
後金融海嘯 之政策方向 與潛在風險

財團法人保險安定基金

業務部研究組研究員

楊聖璋

民國一〇〇年二月十五日

目錄

一、前言與本研究架構.....	1
二、金融海嘯帶來的經驗.....	2
(一) 誤將資產間的歷史報酬相關性視為穩定，導致失去警戒.....	2
(二) 脫離常軌的資產價格上漲	4
(三) 衍生性金融商品的大量使用	5
(四) 監理套利與影子銀行體系的膨脹	6
(五) 證券化商品的擴張	8
(六) 長短期利差反轉的警示	9
(七) 小結——如何監測金融危機或資產泡沫	10
三、金融海嘯後的政策新思維.....	11
(一) 量化寬鬆政策的推出	11
(二) 央行政策目標可能由通膨導向轉為物價水準導向	12
(三) 明斯基「金融不穩定」假說受到重視	13
(四) 小結——央行權力有擴大的傾向，但也潛藏風險	14
四、海嘯過後結構性弱點仍待調整.....	15
(一) 經常帳分歧與匯率爭議	15
(二) 先進國家的政府負債快速增加	16
(三) 不對稱的政策可能導致信任危機	18
(四) 小結——匯率失衡、政府負債上升和政策不對稱潛藏通膨風險.....	19
五、對保險業的啓示.....	20
(一) 金融危機發生的頻率頗高且幅度擴大，風險管理宜更加謹慎.....	20
(二) 審慎應用新金融商品	20
(三) 匯率風險不容忽視	20
六、結論.....	23

圖表目錄

圖一	2007 年以後美國次級房貸未正常還款比率快速上升，引發金融海嘯.....	2
圖二	美國房屋抵押貸款與房價同步.....	3
圖三	2007-2008 年房價下跌時，股價也同步下跌.....	4
圖四	美股的「回歸長期均數」現象.....	5
圖五	衍生性金融商品快速成長.....	6
圖六	影子銀行規模快速成長.....	7
圖七	證券化商品快速成長.....	8
圖八	利差反轉對於景氣和金融市場都是警訊.....	9
圖九	資產泡沫的形成與金融危機.....	10
圖十	泰勒法則估計，聯準會必須將利率調降至零以下.....	11
圖十一	2000 年以後新興市場與開發中國家經常帳維持順差.....	15
圖十二	最近幾年美元貶值是來自於主要貨幣對美元升值.....	16
圖十三	美國負債的移動現象.....	17
圖十四	最近十年的實質利率顯示聯準會有容忍通膨的傾向.....	18
圖十五	台幣波動度相對穩定.....	21
表一	美國房地產危機爆發前幾年房價漲幅遠高於經濟成長率.....	4
表二	美國銀行業創造貨幣的意願與能力下降.....	12
表三	通膨導向與物價水準導向政策的差異（本例以每年通膨 2% 為目標）.....	13
表四	其他重要貿易夥伴的重要性不斷上升.....	16
表五	金融海嘯後先進國家政府負債惡化.....	17
表六	1990 年代以來聯準會各次升降息循環的持續期間及調整幅度.....	19
表七	1990 年代以來歷次金融危機發生時 MSCI 指數之累計跌幅.....	20
表八	2000 年以來各國貨幣兌台幣匯率月報酬率之相關係數矩陣.....	22

一、前言與本研究架構¹

2007-2008 年由美國次貸危機引發的全球金融海嘯雖然已經逐漸平息，但是危機過後產生了許多財經政策及思維的轉變，而且先進國家和開發中國家之間的爭議反而越演越烈，經濟結構性的問題似乎也未見改善。本研究希望藉由對本次金融危機的探討，瞭解金融危機發生之前的跡象、發生後所導致的改變、金融危機後依然存在的風險，以及對台灣保險業的啓示。本研究結構如下：

首先，藉由檢視本次金融危機發生前美國房地產價格及房屋貸款相關數據、衍生性商品的膨脹、影子銀行體系的擴張，以及導致危機發生的利差變化等，瞭解泡沫膨脹有哪些跡象，以利對於未來系統性風險進行監測。

其次，我們探討了金融海嘯後各國政府政策的轉變，包括量化寬鬆政策等非傳統貨幣政策，以及討論中的物價水準導向貨幣政策等。另外，明斯基的「金融不穩定假說」對於央行權力和責任的擴張也提供了理論基礎。藉由這些探討，瞭解未來可能的政策方向及其風險。

雖然金融海嘯似乎已經平息，但許多爭議及結構性問題並未獲得妥善處理，其中先進國家和開發中國家之間的匯率爭議，反而越演越烈。而先進國家政府負債快速增加，也衍生出主權債信危機和通膨上升的風險。1990 年代以來不對稱的貨幣政策，也可能導致社會大眾對於貨幣的不信任，這些都是潛在的系統性變數。

最後，我們整理了和保險業相關的風險，做為參考。包括：全球化導致金融危機傳染力增強，金融市場的波動擴大，風險管理必須更加審慎。而新金融商品的使用不宜過度集中，以避免流動性及交易對手風險的威脅。另外，台幣兌美元匯率雖然相對穩定，但長期而言，將資產配置至不同地區，對於分散匯率風險，將有顯著效果。

¹ 本研究謹供參考，不代表財團法人保險安定基金立場。

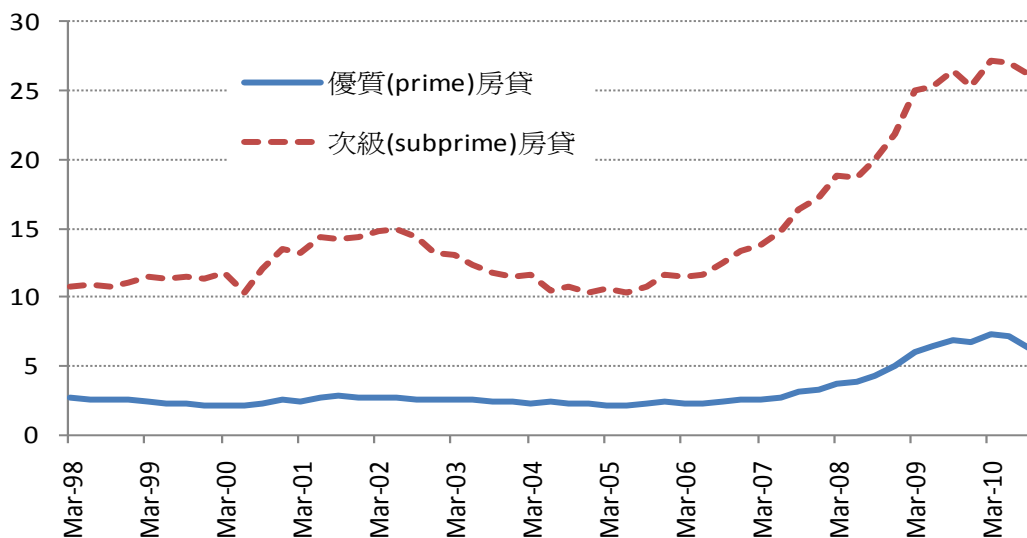
二、金融海嘯帶來的經驗

2007 年夏天開始的美國次級房貸問題，最後演變成全球性的金融危機，導致全球經濟在 2009 年衰退 0.6%，雖然在各國中央銀行和政府推出許多拯救政策後，全球經濟於 2010 年恢復成長，但此次金融危機影響範圍之大以及幅度之深，幾乎是 1930 年代全球大蕭條以來僅見，因此非常值得我們借鏡。

金融海嘯的引爆原因為 2007 年美國房地產開始下跌，導致房貸無法正常還款的比率上升，尤其次級房貸惡化最為明顯，無法正常還款的比率於 2007 年由 13.3% 上升至 17.3%，一年內增加 4 個百分點，上升幅度高達三成。金融機構由於承做大量房貸，因此成為此次金融危機的震央，投資銀行受傷尤其慘重。

圖一 2007 年以後美國次級房貸未正常還款比率快速上升，引發金融海嘯

優質房貸與次級房貸未正常還款的比率，%



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

其實在金融危機發生之前，就已經有許多跡象顯示系統性風險發生的機率正在升高，而且許多人士也提出警語，但這些警訊大多沒有受到重視。事後來看，我們整理出一些本次金融危機的事前跡象如下：

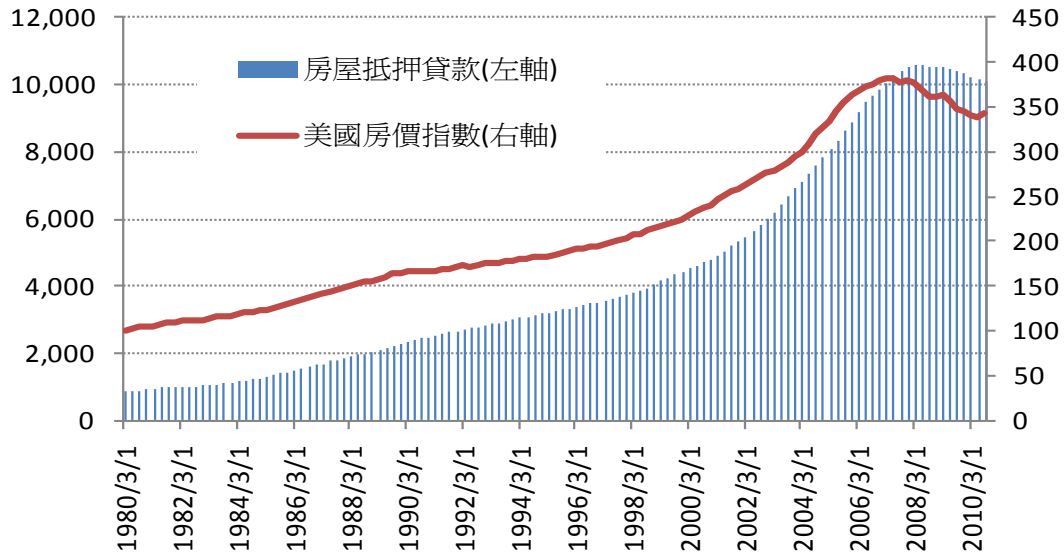
(一) 誤將資產間的歷史報酬相關性視為穩定，導致失去警戒

1960 年至 2000 年美國抵押房貸，大約以 9.2% 的年率增加，但 2002 年到 2006 年五年之間，卻加速至年率 13.2%，金額由 2001 年底的 5 兆 3,054 億美元，增加至 2006 年底的 9 兆 8,650 億美元，累積增幅達 86%。

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

圖二 美國房屋抵押貸款與房價同步

房屋抵押貸款，十億美元(左軸)；房價指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

2002 年以後美國金融業所以勇於大量增加房貸放款，原因之一是，儘管個別地區房地產價格可能下跌，但美國房地產價格幾乎不會出現全國性的同步下跌。另外，房地產價格走勢和股票價格走勢相關度低，例如：1991 年至 2000 年房地產和美股 S&P 500 指數的月報酬率相關係數為低度負相關的 -0.07 ，對於 2000 年股市崩跌還心有餘悸的金融業（尤其是投資銀行）而言，增加房地產相關的資產，是一個看起來能夠有效分散風險的策略。

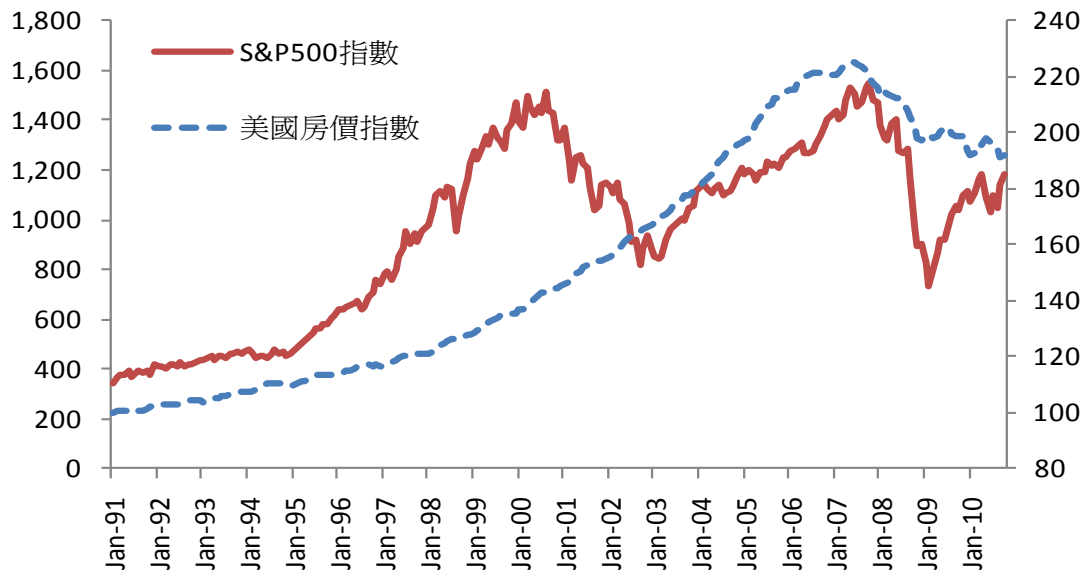
不過各市場之間的相關係數並不是穩定的狀態。圖三顯示，美國房價大幅上漲之後，2007 年中開始欲振乏力並轉而下跌，2007 到 2008 年之間房地產和股票之間的報酬率突然轉為正相關，相關係數達 0.48 ，原先金融業所認定的避險功能大大降低，而且開始嚐到風險過度集中的苦果。

這個經驗凸顯了一個現象——各種資產價格之間的相關性並不是長期穩定的，當風險發生時，原來長時間處於負相關或零相關的資產，可能轉為明顯的正相關，而出現同步下跌的情況，導致短期內發生集中且大規模的市場風險。因此，在金融風險的控管上，應從更宏觀的角度考慮各種因素的變化，不能只考慮跨資產之間歷史報酬率的相關性，以免重蹈覆轍。

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

圖三 2007-2008 年房價下跌時，股價也同步下跌

美股 S&P 500 指數(左軸)；美國房價指數(右軸)



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

(二) 脫離常軌的資產價格上漲

表一顯示 1975 年至 1999 年之間，美國名目 GDP 的年複合成長率為 7.6%，同一期間內美國房價年複合成長率為 5.5%，GDP 的年成長率較房價年成長率高了 2.1 個百分點。受到網路股泡沫破滅的影響，2000 年至 2006 年之間，美國的名目 GDP 成長率下降到 5.3%，但房價年增率卻加速到 7.8%，房價上漲的速度反而較 GDP 高了 2.5 個百分點。

表一 美國房地產危機爆發前幾年房價漲幅遠高於經濟成長率

期間	名目 GDP 年複合成長率	房價年複合成長率
1975-1999	7.6%	5.5%
2000-2006	5.3%	7.8%
1975-2009	6.6%	5.1%

資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

價格高速上漲的維持期間也提供重要訊息。2000 年第一季到 2006 年第三季之間，美國房價的年增率在 5.5% (1975-1999 年房價的年化上漲率) 以上，共維持了二十七季，創下美國編製房價指數以來的最長紀錄。

事實上，資產價格一直存在著「回歸長期均數」的現象——當某種資產價格上漲的速度過快，或超過歷史平均上漲幅度的時間維持過長，這個資產接下來下跌的機會就越大；反之亦然。換言之，資產的價格上漲速

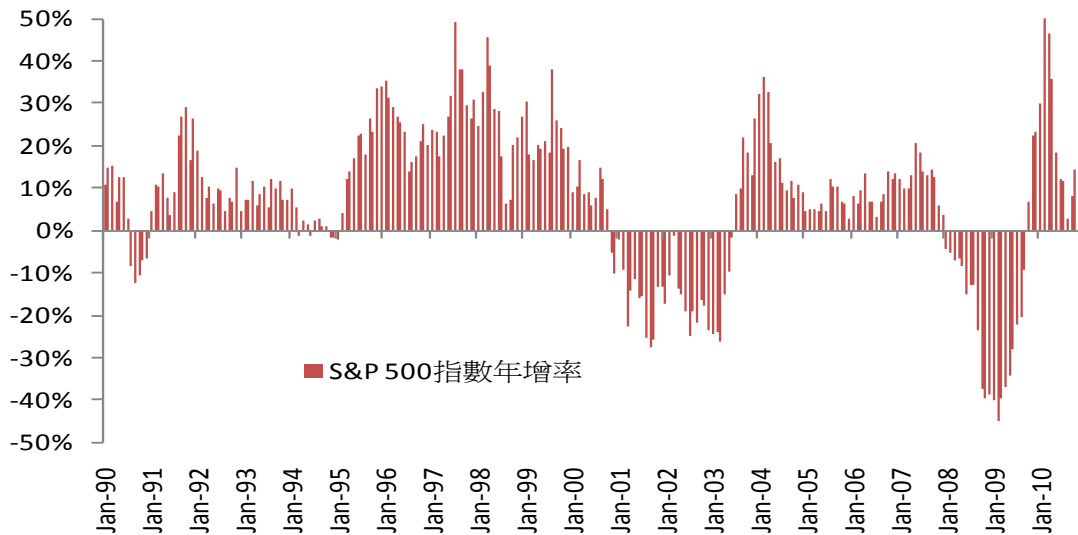
後金融海嘯之政策方向與潛在風險

度有回歸到歷史平均水準的傾向。2007-2008 年的經驗顯示美國房地產也不例外。

以美國股市來說，也存在「回歸長期均數」的現象。圖四顯示，1970 年代以來美國 S&P 500 股價指數的年增率平均為 8.2%，當 S&P 500 指數年增率超過 8.2% 的水準維持越久，後續的行情就越有可能回跌，其中最顯著的例子是 1995 年至 2000 年中的美股持續大幅上漲（63 個月之中只有兩個月低於歷史平均），隨之而來的 2000 年中至 2002 年的兩年股市下跌。

圖四 美股的「回歸長期均數」現象

美股 S&P 500 指數年增率，%



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

（三）衍生性金融商品的大量使用

國際清算銀行（BIS）全球衍生性商品統計資料顯示，2008 年中衍生性金融商品契約總價值達到 672.6 兆美元，1998 年以來年化成長率達 19%，其中間接導致美國國際集團（AIG）破產的信用違約交換（Credit Default Swap；CDS）2004 年以來的年化成長率達 32.7%，2007 年底達到 58.2 兆美元。

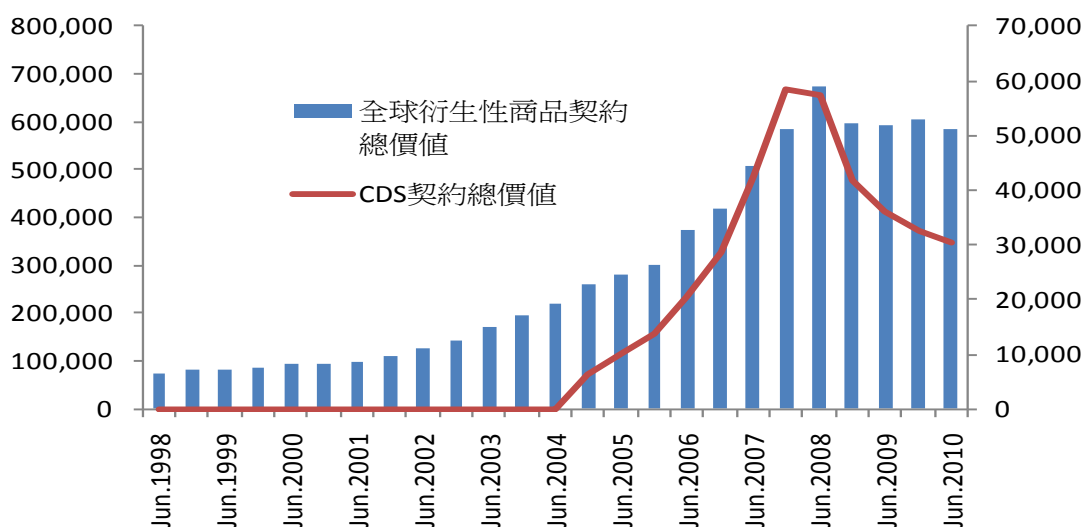
衍生性金融商品對於個別投資人而言，的確有助於控制金融市場的不利價格風險。但就整體市場而言，衍生性金融商品的大量使用，可能反而助長系統風險的發生，主要原因有：

1. 衍生性金融商品大多為櫃臺（OTC）交易，因此存在流動性和交易

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

圖五 衍生性金融商品快速成長

全球衍生性商品契約總價值，十億美元（左軸）；信用違約交換（CDS）契約總價值，十億美元（右軸）



資料來源：BIS，財團法人保險安定基金整理。

對手的風險。一旦系統性風險發生，處於行情不利的一方可能面臨無力履約的情況，衍生性商品交易量越大的交易商，無力履約的可能性越高，引起的連鎖效應也越大。

2. 個別交易員可以透過衍生性商品將風險轉嫁給交易對手，但是整體市場的系統性風險並未消失。事實上，由於交易員認為風險可以透過衍生性金融商品的安排獲得控制，因此傾向擴大其移轉前的風險承擔額度，導致整體金融市場承擔了更大的系統風險。
3. 衍生性商品的原始立意為避險，但是絕大部分市場參與者的動機為投機獲取價差，避險交易的比重反而很低。以前述 CDS 為例，其本意乃是為投資人提供債券發行人違約風險的保護，但是許多 CDS 的買方純粹只是押注特定發行人將會違約，而非出自於持有債券的避險需求。系統性風險發生時，這些投機需求創造出來的大量契約，很容易在金融市場形成雪球效應。

基於上述理由，衍生性商品在個體和總體層面的風險管理都應該受到重視，特別是交易量快速成長、使用複雜財務工程、缺乏流動性，以及投機參與者比重高的衍生性金融商品，最值得予以關注。

（四）監理套利與影子銀行體系的膨脹

1992 年由國際清算銀行所設計的「巴塞爾協議」開始實施，對於商業銀行進行資本適足率的管理，限制了商業銀行的風險胃納量，傳統商業

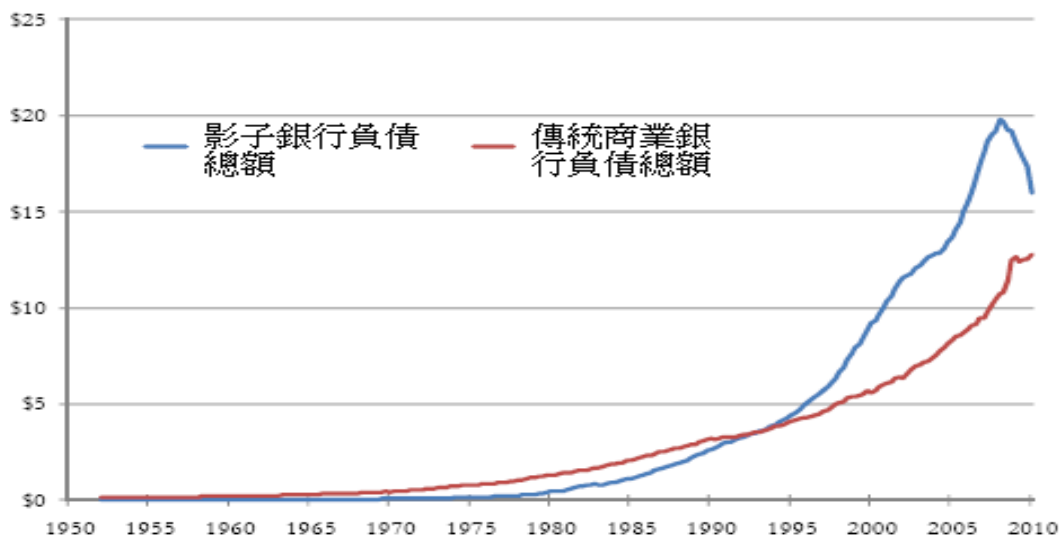
後金融海嘯之政策方向與潛在風險

銀行的經營成本因此上升。爲了創造獲利，金融業將資金移轉至不受「巴塞爾協議」管制的影子銀行體系，包括避險基金、私募基金、特殊目的機構（Special Purpose Vehicle；SPV）等。由於各國金融監理機構大多只針對收受存款的傳統商業銀行進行監理，不同監理標準的差異導致金融業進行「監理套利」（regulatory arbitrage）。

根據聯準會的研究，2008 年最高時影子銀行規模接近 20 兆美元，幾乎是傳統商業銀行規模的兩倍，金融海嘯發生後則出現急速萎縮的現象。

圖六 影子銀行規模快速成長

美國影子銀行和傳統商業銀行負債總額，兆美元（右軸）



資料來源：美國聯準會，財團法人保險安定基金整理。

影子銀行具有以下特質：

1. 以短支長。影子銀行的資金大多來自貨幣市場的短期資金，但用於投入長期資產，如房屋貸款等，以賺取長短期利差。
2. 槓桿操作。爲了擴大整體獲利，影子銀行通常採取槓桿操作，槓桿倍數大約介於 2 倍至 20 倍左右，且其持有之資產通常流動性都不佳。
3. 不受存款保險之保障。由於影子銀行並未收受存款，也非商業銀行的成員，因此不受各國存款保險機構的保障，當風險發生時，很容易就出現資金被抽離的狀況。
4. 資訊不透明。由於影子銀行經常是合夥型態或由特定企業贊助成立，

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

因此不受金融監理機構的管制，決策過程和資產狀況等資訊都不透明。

5. 經常使用複雜的金融工具。由於追求長短期資產之間的價差，影子銀行經常使用財務工程，進行複雜的交易。對於影子銀行來說，不同資產之間的相關性或結構關係遠較資產的本質來得重要。

整體而言，影子銀行具有高槓桿的特性，且透過買入流動性低的資產來創造較高的獲利。換言之，包括避險基金等影子銀行之所以能夠創造出超越市場平均的獲利率，很重要的一點是他們承接了流動性不佳的金融資產，這些超額獲利事實上是流動性風險貼水。

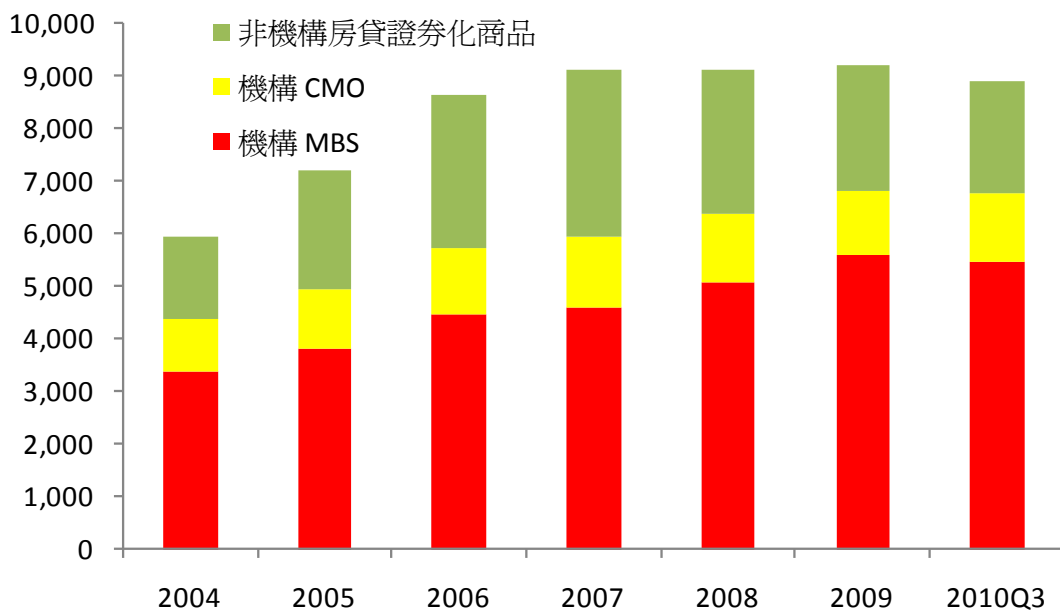
（五）證券化商品的擴張

證券化是金融機構將未來能夠產生現金流的資產（如車貸、信用卡債、房貸等）轉化成爲可供交易之金融商品的過程。資產經過證券化之後，金融機構就能將這些資產轉換成固定收益形式的證券銷售給投資人，其中以房貸轉化而成的房貸抵押證券（Mortgage Backed Securities；MBS）最具有代表性。

房貸抵押證券最大的發行者爲美國政府支持機構（Government Sponsored Enterprise；GSE，如 Fannie Mae、Freddie Mac 和 Ginnie Mae

圖七 證券化商品快速成長

美國機構及非機構房貸證券化商品餘額，十億美元



資料來源：SIMFA，財團法人保險安定基金整理。

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

等)，GSE 所發行的抵押證券也是就所謂「機構證券」，但最近幾年非機構證券快速增加，餘額占有率一度高達 34% 以上。

隨著這些資產抵押證券的發行，違約風險會有一部份由證券投資人承擔，因此金融機構對於借款人違約風險的控管，著重於整體貸款的違約比例，這一點和傳統商業銀行著重個別貸款人的信用狀況明顯不同。換言之，將放款進行資產證券化，導致承做貸款的金融機構在篩選放款對象，以及控管違約風險的誘因減弱，這也是次貸快速成長的原因之一。

(六) 長短期利差反轉的警示

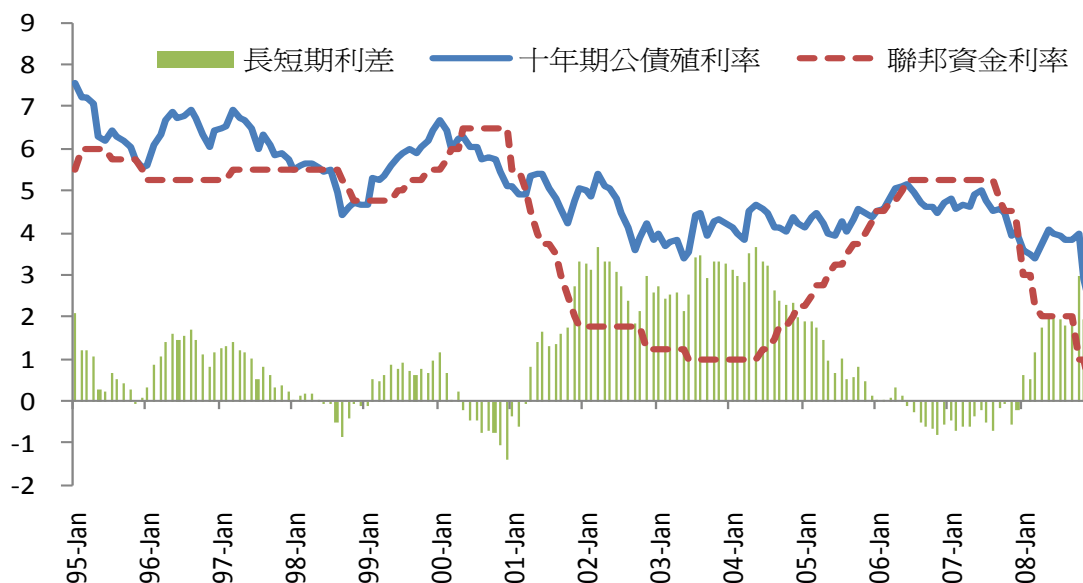
2006 年六月開始，美國利率出現反轉，聯邦資金利率高於十年期公債殖利率，短期利率高於長期利率的情況一直維持到 2007 年十二月。就歷史經驗來看，美國的利率曲線只要持續反轉一段時間，隨後金融市場和景氣就會開始疲弱，這次也不例外。

短期利率高於長期利率會導致金融機構不願意承做新的放款，金融活動萎縮，不利景氣和資產價格的表現。當景氣和金融開始降溫，使用槓桿操作的影子銀行首先受到衝擊，並形成雪球效應，演變成景氣和資產價格持續下跌的情況。由於 2000 年以後美國房地產快速上漲，以及次貸的大量增加，金融緊縮之後，房地產和金融業不可避免地受傷慘重。

戰後美國長短期利差反轉，幾乎都會造成隨後的景氣衰退(圖八)，2007

圖八 利差反轉對於景氣和金融市場都是警訊

美國長短期利率，%；長短期利差，百分點



資料來源：美國聯準會，財團法人保險安定基金整理。

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

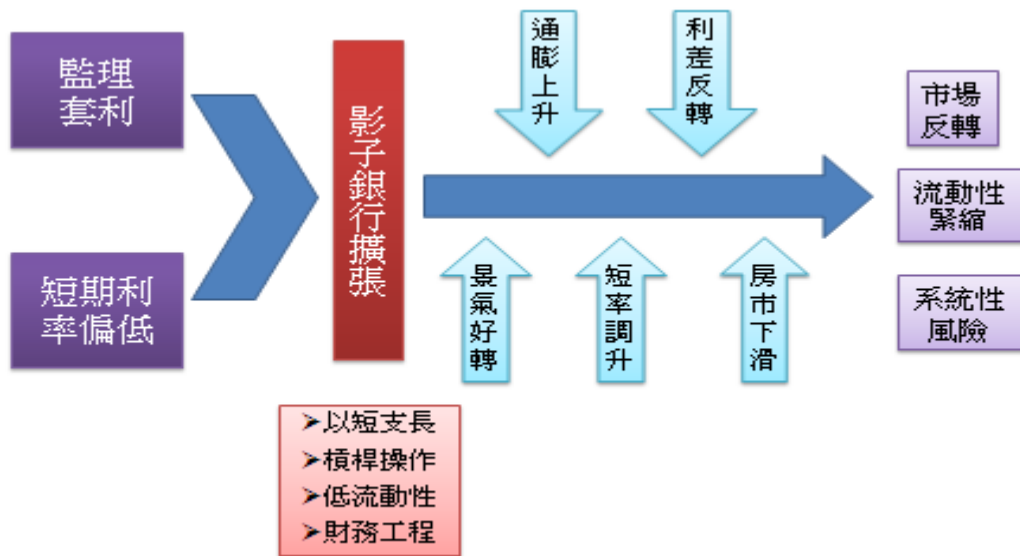
年並非特例，2000 年網路股泡沫破滅前夕也有同樣的情況。

(七) 小結——如何監測金融危機或資產泡沫

綜合上述內容，我們將典型的資產泡沫過程和跡象做一個整理，作為監測金融危機的一些參考。

1. 上漲速度過快及上漲時間過長的資產，通常是泡沫發生的前兆。尤其是累積上漲幅度遠高於長期歷史平均水準的資產，最可能發生反轉的風險。
2. 資金大量湧入的資產，尤其當這些資金是透過槓桿的方式進行短線操作，主要目的是賺取短線價差時，就很可能後繼無力。另外資金大量湧入也會造成流動性假象，當行情反轉資金撤出該資產，流動性風險就會浮現。
3. 與複雜金融商品結合的資產容易讓投資人輕忽當中潛藏的風險，或是讓個別投資人誤以為風險受到控制而放大其曝險水準，導致潛在的系統性風險擴大。
4. 當短期利率上升高過長期利率，收益曲線出現反轉的現象維持一段時間，幾乎就是價格超漲的資產進行嚴酷修正的前兆。

圖九 資產泡沫的形成與金融危機



資料來源：財團法人保險安定基金整理。

三、金融海嘯後的政策新思維

美國次級房貸危機對於全球金融市場及經濟造成的衝擊，規模為數十年來僅見，因此對於總體經濟的思維和政策也產生了巨大影響，包括量化寬鬆政策、物價水準導向政策及明斯基「金融不穩定假說」等。

（一）量化寬鬆政策的推出

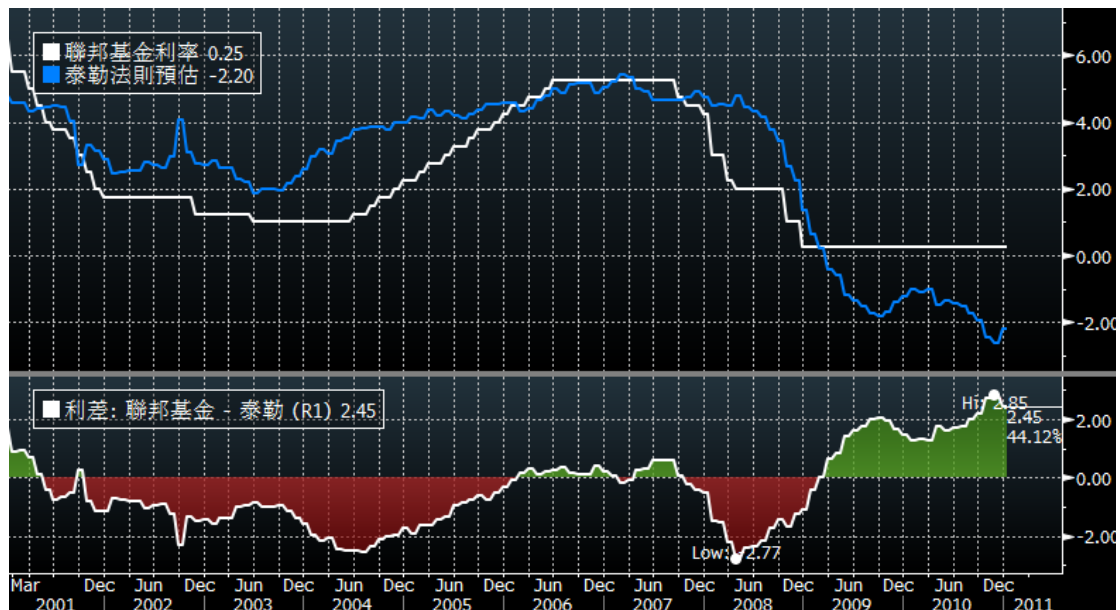
金融海嘯發生後，聯準會快速降息以因應隨之而來的衝擊，聯邦資金利率 2007 年八月時還在 5.25% 的水準，2008 年十二月已經降到零利率的水準。根據泰勒法則，美國聯準會的合理政策利率由物價偏離政策目標的部分，以及 GDP 產出缺口來決定。依照泰勒法則的估算，2009 年以後，聯準會的政策利率應該調降到 -2.2%，但這在現實上是不可行的，因此聯準會開始推出非傳統政策，也就是量化寬鬆（quantitative easing）。

量化寬鬆政策讓中央銀行可以直接購買長期債券，包括長期政府公債、由政府支持機構所發行的 MBS 等，中央銀行由原先僅能透過公開市場操作來影響貨幣市場的角色，擴大為直接影響中長期利率，甚至直接影響房貸利率。美國聯準會期望透過量化寬鬆政策，將資金大量注入銀行體系，維持充分的流動性，以恢復銀行業的放款能力和意願，進而刺激

圖十 泰勒法則估計，聯準會必須將利率調降至零以下

上圖：依泰勒法則估算之政策利率（藍線）與實際聯邦資金利率（白線），%。

下圖：實際利率高於理論利率之水準，百分點。



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

景氣恢復活絡。

美國聯準會並不是第一個實施量化寬鬆政策的中央銀行，日本銀行（BOJ）在 2001 年就已經率先採取這個政策，將資金大量注入銀行體系，使得銀行的實際準備金餘額（30-35 兆日圓）達到法定準備（約 6 兆日圓）的五倍以上。不過日本經濟並沒有因此擺脫疲弱的困境，問題就在銀行業的放款意願還是不足，儘管銀行業本身有充足的流動性，但是只要銀行業對於放款的意願未見改善，中央銀行的寬鬆政策對於提振景氣的效果就有限。

美國金融海嘯之後也面臨同樣的問題，表二為不同時期聯準會資產規模和美國貨幣總數 M2 的對照，很明顯可以看出金融海嘯之後美國銀行業創造貨幣的能力下降，反映出銀行業對於放款的信心依然還沒恢復。對於聯準會而言，如何讓銀行恢復放款信心，才是貨幣政策能否發揮作用的關鍵。

表二 美國銀行業創造貨幣的意願與能力下降

時間	聯準會資產規模（十億美元）	美國 M2（十億美元）	M2 對聯準會資產規模之倍數
2002.12	751.3	5,775.2	7.69
2006.12	903.7	7,023.4	7.77
2007.12	925.3	7,493.8	8.10
2008.12	2,270.4	8,245.1	3.63
2009.12	2,276.3	8,528.7	3.75
2010.12	2,467.5	8,816.5	3.57

資料來源：聯準會與 Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

另外，2010 年 11 月日本銀行宣布，進一步擴大量化寬鬆政策可買進的資產種類，掛牌的 REITs 和股票 ETF 等風險性資產首度被列入。這意味著日本銀行將中央銀行的角色由「最後放款人」推進至「最後投資人」。中央銀行的影響力，由傳統的控制短期利率，不但提升至影響長期利率，甚至擴大到風險資產的價格。未來美國聯準會是否會效法日本銀行，值得觀察。

（二）央行政策目標可能由通膨導向轉為物價水準導向

將通膨控制在合理水準是傳統中央銀行的政策目標之一，但隨著先進國家通膨下滑，甚至面臨通貨緊縮威脅，中央銀行的想法也開始轉變。例如現任聯準會主席柏南奇於 2003 年就曾經建議日本銀行的政策目標由控制通膨改為維持物價目標。芝加哥聯邦準備銀行總裁伊凡斯（Charles Evans）也建議在低通膨的時期，聯準會應該建立一個依狀況改變的物

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

價水準做為政策目標；加拿大銀行（也就是加拿大央行）更是長期進行相關研究，最近並考慮以物價水準目標代替通膨目標。

通膨指的是單一年度的物價上升幅度，而物價目標指的則是物價的長期水準。短期的通膨波動大預測困難，而物價則是累計多年的通膨而形成的水準，預測相對容易，因此鎖定物價水準對於中央銀行及社會大眾而言，可能是更佳的政策。

表三是一個假想的例子，假設某國家中央銀行希望維持每年 2% 的通膨成長率，因此五年後央行的物價水準目標是 110.4，但經過五年實際通膨的累積，實際物價水準為 108.7，則第五年底該國央行將可以維持寬鬆的貨幣政策。相較之下，如果採取通膨導向，則第五年中央銀行的貨幣政策將是緊縮立場（因為第五年實際通膨達 3.5%，超過 2% 的目標）。

表三 通膨導向與物價水準導向政策的差異（本例以每年通膨 2% 為目標）

	第一年 實際通膨	第二年 實際通膨	第三年 實際通膨	第四年 實際通膨	第五年 實際通膨	第五年實際 物價水準	第五年底 政策立場
通膨目 標導向	2.0%	2.5%	1.0%	-0.5%	3.5%	108.7	緊縮
物價目 標導向	2.0%	2.5%	1.0%	-0.5%	3.5%	108.7	寬鬆

資料來源：財團法人保險安定基金整理。

以物價水準為目標的貨幣政策，主要優點包括：

1. 避免單一年度的通膨或通縮的衝擊。
2. 比起短期的通膨，長期的物價走勢較容易預測也較為穩定。
3. 貨幣政策不會單方面偏向防止通膨，也會兼顧避免通縮。

主要缺點則是短期內的通膨可能出現巨大的波動。

金融海嘯後，已開發國家遭遇的是通縮的威脅，因此已開發國家中央銀行極有可能考慮進行這樣的政策修正。我們認為，已開發國家的中央銀行不一定會明確宣示政策目標由通膨導向轉為物價水準導向，但是卻可以實際執行這個政策，如果真是如此，在通貨緊縮的陰影還沒完全被排除之前，已開發國家中央銀行的政策將會維持比過去還要寬鬆的立場。

（三）明斯基「金融不穩定」假說受到重視

金融海嘯發生後，許多人重新審視為何財經專家和政策制訂者無法預測

到風險的發生，尤其關於次貸所引起的美國房市泡沫膨脹與破滅，最受關注。

政策制訂者對於資產泡沫的立場，最常被提及的就是前聯準會主席葛林斯班的看法：「在泡沫破滅之前很難確認它是個泡沫」，許多專家認為政策制訂者這樣的想法正是促成泡沫的推手。金融海嘯之後，財經界對於泡沫的成因進行檢討，其中經濟學家明斯基(Minsky)的所提出來的「金融不穩定」假說受到高度重視。

金融不穩定假說認為，金融市場的參與者有避險型、投機型和龐氏型(類似老鼠會)三種，當投機型和龐氏型越多，金融市場就越不穩定。而且景氣榮景維持越久，大家對於風險的警覺性就越低，投機型和龐氏型就越多，因此潛藏的金融不穩定風險就越大。換言之，明斯基認為金融市場本身就潛藏著泡沫傾向，因此是不穩定的。

當前中央銀行的政策目標，通常將消費者物價指數(CPI)上漲率擺在第一，但是金融不穩定假說認為，這樣是不夠的。因為CPI所處理的是實質經濟面的行為，並未將資產(例如股票及不動產)價格考慮在內，因此有越來越多的專家認為，除了控制通膨之外，如果資產價格偏離正常上漲軌道，中央銀行應該適時採取行動以防止泡沫的擴大；相反地，當泡沫破滅資產價格下跌時，則央行也應該採取積極的政策來避免危機蔓延。

(四) 小結——央行權力有擴大的傾向，但也潛藏風險

總結前述關於金融海嘯後的一些思維和政策，可以看出金融海嘯後中央銀行的權力有擴大的傾向，包括更龐大的資產和負債、更大範圍的干預對象、更有彈性的政策目標，以及對於資產價格進行更主動的調節。雖然許多想法還在討論階段，但是擴張央行權力的意見的確是一股不容忽視的潮流。

伴隨而來的是，央行的權力擴大代表著央行所要負起的責任也越大，只是一來央行是否真的有能力事先預防金融市場和經濟的波動，仍有很大的爭議。其次，對於央行的過度倚賴，是否會引發道德風險，例如所謂的葛林斯班賣權？最後，賦予央行更多的權力，也代表著一旦央行犯錯，經濟和金融市場可能得要付出更高的代價，這些都是潛藏的風險。

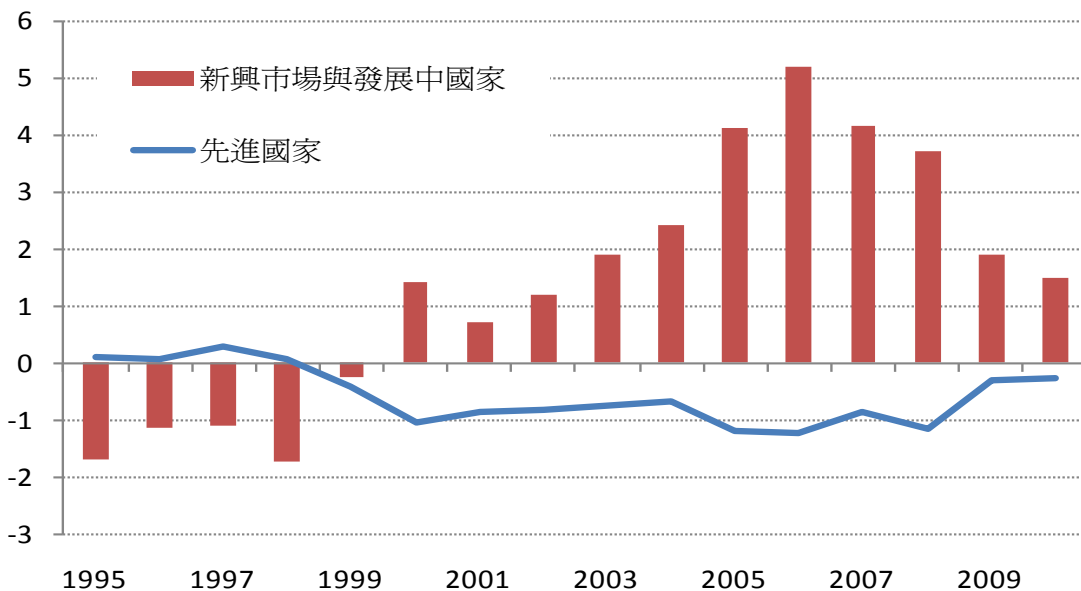
四、海嘯過後結構性弱點仍待調整

(一) 經常帳分歧與匯率爭議

金融海嘯後，全球經濟失衡的議題越來越受到關注。美國有部分輿論認為，二十一世紀以來美國房地產過熱的原因，主要是因為亞洲國家（尤其是中國）的資金大量流入美國，造成長期利率下滑，導致銀行大量承做次級房貸。因此，經濟失衡的主要癥結就是開發中國家，尤其是亞洲國家（其中又以中國最常被美國政府和國會提及），透過人為操縱匯率使其偏低，以維持長期的經常帳順差。

圖十一 2000 年以後新興市場與開發中國家經常帳維持順差

新興市場與發展中國家及先進國家經常帳餘額占 GDP 比重，%



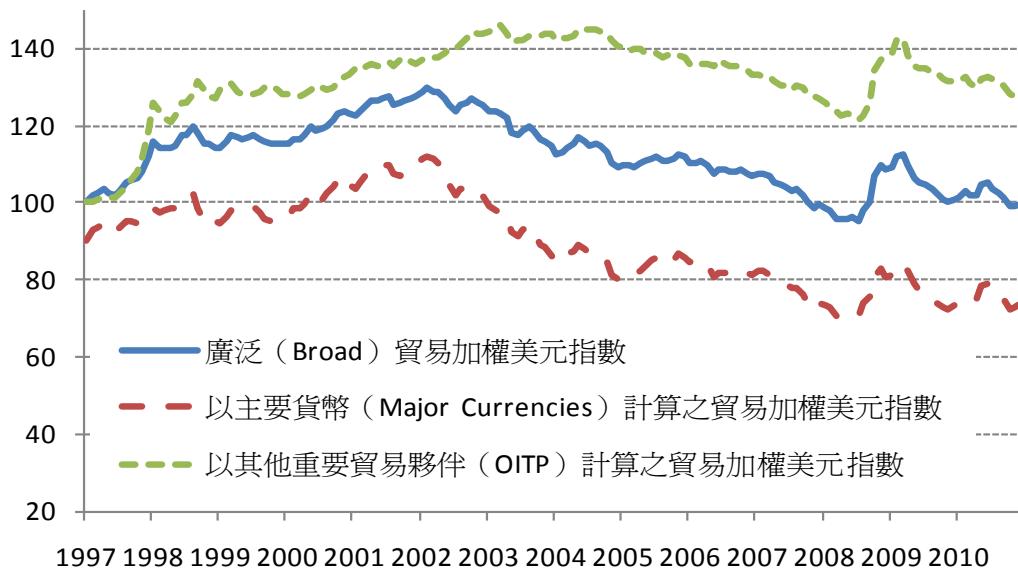
資料來源：IMF，財團法人保險安定基金整理。

圖十一顯示，2000 年以後新興市場與發展中國家的經常帳一直維持順差，2006 年達到高峰，經常帳占 GDP 比重達到 5.2%，而先進國家則維持經常帳逆差，約為 GDP 的 1%，金融海嘯之後這個情況才稍見收斂。

新興市場與發展中國家的貨幣對美元升值的幅度，的確較主要貨幣對美元升值幅度來得小。圖十二為三種以不同貨幣範圍加權的美元指數走勢，分別是廣泛貿易對手國、主要貨幣（包含歐元、英鎊、日圓、加幣、瑞士法郎、瑞典克朗和澳幣共七種貨幣）及其他重要貿易夥伴（除了主要貨幣以外的其他貿易對手），如果以 1997 年元月為基準，至 2010 年美元對全體貨幣大約持平，但拆開來看，美元相對於主要貨幣貶值了

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

圖十二 最近幾年美元貶值是來自於主要貨幣對美元升值
廣泛貿易加權、主要貨幣、其他重要貿易夥伴加權之美元指數



資料來源：聯準會，財團法人保險安定基金整理。

18.0%，而對於其他重要貿易夥伴卻反而升值了 28.0%。從這個分歧的走勢可以看出，美元貶值大部分存在於美元兌主要貨幣之間，但這些主要貨幣國家的貿易重要性卻持續下降（表四），這導致已開發國家與開發中國家（其中又以亞洲國家為主要對象）對於匯率議題一直存在著摩擦。

表四 其他重要貿易夥伴的重要性不斷上升

占美國的貿易權重 (%)	1985	1990	1995	2000	2005	2010
主要貨幣國	71.3	67.6	60.3	56.4	51.9	49.5
其他重要貿易對手國	28.7	32.4	39.7	43.6	48.1	50.5

資料來源：聯準會，財團法人保險安定基金整理。

但美國聯準會、歐洲央行和日本銀行進行量化寬鬆政策之後，導致國際熱錢流竄，農產品和原物料價格上揚，通膨壓力逼得開發中國家不得不面對讓匯率加速升值的選項。

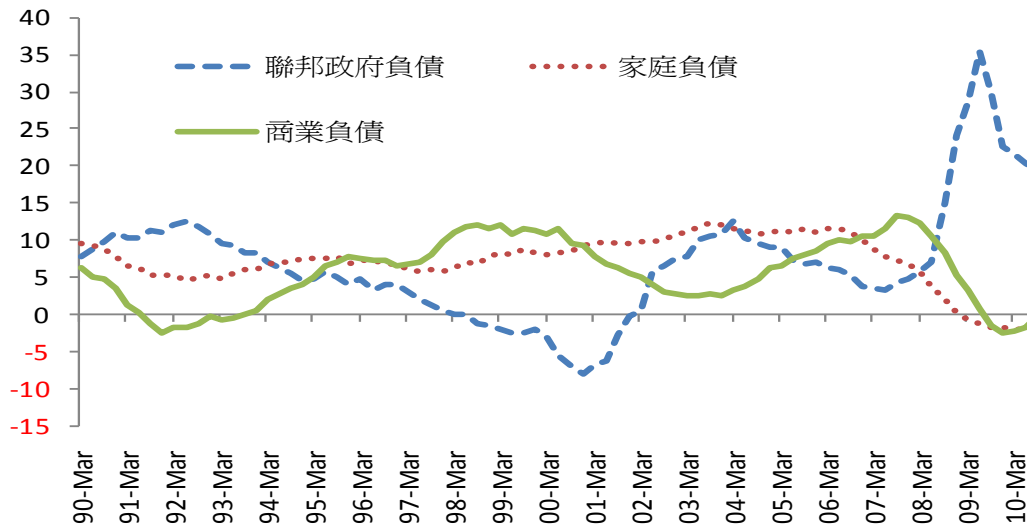
（二）先進國家的政府負債快速增加

至 2010 年第三季為止，美國全國負債總額為 35.9 兆，其中政府（含聯邦及州政府）負債占 32%，家庭負債占 37.5%，商業負債則占 30.6%。圖十三顯示，1990 年代以來美國的負債呈現輪動現象，90 年代中期 IT 產業快速成長，一般企業負債開始增加，這股企業貸款熱潮在網路股泡

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

圖十三 美國負債的移動現象

美國聯邦政府、家庭和商業負債的年成長率，%



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

沫破滅後消退，商業貸款成長率降到 3% 以下；但隨著聯準會調降利率，由美國家庭接棒貸款，2002 年到 2006 年五年間，家庭負債年增率一直維持在至兩位數，商業負債也逐漸回升，但 2007 年發生次貸危機後，家庭和企業開始去槓桿化，爲了避免民間去槓桿化造成經濟無法挽回的衰退，同時籌措支應經營不善金融機構的資金，美國政府大量借款，負債年增率一度上升至 35% 以上。

這導致美國政府負債占 GDP 的比重由 2007 年的 62.1% 急速上升至 2010 年估計的 92.7%，其他已開發國家也不遑多讓，政府負債都明顯上升。

表五 金融海嘯後先進國家政府負債惡化

政府負債占 GDP (%)	2006	2007	2008	2009	2010 (E)	2011 (F)
美國	61.1	62.1	71.1	84.3	92.7	99.3
歐元區	68.3	65.9	69.5	79.0	84.1	87.0
德國	67.6	64.9	66.3	73.5	75.3	76.5
法國	63.7	63.8	67.5	78.1	84.2	87.6
英國	43.1	43.9	52.1	68.5	76.7	81.9
日本	191.3	187.7	194.7	217.6	225.9	234.1

資料來源：IMF，財團法人保險安定基金整理。

金融海嘯後先進國家政府負債增加的原因，主要是各國政府對金融機構和房屋持有者紓困。因此，本次政府負債的增加，可說是先前民間負債

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

的移轉，尤其是不良債務的部分。

就歷史經驗來看，政府負債大量增加，可能導致政府債務違約率上升及通貨膨脹率上升兩種風險。而政府大量承接民間不良債務若成爲慣例，更可能引發道德風險，導致政府的財政越來越脆弱，這也會引發政府債信危機和通膨上升的風險，我們認爲應持續予以關注。

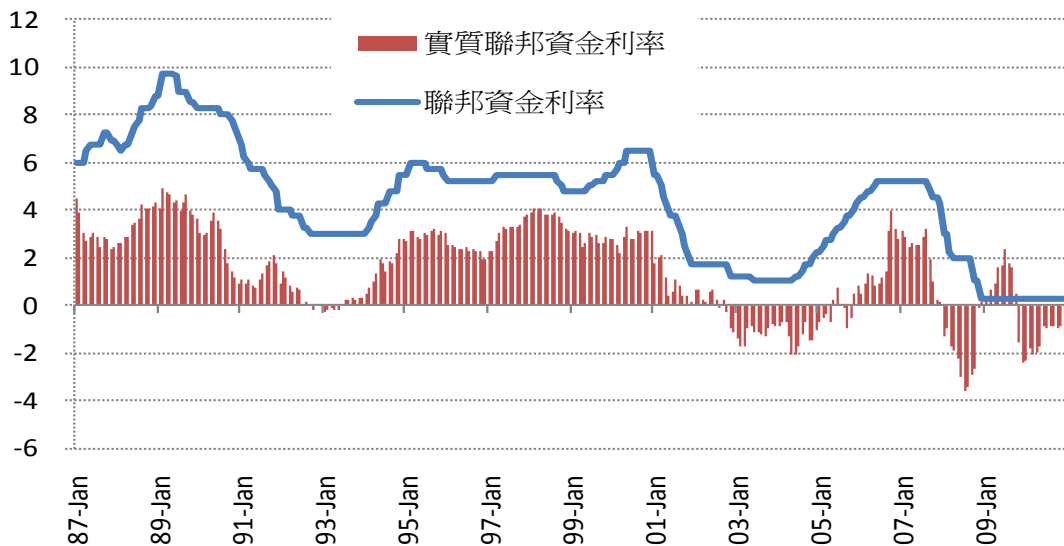
（三）不對稱的政策可能導致信任危機

美國聯準會前主席葛林斯班一向以不干預金融市場的立場著稱，但當金融市場發生危機，卻又積極採取寬鬆的貨幣政策，因此有所謂「葛林斯班賣權」的說法——金融機構心理上認爲，只要市場出現問題，由葛林斯班所指揮的聯準會就會提供流動性，買進金融資產。類似的狀況在 1987 年美股大崩盤、1990 年波灣戰爭、1994 年墨西哥披索危機、1997 年亞洲金融風暴、2000 年網路股泡沫破滅和 2001 年 911 事件中，都得到印證。

圖十四是葛林斯班接任聯準會以來（包含目前的伯南奇任內）聯邦資金利率的變化。從實質利率來看，美國聯準會對於通貨膨脹有容忍的傾向，2002 年 10 月到 2005 年 4 月份共 31 個月，以及 2008 年以來大部分時間聯邦資金利率是處在負實質利率的狀態中。

圖十四 最近十年的實質利率顯示聯準會有容忍通膨的傾向

美國聯邦資金利率及其實質利率，%



資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

另一方面，聯準會的利率調整速度也具有不對稱性，景氣或金融市場表現不佳時，聯準會降息的速度非常快；但當景氣復甦後，聯準會卻以緩慢的步伐調高利率。表六是 1990 年代以來聯準會各次升降息的幅度及持續時間，這些資料顯示了：(1) 聯準會升息的速度不如降息。(2) 升息有減速的傾向，降息則是加速。

表六 1990 年代以來聯準會各次升降息循環的持續期間及調整幅度

開始升息時間	1994.2	1999.6	2004.6	
升息幅度（百分點）	3.00	1.75	4.25	
升息持續月數	13	12	25	
平均升息速度（百分點/月）	0.23	0.15	0.17	
開始降息時間	1995.7	1998.9	2001.1	2007.9
降息幅度（百分點）	-0.75	-0.75	-4.75	-5.00
降息持續月數	7	3	12	16
平均降息速度（百分點/月）	-0.11	-0.25	-0.40	-0.31

資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

受到美國聯準會政策的影響，各國央行的貨幣政策也出現類似的傾向，導致通膨疑慮升高，黃金價格上漲至每盎司 1,400 美元以上。黃金價格的上漲，通常反映出社會大眾對於紙幣的信任度下降。以美國聯準會為首的全球中央銀行（尤其是先進國家）不對稱貨幣政策如果持續，可能會導致進一步的貨幣信任危機，後果將會反映在通貨膨脹上，尤其是原材料、食物等價格將優先反應，是應予密切追蹤的系統性變數。

我們認為，聯準會近年來的政策作為，驗證了前述以物價水準導向的政策轉變。但是先進國家的央行如果沒有這個對政策說明，社會大眾可能會誤以為央行將放任通膨，而這種心理正是惡性通膨的溫床。

另外，由於新興市場國家是熱錢流入的對象，通膨壓力更大，這些國家的中央銀行將會領先調高利率，如果通膨不見趨緩，利率調升的幅度和速度可能會超乎預期，對於景氣而言也是一大變數。

（四）小結——匯率失衡、政府負債上升和政策不對稱潛藏通膨風險

綜合前述內容，當前已開發國家及開發中國家的匯率失衡及中央銀行政策不對稱，導致熱錢流竄；加上金融海嘯後全球政府為了挽救景氣，導致債臺高築，這些都會造成一般大眾對於政策的信任度降低，潛藏通貨膨脹的風險，而新興市場國家又首當其衝，利率調升的幅度和速度可能會超乎預期，將是景氣的一大變數。

五、對保險業的啓示

全球化的演進讓各國經濟和金融市場之間的關係越來越密切，由於台灣保險業海外投資占總資產的比重超過 30%，因此我們整理了相關風險，以作為參考。

（一）金融危機發生的頻率頗高且幅度擴大，風險管理宜更加謹慎

IMF 的報告顯示，金融危機比想像中更常發生；1970 至 2007 年之間，全球共發生 124 次銀行危機、208 次貨幣危機及 63 次主權債務危機。近年來全球化加速推進，金融危機的傳染力也越來越強，波及範圍從過去的單一國家或區域擴大到全球，而且下跌的幅度也擴大（如表七）。高波動與高連動的金融環境中，對於資產的風險管理宜更加謹慎。

表七 1990 年代以來歷次金融危機發生時 MSCI 指數之最大跌幅

危機	全球指數	美國指數	已開發國家指數	開發中國家指數
1997 年亞洲金融風暴	-21%	-26%	-22%	-46%
2000 年網路股泡沫	-51%	-51%	-51%	-54%
2007-08 年金融海嘯	-60%	-56%	-59%	-66%

資料來源：Bloomberg，財團法人保險安定基金整理。

（二）審慎應用新金融商品

正如 BIS 資料所顯示的，新金融商品（包括衍生性金融商品及證券化商品等）的成長速度驚人，對於保險業的影響也不容忽視。除了前述的流動性風險和交易對手風險之外，新金融商品通常使用複雜的模型設計與訂價，其中許多參數使用的是歷史數據甚或理論假設，這些參數與真實的風險發生頻率之間，通常存在落差。這種狀況尤其容易發生在新型態的衍生性金融商品上。在資產中適度配置新金融商品有助於提升資產報酬率，但宜將這些風險納入考量，以降低系統性風險的衝擊。

（三）匯率風險不容忽視

由於亞洲貨幣對美元升值的幅度落後於主要貨幣對美元的升值幅度，加上美國採取非傳統貨幣政策，因此亞洲貨幣升值的可能性大增，保險業海外投資部位的匯率風險將需要妥善管理。

圖十五為 2000 年以來美元兌各主要貨幣月報酬率的年化波動度，其中美元兌台幣匯率的年化波動率為 4.3%，除了採取聯繫匯率的港幣以及受到強力管理的人民幣之外，只有馬來西亞幣的波動度稍低於台幣，所

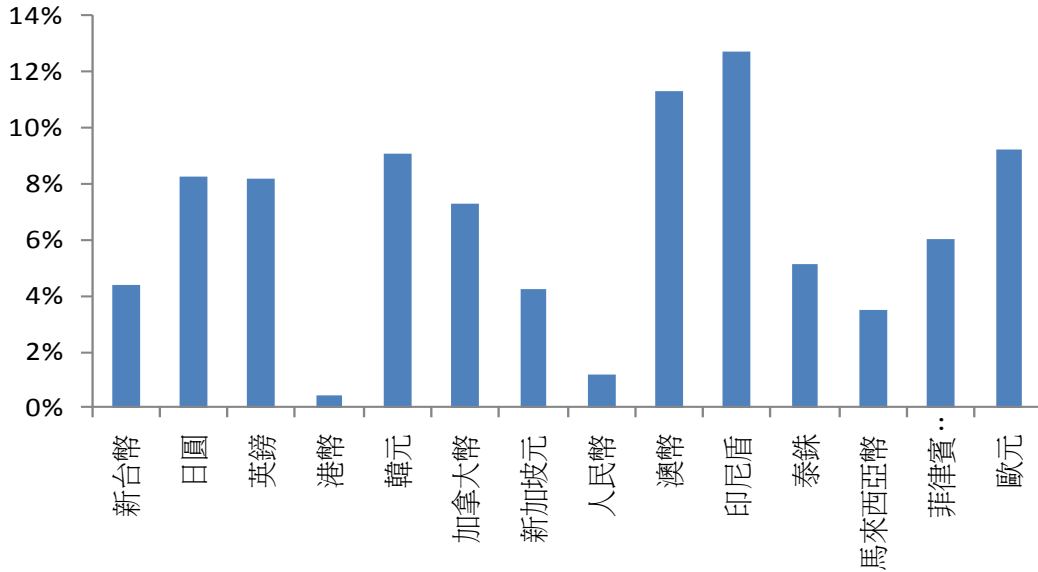
後金融海嘯之政策方向與潛在風險

以對美元而言，台幣可說是一個穩定的貨幣。

不過隨著亞洲貨幣升值壓力提高，台幣也有加速升值的跡象，2011 年元月份對美元即升值了 3.2%，達 29.613 兌一美元。因此保險業的海外投資若過度集中於美國地區且未進行避險，則可能產生大幅的匯兌損失。

圖十五 台幣波動度相對穩定

2000 年以來美元兌各主要貨幣匯率月報酬率之年化波動度，%



資料來源：中央銀行，財團法人保險安定基金整理。

就長期而言，將資產分散於不同的地區，有助於分散過度集中的單一匯率風險。表八為 2000 年以來各國貨幣兌台幣匯率月報酬率的相關係數，資料顯示過去這段時間以來，除了人民幣和港幣之外，許多貨幣都是美元的良好避險標的，其中歐元、澳幣和韓元對於分散美元風險，效果相當顯著。

但正如本報告所提過的，歷史相關性不足以被當作唯一的依據，因此我們的建議，乃是採取分散幣別的做法，而不是以特定幣別來規避美元的匯率風險。

後金融海嘯之政策方向與潛在風險

表八 2000 年以來各國貨幣兌台幣匯率月報酬率之相關係數矩陣

	美元	日圓	英鎊	歐元	港幣	加幣	澳幣	韓元	星幣	人幣	印尼	泰銖
美元	1.00											
日圓	0.20	1.00										
英鎊	0.09	0.03	1.00									
歐元	-0.01	0.21	0.63	1.00								
港幣	1.00	0.23	0.10	0.00	1.00							
加幣	0.24	-0.02	0.40	0.37	0.25	1.00						
澳幣	-0.15	-0.13	0.50	0.59	-0.14	0.61	1.00					
韓元	-0.18	-0.13	0.27	0.24	-0.19	0.39	0.50	1.00				
星幣	0.46	0.34	0.43	0.53	0.46	0.42	0.38	0.25	1.00			
人幣	0.96	0.21	0.08	0.02	0.96	0.22	-0.14	-0.21	0.49	1.00		
印尼	0.04	0.00	0.24	0.30	0.04	0.29	0.40	0.35	0.53	0.03	1.00	
泰銖	0.33	0.38	0.29	0.34	0.34	0.23	0.23	0.05	0.51	0.34	0.29	1.00

資料來源：中央銀行，財團法人保險安定基金計算及整理。

六、結論

綜合本文內容，我們將結論整理如下：

1. 由於 2007-2008 年金融海嘯對全球產生嚴重衝擊，我們藉由檢視 1990 年代以來的金融危機與政府政策，整理出一些金融危機的跡象，包括：誤將資產間的歷史報酬相關性視為穩定、脫離常軌的資產價格上漲、衍生性金融商品的大量使用與證券化商品的擴張、監理套利與影子銀行體系的膨脹，以及長短期利率的反轉等。
2. 金融海嘯之後財經政策出現了新的思維和做法，美國聯準會不但將政策利率降到零，而且大膽推出量化寬鬆等非傳統貨幣政策，日本銀行甚至進一步成為資本市場的投資人。央行的政策目標也可能由通膨導向轉物價水準導向，採取較寬鬆的貨幣政策。另外，明斯基的金融不穩定假說在金融海嘯後受到重視，賦予中央銀行擴大權力和責任的理論基礎，但過度依賴中央銀行，經濟和金融市場就得要面對萬一央行犯錯時，可能要付出更高代價的風險。
3. 金融海嘯雖然逐漸平息，但是結構性風險依然存在，其中先進國家和開發中國家之間經常帳的分歧與因此產生的匯率摩擦尚未解決。先進國家中央銀行大量釋出貨幣，到處流竄的熱錢導致開發中國家面臨通膨威脅，利率和匯率將被迫進行調整，對於經濟是一大不確定因素。另外，先進國家為了防止經濟大蕭條而由政府對民間進行紓困，可能引發道德風險，而且政府負債快速上升將導致財政體質更加脆弱，引發政府債信危機和通膨等潛在風險。各國中央銀行的政策明顯不對稱，黃金價格上漲至每盎司 1,400 美元以上，反映出社會大眾對於紙幣的信任度下降，最終將導致通膨的發生，尤其是原物料及食物價格的上漲，是潛藏的系統性變數。
4. 全球化導致金融危機的傳染力越來越強，保險業的風險管理必須更加謹慎。另外，雖然在資產中適度配置新金融商品有助於提升資產報酬率，但若過度集中於單一商品，系統風險發生時保險業將面對流動性及交易對手風險。最後，比起於其他貨幣，台幣兌美元匯率相對穩定，但隨著亞洲貨幣升值壓力的提高，保險業海外投資若過度集中於美國地區且未進行避險，將產生匯兌損失。就長期而言，將資產分散於不同地區而非依賴單一貨幣，應是有效的匯率避險做法。