

# 金融海嘯之後兩岸貨幣政策合作展望

吳中書

## 一、前言

2008年10月6日美國道瓊工業股票指數正式跌破10000點大關，在隨後的兩週裡，美、日、德、英、加、澳、紐等國的股票指數跌幅皆創近一、二十年的最大跌幅。此跡象顯示2007年美國所爆發的次級房貸問題對各國金融市場的衝擊效果並未歇止，且由世界各國近幾個月的資料顯示，次級房貸所引發信用緊縮效果對各國實質經濟的負面效果還正在蔓延中。為扼止次級房貸風暴的漫延，各國政府竭盡所能的動用所有可能政策，尤其是貨幣政策，希望能夠挽回經濟衰退的頹勢。在這振興世界經濟的過程中，對兩岸貨幣政策的合作有何啟示？在本文中，我們將分析貨幣政策與次級房貸的關聯性，並藉此討論兩岸貨幣政策在未來可能的合作之處。

## 二、貨幣政策與次級房貸問題

依據美國信用評等的劃分，房貸借款人依其信用的高低可區分成最優級(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，且還款能力不足者。次級房貸之貸款利率依固定或浮動利率按月攤還本息，由於其信用風險較高，因此所負擔的貸款利率亦較高。關於次級房貸金融商品的發展過程大致可敘述如下：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金融機構(如摩根大通銀行)，銀行將此債權證券化，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。銀行為避免違約的損失，有些會購買信用違約交換(Credit Default Swap，簡稱CDS)商品以規避風險。此外，投資銀行可將次級房貸抵押證券與其他各種證券相組合，包裝成擔保債券憑證(Collateralized Debt Obligation，簡稱CDO)銷售於投資大眾或各類型金融機構。金融公司可能再將不同的CDO再組合成為不同型式的CDO如CDO-Square甚至CDO-Cubed等金融商品再銷售給投資大眾。

無論是擔保債券憑證(CDO)或是信用違約交換(CDS)都是因應資本市場發展所創新的金融商品。這些商品的流通對資本市場功能的發揮具有其作用，問題是其信用風險的評估需加以估算，若估算過程並不確實，則容易低估其風險。此外，貨幣政策亦扮演重要角色，美國在 2000 年年中開始景氣呈現遲緩的現象，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便陸續出現。(請參看表 1)

由以上的討論可知，當景氣下滑時，貨幣當局往往以快速調降利率因應之。可是當景氣翻揚時，貨幣當局通常會沈溺於景氣的榮景而不願意將利率調升至應有的水準。過低的利率往往是資產市場泡沫的源頭，一旦泡沫形成，貨幣當局懼怕泡沫破滅後的經濟調整，對於應採行的緊縮政策更加躊躇不前，而使泡沫經濟演變成一發不可收拾的情形。

**表 1 次級房貸金融風暴之蔓延過程**

2007.02.07	匯豐控股發出獲利警訊
2007.03.12	新世紀金融遭紐約證券交易所停止交易隨後下市
2007.04.02	新世紀金融申請破產保護
2007.06.20	貝爾斯登旗下避險基金鉅額虧損
2007.07.24	全國金融財報低於預期
2007.07.25	Chrysler & Allsance Boots 的融資併購案受阻

2007.08.06	大型住宅抵押投資公司倒閉
2008.01.25	道格拉斯國民銀行倒閉
2008.03.16	貝爾斯登遭摩根大通收購
2008.09.07	美國政府接管「房利美」和「房地美」兩房機構
2008.09.14	美林證券爆發財務危機遭美國銀行收購
2008.09.15	雷曼兄弟公司申請破產倒閉
2008.09.16	美國國際集團 AIG 爆發財務危機
2008.09.21	高盛集團與摩根史坦利投資銀行轉型為商業銀行
2008.09.25	華盛頓互惠銀行倒閉
2008.10.08	全球七大央行同步降息
2008.11.10	美國運通獲准改制為商業銀行

### 三、各國政府因應次級房貸風暴所採行貨幣政策

根據次級房貸相關金融商品(CDOS 與 CDS)的特性可以瞭解當房地產熱絡，資本市場暢旺之時，這些商品在信用評等的加持下，能夠廣為流傳，使其信用風險嚴重被低估。一旦房地產市場反轉，次級房貸違約率攀升，這些所謂高收益的抵押債券的獲利即遭受挑戰，進而產生無法履約的情形。由於金融機構的財務槓桿相當高，且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。金融機構面臨投資人大量贖回的情形，其財務結構必然快速惡化，資金缺口急劇擴大。各國政府為防範金融問題的擴大與漫延，除了在財政政策方面巨額擴大支出，減稅或發行消費券外，在貨幣政策的措施大致可劃分成兩大項：

#### 1. 在資本市場大量注入資金

為防止金融資金缺口的擴大，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資本市場。在2007年8月9日至10日的兩天期間裏，各國央行所挹注的資金已達3千多億美元。且隨著金融風暴的擴散，各國央行對於資金的挹注更是頻繁的執行。例如2008年8月12

日與 9 月 22 日美國聯邦儲備委員會以短期貸款拍賣方式對商業銀行分別提供 500 億與 750 億美元的融資。日本央行分別於 2008 年 9 月 16 日、18 日與 22 日對金融市場各注入 1.5 萬億日元的資金。

## 2. 調降利率

爲了降低企業融資成本與刺激民間消費意願，各國紛紛調降利率。其中美國聯邦銀行調降利率的動作最早，2007 年 9 月 18 日美國聯邦銀行將聯邦基金利率由 5.25% 下降至 4.75%，10 月 31 日再由 4.75 下調至 4.5%，隨後陸續調降，至 2008 年 10 月 29 日時已降爲 1%。

英國央行與歐洲央行在次級房貸金融危機剛興起之時，由於當時通貨膨脹壓力相當大，因此對於貨幣政策相當保守。歐洲央行甚至在 2008 年 7 月 3 日時還逆勝調升利率一碼，但隨後在 10 月 8 日利率由 4.25% 調降爲 3.7%，至 2008 年 12 月 4 日時已調降爲 2.5%。英國央行也是遲至 2008 年 10 月 8 日才將利率由 5% 調降 2 碼至 4.5%，11 月 6 日由 4.5% 一口氣調降 6 碼至 3%，12 月 4 日則進一步調降爲 2%。到目前爲止，英國的基準利率已降至 1951 年以來的最新水準。

當英、美調降利率的同時，世界各國的貨幣當局亦紛紛跟進。例如 2008 年 12 月 4 日當英國與歐洲央行調降利率時，紐西蘭亦調降 6 碼至 5%，瑞典調降 7 碼至 2%。

## 四、兩岸貨幣政策合作

從這一次金融危機的過程中可以瞭解，二十世紀以來各國商品與勞務的頻繁往來所帶動的資本市場整合已愈來愈密切。當某個主要國家發生金融問題時，很容易傳染到其它國家。過去在處理國家金融問題時，如亞洲金融風暴或 2000 年下半年美國所發生的網路科技泡沫，大多由當事國自行解決。然而在這一次因應次級房貸所引爆的金融危機，各國所採取的處理過程中，可以明白的看出各國出現前所未有政策協調執行。除了在上面所提到的共同在資本市場注入資金以及調降利率外，並看到國家與國家間的支援行動。例如 2008 年 9 月 24 日美國聯邦儲備發佈聲明，通過建立臨時貨幣互換協定的方式，向澳大利亞、丹麥、挪威和瑞典央行提供總額 300 億美元的資金。

2008年10月29日美國聯邦儲備對外公布，已同巴西、墨西哥、韓國和新加坡四國央行分別簽訂總額達300億美元的貨幣互換協議。

台灣與中國大陸的貿易關係非常密切，近二十年來台灣企業前往中國大陸投資的額度與比重逐年上升，中國大陸與香港占台灣的出口比重已達40%。如此高的貿易比重加上兩岸逐漸開放的金融管制，未來兩岸央行貨幣政策應如何協調已是非常重要的議題。

在這一波次級房貸所引發的金融風暴，由於兩岸金融機構與國際資本市場的整合程度並不高，因擁有國外問題債券而產生的直接損失相較其他先進國家仍屬較為輕微者。但金融風暴對各國經濟衝擊所帶來的出口壓力，對兩岸而言都是相當嚴峻的。目前兩岸貨幣政策的協調，首要任務在於如何協助兩岸經濟抗衡國際經濟衰退所帶來的衝擊。兩岸貨幣政策可能合作的項目，大致可敘述如下：

### 1. 對中小企業資金的挹注：

在面臨景氣快速滑落之時，固然利率的調降有助於產業取得較為廉價的資金。但是資產市場的疲軟與金融機構的保守態度，會使得那些遭受資產減損或抵押品價值不足的中小企業無法獲得所需的營運資金。由於台灣對中小企業的融資需求較具輔導經驗，在此艱困的時刻，兩岸貨幣當局宜針對目前經濟發展情勢，有條理的對那些具有競爭優勢的中小企業給予較長期間的資金協助，相信對兩岸產業的發展與經濟活力的恢復有所助益。

### 2. 兩岸利率與匯率政策的協調

從過去幾次金融危機的過程顯示，對經濟體系最大的殺傷力，來自於資產市場低迷後所形成的通貨緊縮問題。一旦通貨緊縮現象形成，通常經濟體系需花費相當長的期間才能恢復其應有的動能。在開放經濟體系中，對付通貨緊縮的利器之一為匯率的調整，而匯率的調整又深受利率的變動所影響。因此在設定匯率政策以及調整匯率變動幅度時，兩岸利率政策應如何協調？若在制定相關貨幣政策時，兩岸貨幣當局能作事前的充分溝通，對於兩岸貨幣政策的功效必能大幅增進。

### 3. 兩岸貨幣清算機制的建立

目前兩岸的貿易往來已非常密切，未來隨著兩岸金融的鬆綁，金融機構的互動亦將更為頻繁，兩岸同胞互訪的機會也會大幅提升。若能建立兩岸的貨幣清算機制，不僅有助於兩岸的經濟往來，對於兩岸金融機構的合作關係亦能夠提昇，降低不必要的交易成本。

## 五、結語

2007 年以來次級房貸所引發的國際金融海嘯，固然金融機構從業人員短視近利嚴重低估信用風險應負絕大部份的責任。然而不當的貨幣政策與監管制度亦需負部份的責任。國際金融環境隨著貿易的多元外，以及電子資訊產業的蓬勃發展，金融產品的創新與金融交易的變異日新月異。為迎合如此快速轉變的經濟金融環境，貨幣政策擬定所需求的資訊日益龐大。兩岸雖然貿易關係已非常密切，但金融的往來與貨幣政策的協調，宥於兩岸政治的包袱，進展極為有限。未來隨著兩岸金融業務的開放，貨幣政策彼此協調的必要性，也隨之增加。上節中所提到的合作方案僅是部份而已，一個穩健貨幣政策的執行，需要相當多的資訊。兩岸貨幣當局若能取得彼此間充分的經濟金融資訊，並交流過去執行貨幣政策的經驗，所擬定的貨幣政策對於兩岸經濟各自的穩健成長以及彼此間的永續發展，必有相當大的助益。