

# 金融海嘯後衍生性商品對財政影響之探討

傅俊傑

(東海大學政治學系碩士班政治理論組研究生)

## 壹、前言

自從 2007 年至今已過近 6 年，美國次級房貸事件爆發，五大投資銀行之一的貝爾斯登(Bear Stearns)旗下兩檔次貸基金陸續倒閉，<sup>1</sup>損失超過 15 億美元，在 2008 年 3 月以每股 2 美元賣給摩根大通，隨後又是知名的雷曼兄弟(Lehman Brothers)看空兩大美國房貸公司房利美(Fannie Mae)與房地美(Freddie Mac)，<sup>2,3,4</sup>接二連三的銀行倒閉、次貸風暴隨之爆發，其後美國聯準會接管房利美與房地美，<sup>5</sup>雷曼兄弟倒閉，保險公司美國國際集團(American International Group or AIG)爆出營運危機，<sup>6</sup>其後正式宣告全球金融海嘯來臨，所引發的全球消費緊縮、景氣衰退、失業率飆高等問題至今仍未獲得舒緩，而仰賴對外貿易的台灣更是受創甚重，曾以電子、科技業為驕傲的台灣也陷入訂單不足的經濟困境。隨後各國陸續都發生進出口大幅萎縮、企業倒閉甚至是國家倒閉(如：冰島)等，以及日後的歐債危機，希臘等被稱為歐豬國家也因與美國券商高盛等合作遭受批評，致使歐盟一度陷入幾近

---

<sup>1</sup>貝爾斯登(The Bear Stearns Company)，1923 年成立，美國第五大投資銀行與主要證券交易公司，主要從事資本市場、財富管理等金融服務，2008 年 3 月 28 日後，與摩根大通合併為單一公司。

<sup>2</sup>雷曼兄弟控股公司(Lehman Brothers Holdings Inc)，1850 年成立，國際金融機構與投資銀行公司，業務內容涵蓋證券、債券、市場研究、證券交易、投資管理、私募基金與私人銀行業務，2008 年前也是美國國庫券的主要券商，2008 年因次級房貸風暴遭受打擊，股價低於 0.1 美元，2008 年 9 月 15 日申請破產保護，負債達 6130 億美元。

<sup>3</sup>房利美(Fannie Mae)，業務內容與房地美相同，2008 年 9 月 7 日後與房地美一併被美國政府收購。

<sup>4</sup>房地美(Freddie Mac)，美國政府贊助企業(Government Sponsored Enterprise)中的第二大間企業，業務集中在美國房屋抵押貸款的次級市場中進行收購貸款，向投資者發行證券化抵押債券或機構債券賺取利差，2008 年 9 月 7 日被美國政府與房利美一起以將近 2000 億美元收購。

<sup>5</sup>聯邦準備系統，Federal Reserve System，是美國的中央銀行體系，依據美國國會通過的 1913 年《聯邦準備法案》而創設，以避免再度發生類似 1907 年的銀行危機。

<sup>6</sup>美國國際集團(American International Group, AIG)，以美國為基地的國際性跨國保險及金融服務機構集團，2008 年 9 月 16 日，由於受到金融海嘯的影響，美國國際集團的評級被調低，引致銀行紛紛向美國國際集團討債，導致流動資金緊拙。事件使美國聯邦儲備局宣布向美國國際集團提供 850 億美元的緊急貸款，以避免公司因為資金周轉問題而倒閉。

解體危機。

六年多來各國不斷檢討有關次級房貸造成之影響，然而影響甚廣，學者與政府經濟研究人員不得不在每次新的事件引發後（如：歐債危機）重新針對既有之經濟模型、政策進行調整，本研究希冀重新檢討各國政府在次級房貸爆發後的現在所採取之措施，研討金融創新在這一系系列事件中扮演的角色、定位與影響，歸納自 2008 年至今重大金融事件發生後各國政府之處理方式，推估未來可能造成之影響與提供建議，避免未來重複過去制度不足造成之金融災害。

## 貳、文獻回顧

近年來有許多文獻探討、整理有關次級房貸爆發以來，各國經濟變化之動向，如 John Lanchester 內文以記者、小說家觀點，<sup>7,8</sup>探討整個金融風暴爆發前後，各種衍生性金融商品，如：抵押債務債券(Collateralized Debt Obligation, CDO)、信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)的產生，<sup>9,10</sup>摩根大通等券商、<sup>11</sup>銀行金融機構如何推行這類商品乃至後來聯準會一系列的量化寬鬆(Quantitative Easing or QE)政策的產生；<sup>12</sup>2010 年的紀錄片 Inside Job 明確指出當時金融界與政府間推行的政策直接降低金融機構貸款標準降低現象；<sup>13</sup>我國金融研訓院以經濟學與資料分析法討論

---

<sup>7</sup> John Lanchester, *Whoops!: Why Everyone Owes Everyone and No One can pay*(2010.1) pp.40-60

<sup>8</sup> 約翰·蘭徹斯特 (John Lanchester)，生於 1962 年 2 月 25 日，為一名英國記者同時身兼作家，著有小說 *The Debt to Pleasure* (1996), *Mr Philips*(2000), *Fragrant Harbour*(2002)以及 *Captial*(2012)等小說作品，以及《大債時代：第一本看懂全球債務危機的書》（翻譯自 *Whoops!: Why Everyone Owes Everyone and No one can pay*, 2010）

<sup>9</sup> 擔保債務憑證，Collateralized Debt Obligation，亦稱 CDO，透過把所有的抵押品打包並重新包裝後放入市場，屬於固定收益證券，主要使原本不能進入證券市場的產品在經過證券化以後得以進入市場，致使風險管理相當困難。

<sup>10</sup> 信用違約交換，Credit Default Swap，亦稱 CDS，是一種可讓「信用提供者(放款人)」移轉信用風險的衍生性金融商品

<sup>11</sup> 摩根大通集團(JPMorgan Chase & Co.)，總部位於紐約市，總資產高達 20,360 億美金，存款 10,093 億美金，相當於美國存款總額的 10.51%，其業務遍及全球五十多國，業務內容包含投資銀行，金融交易、投資管理、商業金融服務與個人銀行等，2000 年石油大通曼哈頓行與 J.P 摩根公司合併成立。其業務部門分別為：投資銀行部、零售金融服務部、信用卡部、商業銀行部、現金管理與證券服務部以及資產管理部。

<sup>12</sup> 量化寬鬆(Quantitative Easing or QE)，貨幣政策的一種，透過中央銀行向公開市場操作提高貨幣供應，也相當於無中生有製造出指定金額的貨幣，實際操作方式是中央銀行透過購入證券等方式，使得銀行在中央銀行的結算戶口資金增加已提高流動性，長期實施後，會使得購置資產如國庫券等因通貨膨脹而貶值，持續推行後會有提高惡性通貨膨脹的風險。

<sup>13</sup> 《監守自盜》(Inside Job)，2010 年美國紀錄片，查爾斯·弗格森所導，由麥特·戴蒙旁白，內容訪問美國當代政商名人，分析 2007-2010 年間金融海嘯原因，該片獲得第八十三屆奧斯卡金像

金融監理之必要性，<sup>14</sup>以及在後金融海嘯時期，我國與大陸兩岸經濟所因應採取策略之研究建議<sup>15</sup>；我國行政院科學委員會探討自 2008 年至 2010 年內，我國國科會、管理當局因應半導體整合商機，建議利用作業基金方式提升科技產業營運效能；<sup>16</sup>鄧<sup>17</sup>討論自 2008 年後，亞太地區透過建立 FTA(Free Trade Agreement)協定開啟新興已開發國家間的結盟方式，馬政府也希冀藉由 ECFA(Cross-Straits Economic Cooperation Framework Agreement)協定取得領先進入中國大陸市場的機會突破傳統台灣產業代工的經濟陷阱政策；<sup>18</sup>蔡、鄭以金融脆弱性理論出發，<sup>19</sup>提出適度管制銀行資金入市限額及公司治理機制之探討，及美國貨幣地位對台灣之影響；謝討論到國際金融海嘯之成因、美國、德國、中國、日本、韓國等國家之財政政策比較，提出我國之財政政策建議。<sup>20</sup>

本研究藉由分析 08 年至今有關各國在金融海嘯後採取之措施、有關研究之建議及各國現況後，以政治經濟學角度分析各政策至今之利弊得失，並推演出可能之發展，以期提供我國經濟發展方向建議。

## 參、 金融海嘯前後：各國因應對策

### 一、 前因：金融海嘯成因

---

獎。

<sup>14</sup>李桐豪、李智仁，〈金融海嘯後全球金融改革方向之研究〉，《財團法人台灣金融研訓院》(2011)，頁 19-43

<sup>15</sup>行政院經濟建設委員會，〈後金融海嘯時期兩岸經濟走勢及我國因應策略之研究〉，《行政院經濟建設委員會研究發展專題報告》(2009.8)，頁 18-20。

<sup>16</sup>何有忠，〈金融海嘯後園區作業基金財務效能提升研究〉，《行政院考核委員會》，2010，頁 28-34

<sup>17</sup>自由貿易協定(Free Trade Agreement)，是兩國或多國、以及區域貿易實體間所簽訂的具有法律約束力的契約，目的在於促進經濟一體化，消除貿易壁壘例如關稅、優先順序等，促使貨物或服務能在簽訂協定的國家間自由流通的協定。

<sup>18</sup>海峽兩岸經濟合作架構協議(Cross-Straits Economic Cooperation Framework Agreement)，是台灣與中國大陸所簽訂的雙邊經濟協議，由中華民國政府於 2009 年提出，簽署架構涵蓋貨物、服務貿易等，主要為建立投資保障機制、推動經濟合作、貨品與服務貿易早期收穫、貿易救濟規則（如反傾銷、防衛措施等）、經貿爭端解決機制以及 ECFA 生效及終止等條款

<sup>19</sup>蔡錕銘、鄭鳴，〈金融海嘯與金融脆弱性-兼論開放經濟下金融機構的脆弱性〉，《中小企業發展季刊》，第 12 期(2009.6)，頁 1-26。

<sup>20</sup>謝德宗，〈金融海嘯各國財政政策之比較研究〉，《財團法人國家政策研究基金會》(2009.12)，頁 147-167

2008 年所引發之國際金融海嘯風暴，可自 21 世紀初網路科技股泡沫化影響追溯起。從過去歷史資料可發現，當金融體系過度自由化、以及相當大規模資本湧入時，往往會為引發金融危機之警訊。自 1929 年經濟大恐慌後，<sup>21</sup>2008 年國際金融風暴為首次創下損傷慘重的高新記錄。二十世紀末，國家經濟體制以開放經濟條件為主軸，實施資本流動開放政策、吸引外資進駐，使得國際資本大量且快速流動，此過度開放行為容易衝擊國家金融體系，同時也為引發金融危機的重要因素之一。

探討此次金融海嘯的成因，必須先回顧美國政府對房地產放款保證擔保的問題，擔保問題不只是在 2008 年金融海嘯有影響，在美國，房地美、房利美屬於美國政府保證的準政府機構，因此提高各國央行、金融機構購買房地美、房利美債券之意願，同時因為政府擔保該兩間房地產機構，投資人無須擔心發行機構之信用評等及清償能力，使各央行及金融機構放心舉債，然而此一危險政策早在 1997 年便引發亞洲金融風暴。次級房貸事件爆發後，由房利美與房地美所發行的債券餘額高達 5.2 兆美元。須知，房貸融資約佔美國房貸市場 70%，此比例對於政府支持機構(Government Sponsored Enterprise, GSEs)在國際金融穩定性之信心度非常重要，<sup>22</sup>當房貸融資一但出現問題，由於該比例過高，便相當容易動搖到美國房貸市場的穩定性，事後也如世人所知，次級房貸風波影響後人數年生活水準。

然而，除了政府政策上的影響，其推波助瀾者則為華爾街掌權的眾 CEO 們。經高報酬價值利誘下，高層經理人願意承擔高風險以求巨額紅利，然而，此舉使金融機構風險管控機制失控。而黃金降落傘機制(Golden Parachutes)能使各 CEO 在面臨投資銀行產生巨大虧損時，<sup>23</sup>仍可領取高額退休金完美脫身。雷曼兄弟倒閉前夕，傅德(Richard Fuld)提領 3,500 萬美元離職金<sup>24</sup>；美林證券 CEO 即便因公司虧損嚴重被迫離職負責，也帶走了 1.6 億美元之高額離職金。參考表 1，該表便描述了

---

<sup>21</sup> 經濟大恐慌(Great Depression)，一般指的是 1929 年至 1933 年之間所經歷的全球經濟大衰退，為第二次世界大戰前最嚴重的一次衰退，從 1929 年的 9 月 4 日股市下跌開始演變成 1929 年的華爾街股災，對已開發國家及開發中國家都帶來了致命的打擊，除了收入、國家稅收以及商品價格下降外，國際貿易額度減少 50%，失業率高達到 25-33%，直到 30 年代開始陸續有經濟體系恢復。

<sup>22</sup> 政府支持機構(Government Sponserd Enterprise, GSE)係由美國國會所創立的金融服務機構，主要目的為強化特定經濟體的經濟活絡性與信貸流通，提高資本市場效率以及減少投資人與資本供應者的風險，目前最有名的美國政府支持機構為房利美與房地美兩間公司，其餘還有聯邦住宅貸款銀行(Federal Home Loan Bank, FHLBanks)、融資公司(Financing Corporation, FICO)等。

<sup>23</sup> 黃金降落傘機制(Golden Parachutes)，及按照當初聘約上所訂定的公司控制權異動條款中，須對高層管理人員進行補償的規定，一般規定當公司被收購後，公司高層人員不論主動或是被迫離開公司時，都必須發給補償費用，金額可高達千萬近數億美金，一般可用作抵制惡意收購的手段之一。

<sup>24</sup> 理查德·傅德(Richard S. Fuld, Jr)，1946 年生，雷曼兄弟主席與執行長，從 1994 年任職至 2008 年，曾經被時代雜誌提名為 25 個需要為金融危機負責的人(25 People to blame for the Financial Crisis)。

美國五大投資銀行執行長們所能領取之獎金額度與金融海嘯後之影響。

表 1 美國五大投資銀行各 CEO 獎金及公司後續發展

投資銀行	創立年代	CEO	獎金	事件時點	結果
高盛 (Goldman Sachs)	1869	Lloyd Blankfein	5,340	2008/09/21	申請轉型為商業銀行
美林 (Merrill Lynch)	1914	Stanley O'Neal	4,730	2008/09/14	賣給美國銀行
摩根史坦利 (Morgan Stanley)	1935	John Mack	4,000	2008/09/21	申請轉型為商業銀行
貝爾斯登 (Bear Stearns)	1923	James Cayne	1,480	2008/03/16	賤賣給摩根大通銀行
雷曼兄弟 (Lehman Brothers)	1850	Richard Fuld	1,009	2008/09/15	申請破產重整

資料來源：辛喬利、孫兆東《次貸風暴》(台北：梅霖文化，2008.08)；鄭惠如，2008.11，〈美國次貸風暴成因探討與擴散效果〉，《貨幣觀測與信用評等第 74 期》，頁 7

從貨幣調整面來看，2000 年時聯準會主席葛林斯潘(Alan Greenspan)採用連續降息政策以刺激美國經濟，<sup>25</sup>在 2003 年讓美國聯邦資金將近一年的時間將利率降至 1%，使信用大幅上升、資金流動氾濫，這樣的貨幣政策也促使了美國房市的熱絡情形，因此衍生更多不同種之高風險衍生性金融商品，其中也就包含次級房貸此類商品(該商品比一般抵押品房貸利率高上 2-3%)，克魯曼(Paul Krugman)於 2008 年明確指出，<sup>26</sup>大多數次級房貸者並非由銀行機構進行借貸，此行不隸屬聯準會監理範圍，相繼而出之金融衍生性商品，其複雜程度更超越金融監理架構，因此無確切相關措施可挽救。

## 二、 因應政策：各國挽救經濟計劃

整體而言，各國對於經濟目標的計畫可區分為以下表 2 所述內容：

<sup>25</sup> 艾倫·葛林斯潘(Alan Greenspan)，1926 年生，美國猶太人，擔任美國第十三任聯邦準備會主席，媒體業界稱為「經濟學家中的經濟學家」或是巫師(Wizard of Oz)，2007 年次級房貸爆發時，部分人士將原因歸咎在葛林斯潘，但根據其個人回憶錄所述，美國總統布希使美國庫房從盈餘轉赤也是次級房貸的原因之一。著有《我們的新世界》(The Age of Turbulence, Adventures in a New World) 2007 年時全球同步發行，台灣由大塊文化發行。

<sup>26</sup> Paul Krugman, 2009.9.20, "The International Finance Multiplier", The Conscience of a Liberal (blog)

表 2 各國總目標財務政策比較

國別	內容
美國	提振內需、穩定就業
德國	提振內需、穩定就業
中國	保增長、擴內需、調結構、推動好又快發展
日本	穩定物價、提振內需、穩定就業
韓國	提振內需、穩定就業
台灣	穩定股市與金融、促進就業、提振內需等

資料來源：謝德宗，2009.12，〈金融海嘯各國財政政策之比較研究〉，《財團法人國家政策研究基金會》，頁 147

從表 2 中可以觀察到，各國對於政治策略均相採取相同目標為提振內需與穩定就業作為兩大重心目標，自 2008 年至今 2014 年，也能從資料中看出台灣政府在政策上持續將重心放在改善國內失業率與提振內需等重點，此目標即代表各國政府在次級房貸事件中深受過度投機之傷害，導致實質生產力無法趕上物價的問題，從各國政府政策的目標便能發現，此次金融海嘯後最大的問題還是在於如何將國內實質生產力提高為最優先課題，相較之下，中國大陸因為近年得到各國投資支持協助，與其他國家相比下受金融海嘯影響應當較小。

除提振內需以外，由美國聯準會所領導的量化寬鬆政策中，也影響了世界各國，在以美元為本位的開發中或已開發國家均不得不隨美國進行量化寬鬆政策調整，從下表 3 能觀察到各國在降息政策上的態度，從美國開始明顯影響德國、中國、日本、韓國與台灣的利率水準，此點也與本文之後要討論之美國霸權論現象有關，此現象極明顯可佐證霸權論中最後放款者角色的影響力。

表 3 各國降息政策比較表

國別	內容
美國	自 2007 年 9 月起十度降息，聯邦資金利率在 2008 年 12 月降至 0%~0.25% 區間，正式走入零利率時代
德國	歐洲央行降息
中國	五次降息，將基準貸款利率由 7.47% 下調至 5.31%，並將一

	年期存款利率由 4.14% 下調至 2.25%
日本	2008 年 10 月 31 日為七年來首次降息 0.2%，0.5% 調降至 0.3%
韓國	多次降息，已達歷史低點 2%
台灣	從 2008 年 9 月金融海嘯爆發以來，央行採取 7 次降息，目前重貼現率已低至 1.25%，為歷年最低利率水準

資料來源：謝德宗，2009.12，〈金融海嘯各國財政政策之比較研究〉，《財團法人國家政策研究基金會》，頁 148

總和來看，各國政府自 2008 至 2013 年間所採取的財務政策均十分類似，透過降低利息發放資金減輕價格的負擔，以及不斷提振國內生產力以期國內生產力能趕上物價指數成長率，減緩各國因金融風暴後債務壓力。

## 肆、國內衍生性金融商品政策轉變

台灣針對國際金融機構監理改革有之應對計畫，行政院金融監督管理委員會依銀行法等相關法律授權，並參考現行規定，擬「金融機構監管辦法」與「金融機構接管辦法」草案，<sup>27,28</sup>明確規範問題金融機構的糾正措施與退場處理機制，保障存款大眾權益，維持金融穩定。監管措施則針對資本顯著不足（資本適足率 2% 以上未達 6%）之金融機構，<sup>29</sup>金管會必須採輔導、監管、接管三階段機制，訂定更明確的處置措施與退場機制。為有效解決金融風暴所帶來之混亂，除前述章節所述降息與提振內需創造就業方式外，政府同時需補強金融震盪的不確定性，積極採取有效措施來保護投資人，對於資訊不透明與資訊不對稱之相關金融性商品，以及於營業處進行買賣之金融性商品，需加強其資訊透明性。

<sup>27</sup> 《金融機構監管辦法》，2010 年由行政院金融監督管理委員會制定，<http://www.glaw.idv.tw/glaw/law3/%E9%87%91%E8%9E%8D%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E7%9B%A3%E7%AE%A1%E8%BE%A6%E6%B3%95.htm>

<sup>28</sup> 《金融機構接管辦法》，同註解 27 機構所制定，<http://www.glaw.idv.tw/glaw/law3/%E9%87%91%E8%9E%8D%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8E%A5%E7%AE%A1%E8%BE%A6%E6%B3%95.htm>

<sup>29</sup> 資本適足率(Bank of International Settlement Ration, BIS ratio)，以銀行自有資本淨額佔其風險性資產總額所得出之比率，台灣銀行法目前規定銀行資本適足率必須到達 8% 以上以避免金融機構進行過多之風險性操盤，確保銀行經營之安全性與財務健全性，資本適足率低於 2% 時，得以進行強制清理勒令退場。

台灣金融監理政策改革的具體方向適合參考歐美修法方向，修制訂相關法規制度，其修正內容主要有下列幾點：

- 一、 金管會依組織之主要性質，以功能為導向將監理制度分門別類，建立內外部機制，加強總體監理。
- 二、 設置總體審慎監理之專責單位，建立專責單位職掌系統性風險之認定與預警，處理並主導危機發生後的因應措施。
- 三、 設置專門負責金融機構系統風險監理之相關單位，審慎監控兩岸金融投資之潛在系統性風險，並進行壓力測試之範圍，擴及其他業別與整體金融市場的系統性危機，同時建立整合並符合市場機制之問題金融機構處理單位。
- 四、 加強消費者保護，確立金管會、金融安全網與金融消費者保護三者鼎立之三角關係，以及針對金融商品交易訂定相關管理機制。
- 五、 加強農業金融局之監理職能，以及全國農業相關金融機構之定位。
- 六、 設置「金融消費者保護局」，訂定金融消費者保護跨業一致的規範，統合設置金融安全網，並督導金融消費者保護機構，並且進行管理階層薪酬改革。

除金管會等設置規範外，會計財務準則上也有了變動，本研究中也對於台灣會計公報第 34 與 36 號進行研究，自第 34 號公報開始適用起，始應將衍生性金融商品認列為資產或負債，並以公平價值衡量。過去實務上有關衍生性金融商品會計之處理，依據第 14 號公報僅針對遠期外匯買賣合約，規定以公平價值評價，對其他非遠期外匯合約之衍生性金融商品並無其他後續的評定方式。自投資人的角度來說，由於未實現之利益也可入帳，企業帳目上顯示之利益將會有部分屬於未實現，而未實現部分，投資人在投資時必須將此因素納入考慮；而自決策者的觀點，當金融商品的投資的價格不錯且有獲利時，若來不及實現，且未來價格下跌，未實現之利益將縮水，決策者會直接受到影響。

企業過去經常低估風險，高估收入，新公報實施後，採公平市價評估衍生性金融商品。第 34 號公報的加入，涵蓋潛在風險在於難以評估公平市價，即便有成立行政院金融監督管理委員會，仍然難以百分之百保證所取得的市場價格屬於真正客觀價格仍有待商榷，而第 36 號公報中，對於應揭露之規定事項較為明確而具體，對於缺乏有效管理交易與監管的機制而衍生的金融海嘯應當能做有效的預防，以減少此次金融海嘯中，因為不能充分揭露交易過程與資訊而衍生市場無法進行正常交易或是市價與實際價值相差甚遠之問題。

## 伍、 政治經濟理論論金融海嘯 - 霸權論



此次金融海嘯中，能透過金德柏格(Charles Kindleberger, 1910 -2003)理論中的霸權論對此次各國採取政治經濟行動做一完整之詮釋，該理論目前已成為國際政治經濟學的代表理論之一。<sup>30</sup>

傳統上，金融危機可定義為由金融市場的不穩定所產生，而該不穩定的原因來自於股票、債券、實質資產或房地產等資產的價格大幅驟降，以及許多金融機構的倒閉，進而造成股價價格大跌，一般股價跌幅超過 20%則稱為「股市崩盤」。發生金融危機時，一般會使本國貨幣價格驟降，造成外匯市場不安，若發生在領導國家如美國，則很容易引發國際貨幣危機；而金德柏格在此點則採取較為廣泛的定義：短期內利率大幅上漲，資產價格全部或大部分突然超過正常景氣循環的重挫，同時發生金融機構與各家廠商連鎖倒閉造成總體經濟活動威脅者，便可稱為金融危機。<sup>31</sup>

在張中研究指出，美國經濟的持續發展透過以下兩點：<sup>32</sup>

- 國內消費需求居高不下，進而使得房屋抵押貸款利率以及汽車貸款利率達到歷史低點，刺激了民眾對於耐久財的消費
- 投資市場樂觀，由於戰後不確定性的經濟因素不再，企業盈餘增加，不論是個人或企業的投資均快速增加

基於以上兩點，使得美國國內對於先享受之後分期付款的消費習慣廣布，甚至在 2005 年時美國儲蓄率達到-2.7%，為歷史低點紀錄，<sup>33</sup>2006 年時美國經濟成長率為 3.4%，消費支出佔美國經濟產值約莫 2/3，失業率 4.6%，但此時儲蓄率仍然為-1.0%，也就代表著美國人民除了花光所有收入之餘，還過度使用了信用卡及儲蓄進行購物，卻也因此使美元地位在全球利於鞏固，使得美元霸權仍然能夠繼續維持。

依據金德柏格在《瘋狂恐慌與崩盤》一書所述，<sup>34</sup>金融危機是由於許多金融問題所交互造成，包含了信貸市場的穩定性，以及實際因素所造成的投機風潮兩點要素，此次金融海嘯中，美國由於過度寬鬆的房貸政策以及對於衍生性金融商品

---

<sup>30</sup> 查爾斯·金德柏格(Charles P. Kindleberger, 1910-2003)，歷史經濟學家，著有 30 本以上著作，1978 年所著《瘋狂恐慌與崩盤》(Manias, Panics and Crashes)討論股票市場的泡沫，在 2000 年時被再版用來解釋網路泡沫現象，知名的霸權穩定論(Hegemonic Stability Theory)提出者。

<sup>31</sup>黃仁德、林進煌，《國際金融危機的經驗與啟示》(台北：聯經，2007)，頁11-12

<sup>32</sup>張子揚、宋鎮照，《全球金融大海嘯下的東亞新課題與新思維：變動中的亞太國家機關、市場經濟與全球金融發展的關係》(台北：五南，2009)，頁 97

<sup>33</sup>美國儲蓄率歷史紀錄：<http://research.stlouisfed.org/fred2/data/PSAVERT.txt>

<sup>34</sup> 俞濟群、黃嘉斌譯，〈瘋狂恐慌與崩盤〉(台北：寰宇，1997.03)，頁 50

(抵押債物債券、信用違約交換)等的發明缺乏有效的管制,<sup>35, 36</sup>完全符合了該書所論的金融危機產生要素,同時,CDS、CDO的出現中,美國各大學院紛紛推出理論依據證明此類衍生性金融商品造成金融危機的損失微乎其微,仍然難以預測到人類在理性與非理性中的行為。根據該書所述,人類的理性會受到市場、政治因素、時空背景等因素影響,也就是人們的判斷準則會依據市場情況隨時有所異動,即使最初的投資或投機行為是基於理性假設出發,也有可能在上述任一條件產生變動後致使與現實面脫節,進而產生連鎖性的投機行為,此時若個人期望與市場反應出現顯著落差情況時,便會有所謂的瘋狂、恐慌與普遍不理性現象。即使所有人行為都符合理性,仍有可能產生群眾不理性現象,例如在傳統投資市場如股票中,一般投資人較在意長期穩定的獲利目標,而投機客著重於短期與高報酬的獲利空間,即便目的相同都在於創造最大利潤,兩者所採取的手段方式卻是大相逕庭。簡言之,在經濟學中的理性行為並不涵蓋到所有參與者具備有相同的資訊、知識、或經驗,參與者也能利用各種方式如:操控、程式等方法處理所獲得的資訊,其他詐欺等操作市場的行為也確實存在,此等行為都可能破壞市場穩定性,因此雖然理性假設是多數可接受的基礎假設,但市場仍可能隨時會破壞如理論模型預期的發展模式,即使參與者行為均依照理性假設行動依然如此。金德柏格的論點涵蓋著「理性預期」與「意識形態」在國家互動上產生的衝突意義,而難以以相同標準來評斷各個國家對國內政策措施與對外行為是否正確。

## 陸、 結論

根據經濟學理論中的最後放款者定義,也就是當市場運作模式中,發生價格坍塌問題時,能透過湧入額外的資金以紓解將要被清償卻無法被清償掉的資產的角色,各國財政歷史上往往由各國之財政部門擔任此角色,過去也有由銀行擔任該角色的案例,而金融海嘯中,美國政府便代表著這最後放款者的角色。身為最後放款者,最大的難題除了資金的提供外,還有提供資金的時機,傳統上認定必須最後放款者應當先聲明不解救處於困境的銀行或相關金融業者(如:高盛)以逼迫他們自己負責,但若它們發現無法掌控危機時仍然必須要解救他們,而此次金融危機中,美國政府扮演的角色更是艱難的原因在於不僅僅是一兩間特定銀行的問題,此問題影響到美國幾近所有的金融業者,在五大銀行陸續倒閉後美國政

---

<sup>35</sup> 擔保債務憑證, Collateralized Debt Obligation, 亦稱 CDO, 透過把所有的抵押品打包並重新包裝後放入市場, 屬於固定收益證券, 主要使原本不能進入證券市場的產品在經過證券化以後得以進入市場, 致使風險管理相當困難。

<sup>36</sup> 信用違約交換, Credit Default Swap, 亦稱 CDS, 是一種可讓「信用提供者(放款人)」移轉信用風險的衍生性金融商品

府出手資助了這些公司的行為，也被學者事後檢討認為並沒有真正做好最後放款者的角色，其原因在於，所提供的受援助者如高盛等並沒有提出具體運用資金的方案，在收受政府資金資助後該類公司採取的是發放獎金給所屬員工，使得這些所謂「大到不能倒」的公司遭受重大抨擊，民眾認定這些公司並沒有資格收受獎金，此一現象也可用金德柏格理論運用「囚犯困境」的推論來解釋最後放款者與資金市場間的關係在於：兩者都明白彼此會採取甚麼行動，卻又必須在不了解彼此間的情況下進行，<sup>37</sup>也因為最後放款者具備相當高的權力可以決定放款金的數量、時間與給予對象等，易讓人質疑這些機構會藉由最後放款者而操弄市場，此理論推論也充分解釋第一次美國政府量化寬鬆的救助活動遭受抨擊的結果：民眾與學者質疑了身為最後放款者所最後採行的方案，認為這些救助方案不只無效還阻擋了市場往恢復經濟的方向前進。

依據金德柏格的領導霸權論，領導國家必須能作為國際金融體系的穩定者，而這點美國自 2009 年至今已被各國家學者或研究機關不斷抨擊，量化寬鬆實際上是透過不斷印製鈔票來做為國際支付手段，以便美國從其他國家中得到較便宜的原物料，但從第三世界國家或是發展中國家卻必須要透過殺價才得以爭取到機會進入美國市場，從過去的經驗中可發現，美國的財政政策往往重點著重在維持美元領導地位，但實質上對美國自身或其他國家而言都是損傷的雙輸局面，甚有學者指出，由美元作為本位制的國際貨幣體系事實上是國際貨幣秩序不穩定的原因，美元並不能作為穩定金融體系的力量。<sup>38</sup>

除了金德柏格之外，吉爾平的霸權穩定論以及莫德爾斯基的領導長周期論都認為國際政治才能推動國際體系的變革，<sup>39,40</sup>但不可否認的，如同前面所述，創立新體系成本過高，加上全球對於美國市場上的資金、貨幣依賴度相當高，當美國採行了所謂「購買美國貨」(Buy America)進行貿易保護的行為時，在各國已經受到金融海嘯損害後更是無力還擊，之後歐巴馬除了簽署經濟振興方案外，依然對阿富汗進行增兵等動作，確保了美國至今的霸權地位，此論點即使在現今來看仍然目

---

<sup>37</sup> 囚犯的兩難，或稱為囚犯困境，博奕論中能反映個人最佳選擇卻無法代表為團體最佳選擇之理論，包含現實中的價格競爭等問題均容易能看到該理論的案例。

<sup>38</sup> Charles P., Kindleberger, "Review: A Monetary Economist on Power Politics," *World Politics* 6: 507-14

<sup>39</sup> Gilpin, Robert, *War and Change in World Politics* (Cambridge: Cambridge University Press, 1981), p. 71

<sup>40</sup> Modelski, George, "The Long Cycle of Global Politics and the Nation State," *Comparative Studies in Society and History*(1978.04), pp. 214-235

前仍為公認看法，未來各國之財務政策進行調整時仍然需參考美國財務政策之變動。

從會計角度來看，2010年開始提倡的會計公報轉為IFRS，各國正嘗試努力解決衍生性金融商品中估價不易與資訊不對等的現象，在反思此次美國過度降低各種信貸標準與法律把關條件後，希望能藉由新型的會計準則與監管機制提高國內外對於金融風險的管理，而非只是機率統計模型的數據估計值，而是能使投資人在投資前對於投資風險能有更明確的認識理解以保障未來不再發生此次類似案例。

從台灣角度，台灣做為國際上之小國，從2008年至今目標仍然著重在提振內需以創造就業機會以降低失業率問題，在2012年間甚至不斷推出降低失業率至4%的目標，政府亦不斷推出各種方案如最低薪資保障、學徒制補助等方式，此點從財政政策上理應正確，提供民眾在就業時不致取得過低薪資，然而此點在部分論點中亦遭受反擊，認為最低薪資保障使得部分中小業者無力負擔開銷，對於就業採用新人的門檻反而加倍提高。

促使近年來畢業生就業機會問題成為台灣近年備受關注的議題之一。從提振內需角度而言，台灣財政政策因與台灣產業發展目標做一密切配合，從關注貨幣角度出發來說，台灣所採行之財政政策並無重大疑慮甚至是保障了台灣在金融海嘯期間不會如同冰島等國家遭受致破產等危機，然而，僅財政上政策正確並不代表台灣發展方向穩定，因為提振內需的目標方式需要透過實質的產業發展決策協助，台灣過去投資過多代工業者發展經濟，而下一階段中因為進入美國市場已經有競相殺價的問題存在，低成本優勢也不再適用於台灣，台灣應當針對此一問題設置產業轉型以確實達到財政政策的目標，近期內所新興科技業中的軟體服務與硬體整合服務、或雲端科技服務等均為台灣近期進行產業轉型中可參考之案例，未來可期望對台灣的實質生產力做出提升。

台灣過去因為財務政策採行正確，以及台灣人民對於融資投資具備警覺性，衍生性金融商品的管制也相較於美國顯得更加嚴苛下，在金融海嘯期間未受到毀滅性的影響，然而財務政策所設立的經濟目標卻遲遲未能達到原因仍在於產業發展上的選擇受限，政府為降低失業率採行的保障最低薪資方式並未替年輕人提供良好的就業環境，而根本原因仍在於台灣過去產業仍受限於硬體產業或是代工產業為主，對於各國以服務、軟體業之發展遲遲未受重視，即便現今需要轉型以服務或創新為導向進攻國外市場或大陸市場也力不從心，為提振經濟上必須在此上

發展，而財政上仍必須隨時跟緊美國與歐洲等市場步調進行調整，以監督產業跟進思索拓展外匯市場的方式，才可真正帶台灣脫離現在的經濟困境。



## 參考書目

### 壹、中文部分

#### 一、書籍

- 哈利·鄧特二世，2008，《2010大崩壞》。台北：商周。
- 大衛·史密克，2008，《世界是彎的》。台北：商周。
- 楊衛隆，2008，《大國衰落：美國破產前夕》。台北：高寶國際。
- 任賢旺，2009，《經濟大崩潰》。台北：麥可國際。
- 辜朝明，2009，《次貸風暴與全球化造就的世界經濟大崩壞》。台北：財信。
- 辜朝明，2009，《總體經濟的聖杯》。台北：財信。
- 威爾·賀頓，2009，《惡兆-中國經濟降溫之後》。台北：遠流。
- 何新，2009，《何新論金融危機與中國經濟》。台北：華齡。
- 艾德傑·巴卡士，2009，《金融大未來：危機過後的大趨勢》。台北：三采文化。
- 保羅·克魯曼，2009，《面對失靈的年代：克魯曼談金融海嘯》。台北：時報。
- 唐風，2009，《新糧食戰爭》。台北：大地。
- 吳垠，2009，《華爾街的貪，華爾街的笨》。台北：海鴿文化。
- 吳垠，2009，《危機將持續多久》。台北：海鴿文化。
- 洪金兼德，2005，《當代政治經濟學》。台北：揚智文化。
- 洪慧芳 譯，2011，《老千騙局》。台北：財信。
- 林奇芬，2013.7，《窮人追漲跌，富人看趨勢：投資前一定要懂的十個指標》。台北：高寶。
- 黃仁德、林進煌，2007，《國際金融危機的經驗與啟示》。台北：聯經
- 辛喬利、孫兆東，2008，《次貸風暴》。台北：梅霖文化
- 張子揚，宋鎮照，2009.9，《全球金融大海嘯下的東亞新課題與新思維：變動中的亞太國家機關、市場經濟與全球金融發展的關係》。台北：五南。

#### 二、期刊

- 李桐豪，2001.6，〈由美國金融服務業現代化法看我國的金融控股公司法〉，《台灣金融財務季刊》，第2輯第2期，頁1-17
- 蔡錕銘、鄭鳴，2009.6，〈金融海嘯與金融脆弱性-兼論開放經濟下金融機構的脆弱

性》，《中小企業發展季刊》，第 12 期，頁 1-26

鄧玉英，2012，〈台灣與中國的經濟關係〉，《台灣國際季刊》，第 8 卷第 3 期，頁 141-63

陳伯松，2009.02，〈金融海嘯中的金融商品：CDOs 與 CDSs〉，《證券櫃檯》，第 139 期，頁 26-30

### 三、 論文

許書豪、曾怡仁，2010，〈查爾斯-金德柏格(Charles Kindleberger)的國際政治經濟學思想研究〉，國立中山大學政治學研究所碩士論文

### 四、 文件

行政院經濟建設委員會，2009.8，〈後金融海嘯時期兩岸經濟走勢及我國因應策略之研究〉，《行政院經濟建設委員會研究發展專題報告》，頁 18-20。

何有忠，2010，〈金融海嘯後園區作業基金財務效能提升研究〉，行政院考核委員會，頁 28-34。

謝德宗，2009.12，〈金融海嘯各國財政政策之比較研究〉，《財團法人國家政策研究基金會》，頁 147-167

李桐豪、李智仁，2011，〈金融海嘯後全球金融改革方向之研究〉，《財團法人台灣金融研訓院》，頁 19-43

洪櫻芬，2009，〈衍生性金融商品之問題及監理改革建議〉，《全球金融危機專輯》，頁 187-195

陶慧恆，2010，〈美國之穩定金融措施〉，《全球金融危機專輯》，頁 73-100

潘怡樺，2011，〈台灣上市公司操作衍生性金融商品與公司特性之探討〉，南台科技大學會計資訊系，專題研究報告

王麗薰，2013.4，〈金融風險衝擊-兼論對台灣之影響〉，《育達科大學報》，頁 43-62

### 五、 網路資源

雅虎新聞民調中心。<http://tw.news.yahoo.com/poll/>

美國儲蓄率歷史紀錄：<http://research.stlouisfed.org/fred2/data/PSAVERT.txt>

廖四郎，信用衍生性金融商品簡介，

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CDAQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.cafie.nccu.edu.tw%2F2003conference%2F2-1.doc&ei=LOD2UqajL5DYkgWcjICgBA&usq=AFQjCNE0cF1DWZ2E0GrIh0lCJ2k5TJ2nWg&sig2=v5cmE4sjNzzabmL7F3b66Q>



謝明瑞，2009.3，〈金融海嘯的探討與對策〉，《國家政策研究基金會》，財金(析)098-010號，<http://www.npf.org.tw/post/3/5514>

## 貳、西文部分

### (I)Books

Lanchaster, John, 2010, *Whoops!:Why Everyone Owes Everyone and No One can pay*, UK: Penguin Press

Stiglitz, Joseph E., 2010, *Freefall-America. Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, US: W W Norton & Co Inc Press

George, Cooper, 2008, *The Origin of Finance Crises – Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, UK: Harriman House Ltd Press

### (II)Periodicals

George, Modelski, 1978, “The Long Cycle of Global Politics and the Nation State,” *Comparative Studies in Society and History*, pp. 214-235

Charles P., Kindleberger, 1951, “Group Behavior and International Trade,” *Journal of Political Economy*, Vol. 59, pp.30-47

Robert Gilpin, 1981, “War and Change in World Politics” , *Cambridge: Cambridge University Press*

### (III)Conference Papers

Ahamed, L., 2009 “Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World, ” *NY: Penguin*

Charles P., Kindleberger , “Review: A Monetary Economist on Power Politics,” *World Politics* 6: 507-14