

美國次級房貸風暴對世界及兩岸經濟之影響

Impacts of US Sub Prime Crisis on World & Cross-Strait Economics

康榮寶 (Kang, Jung-Pao)

國立政治大學會計系副教授

壹、簡介

近來，一場由美國次級房貸危機所引發的風暴正席捲美國、歐盟和日本等世界主要金融市場，臺灣也難倖免於難，唯獨中國股市一隻獨秀。影響所及，不但美國次級房貸機構逐一破產，避險基金、私募基金也面臨一些困難，最後甚至可能衝擊到大型投資銀行與金融機構。次級房貸風暴造成之信用緊縮，造成全球股市劇烈震盪，迫使美歐日中央銀行積極在資金市場投入資金，短暫紓解問題。短期內，兩岸金融市場似乎平安無事，本文深入分析美國次級房貸風暴對全球經濟，甚至對兩岸經濟未來發展的潛在影響。

美國次級房貸源於美國貨幣市場環境過於寬鬆，讓高風險高報酬的金融商品易於生存所致，經濟泡沫畢竟是經濟泡沫。全球金融與經濟歷經這次美國次級房貸風波之後，不但信貸環境會產生丕變，金融機構將會以更嚴肅的態度來看待高風險的金融商品，終究也會發展更嚴謹的監管機制來監管高風險的金融商品。

雖然亞洲地區的經濟基本面仍然強勁，且許多亞洲地區國家的金融、貨幣體系在某種程度上屬管制的國家，且金融機構直接投資美國次級房貸的規模仍屬有限的條件下，似乎直接影響程度不深。但是，目前全球經濟連動快速且完整，使得亞洲地區國家的經濟難置身事外。這種現象從台股在美國次級房貸風暴期間暴跌的現象可以得到部分證明。中國在美國次級房貸襲捲歐美日本時，股市暴漲，與全球步調反其道而行。其背後原因，除了中國想借機證明其經濟實力外，中國外匯管制的嚴謹度，讓中國金融與經濟政策可收放自如也是一個重要原因。原

本，中國金融主管機關在嚴防中國經濟泡沫的形成，也發展許多政策刻意打壓泡沫，在這次全球金融風暴中放棄打壓突顯自我，是禍是福尚待時間的考驗。

本文將首先整理美國次級房貸之來龍去脈，說明為什麼發生之始末，再根據這些來龍去脈原因，分析美國次級房貸風暴對全球、亞洲地區金融與經濟的影響，最後，再將焦點分析置於美國次級房貸風波對兩岸金融與經濟的影響。

貳、次級房貸之來龍去脈

次級房貸是指一些貸款機構向信用評等較差，或收入較低的借款人所提供的貸款。由於次級房貸（sub prime）中 80% 以上的抵押貸款是以 2-18 形式貸出的，即貸款的前兩年採固定利率，之後的 18 年則採用浮動利率，因此往後 18 年中，會有大量借款人要開始面對遠比當初預期高得多的抵押貸款利率。

一般而言，次級房貸借款人的信用分數低於 620 分，或收入證明存在某種程度的缺失，或負債比例較重。就風險等級而言，在次級房貸之上，則還有優先債（Prime）和次優先債（Alt-A），後兩者貸款利率顯著低於前者。

次級房貸危機源於 2006 年之前的美國寬鬆貨幣政策。「美國 911 恐怖事件」後，美聯儲局開始採取連續降息政策，把聯邦基礎利率從當年 9 月的 3% 減到 1%，係近 30 年的最低水準，這個利率水準維持至 2004 年 6 月。之後，美聯儲局又重新走上升息週期。在這近三年的超低利率環境裡，在貨幣環境寬鬆條件下，美國房地產業格外繁榮，包括新興起的次級房貸。

自 2004 年底至 2006 年 1 月止，利率從 1% 的低點一路升至 4.25% 的高點；甚至到 7 月的 5.25%，並保持 13 個月。利率的快速攀升讓許多房貸購屋者的還款能力降低，美國住房市場開始大幅降溫。根據美國抵押貸款銀行家協會的最新估計，2006 年獲得次級房貸的美國人，有 30% 可能無法及時償還貸款，所以，預計次級房貸的違約金額可能高達 1,800 億至 2,200 億美元，就次級房貸總計約一兆美元而言，次級房貸的總損失金額可能達到一千億美元之多。而且依照次級房貸 2-18 的設計，這個風波至少需要 18 至 24 個月才能恢復平靜。

美國的次級貸款市場，原來兩家政府主導的公司至少擁有七成以上的市場占有率：其中包括，Fannie Mae（聯邦國民抵押貸款協會）與 Freddie Mac（聯邦住房貸款抵押公司）。這兩家公司對次級房貸市場本來具主導地位，所制定貸放標準明確也較為嚴格。近年來，避險、養老金基金以及其他基金介入次級房貸市場，鼓勵大量創新，並願意承擔更高的風險。於是乎例如，無本金貸款（Interest Only

Loan)、三年可調整利率貸款 (ARM, Adjustable Rate Mortgage)、五年可調整利率貸款、選擇性可調整利率貸款 (Option ARMs) 等新產品陸續推出。這些新貸款產品擁有共同的特點，在償還貸款的初期，每月抵押貸款的付款額低且固定，往後償款壓力陡增。

次級房貸利潤豐厚，吸引許多大型投資銀行透過併購方式進入這個市場。2003 年滙豐控股收購 Household International、2006 年 7 月德意志銀行收購 Mortgage IT；摩根斯坦利、美林及 Saxon Capital 分別併購貝爾斯登 (Bear Stearns)、First Franklin 及 Encore Credit。在這些大型投資銀行的協助下，貸款機構將流動性很弱的次級房貸包裝成抵押擔保證券 (MBS)。

由於 MBS 的債券評等不高，達不到最低投資等級 BBB，較難脫手。投資銀行並且進一步將 MBS 債券依照可能違約率分割成不同風險等級並予證券化，稱之為 CDOs (Collateralized Debt Obligations, 債務抵押憑證)，其中，風險分級包括：高級 (Senior tranche)、中級 (Mezzanine)、普通級 (Equity) 等。根據這些風險評等，投資銀行將 CDOs 配售予避險基金、商業銀行、保險公司、某些國家的央行、加州工人退休基金、哈佛大學基金等各種類型金融機構與產品。亦即，投資銀行透過產品設計，將風險有效轉嫁到一般金融機構、避險基金等，其中包括許多衍生性金融商品的設計與包裝。

許多避險基金往往透過高槓桿方式，購買類似 CDOs 等高風險高報酬產品，從中獲取極高風險的利益。若避險基金開始面臨贖回危機時，由於 CDOs 等產品的流動性差，因此避險基金也就產生一定程度的危機。所以，以往呼風喚雨的貝爾斯登、高盛旗下的避險基金也開始面臨流動性問題。

參、次級房貸危機之影響分析

美國次級房貸危機狂襲全球股市，其中一個主要原因與美國次級房貸所帶來的貨幣緊縮效果有關。2007 年 8 月 9 日、10 日兩天，美國、歐洲、亞太地區的股市無不跌深累積至少 3% 以上。據此，美國、歐洲及日本的中央銀行在面對美國次級房貸風暴所帶來的信用緊縮結果之際，同步採取積極行動，在危機發生後數日內向資金市場釋出逾 3 千億美元，希望透過這種向貨幣市場提供巨額資金的方式恢復投資者信心，保持金融市場穩定。就短期而言，這些釋金活動加上降息政策，暫時止住次級房貸危機。茲將央行的舉措，次級房貸對全球金融體系的影響大致彙總整理如下。

從 8 月上旬開始，全球央行瘋狂向銀行系統注入資金，初期，美聯儲局共向銀行間注入 620 億美元，歐洲央行注入 1,558.5 億美元，日本央行注入了 85 億美元，澳大利亞聯儲局也注入了 42 億美元。而韓國、菲律賓、新加坡、印尼、印度和馬來西亞各國央行也都準備隨時向銀行系統注資，解決次級房貸所帶來的信用緊縮危機。最後，各國央行所注入的資金逾 3 千億美元，美國甚至開始降息，可見次級房貸所引發信用緊縮問題的嚴重性。

次級房貸問題不但直接影響金融市場，風險也逐步傳遞到其他的金融市場，其中，債券市場首當其衝。高盛、貝爾斯登、雷曼兄弟所承銷的公司債，其配銷開始面臨一些嚴重的問題。例如，黑石基金併購的克萊斯勒在市場上無法有效取得所需債券資金。

雖然美國聯儲局主席柏南克稱次級房貸債危機已達到可「控制 (contained)」狀態，實際上並非如此。股市仍然繼續大幅度波動或下跌，市場儼然才進入次級房貸危機的暴風圈。除了股市外，金屬、原油期貨、黃金等大宗物質市場也開始產生跌價風波。

房貸公司和地產商開始面臨次級房貸危機所帶來的問題。繼美國第二大次級房貸公司 New Century 發生問題之後，優質的 American Home Mortgage Investment 也宣布裁員近 90%，並向法院申請破產。之後，美國最大的次級房貸公司 Countrywide Financial 也開始出現財務危機。從 2006 年 11 月迄今，全美約有八十多家次級房貸公司宣布停業，其中 11 家已經宣布破產。

由於避險基金偏好高風險高報酬的 CDOs，美國次級房貸風波嚴重影響到避險基金的生存。最先發生問題的是華爾街第五大投資銀行貝爾斯登旗下兩個基金，由於投資組合中次級債基金的比重過高，7 月份已宣布倒閉。接下來是高盛旗下的 Global Equity Opportunities 與 North American Equity Opportunities；法國巴黎銀行旗下三檔基金：Renaissance Technologies、AQR、Highbridge Capital Management 等；法國 Oddo Assets Management Company 關閉旗下 10 億歐元總資產的避險基金；澳洲 Basis Capital、Absolute Capital 已暫停贖回；澳洲麥格理銀行也向投資人警告，旗下的一檔基金可能會出現高達 25% 的虧損。

次級房貸危機會嚴重影響企業併購活動，私募基金時代即將告一段落。過去數年，由於低利率環境造成全球流動性過剩，大型的企業併購活動非常旺盛。其中，私募基金 (Private Equity Fund) 透過槓桿，成為企業併購活動的主角。2007

年上半年，私募基金在全球併購活動中的投資金額成長了 133%，高達 6,309 億美元，占全球併購總金額的 22%，兩年前這個比例僅占 12%。此外，歷史上交易金額最大的十大併購交易，有七宗發生在 2006 年，且其背後均存在私募基金的影子。

次級債風暴重創了信貸機構的信心，私募基金再也難以透過槓桿從事企業併購。2007 年 6 月起，私募基金主導的併購交易規模下降了約 1/3。由於投資人對貸款擔保債券產品的需求降溫，近期國際上數十宗由私募基金主導的槓桿收購（LBO）不是被迫推遲就是取消交易，其中包括，KKR 收購英國 Alliance Boots、黑石收購克萊斯勒案、凱雷收購英國維珍傳媒等。所以，至少全球併購領域和金融市場的繁榮景象可能暫告一段落。

由於次級房貸的關係，美國經濟可能會在明年遭遇蕭條期，而為了清除過多的科技股和信貸泡沫，美國經濟可能在未來五年內成長減緩。然而，國際貨幣基金組織（以下簡稱 IMF）樂觀許多，IMF 預測全球經濟在 2007、2008 兩年間的成長率均將達到 5.2%，支撐全球經濟強勁成長的基本面因素依然存在。

國際清算銀行日前發表的年度報告預測：2007、2008 兩年世界經濟的發展趨勢，雖然速度可能會不如預期略低於 4.5%，但仍有望朝正向延續。IMF 不久前，將 2007、2008 今明兩年全球經濟成長率的預測從 2007 年 4 月的 4.9%上調到 5.2%。IMF 估計，由於歐洲與亞洲地區的經濟仍然強勁，日本、歐盟、亞洲新興市場及一些發展中國家的經濟成長都將優於原始的估計。這些地區的強勁經濟成長會為美國出口提供一些有利條件，並支持美國經濟繼續增長。

而且，雖然房地產屬一個經濟體的前導指數，然而近年來，美國經濟對住房市場的依賴程度並不高。在 2001 年美國因為網路、高科技泡沫所造成的經濟衰退，由於住房市場在超低利率刺激下高度繁榮發展，有效支撐了經濟復甦及後續成長的動力。此外，美國住房市場的就業創造能力相對較低，因此對經濟發展的影響相當有限。同時，住房市場的降溫也不會對約占美國國內生產總值三分之二的個人消費開支產生重大影響。從 2007 年迄今的就業數字就可以觀察到，雖然美國住房產業刻在衰退，但是 2007 年前 7 個月間，平均每月新增就業數高達 13.6 萬個之多。而且，美國的製造業也正式擺脫前一個時期的低迷狀態，2007 年 7 月份連續第六個月持續成長。顯然，房地產產業的衰退影響美國經濟的程度相當有限。

進一步而言，就整個美國住房貸款市場而言，次級房貸市場的規模不算大。美國金融體系擁有足夠豐富的金融商品與技術，並且存在各種避險工具和方法，市場機制完整，因此較有能力承受類似次級房貸這種危機集中深度爆發的事件。

所以，IMF 認為，由美國次級房貸危機引發的全球金融市場連日動盪，雖然短期內仍未趨於穩定，但應屬尚處於可控制範圍之內。因此 IMF 結論：支撐全球經濟成長的基礎仍然存在，目前信貸市場秩序的重建是一種良性發展過程。對於美國、歐盟及日本貨幣當局日前紛紛向各自銀行系統注入鉅資以緩解流動性不足的做法，是一個短期解決流動性問題的方法，在健全的市場機制下，美國、歐洲、日本的金融市場將以一種有序的方式進行調整，最後終將回歸正常狀況。

長期以來，全球都將美國的金融體系當作效法的榜樣，而美國也常常基於其自身價值觀向全球發展中國家推銷其自由市場的理念。然而，美國次級房貸危機的發生，引發全球的反省，即使像美國金融體系的市場機制相對完善的國家，且金融技術創新不斷，也無法完全有效規避風險。包括美國在內的全球金融監理機構，將會引以為鑑，發展更為完善的監理機制。

肆、次級房貸與亞洲經濟

到底美國次級房貸風暴對亞洲經濟會產生那些影響，我們可以從下列三個管道評估：

1. 亞洲金融機構直接持有美國次級房貸相關證券，包括衍生性金融商品。
2. 美國次級房貸風暴對美國經濟的影響，以及亞洲經濟與美國經濟之間的互動關係。
3. 全球市場調整美國次級風暴影響的過程中，對亞洲市場及經濟的影響。

根據現有的資訊，除了中國大陸、韓國和新加坡的個別銀行及臺灣的一些保險公司，大部分亞洲金融機構並不持有大量與美國次級房貸有關的抵押債券契約，這些機構持有次級房貸抵押證券及其衍生性商品的數量也不多。因此對於多數亞洲地區金融機構的直接影響並不深，最大的風險與影響均與外在經濟環境的股匯市有關。由於證券市場、匯率市場直接與外資互動，市場對相關風險的重估，會直接衝擊這些市場，進而影響亞洲地區的金融與經濟。

美國市場是亞洲地區各新興國家的主要出口地，因此，美國經濟與亞洲地區經濟息息相關。假設因為次級房貸風暴的關係，美國信用卡消費貸款難以像次級房貸般打包重新出售，則美國消費市場勢必受到影響。據此，亞洲經濟將會因為

出口或因為對美國市場出口依賴的影響而受到重大衝擊。然而，從美國經濟與消費現況來看，除了房地產以外，其他消費支出仍然保持著穩步擴張的步調。根據一些大型研究機構的研究報告，以殖利率曲線和金融狀況指數為基礎的模型預測，美國陷入經濟蕭條的概率不到 20%。

次級房貸風暴對全球金融、經濟風險的重估與調整過程，對亞洲市場的衝擊可能會最為直接，最為顯著。最近，亞洲股市普遍下跌、貨幣普遍呈貶值，債券市場也呈現振盪。如果次級性房貸對流動性短缺的影響持續擴大，問題會直接蔓延到亞洲，亞洲的資產市場可能受到更大的影響。因而，亞洲各中央銀行所面臨的主要挑戰，也將由原來的資本流入和流動性過剩，轉向資本流出和流動性不足的現象。這種現象對於中國的影響可能會最深。

目前看來，美聯儲很可能在今年年間持續降息，以協助解決次級房貸所帶來的流動緊縮問題。儘管美國除了房地產行業以外，經濟與消費仍然保持穩步擴張的步調，目前美國的聯邦基礎利率也依然偏高；通貨膨脹率仍然處於較高的水準，且有下降跡象。然而，房地產市場的存貨仍維持在高檔水準，代表美國房地產市場的調整時間可能會比市場預期的估計期更為長久，幅度也會更大。據此，美國在次級房貸危機的影響下，房市出現硬著陸的可能性越來越高，加上次級房貸可能帶來美國短中期經濟衰退的可能性，對以美國市場為主的中國及臺灣，會帶來極大的影響。

職是之故，亞洲各中央銀行的貨幣政策可能將變得相對寬鬆，而投資者對風險的態度則可能變得相對謹慎。在過去幾個月，除了中國大陸和臺灣以外，亞洲大部分經濟體的通貨膨脹已經開始明顯回落，這在印度、印尼、泰國和菲律賓表現得尤其明顯。通貨膨脹壓力下降，意味著貨幣政策再無緊縮的必要。因此一旦金融狀況收緊，多數中央銀行將很容易地轉向放鬆貨幣政策。

相對於美元，多數亞洲貨幣在風暴期間都出現了貶值趨勢，這可能是因為每當市場波動，部分投資者總會自然地往相對優質的資產市場轉移。但是隨著次級房貸問題逐步穩定，亞洲貨幣將會繼續升值。人民幣在 6、7 月相對快速升值以後，最近開始停滯不前，這可能是由於人民銀行希望匯率市場出現雙向波動，不希望因為單向性變化而進一步鼓勵外匯市場投機。

伍、美國次級房貸與中國經濟

美國次級房貸短期內重創全球股市與經濟活動，給中國一個機會。中國仍屬

外匯管制國家，在封閉的外匯環境中，固然可部分自絕於外資的影響，但是中國透過延後緊縮股市政策的方式，在流動性過熱環境中放任股市上漲，例如，延後紅籌股回流 A 股政策，上海 A 股在短期一個多月已上漲逾 50%。顯然中國政府在表態，中國受美國次級房貸的影響甚淺，且中國經濟的未來遠景及能力將會是未來的霸權。殊不知，這次表態中，不知涵蓋了多少與美國次級房貸類似的經濟泡沫。未來，中國終究要為這些泡沫付出一定程度的代價。

若人民幣持續維持目前幾近固定匯率的情形，美國經濟衰退會影響到中國的出口，由於中國正在鼓勵、積極發展內需產業，所以經濟成長依舊強勁，人民幣幣值低估的情形沒有改善，致國際資本流向中國，中國的外匯存底繼續大幅度增加，金融和經濟領域的流動性更加過剩，股市和房市的價格繼續大幅度上漲，泡沫迅速膨脹。最後在外界的壓力之下，人民幣大幅度升值，國際資本從中國撤出，經濟出現降溫，資產泡沫破滅，這種擠中國經濟泡沫的結果終究會在短期或中期在中國出現。

中國大陸的中國人民銀行可能是僅存繼續加息的亞洲中央銀行。中國大陸剛剛公布了 7 月份 5.6% 的通貨膨脹率，不僅高於前一個月的 4.4%，也大大超過了中國人民銀行的全年預期 3.2%。所以，除了 8 月底的升息外，再次升息並且再次提高存款準備金率係必然的政策舉措。

在中國，美國次級房貸危機打破了房地產抵押貸款是金融機構優質資產的神話，中國利率上升的趨勢依舊明顯，在美國次級房貸危機的信心打擊下，會迫使中國的金融機構重新考慮抵押貸款的品質問題，這樣的結果自然會對中國房地產產生一定程度的影響。例如，最近中國內地一些銀行暫停二手房抵押貸款、停辦抵押貸款等措施，都在說明中國的銀行收緊房貸銀根將成為趨勢。銀行一旦收緊房貸銀根，所影響的將不只是房地產產業，終究將會波及到整個資產市場。

從商品市場的角度觀之，次級債危機可能暫時終結商品市場的牛市。若美國次級房貸的風波持續擴大，美國的信貸市場發生一定程度的危機，則原來與房地產相關的美國經濟勢必受到影響，甚至開始衰退。美國經濟具有全球領先地位，世界經濟會因此受到牽連，大宗商品的需求會因此而減少，致商品市場產生大幅度下挫的可能結果。這項結果對於以世界工廠自居的中國，將會產生某些正面的影響。

隨著次級房貸危機的爆發，對投資黑石基金所遭受的損失，中國會重新檢視

外匯投資公司的運作方式。日前將成立的國家外匯投資公司以 30 億美元入股美國黑石集團 9% 的股權，由於次級房貸風波的原因，黑石基金的投資產生大幅虧損。所以，如何在政府政策上規避必要的風險，可能也是中國未來必須解決的問題之一。

陸、次級風暴下的兩岸經濟

由於亞洲地區，主要包括臺灣與中國大陸地區的經濟情況還算穩定，只要美國經濟不致於產生立即性的風險。其次，臺灣與中國大陸地區的金融機構直接持有次級房貸的額度不高，直接損失或影響不深，次級房貸對於這兩個地區的影響主要在於國際金融與經濟環境變動所產生的影響。然而，從兩岸的環境來看，臺灣的金融與經濟環境較為自由，中國大陸屬外匯管制國家，因此次級房貸對臺灣的影響遠甚於中國。第三，當次級房貸襲捲美國、歐洲、日本之際，中國在封閉經濟與金融體制下，且尚處於流動性過熱環境，因此，可借股市上漲或其他類似方式強調並突顯中國在全球經濟強國間的實力與地位，所以，中國股市在美國次級風暴期間，悄悄上漲了 50% 以上，全球無不側目。

美國次級房貸危機對全球經濟最大的影響包括，全球企業併購活動受限、美國房地產遠景不樂觀、美國經濟可能會產生衰退的危機、原物料價格可能會下跌至少不會再飆漲、各國央行會儘量維持寬鬆貨幣環境減少金融進一步產生問題、避險基金及私募基金的退潮導致全球股匯市會較為低迷或較為穩定、各國央行從美國次級房貸風暴中學習到一些監管的經驗等。

在這些影響中，我們將可以看到，由於國際併購活動會降低，原來臺灣充斥私募基金併購活動與預期將會大幅度降低；然而由於中國境內的國際併購本來就不多，所以受私募基金這方面的影響會較少。

美國次級房貸及房地產遠景不佳，會對目前仍然活蹦亂跳的中國房地產產生一定程度的負面影響。基於美國次級房貸的經驗，房地產抵押貸款不全然萬無一失，所以，中國金融業者對於房地產抵押貸款的審查會趨於嚴謹；加上中國仍然處於升息環境，本來中國或其他國家對中國房地產是否具有泡沫就處於爭議階段，據此，中國房地產的行情未來可能會產生一定程度的波動或負面影響。

如果美國經濟未來五年內會產生衰退現象，這是兩岸最關心的議題。無論中國是否為世界工廠，臺灣與中國的外貿出口，美國都是最大的市場，也是最重要的兵家必爭之地。美國經濟衰退，勢必影響兩岸的貿易出口，對於兩岸經濟一定

會產生負面影響。美國經濟衰退對兩岸經濟的負面影響部分會被原物料價格下跌所抵銷，如果根據預測，美國次級房貸風暴會影響到原物料商品行情的下跌。

無論兩岸的央行是否會採取寬鬆貨幣政策，臺灣本來就處於大選期間，政府作多與採取寬鬆貨幣政策是必然的結果，與次級房貸因素無關。中國大陸本身的貨幣市場本來就是流動性過熱的環境。兩岸的這種寬鬆貨幣市場環境，在歐美私募基金與避險基金暫息活動下，兩岸股市受本土化資金或思維的影響會較深，因此，外資概念股會較為平息，具本土化特色的股票的表現會甚於外資概念類股。

筆者相信，兩岸金融監理機構都會引美國次級房貸危機所鑑的經驗，所以，兩岸具有高風險高報酬特性的金融商品，包括衍生性金融商品的監理會趨於嚴格，對於兩岸的市場創新與流動性可能會產生不利的影響。