅。日經225指數收漲1.8%至9,159點；首爾Kospi指數勁揚2.9%至2,007點，為4月18日來最高；澳股和印股各漲1.2%及2.5%；印尼股市也漲逾2%。

MSCI新興市場指數同日盤中漲2.8%至1,009點，有望創下5月4 日來收盤新高。自歐洲央行（ECB）5日公布買債計畫後，MSCI 新興市場指數已漲7.3%，今年來上揚10%。

**QE3發威／亞幣漲幅 創3個月新高**

2012.09.15【經濟日報╱編譯林文彬／綜合外電】

美國聯準會推出QE3，引發資金流入報酬率較高的新興市場資產，亞洲貨幣創6月底來最大單周漲幅。

由於Fed推出新振興措施削弱美元，加上信評機構標普（S&P）調升南韓主權信用評等，據道瓊社報價韓元兌美元14日收盤漲1.2%至1,117.3韓元，升抵3月2日來最高。

**鄭貞茂：歐美印鈔 防懸崖危機**

2012.09.15【經濟日報╱記者李怡男／台北報導】

歐美中央銀行相繼推動新一輪寬鬆貨幣政策，花旗（台灣）銀行首席經濟學家鄭貞茂昨（14）日指出，歐美央行的大動作是適度且必要的。

他認為，從結果論來看，毆洲央行（ECB）的作法讓投資人對歐債危機的信心稍為回升，降低周邊國家的發債成本，並爭取時間讓歐盟得以持續進行財政聯盟與銀行聯盟等結構性改革工作。至於美國聯準會（Fed）的寬鬆動作，有事先防範可能面臨財政懸崖危機的功效，若等到年底大選後才推，時機上可能太遲，寬鬆效果也將大打折扣。

9月全球金融情勢依舊詭譎難測，一方面全球經濟成長持續走緩，美國及中國兩大龍頭景氣並未明顯翻揚，反而可能陷入另一波景氣下滑的陰霾。另一方面，歐債危機的近期發展，包括希臘隨時可能脫離歐元區以及荷蘭國會大選等，可能牽動歐洲金融情勢持續惡化。但金融市場的風險偏好卻上升，最明顯的是歐元由7月下旬的低點1.206上揚至1.29上方，9月歐股漲幅亦超過5%。

鄭貞茂指出，相較於歐洲央行（ECB=) 因應危機的方式，美國聯準會（Fed）的新寬鬆措施啟人疑竇。儘管8月初Fed即暗示啟動進一步的寬鬆政策，但近期經濟數據並未過於悲觀，且正值美國總統大選前夕，因此部分市場人士難免質疑新一輪QE的必要性。

他提醒，全球經濟仍面臨顯著下檔風險，歐美央行的寬鬆政策雖可提振市場信心，若歐美景氣若未能及時復甦，投資人信心究竟可以維持多久，以及歐美央行還有多少政策選項可以推出，不無疑問。再者，歐美央行的寬鬆政策令國際資金短暫重回新興市場，造成匯市波動，是否迫使新興市場央行跟進採取降息或其他的寬鬆政策，引發新一輪寬鬆貨幣政策競賽，也是後續值得觀察的焦點。

**英媒：QE3 只能為美國經濟「買時間」**

2012.09.15【聯合報╱編譯任中原／報導】

針對美國聯準會（Fed）目前已經騎虎難下；十三日推出所謂的「第三次數量化寬鬆貨幣政策（QE3），倫敦「金融時報」的專欄指出，（QE3），最多只能為美國經濟「買到一些時間」；「華盛頓郵報」指出，無論聯準會做得再多，都不能代替一套負責任的財政政策。

伊爾艾朗在倫敦「金融時報」發表專欄指出，聯準會採取新的寬鬆措施，是基於三項現實。第一，美國面臨「嚴峻的經濟挑戰」，失業率居高不下；第二，聯準會是當前唯一能夠針對經濟挑戰而採取行動的單位，國會及其他機構都只坐壁上觀；第三，目前美國經濟正面對歐債危機、國內財政赤字，及中東的政治風險等。其中任何一項風險如果落實，美國很快就會再度陷入衰退。

伊爾艾朗指出，依據歷史經驗，以及精密的經濟分析均顯示，聯準會這些用心良苦的措施，仍將無法保證能讓經濟情況大幅改善。

他強調，聯準會就跟歐洲央行一樣，光靠自己將無法保證能夠同時達成多項目標，包括提高經濟成長，使就業機會熱絡，並確保金融穩定等。聯準會最多只能爭取到一些時間，並希望其他政府部門也能夠共同努力，尤其是國會兩黨必須解決雙方在財政政策上的僵局；然而這種情勢必須要等到十一月美國總統及國會選舉之後，才有可能改變。在此之前，無論是聯準會還是美國經濟，仍將陷於政策困境之中。

另外據「華盛頓郵報」指出，新政策雖能壓低抵押貸款利率，帶動股市上漲，但目前抵押貸款利率已降到歷史低點，而且股市也十分繁榮，因此效果有限。

由聯準會對美國經濟成長率的預估，二○一四年之前就業市場將加速改善，失業率將下降到百分之六點七到七點三之間，並預估二○一五年時失業率將再降到百分之六到六點八之間。明年及後年的經濟成長率預估將上升到百分之三及三點八。

然而柏南克真正面對的問題在國會。柏南克曾經要求國會制訂租稅政策及支出計畫，促進研究發展，並提供必要的基礎建設。儘管柏南克言者諄諄，國會卻聽者藐藐。

**AA→AA- Egan-Jones再降美信評**

2012.09.15【聯合晚報╱編譯蔡致仁/美聯社紐約14日電】

獨立信評機構Egan-Jones於14日再度調降美國政府債信評等，從AA降一級到AA-。Egan-Jones指出，聯準會決定每月購買400億美元住宅抵押貸款擔保證券(MBS)，不但無助經濟復甦，恐怕還會進一步造成傷害。

聯準會為救美國經濟推出第三輪量化寬鬆措施 (QE3)，持續購買MBS直到就業市場大幅改善，並繼續維持超低利率直到2015年中。

Egan-Jones指出，聯準會的計畫將使美元貶值、推高石油與其他日用品價格，削弱消費者購買力。Egan-Jones表示，全球經濟復甦的同時，聯邦政府的借貸成本也可能逐漸增加。

2011年7月，Egan-Jones把美國政府信貸評級從最高的3A降為AA+，今年4月評級再從AA+降為AA，如今又降為AA-。

其他信評機構方面，標普去年8月已降低美國主權信用評級。穆迪本周曾說，如果美國政府預算協商失敗，3A評級可能不保。惠譽也提出可能下調評等的警告。

Egan-Jones是美國證券交易委員會認可的10大信評機構之一。雖然規模遠小於穆迪、標普以及惠譽，但與這三大信評機構齊名。

**柏老警告 Fed難擋財政懸崖**

2012.09.15【經濟日報╱編譯劉利貞／綜合外電】

美國聯準會（Fed）13日宣布下修今年度經濟成長預測，但對未來2年的展望變得較樂觀。不過，主席柏南克警告，Fed沒有辦法抵禦「財政懸崖」的衝擊，若國會未能阻止明年起自動生效的減支與增稅法案，將傷害經濟復甦。

根據Fed最新公布的趨勢預測，今年國內生產毛額（GDP）成長率不會高於2%，低於6月時預測的2.4%，與市場多數預測相符；2013年GDP成長率將介於2.5%至3%，高於先前預測的2.2%至2.8%；2014年可望成長3%至3.8%，略優於原估的3%至3.5%。

Fed並預期今年失業率仍無法降到8%以下，但預測2013年第4季失業率平均將落在7.6%至7.9%，2014年第4季可望降到6.7%至7.3%；Fed 6月時預測明、後年第4季失業率將分別介於7.5%至8%及7%至7.7%。同時，未來3年通膨率預期將維持在2%或以下的水準。柏南克13日在記者會上宣布推出第3輪量化寬鬆（QE3），但也重申Fed的刺激措施無法抵擋「財政懸崖」對經濟造成的衝擊。

柏南克說：「如果財政懸崖未獲解決，我不認為我們擁有的政策工具強到足以抵銷重大財政衝擊造成的影響，我們必須思考如何應變這樣的狀況…我認為財政決策者共同努力、設法找出解決之道極為重要。」

國會和白宮去年無法就未來10年刪減1.2兆美元的預算赤字達成共識，導致這項被稱為「財政懸崖」的減支與增稅法案。這其實是1樁「毒藥」政治交易，國會並未真心想啟動此案，只是希望迫使兩黨在明年此案自動生效前，設法找出其他方法解決預算問題。

 

**末日博士罵Fed：一群印偽鈔的人**

2012.09.15【聯合晚報╱國際新聞組/綜合報導】

美國聯準會13日宣布第三輪量化寬鬆(QE3)救經濟，「末日博士」麥嘉華 (Marc Faber)14日接受CNBC訪問時批評，聯準會官員是一群「印偽鈔的人」，而主席柏南克把美國經濟搞砸，真應該辭職下台。

麥嘉華說，超級寬鬆的貨幣政策，是近年發生金融危機的元兇，而聯準會主席柏南克正是這種政策的主要擁護者之一。「如果我像他一樣把經濟搞的這麼糟，我一定會辭職。聯準會拉抬資產價格，創造財富的方式，根本是荒唐。這種作法是行不通的，只會暫時推升市場，隨之而來便是崩跌」。

麥嘉華因準確預測1987年金融風暴而名聲大噪，亦由於他負面的預測獲得「末日博士」的封號。他批評聯準會收購MBS，與短債換長債的扭轉操作，「只會讓資產價格上漲，使資金流向富人」。他認為，最新一波的量化寬鬆措施，無助於一般美國民眾。

柏南克13日宣布，聯準會每月將收購400億美元MBS，直到美國就業市場出現明顯改善為止。麥嘉華指出，「量化寬鬆使富人持有的資產價值上漲，而一般民眾卻得承擔物價上漲的苦果，這項措施造成一小部分的經濟繁榮，卻對大部分的經濟造成傷害」。

麥嘉華說，「印鈔票的聯準會官員要為這次的危機負責。如果美國持續實施這套寬鬆的貨幣政策，未來面臨的不只是財政懸崖，而是財政大峽谷」。

**QE3的經濟效應猶如走鋼索**

2012.09.15【經濟日報╱社論】

一如各界預期，美國聯準會終於推出「第3次量化寬鬆政策」（QE3），其中兩項最重要的內容是，每月購買400億美元的債券，而且沒有上限時間表，直到勞動市場情況改善為止；第2項是，聯準會仍然會採取賣出短債，買入長債的「扭轉操作」，讓長期利率維持在較低的水準，以便刺激美國人民購屋的需求，帶動房屋市場的繁榮。果然，在聯準會宣布之後，美國股市立即反應大漲，全球股市跟著振奮。但是，這次QE3的效果真的會有用嗎？對於刺激美國疲軟已久的經濟而言，能夠產生立即的刺激作用嗎？可能還需要觀察。

首先，從這次量化寬鬆的規模來看，雖然聯準會預計每月放出400億美元，而且沒有期間的限制，但是，因為每月只有400億美元，1年推出量也只有4,800億美元，這比前兩次1.7兆美元及6,000億美元的規模來說，小了很多；更何況這次推出還必須是1個月1個月的推出，其效果顯然會不如前兩次。

其次，2009年3月第1次推出時，當時的美國1年期公債利率為1.3%，而現在的利率已經低到0.18%，因此這次量化寬鬆對於降低利率的效果小很多，相對的刺激投資與消費的效果也會降低。再說，最近以來，美國貨幣供給增加率一直都在15%以上的高檔，也就是說，目前美國市場上其實是不缺流動性的，因此，貨幣政策的效果會打折。

第三，貨幣政策效果有時差，至少要1到2季，等到出現效果時，11月美國總統大選已經選完了，因此這次量化寬鬆政策對於現在的經濟可能不容易出現即時的影響。

不過，QE3當然一定也會產生一些正面的效果：第一，每月400億美元購買債券的措施並無期限，只要經濟景氣還沒有回來，失業率仍然很高，每個月就會不斷的投入。這對於市場多頭來說，當然是一個好消息。換句話說，雖然這次QE3的實際效果不一定很大，但是對於提振市場及民間消費的信心會有一些幫助。

第二，聯準會再度強調將繼續實施扭轉操作，在不斷購買長債，賣出短債的情況下，會讓長期利率維持在較低的水準，因此未來可能會對美國的不動產市場產生正面的刺激作用。因為不動產是美國家庭中最重要的單項資產，而房價的漲跌會對美國家庭消費產生很大的影響，亦即所謂的「資產效果」。從過去幾年的經驗來看，美國聯準會主席柏南克對於扭轉操作似乎情有獨鍾，而在2008年底金融海嘯到現在，美國房地產價格都還一直沒有回到金融海嘯前的水準，因此柏南克仍然希望利用維持較低的長期利率水準，來吸引美國人重新回到不動產市場上。

至於對台灣的影響：第一，由於美國是台灣第2大的出口地區，美國經濟成長進口增加，有助台灣對美出口，但是因為QE3的實際效益有限，台灣出口增加的效果有限。第二，由於美國因資金增加而外流，外資會流入台股，增加台股動能進而提振國人對於未來台灣經濟可能轉好的信心。第三，由於國際資金的增加，會造成國際原物料，包括黃金在內的相關產品的價格上漲，因此也可能會推動一部分的輸入型通貨膨脹。第四，由於美元供給增加，可能會造成美元貶值，而形成新台幣升值的壓力。

無論如何，QE3固然可能為我國的經濟帶來一些正面的效果，但是實際的幫助仍然有限；而且，在美元供給大量增加的情況下，未來的通膨及匯率波動也可能因而增加。因此，政府部門必須謹慎因應，更不能一廂情願的認為其必然會對我國的經濟帶來多大的好處。

**QE3效應 全球恐掀貨幣戰**

2012.09.16【經濟日報╱編譯莊雅婷／綜合外電】

美國聯準會（Fed）上周宣布推出第3輪量化寬鬆政策（QE3），可能再度點燃全球貨幣戰火。受QE3恐拖累美元貶值影響，新興市場貨幣14日全面翻揚，迫使各國央行緊急進行口頭干預，警告將採取行動防堵熱錢。

QE3助長美元將會走貶的預期，促使資金流入風險性資產，亞幣和拉美貨幣身價跟著水漲船高。包括日本和各新興國家政府14日都跳出來示警本國貨幣勁升的威脅。

巴西央行當天在2小時內2度干預匯市，台灣央行也採取類似行動。智利和哥倫比亞當局也正蠢蠢欲動。決策官員表示他們得做出反擊，因為QE3將導致熱錢湧入，進而推升匯率、傷害出口競爭力。

美元兌巴西里爾14日收盤貶值0.4%，盤中最多跌0.6%至1美元兌2.0075里爾。智利披索兌美元匯價創1年新高，墨西哥披索兌美元也攀抵5個月高峰。

追蹤美元兌的6種交易貨幣的美元指數14日挫跌0.5%至78.847，盤中一度跌至78.601，為2月29日以來最低，今年來漲幅悉數回吐。歐元兌美元勁升1.1%至1.313美元，為5月初來首度漲破1.31美元關卡。

為回應QE3，巴西財長蒙提嘉矢言，將採取一系列措施阻升里爾，保護經濟免受熱錢湧入衝擊，「巴西將維持干預貨幣市場的政策」。他並警告，全球成長展望黯淡，已開發國家經濟成長將持續低迷數年。

此外，日本財務大臣安住淳暗示，可能很快會進場干預，阻升日圓。本周市場聚焦日本央行利率決策與是否將干預匯市。菲律賓和印尼央行官員也提出警告，中國政府研究學者則抨擊Fed決策。

凱萬基金（Oppenheimer Funds）投資組合經理人隆吉指出，過去央行大舉進行干預時，採取浮動匯率的國家較受投資人青睞，他說：「從貨幣戰爭的觀點，你希望選擇沒有政策阻礙、匯率自由波動的市場。」他預期挪威克朗、波蘭羅提和墨西哥披索將湧現升值壓力。

**路透專欄／QE副作用…英美不願面對的真相**

2012.09.16【經濟日報╱卡列茲基（Anatole Kaletsky）】

北大西洋颶風通常在每年的8月中旬至10月間來襲，9月中旬是風暴活動最活躍時期。巧合的是，較不為人知卻更具破壞力的金融颶風，也常發生在這段期間。

在現代史上，大型金融危機大多發生在8月中旬起的兩個月間：華爾街股市3次大崩盤分別發生在1907年10月22日、1929年10月24日，以及1987年10月19日；英國在1931年9月9 日放棄金本位制；布列敦森林體系在1971年8月15日壽終正寢；墨西哥在1982年8月20日違約倒債觸發第三世界債務危機；雷曼兄弟在2008年9月15日倒閉，引爆一場迄今仍未能妥善收拾的全球金融與經濟危機。

金融與氣象風暴在同期間發生，也許不純然是巧合。全球經濟與地球大氣都是精巧且複雜的平衡系統。在這種系統裡，小小騷動經累積之後可能引發巨大效應，就像氣象的臨界點。

當世界經濟在夏天出狀況，就非常可能在秋天出現金融風暴。這也許可以解釋為何9月通常是股市1年當中表現最差的月份。事實上，自1920年代以來，9月是股市唯一下滑的月份。

現在的問題是，世界經濟是否已適應今夏可能具破壞性且令人失望的經濟事件，或是今夏金融交易低迷只是暴風雨前的寧靜。

固然，最近世人焦點都放在歐洲央行（ECB）6日買公債的救市措施、德國憲法法院12日批准歐洲穩定機制（ESM），以及美國聯準會（Fed）13日推QE3身上。但更值得注意的是其他地區令人憂心忡忡的發展。在中國，儘管一再祭出貨幣與財政剌激措施，經濟活動卻未能如預期般加速，除了政府與央行做得不夠之外，也可能意味著中國經濟已變得太複雜而難以管理與調控。

另一種可能的解釋是，這反映出中國剌激政策的效果令人失望，更是全球貨幣政策大失敗的一環。英國近來令人失望的發展，支持這項論點。英國經濟2年來未有成長，卡麥隆政府決定採取劇烈財政緊縮，並希望以貨幣擴張抵銷通縮效應。政府持續削減支出及加稅，寄望挹注銀行及債券投資人資金以提振成長。過去4年來的經驗顯示，這根本是緣木求魚。

要是英國無法靠貨幣寬鬆來振興經濟，如何能企盼Fed的寬鬆會產生好的結果呢？Fed 13日祭出開放式QE3，直到美國經濟強勁復甦為止。但鑑於前2輪QE並未能在2010至2012年帶來充分就業，第3輪就會比較好嗎？

挹注銀行資金是防止美國與英國金融體系崩潰非常有效的緊急措施，在阻止歐元的崩解可能也會相當有效。但注資金融市場只能救急卻不能救窮，維持金融穩定與促進經濟成長需要其他的藥方。

不幸的是，決策人士似乎不了解這種區別。美國及英國的決策官員拒絕承認印鈔救市會產生反效果，相形之下，德國拒絕接受印鈔票救經濟是行得通的作法。歐洲央行、德國及其他歐元區國家間的矛盾，成為今秋可能釀成金融颶風的來源，這種衝突會延燒到下次歐盟峰會，湊巧的是這場峰會的舉行時間是10月19日，仍在金融颶風季內。

（作者Anatole Kaletsky是路透專欄作家／編譯林聰毅）

**羅比尼專欄／以拖待變 溶不了經濟冰山**

2012.09.16【經濟日報╱編譯莊雅婷】

金融市場7月以來開始大漲，因為寄望全球經濟和地緣政治前景不會再惡化，或即使惡化，各國央行也準備祭出更多輪的流動性和量化寬鬆來支撐經濟和市場。因此，不僅關於經濟的好消息（或優於預期的消息）提振了市場，就連壞消息也被視為好消息，因為聯準會（Fed）主席柏南克和歐洲央行（ECB）總裁德拉基等央行救火隊員，將更可能因此撒錢撲滅市場惡火。

但不論是利多或利空消息都漲的市場，並不是穩定的市場。倘若經濟消息惡化，或投資人對官員決策效率的信心下滑，「去風險」模式——即投資氛圍轉壞——很可能捲土重來。

在歐元區，ECB宣布無限額收購困頓國家公債的決策後，市場瀰漫樂觀氣氛。但此舉無法扭轉局勢，只能為決策者爭取時間，以落實解決危機所需的嚴格措施。

而歐洲面臨艱鉅的政策挑戰。隨著財政整合和嚴格的信用分配如火如荼展開，歐元區衰退正持續加深。同時，由於歐元區銀行和公債市場變得更分化，在建立銀行聯盟、財政聯盟和經濟聯盟同時，還要追求重塑增長、外部平衡和競爭力的宏觀經濟政策，將變得格外困難。

此外，希臘明年可能退出歐元區，之後西班牙和義大利也將被隔離；西班牙正逐漸步入蕭條，可能需要3方代表團（troika）全面紓困。疲於撙節的歐元區周邊國和疲於紓困的核心國，對立也日漸嚴重。

然而，如果不儘快輔以能快速重塑成長的政策，流動性供應將只能推遲而無法阻擋貨幣聯盟瓦解，最終導致經濟與貿易聯盟崩潰和單一市場毀滅。

在美國，最新經濟數據證實成長疲軟，下半年產出年增率不可能大幅超前上半年的1.6%。鑒於美國政局分裂和政策停擺，可以想見預算和債務上限議題還有更多論辯，美國信評將再次遭降，且中期財政整合和永續議題也將難以達成共識。

在中國，隨著投資泡沫破裂和淨出口萎縮，硬著陸的可能性正與日俱增。同時，降低儲蓄和刺激私人消費所需的改革也被推遲。如同歐美，中國祭出更多貨幣、財政和信用刺激，只能避免最糟情況在2012年發生。隨著刺激成效退去、不良貸款攀升、投資泡沫加速破裂，以及地方政府展延債務等問題，2013年發生硬著陸的機率更高。

巴西、印度和俄羅斯等新興經濟體也面臨類似處境。許多新興國家未能因應先進國家成長走疲造成的出口成長減緩，也延遲提振民間部門發展和生產力所需的結構性改革。因此，近來新興市場成長減速不完全是周期性，還有結構性因素。

地緣政治局勢也不穩定。全球主要強國仍設法藉談判和制裁誘使伊朗放棄研發核武。明年以色列將把伊朗核計畫視為外部威脅，美國也可能對伊朗發動襲擊，導致戰爭爆發和油價暴漲。

問題的根源在於政府效率不彰與領導力孱弱。民主國家的定期選舉導致政策短視；中、俄等獨裁國家領導人為維護遊說團體和既得利益者，拒絕大刀闊斧改革。

由於每個人都想以拖待變，結果問題反而日益惡化，無論新興市場或已開發經濟體，都正逐漸進入撞牆期。決策者可選擇迎頭撞上，或展現領導力和遠見卓識化險為夷。

（作者Nouriel Roubini是紐約大學經濟學教授、Project Syndicate專欄作家／編譯莊雅婷）

**後海嘯時代／金改一波波…雷聲大雨點小**

 2012.09.17 【經濟日報╱編譯于倩若／綜合外電】

金融海嘯促成新巴塞爾協定（Basel III）、美國金改（如伏克爾法則）、銀行執行長薪酬等改革，但至今執行效果差，金融改革仍被漠視，《雷曼啟示錄》作者麥唐納批評監管不力。在金融海嘯4周年後的今天，究竟學到什麼教訓？

麥唐納（Larry McDonald）說，美國現任政府在減少金融體系中固有系統風險上，幾乎毫無作為。他指出，雷曼兄弟垮台時全球股市規模約36.6兆美元，如今衍生性金融商品市場規模卻高達791兆美元。

衍生商品市場成長連同美國銀行家數縮減，創造難以維持的局面，「若不以精確的解決方案加以應對，2012年的賭注實在太高」。麥唐納曾任雷曼兄弟危難債券與可轉債交易副總裁，曾是該公司最能持續獲利的營業員之一。

麥唐納說，美國並未提出這樣的解決方案，政府「龐大的官僚孤島」未能彼此分享訊息，現代金融產品的演化速度仍超過監管力度。他質疑陶德-法蘭克（Dodd-Frank）金改法等近期措施能否處理「大到不能倒的」機構，指該法是「懶人的金改噴漆槍」。

麥唐納認為，解決辦法之一是延攬對金融體系有實際認知的成熟風險承擔者，進入政府機構，但「把真實世界的風險承擔者納入監管系統，以保護資本主義免受日增的威脅衝擊，將有很長的路要走」。

政府必須端出誘因吸引華爾街人才為華府效力。麥唐納舉寶森（Hank Paulson）為例，他當年接任財長時為迴避利益衝突，出脫在高盛的資產，但在某些條件下他可以延遲要繳的資本利得稅，此規定便是為政府延聘民間人才而設計。

麥唐納建議政府從華爾街延攬更多像寶森這樣的優秀榜樣進入政府體系，在證管會（SEC）、聯邦存款保險公司（FDIC）、商品期貨交易委員會（CFTC）、司法部、聯邦調查局、紐約聯邦準備銀行出任新職務。

當然，從另一角度看，許多華爾街重量級人士當初可能都參與了製造出金融體系現存的問題。麥唐納強調，就是這些絕頂聰明者反對改革，把改革措施削弱成目前的無力狀態。不可否認的是，資產集中在「大到不能倒」機構的情況，變得更加嚴重，值得大家持續關切。

**專家觀點／災難啟示錄…都是錢多惹的禍**

2012.09.17【經濟日報╱葉銀華】

金融海嘯襲擊全球已4年，其所衍生的歐債危機與經濟衰退病因猶存，全球央行與政府皆不敢大意。總結全球金融海嘯的成因與演化是：「錢太多惹的禍、卻需用更多錢來掩蓋。」

2008年前，決策者與金融機構只重短期的思維，導致資金太過寬鬆與房地產價格泡沫化，而金融機構隨之高度槓桿，其薪酬制度鼓勵短期獲利承擔過多風險，種下摧毀全球金融體系的禍因。從英、美的北岩銀行、貝爾斯登瀕臨破產，到兩房危機、雷曼兄弟倒閉、AIG求援，而RBS、Lloyds、花旗、美國銀行等英美大銀行皆發生財務問題，大型投資銀行亦多中箭落馬；這些影子銀行體系未受商業銀行之資本適足與財務健全監理，但仍有創造信用的功能，導致財務槓桿超過30倍。

全球資金過於寬鬆與到處流竄，形成資產價格飆漲的溫床，全球金融體系參與者一如在派對狂歡到高點，政治人物又能以表面經濟榮景繼續享有執政權，孰料此時資金提供者不願做最後1隻老鼠的警覺已悄然埋藏於內心深處。一旦金融體系有較大風吹草動，如影子銀行無法順利籌措資金，「最後1隻老鼠的隱憂」從提供短期資金流動性的貨幣市場蔓延到一般銀行體系，資金猛爆的斷鍊效應，形成排山倒海之勢，淹沒全球金融市場。

2010年景氣開始復甦，孰料歐元區債務危機開始輪番上陣。其實歐債危機的根源也是這些國家過度舉債。從一開始冰島、希臘、葡萄牙政府無法償債，連西班牙、義大利殖利率也多次飆過7%，逼著歐盟須啟動可動用上兆歐元資金的穩定機制，同時歐洲央行在去年12月、今年3月也實施兩次長期再融資操作（LTRO），對銀行體系撒下約1兆歐元，試圖透過購買公債，降低危機國的舉債成本，但其綜效僅有短期效果。7月西班牙多個地方政府向中央申請紓困，又讓10年期公債殖利率升到7.4%以上的歷史高點，驅使歐洲央行本月6日宣布附條件式的無限量購買危機國的政府債券，這些國家的危機才得以舒緩。

Fed主席柏南克深知面對金融海嘯不能太早放棄QE，但我們卻不知資金持續泛濫的後遺症有多大？以及總有一天各國央行會斷掉QE這劑興奮劑，不知屆時對經濟成長與金融體系的衝擊為何？因此一旦QE過於泛濫，勢必增加金融資產的市場風險，同時股市亦會大漲大跌，所以QE對股市的短期哄抬效果，讀者須冷靜以對。其次，各國政府應強化總體監理，瞭解國家暴露於重大經濟影響因素的風險，並控制金融體系貨幣供給量，進行面對問題的壓力測試，避免資產泡沫化帶給金融體系龐大而無法承受的後果。再者，各國政府須有一定程度的財政紀律，不隨選舉胡亂增加國家負擔，陷下一代於債務中。最後，金融主管機構應避免金融機構的放款過度集中於創造資產泡沫的產業，並且藉由更長期基礎、與國際接軌的備抵呆帳提撥與資本適足制度，驅使放款利率真正反映未來所承受的風險，這是金融海嘯最重中之重的啟示。

（作者是交大財務金融研究所教授）