

金融風險衝擊——兼論對台灣之影響

王麗薰*

摘要

在當今，隨著資本市場全球化的加深，加上各國金融市場之間界線消除以及世界金融市場的聯繫日益緊密，金融系統出現問題，會迅速使國家經濟發展遭受損失和停滯不前，而個人財富也蒙受損失。金融危機有可能引發成市場危機。

「股市是經濟的櫥窗」，股市波動是金融變動的風向球，而金融變動則是一國經濟活動的重要指標。我們的高風險新金融市場，進而影響經濟發展及國家政局穩定並造成國內證券市場的異常波動。

寫本文的目的，就是要對金融全球化現象和金融危機做出多方面思考：金融全球化源；特殊的金融機構，尤其是非銀行機構的作用；在金融全球化新形勢下，支配貨幣特性本身發展的機制。最後，敘述金融全球化對世界經濟運動產生的重要影響。

關鍵詞：新金融市場、資本市場、全球化、金融危機、市場危機

* 富邦證券資深業務經理
上海財經大學金融學院博士班金融學研究生



Financial Risk Impact— Concurrently Discusses to Influence The Taiwan

Wang Li-Syun *

Abstract

In now, along with capital market globalization deepening, adds on between the various countries money market the demarcation line elimination as well as the world money market relation is day by day close. The financial system has the problem, can cause the state economy development to suffer rapidly loses and bogs down, but the individual wealth also sustains a loss. The financial crisis has the possibility to initiate the market crisis.

Writes this article the goal, is must makes the various ponder to the financial globalization phenomenon and the financial crisis : Financial globalization origin; Special financial organ, especially right and wrong bank organization function; Under the financial globalization new situation, the mechanism which control currency characteristic itself develops. Finally, the narration finance globalization the important influence which produces to the world economics movement.

Keywords : New Financial Markets, capital market, Globalization, The financial Crisis, The market.

* Fubon Financia Of Securities, Senior Business Manager
SHANGHAI UNIVERSTITY OF FINANCE AND ECONOMIC



壹、緒論

一、研究背景

2007 至 2008 年席捲全球的金融海嘯顯示，金融機構的高度連結容易形成系統性風險（systemic risk），並威脅金融市場穩定。其實國家之間的連結也會導出系統性風險，進而威脅區域經濟的穩定。這次，以歐元區的主權債務危機（sovereign debt crisis）來說，歐洲國家為了支應持續增加的政府支出，在國際債券市場發債籌資，形成「主權債務」。自 2010 年起，歐元區部份國家希臘、葡萄牙、愛爾蘭、義大利、西班牙等，因可能無力償債，也可能引發一種系統性風險。

我們可以從全球網路（network）連結的角度，來探討金融體系問題盤根錯節、危機重重，稍一不慎，就會牽一髮而動全身，引發連鎖效應。國家若金融監理制度不全，金融體系症候，往往會被股市狂瀾與資產泡沫所掩飾。直到壓死駱駝的最後一根稻草出現，才會呈現出金融體質虛弱不堪面貌。

在當今，隨著資本市場全球化的加深，加上各國金融市場之間界線消除以及世界金融市場的聯繫日益緊密，當金融系統出現問題，市場紀律失靈與政府無力加以節制的弊端，而跨國金融機構規模龐大，難以約束，會迅速使國家經濟發展遭受損失和停滯不前，而個人財富也蒙受損失。金融危機有可能引發成市場危機。

二、研究目的

金融業曾是國內最風光的產業，號稱金飯碗，吸引了許多一流人才加入。然而近十多年金融業卻出了很多問題，使我國金融的國際競爭力遠落於其他領域之後，成為妨礙我國整體競爭力的重要因素。要將金融改善，首先必須先瞭解金融問題在哪裡，以及造成這些問題的原因是什麼？且必須讓人民瞭解各種金融問題會造成或已造成多大的傷害。

寫本文的目的，希望透過一些案例及研究，加強對危機動因和金融風暴誘因的掌握。就是面對全球金融危機，台灣本身的金融問題也荊棘遍布，金融重建工程所衍生管理後續問題亦多，有待政府與有識之士共同省思與解決。要對金融全球化現象和金融危機做出多方面思考，從金融全球化起源、特殊的金融機構，尤其是非銀行機構的作用；在金融全球化新形勢下，支配貨幣特性本身發展的機制。

首先，通過金融風暴基本原因的了解，能夠盡量減少危機突然帶來的衝擊、造成的損失和持續的時間。其次，通過發現企業部門和銀行部門中最早滋生金融風暴的根源，讓企業管理階層能提早看到風暴的預警信號，即時作出明智的決定，幫助所在企業躲過風暴的肆虐。最後，敘述金融全球化對世界經濟運動產生的重要影響。



貳、高風險新金融市場

新金融商品是財富管理中重要的一環。不同於傳統的股票、債券等金融工具，新金融商品的設計相對複雜，但報酬結構也比較有彈性，因此，搭配不同的情境下操作，投資人都有獲利的可能。而它同時具備投機、避險、套利三種功能的特性，是許多避險基金能不受景氣好壞的影響，得以穩定獲利的關鍵，有權證、期貨、選擇權、ETF、可轉債、存託憑證及結構型商品等。

新金融商品最主要為結構型商品，結構型商品興起的時空背景，最主要的因素為股市陷於空頭市場。當景氣復甦緩慢，利率維持低檔，投資人在承受2000年以降全球股市崩盤的抨擊後，在股票市場投資獲利不理想，而在利息持續低迷的刺激之下，資金亟需出口，而新金融商品因為其產品特性，遂取代傳統的投資模式，成為投資人趨之所鶩的投資工具。

優點：投資人對於具有衍生性金融商品概念的結構型商品的接受度日益提高，成為投資新寵，在業界造成搶購熱潮。結構型商品之所以填補了股票與債券等投資工具的缺口，一方面是由專業的設計能力減低了投資人對未來報酬的不確定因素，如保本型商品在承作當時已能估算最大可能損失；另一方面，結構型商品的吸引力存在於其契約的彈性，經由財務工程的專業設計能力，可針對市場行情與投資人屬性量身訂作契約。

缺點：最常見為銀行界代銷之外國券商發行之連動式債券，由於是以外幣計價，對新台幣造成衝擊；其次，這種連動債券連結標的是外國利率、股價指數或股票，對國內投資人而言，不單對連結標的物不熟悉而貿然進行投資，對國外市場資訊之取得也存在時間落差，在在都使得投資結構性商品的風險提高。近年來台灣在結構型商品之發展，由於其結構型商品業者可賺高額手續費、匯差、利差…等，銀行理專會極力銷售，雖然深具投資價值，自2003年7月以來，市場成長迅速，2009年市場成交金額共新台幣823億元，為2008年市場成交金額的1.1倍。但從發生美國次級房貸風暴、雷曼兄弟破產、美國銀行及企業產生經營危機或破產倒閉，才知風險無法計算，讓投資人及業者產生恐慌，陸續產生問題。

一、金融自由化發展衍生問題

在經濟及金融全球化的當下，無論是商品貿易或資金的移動，各個市場均存在著緊密的關連性。近四分之一個世紀以來，自由市場學說主導了一切，本文主要討論的是經濟理論之間的戰爭，包括某些理論如何導引出了失敗的政策、引發經濟危機。

(一) 金融自由化的多元面向

金融自由化的多元對金融產生的影響主要表現在以下幾方面：

1、利率自由化



2、混業經營。金融自由化的另一個主要措施是放鬆金融機構業務範圍的限制，使得金融業由分業經營走向混業經營。

3、金融創新。近幾十年來，金融創新從根本上改變了整個金融業的面貌。但隨著新市場和新技术的不斷開發，許多傳統風險和新增加的風險往往被各種現象所掩蓋，給金融體系的安全穩定帶來了一系列的問題。

4、資本自由流動。伴隨著金融自由化的發展，資本項目開放加速，資本自由流動逐漸成為一種觀念，許多人認為資本在所有國家之間的自由流動，與商品和服務的自由貿易一樣，可以互利互惠。但隨著對資本管制的解除，當本國銀行從國際資金市場上借入外幣資金，並將它貸給本國借款者，就承擔了外匯風險。在現代市場經濟中，基於動態變化過程來分析經濟主體的行為方式，是評價金融脆弱性形成、發展及經濟蕭條時期經濟運行的必不可少的環節。為了使分析更為充實，特別提出用分析影響資產價格的變數時，考慮到流動性偏好帶來的貨幣流量的變化、流動性偏好的不確定性以及投機預期的變化等因素。

（二）金融自由化衍生的問題

1、金融脆弱性，金融危機的爆發雖然表現為突然發生，但實際上是經歷了脆弱性的積累。Oliver Williamson¹研究了1980--1997年間35個發生系統性金融危機的事件，發現其中24個金融危機與金融自由化有關。金融自由化在相當程度上激化了金融固有的脆弱性，暴露出金融體系內在的不穩定性和風險。

2、但隨著金融創新，新市場和新技术的不斷開發，許多傳統風險和新增加的風險往往被各種現象所掩蓋，給金融體系的安全穩定帶來了一系列的問題。

3、隨著對資本管制的解除，當本國銀行從國際資金市場上借入外幣資金，並將它貸給本國借款者，就承擔了外匯風險。

4、流動性偏好帶來的貨幣流量的變化、流動性偏好的不確定性以及投機預期的變化。

5、相互依賴是一種客觀存在的事實，有賴於強制力或著要付出代價的相互影響和相互聯繫。

二、新金融商品產生的問題

近來歐債的不確定，美國聯準會（Fed）主席柏南克在自己的博士論文中寫道，「無論在

¹. 2009年諾貝爾經濟學獎得主，由美國學者歐斯特魯姆(Elinor Ostrom)和威廉森(Oliver Williamson)共同摘下桂冠，得獎主題為「經濟治理(Economic Governance)」。其中，Oliver Williamson為知名新制度學派創始人之一，其從制度、交易成本、財產權、治理機制等層面，分析經濟活動變遷興衰的理論，對現今風險控管與公司治理議題之研究，具有重要影響與啟發。



風險管理或回報預期上採取什麼措施，不確定總會阻礙投資。」為了追求更高的收益，金融機構不斷發明新穎、奇異、複雜難解的衍生性信用金融商品，把許多原本無法在市場流通的商品證券化後，轉賣出去，賺取手續費。全球金融資訊網路的緊密相連，也對流動性氾濫推波助瀾。

（一）信用過度膨脹

傳統商業銀行、保險公司與投資銀行的界線已經瓦解，合體金控巨獸的業務無所不包，一面扮演投資人角色，一面又諮詢客戶投資自己提供的金融資產。這不但造成利益衝突的潛在道德風險，也使金融機構變得太過龐大，沒有央行敢坐視其倒閉。當金融機構躲在「大到不能倒」的保護傘下時，往往就漠視風險。資金調度與資產變現的快速便利，使所有人都以為信用額度隨時垂手可得，而且總能保持在低廉的價格。

（二）大到不能倒"too big to fail."

市場力量原本扮演制約的功能，可以懲罰過度擴張信用風險的金融機構，使其虧損倒閉。但金融機構過於龐大，任其垮台可能造成系統性危機，因此「大到不能倒」的保護傘使市場約制失靈。小型金融機構也加速合併，希望能獲得這樣的保護傘。而跨國金融機構規模龐大，難以約束，已成為破壞市場紀律的金融巨獸。

（三）各國自處理步調不一

各國央行目前似乎只小心翼翼地採取技術性的因應措施，對如何邁向更有效的金融監理卻欠缺明確的遠見，深怕過度干預會扼殺市場活力。於是市場機制與政府約束兩頭失靈，金融紀律蕩然無存。因此，權威經濟學家考夫曼（Henry Kaufman）² 呼籲 Fed 儘快擬定合適的貨幣政策，在市場紀律與政府管制之間取得平衡，否則更大的金融動盪還會繼續發生。一旦企業獲利開始下降，低於投資等級以下的垃圾債券，可能將是另一場大地震的震央。

參、新市場金融風暴的起因

因為隨著金融自由化、國際化的進展，金融管理機構——行政主管當局的金融檢查功能早已力有未逮，唯有行政主管機關保持中立原則，同時在市場機能充分發揮下，教育民眾重視各種資訊，慎選金融機構，並且建立正確的風險管理觀念，才能真正保障自己的權益。而透過風險管理觀念的普及，政府以及民間建立起危機意識，才能促使金融機構重視經營體質

²亨利考夫曼（HENRY KAUFMAN），生於 1927 年德國，是美國經濟學家及財務顧問。1962 年至 1988 年在所羅門兄弟公司工作，亨利考夫曼先生是亨利考夫曼公司與公司，公司成立於 1988 年 4 月專門從事投資管理，經濟和金融諮詢服務。考夫曼的書，“On Money and Markets, A Wall Street Memoir”（對金錢和市場，華爾街的回憶錄），2000 年 6 月出版。

Henry Kaufman, 2007/08/15, “Our Risky New Financial Markets”, 華爾街日報 Page A13



的健全發展，減少金融危機產生，並降低金融風暴發生的機率。

一、近來金融風暴前夕及起因

一般來說，金融市場的風險不是以單一大型事件的方式出現，而是一連串小事件，通常大家都會忽略，而產生蝴蝶效應（The Butterfly Effect）³。如近來次級房貸問題，造成歐債危機之原委，美林公司首席美國策略師伯恩斯坦（Richard Bernstein）以放在微波爐加熱的爆米花，比喻這八項核心風險⁴，因為就像啪的一聲成為爆米花的玉米，每個風險都是獨立事件，但最後一整袋都是爆米花，就像市場風險連環爆一樣危險。

從以下事件及可看出金融風險擴及範圍。

（一）亞洲金融風暴

在 1997 年爆發亞洲金融風暴前後的泰國經濟狀況，可以發現主要差異在於 1997 年爆發金融風暴前，泰國經濟出現泡沫現象，整個社會存在著投機行為，尤其是房地產業和證券市場。加上民間過度消費導致經常帳出現逆差，必須透過舉借外債來彌補。當時，泰銖匯率機制亦缺乏靈活性，不但成為導致外債迅速高漲的因素之一，而且還衝擊出口貿易表現。儘管當時的泰國政府採取了釘住一籃子貨幣（Basket of Currencies）的匯率機制，但實際上泰銖匯率的浮動幅度很小，幾乎完全與美元匯率掛鉤。

1997 年 5 月，以索羅斯為代表的國際金融投機者瞄準泰銖注入大量熱錢，迫使泰國政府於 7 月 2 日宣佈放棄實行了 14 年的泰幣與美元掛鉤的固定匯率制，實行浮動匯率制。亞洲金融危機正式爆發，並很快波及菲律賓、印尼、馬來西亞等其它東南亞國家；10 月下旬，國際炒家索羅斯移師香港，香港恆生指數自 1996 年以來首次跌破 10000 點；11 月中旬，韓國爆發金融風暴，隨之日本一系列銀行和證券公司破產，東南亞金融風暴演變為亞洲金融危機。⁵

³. 「蝴蝶」效應理論出自於一篇氣象學家愛德華·羅倫茲(Edward Lorenz)的論文題目(Predictability: Does the flap of Butterfly's Wings in Brazil Set off a Tornado in Texas)「預報：一隻在巴西拍動翅膀的蝴蝶，會不會在德州引起龍捲？」。意思是：所有的人、事、物都是由微小的東西所組合而成的，你只要在剛開始有個一不小心，一點點的小錯誤就可能釀成不可挽回的大災難。

⁴. <全球金融八大風險 像爆米花，連環爆...>，《經濟日報》，2007 年 8 月 24 日，A2。美林公司首席美國策略師伯恩斯坦（Richard Bernstein）表示，最近全球金融市場「突然出現」八大核心風險，如印度央行 3 月 30 日調高隔夜拆款利率一碼至 7.75%，大出外界意料。他指出其他七項核心風險分別為 2006 年 9 月避險基金業者 Amaranth Advisors 倒閉、委內瑞拉威脅將部分產業收歸國有、厄瓜多警告可能無法償還外債、部分商品出現空頭市場跡象、泰國手法拙劣的資本管制、美國次級房貸市場風暴，以及美國決定對中國課徵貿易關稅。

⁵. 1997 年 5 月，以索羅斯為代表的國際金融投機者瞄準泰銖注入大量熱錢，迫使泰國政府於 7 月 2 日宣佈放棄實行了 14 年的泰幣與美元掛鉤的固定匯率制，實行浮動匯率制。因此，泰銖兌美元匯率下跌 20%，創下有史以來的最低紀錄。亞洲金融風暴全面爆發。



(二) 美國次級房貸風暴

1、銀行成“房東”是金融風險前兆⁶

在房地產持續幾年的高燒和泡沫中，商業銀行以及其他金融機構起到了推波助瀾的作用。在信貸資金大量投入、房地產市場秩序混亂、炒房炒地皮猖獗等許多因素共同作用下，一方面導致市場高燒不退，泡沫越吹越大，另一方面風險特別是金融風險正在累積，一旦泡沫破裂，這種風險就會立刻出現。而這個風險出現的前兆之一就是，銀行無法用貨幣資金收回貸款，只有通過法律等強制手段收回房產和地皮。

2、美國次級房貸風暴受害者並非僅限於美國本土

由於全球資本市場緊密相連，這次踩到地雷最嚴重的是投資銀行貝爾斯坦，旗下二檔基金淨值幾乎賠光，被迫暫停贖回。在歐洲，德國一家銀行 I K B 爆發危機⁷，政府被迫出手救援，為一九三一年以來德國最嚴重的一次危機；法國巴黎銀行凍結旗下三檔基金，暫停投資人贖回，導致歐美股市進一步重挫，除了中國股市外，全球股市皆下跌。

2007年二月開始的美國次級房貸違約問題，當時多數人認為只是小問題，影響有限。至七月底次級房貸危機擴大，大規模違約及倒閉事件引發全球股災，世人才警覺到問題的嚴重性，但是，認為次級房貸風暴影響層面尚可控制者仍屬多數。至八月九日法國巴黎銀行凍結三檔債券基金贖回後，歐洲央行連續兩日在貨幣市場緊急注資二千億美元，美國聯準會及全球央行亦紛紛跟進，才暴露出次級房貸風暴引發的信用危機已擴散到全球金融市場；恐慌性心理也讓全球股市跌勢一發不可收拾。追根究柢，次級房貸風暴主因在於衍生性金融商品的過度發達及全球化趨勢，導致信用無限度擴張。次級房貸的過度膨脹是美國長期低利政策及房地產市場泡沫所造成，但次級房貸之所以有源源不斷的資金注入，是因為金融機構將房貸的債權包裝成高利率的金融商品，也就是所謂抵押債權證券（CDO, Collateralized Debt Obligation），再賣給追求高利的全球各地投資人包括各類基金、銀行業、保險業等金融機構。

這波全球股災來自恐慌心理，恐慌心理來自前所未聞的陌生利空，不但次級房貸問題陌生，其牽連資金難以估算，沒有一個確切的影響範圍，也就找不到停止恐慌的理由。

(三) 台灣卡債風暴

台灣卡債問題的根源，肇因於消費金融市場背後的市場利益龐大。根據金管會的評估，台灣的消費金融市場每年約有 1400-1600 億的利潤。因企業金融獲利縮減，這樣龐大的商機，促使銀行競相衝刺信用卡與現金卡的發卡量，雙卡發卡量爆增，以圖透過市佔率搶食消費金

⁶余豐慧（2006），〈銀行成“房東”是金融風險前兆〉，《新華網》。

（http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/comments/2006-06/07/content_4656632.htm）

⁷德意志工業銀行(IKB)，I K B 主要對小型企業長期融資，成立於八十二年前的 IKB，位於萊因附近一棟有七層樓的石砌建築內，其主要業務是對德國小型企業提供長期融資。



融的市場大餅。

而銀行發卡不需經過嚴格的徵信過程，憑名片即可辦卡、以卡辦卡、快速核卡的行銷手段紛紛出籠，金融監理機關卻未及時糾正銀行發卡浮濫之惡習，消費者亦欠缺良好理財觀念而過度舉債，銀行不當催收或委外催收，造成暴力討債事件頻傳，不少債務人不堪負荷而自殺，以致引爆嚴重的社會問題與信用危機。

台灣在經歷信用卡與現金卡「雙卡風暴」的過程中，社會各界未能充分溝通，因而在相關爭議的討論中，往往忽略了關鍵的問題。卡債問題頻傳後，社會上著眼於債務人的困難，而提出降低利率上限、修訂破產法、甚至不必還錢等情緒性的主張，也導致銀行的角色和形象普遍遭到社會的誤解。⁸ 其實雙卡債牽涉到消費者、銀行、政府等層面，而卡債問題的成因，乃在於需求及供給面出現了一些問題，而這些問題主要必須透過銀行與政府的共同努力加以解決。

（四）歐債危機之成因

1、歐債危機肇因於缺乏完整之財政治理

第二次世界大戰後英國首相邱吉爾(W. Churchill)於 1946 年倡導「歐洲合眾國」(USE)，且法國政治家莫內(J. Monnet)亦積極奔走與籌設 USE 以期永久和平與消弭戰爭，經獲得歐洲各國政治領袖之善意反應，乃遵循其理念而進行一系列之整合。1960 年代因美國財政赤字與貿易赤字不斷擴大，而造成美元大幅貶值與國際金融動亂之衝擊，乃促成歐洲跨國匯率整合因應危機，進而促成貨幣合作與整合。為顯示各會員國間之平等地位，乃依照編排順序由各會員國每半年主辦一次高峰會議（簡稱「峰會」）輪流當家作主。此一不斷折衝與協調之整合成就，事實上已把過去殘酷與血腥之戰爭，改由和平與民主所取代，並已帶給歐洲數百年以來最長久之和平與繁榮。惟因缺乏財政聯盟嚴加糾正財政紀律，乃造成執行財政紀律較差之成員國大量發行公債，未擲節支出，甚至揮霍無度。2008 年 9 月美國爆發金融海嘯衝擊全球金融與經濟後，EU 各國須以財政政策挽救經濟，而使赤字與公共負債皆大幅增加，最後終於引爆歐債危機。造成歐元區只有完成貨幣聯盟故仍無法解決成員國之財政失衡問題，此乃歐元區發生債信危機之結構性問題與根本原因。

2、缺乏經濟治理之組織結構性問題

當時法國由社會黨執政，因恐規範財政政策會限制成員國之經濟發展，乃要求在該公約中

⁸許淑芬，〈雙卡風暴的成因與對策〉，《台灣智庫通訊》，第 20 期（2006 年 10 月 31 日）。



加入「不妨礙經濟成長」因素，而保留各成員國之財政自主權。造成歐元區只有完成貨幣聯盟故仍無法解決成員國之財政失衡問題，此乃歐元區發生債信危機之結構性問題與根本原因。其中又以希臘最為嚴重，到了1997年11月爆發債信危機後，因不斷罷工反抗，乃被國際禿鷹趁機狙擊而重挫全球股市。爾後因債信危機不斷蔓延，乃擴大致財政欠佳之成員國，包括希臘在內之所謂「歐豬五國」(PIIGS 國家，指葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、與西班牙)之歐債危機，並衝擊歐元區與全球金融市場之動盪與緊張。大家再度認為單一共同貨幣進行整合時，應健全經濟治理(Economic Governance)，其範圍除貨幣聯盟(Monetary Union)外；尚應涵蓋控管政府預算與負債之財政聯盟(Fiscal Union)，與區域貿易整合最高境界之經濟聯盟(Economic Union)。目前歐元區只有貨幣聯盟整合而無財政聯盟，故迄今尚無政治力可約束成員國之財政與稅收，乃形成嚴重之結構性問題。

二、對金融市場影響

現今歐債危機將造成全球經濟減緩，對台灣金融面直接衝擊小但由產業面間接衝擊大，但對股市衝擊較大。

(一) 金融方面

2012年9月底本國銀行對歐豬五國(PIIGS，葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙)的國際債權僅43億美元，占全部餘額的2.4%。本國銀行對PIIGS 歐豬五國的曝險金額低，所受衝擊不大。⁹

(二) 經濟成長方面

歐美銀行則因信用緊縮，授信成長率均低於全年經濟成長率，不利民間部門取得資金，恐怕進一步影響經濟成長。但國內銀行因曝險金額甚低，今年1至10月放款與投資穩定成長，銀行資金供給充裕，足以支應經濟成長所需。

(三) 國內股市方面

歐債危機對國內股市的衝擊較大，則是不爭的事實。相較國際股市，2011年台股跌幅明顯較深。根據統計，從7月底到12月21日這段期間，台股加權股價指數下跌19.4%，與同樣下跌19.4%的香港恆生指數，並列成為全球下跌最多的兩個市場。

⁹彭淮南(2012)，〈歐債危機對全球經濟金融之衝擊—兼論對台灣之影響〉，《央行報告》。



肆、面臨金融危機的困境

一、目前台灣金融面臨的困境

金融業曾是國內最風光的產業，號稱金飯碗，吸引了許多一流人才加入。然而近十多年金融業卻出了很多問題，使我國金融的國際競爭力遠落於其他領域之後，成為妨礙我國整體競爭力的重要因素。要將金融改善，首先必須先瞭解金融問題在哪裡，以及造成這些問題的原因是什麼？且必須讓人民瞭解各種金融問題會造成或已造成多大的傷害。本段就台灣幾個重要的金融問題的原因、傷害，以及其解決方向做一些說明。

（一）金融監理制度困難度增加

台灣金融業邁向全球化發展及其金融監管具有實質意義。資本市場與貨幣市場同為金融市場的兩大支柱，雖然股票市場只是資本市場的一部分，卻是產業的重要籌資及流動性管道。但台灣的資本市場波動性大，故金融制度上宜求健全，及力求透明化，以降低市場風險，提供多樣化籌資及投資的管道，建立分散風險及分擔風險的機制。並從證券市場引導部分金錢儲蓄轉為證券投資，俾有助於工商企業的快速和長期發展，其角色隨者自由化、國際化及全球化的浪潮而與日俱增。

而目前股票價格的過度波動（Boom—bust）是一種市場上的“失靈”，從本質上講，“失靈”是一種價格與價值的脫離，從而使得市場、價格機制遭到破壞。事實上，“失靈”在任何金融市場上都會存在。而羊群效應是證券市場的一種異象，它對證券市場的穩定性、效率有很大影響。在國外的研究中，資訊不對稱、經理人之間名聲與報酬的競爭是羊群行為的主要原因，而作者曾經也針對證券市場個人投資者與機構投資者之間的羊群行為進行了分析，¹⁰從另一個角度揭示這一異象的原因與影響，提供一種合理可行的分析視角。

（二）面對金融全球化危機

1997年金融危機在東亞國家間發生，但在危機中所撤出的資金其擁有者卻遠在美國。索羅斯旗下的各種基金不需於各國設立分公司，即可直接進入東亞各國而影響各國的金融市場。雖然說各國金融體系的不健全才是引起危機的主因，但是這些投機資金的突然大量進入或撤出，對一個小型經濟體而言，不論其金融體系有多健全，都會造成一定程度的影響。相較於大型國家（如歐、美），一個小型經濟體在全球化下更無法掌控自己的命運，台灣屬於小型經濟體，又介於中國、美國之間，受到全球影響更深遠，人民的福祉並非全由台灣人民所能決定。

¹⁰.作者王麗薰在證券業從事14年，觀察投資人心態針對證券市場羊群效應提供另一角度分析。



1、互賴引起銀行危機

從2008年底雷曼兄弟破產，導致全球金融海嘯起，銀行業的倒閉，深覺金融市場的脆弱，而金融脆弱性理論最早是關於貨幣脆弱性的論述，Karl Marx（1867—1894）¹¹認為，貨幣在它產生的時候就已經具有了特定的脆弱性。針對1877年經濟危機中銀行大量倒閉的現象，Karl Marx提出銀行體系內在脆弱性假說，認為銀行體系加速了私人資本轉化為社會資本的進程，為銀行信用崩潰創造了條件，這是從信用制度的角度來分析銀行的脆弱性。

Fisher, Ronald Aylmer（1956）¹²，指出銀行體系脆弱性很大程度上源於經濟基礎的惡化，這是從經濟周期角度來解釋銀行體系脆弱性的問題。金融脆弱性也會在外力或內在偶然事件的影響下激化成金融危機。特別是在金融市場膨脹發展之後，虛擬經濟與實體經濟漸漸脫節的背景下，金融脆弱性有一種自增強的趨勢。

2、信息不對稱

Frederic Mishkin（2007）¹³認為，正是因為存在信息不對稱所導致的逆向選擇和道德風險，以及存款者的“囚徒困境”可能引起的存款市場上的銀行擠兌，因此銀行等金融機構具有內在的脆弱性。Mishkin還直接將銀行危機與道德風險相聯繫，認為銀行危機是因為逆向選擇和道德風險的不對稱信息問題而嚴重惡化。

3、資產價格的波動

John Maynard Keynes¹⁴，認為大多數經濟決策都是在不確定的條件下做出的。金融市場的不確定性首先來自於金融資產未來收入流量的不確定性，這種不確定性又來自於生產性投資自身的風險。Keynes在"Theory of Employment, Interest and Money"中分析，投資取決於投資者對未來市場前景的心理預期，而這一預期又是以投資者對於未來模糊的、不確定的、缺乏可靠基礎的偏差而發生劇烈的市場波動。金融市場的脆弱性，往往是從價格波動的角度來研究的。金融資產價格的不正常波動或過度波動，積累了大量的金融風險，極其容易爆發危機。Jorion,

¹¹. Karl Marx 卡爾·海因里希·馬克思（德語：Karl Heinrich Marx，1818年5月5日—1883年3月14日），馬克思主義創始人。猶太裔德國人，政治學家、哲學家、經濟學家、社會學家、革命理論家、記者、歷史學者、革命社會主義者。）、《資本論》（1867年—1894年）

¹². Fisher（1890~1962），生於倫敦，卒於 Adleide（澳州）。英國統計與遺傳學家，現代統計科學的奠基人之一，並對達爾文演化論作了基礎澄清的工作。1943至1957年他回劍橋大學任教，1952年受封爵士，1956年出版《統計方法與科學推理》。

¹³. Frederic Mishkin 出生於1951年1月11日，出版《貨幣銀行/貨幣理論及政策》（The Economics of Money, Banking and Financial Markets (Alternate Edition)），2007年。《金融市場與機構》（Financial Markets and Institutions），2009年6版。

¹⁴. 約翰·梅納德·凱因斯，第一代凱因斯男爵（John Maynard Keynes, 1st Baron Keynes，1883年6月5日—1946年4月21日），一般稱作凱因斯（或譯為凱恩斯），英國經濟學家。可謂經濟學界最具影響的人物之一。他發表於1936年的主要作品《就業、利息與貨幣的一般理論》引起了經濟學的革命。這部作品使人們對經濟學和政權在社會生活中作用的看法產生了深遠的影響。凱因斯發展了關於生產和就業水平的一般理論。



P. and Sarkis J. Khoury¹⁵ (1996) 也認為金融市場上的脆弱性主要是來自於資產價格的波動性及波動性的聯動效應。Charles P. Kindleberger¹⁶ (1986) 認為市場集體行為非理性導致的過度投機對資產價格有巨大影響，因此過度投機足以引起股市的過度波動。

(三) 台灣金融體系病因

近年隨著台灣廠商紛赴大陸，銀行對企業放款的存放比急遽下跌，面對閒置資金，業者盲目衝刺消金業務的結果，肇生今日之雙卡風暴，亦使業者面臨著放貸無門的窘境。若資金浮濫的現象不紓解，極易形成銀行營運潛在危機。

台商在大陸經營多年後，也面臨想擴大規模，但資金不足的情況；有些台商因經營不錯，希望能掛牌上市卻無國內證券業者可輔導之窘境，故若我國金融業者可登陸，不但有助於台灣資金作更有效率使用，及掌握台商資金使用流向，並可協助台商提升在大陸的競爭力。¹⁷此外，我國金融業的產值佔 GDP 比率已超過 10%，若金融業能順利發展，對臺灣經濟發展將有極大正面效應，惟國內市場太小，一定要向外發展。只可惜礙於兩岸特殊政治環境，目前銀行業才開放赴大陸投資，無法提高競爭力形成台灣經濟進一步升級及轉型的助力。

台灣金融危機真正的病灶在於金融市場受到政治過度介入、金融監理不夠嚴謹以及金融法制未能因時制宜。總體環境變遷，台灣無法即時轉型，喪失國際競爭力，產業結構出現問題，而政府推動金融改革的政策方向應當是「放鬆管制、強化監理、接軌國際」，才能解決台灣目前金融困境。

¹⁵. Jorion, P., 和扈利, SJ, 1996 年, 金融風險管理：國內和國際捫 sions。馬薩諸塞州劍橋：Blackwell 出版公司。

¹⁶. 查爾斯·P·金德爾伯格 (Charles P. Kindleberger), (1986) 狂熱, 恐慌與崩潰：金融危機史, 紐約：Basic Books 出版社。

¹⁷. 李紀珠, <大陸開放金融市場, 台灣銀行業的困境與優勢>, 《國政分析》, 2007 年 2 月 27 日。
<http://www.npf.org.tw/particle-1454-3.html>



從表 2，可看出台灣金融體系十大病灶。

表 2 台灣金融體系十大病灶

總體環境變遷	1. 總體經濟環境惡化 2. 產業西進與經濟轉型緩慢 3. 資產泡沫化
產業結構性問題	4. 金融產業結構設計錯誤 5. 過度競爭與直接金融興起至獲利偏低
法規制度缺陷	6. 擔保品的授信文化 7. 市場透明度不足 8. 缺乏即時糾正及退出機制
監理問題	9. 銀行欠缺獨立性導致不當紓困及干預 10. 監理的姑息

資料來源：陳松興、阮淑祥，《一兆元黑洞？為台灣金融重建工程把脈》，（台北：天下雜誌，2003 年），一書整理。

二、台灣金融業發展前途及注意風險

台灣銀行業的前途在哪裡？透過金融業產值占台灣 GDP 比率，或許可窺銀行產業的全貌。從 1997 年占台灣 GDP 比率的 6.69%，到 2001 年的 7.06%，2004 年的 7.52%，2005 年的 7.5%，至 2006 年 12 月的 5.79%；銀行業的整體營運，所佔比率逐年下滑。台灣金融市場規模有限，未來銀行業者，除寄望政府政策鬆綁儘早登陸外，留與不留在台灣市場的銀行業者，實有必要深思未來究竟能發展什麼業務？提供什麼產品服務？

（一）「財富管理」業務推展

深入觀察，故事一再重演的歷史循環，似乎訴說著台灣銀行業的無奈與鬱卒，二次的金融風暴雖然原因各自不同，但發展的過程邏輯卻是相似，歷史經驗顯示銀行業務過程具有可預測的演化曲線：由量測、管理、以致最佳化。銀行基本上應該是強調無風險的非利差收入，而非風險利差的替代，可惜的是實際操作結果，銀行業者採紅海策略，在利率上一路殺價競爭，卻又巧立各項手續費、申請費等名目向客戶收取費用，而產生糾紛情形，例如一推銀行業務行銷高專向個人推銷雙卡或是推銷小額週轉金貸款，以賺取高額佣金現象。

由於卡債風波，這幾年消金業務讓銀行損失慘重，找到「財富管理」寶藏，銀行轉向高資產客戶資產配置規劃，少掉呆帳問題風險，未來潛力無窮。理財專員滿街跑，處處招募基金、保險、債券，客戶是最珍貴的，銀行最大資產是「信用」，若銀行經營心態不改，「財富規劃」或「理財規劃」最後仍是一再推銷客戶購買金融商品（海外基金、連動債、投資行保



單…等)，未充份了解商品內容及介紹，別忘了前一波連動債券風暴，銀行雖幸運閃過，即使一再強調「以往之績效不保證未來獲利，投資人從事投資時應審慎評估」的投資建議，風險與報酬畢竟是如影隨形，引導客戶購買金融或衍生性商品賺取手續費收入的同時，千萬不要賠上銀行最重要資產「信用」。

（二）房貸仍為重點業務

在房地產持續幾年的高燒和泡沫中，商業銀行以及其他金融機構起到了推波助瀾的作用。在信貸資金大量投入、房地產市場秩序混亂、炒房炒地皮猖獗等許多因素共同作用下，一方面導致市場高燒不退，泡沫越吹越大，另一方面風險特別是金融風險正在累積，一旦泡沫破裂，這種風險就會立刻出現。而這個風險出現的前兆之一就是，銀行無法用貨幣資金收回貸款，只有通過法律等強制手段收回房產和地皮。

房貸仍為銀行兵家必爭之地，就擔保性而言房屋貸款業務仍是最佳的業務之一，只是目前房價一再創新高之餘，自住購屋與投資客的篩選就更加重要，否則高成數房貸在房市反轉時，又將重演以往九成甚至十成彈性房貸的歷史。

1、房地產最主要生產要素的土地十分有限，而我國人口眾多，嚴重的城鄉收入差距，使人們又紛紛湧向城市，導致住房需求巨大。再加上房地產市場的混亂局面，使房價持續走高，並且預期價格繼續走高的心理長期不能消失，房地產利潤大幅增長，甚至出現暴利。金融業特別是商業銀行是以經營貨幣為主的特殊企業，資金作為生產要素必然流向效益高的地區和行業，這是市場經濟的一個規律。加之流動性嚴重過剩，信貸資金在高利潤的房地產行業尋求一杯羹就是很自然的事情了。

2、房地產泡沫破裂風險出現的前兆之一就是，銀行無法用貨幣資金收回貸款，只有通過法律等強制手段收回房產和地皮。

3、信貸資金在運用中必須堅持“三性”，即：安全性、流動性和效益性。

4、在世界歷史上，三次房地產大泡沫。美國 1926 年房地產泡沫破滅，許多破產的企業家、銀行家或自殺、或發瘋，有的則淪為乞丐。爆發巨大金融風險，間接引發上世紀 30 年代世界經濟危機。日本 1991 年房地產泡沫破碎，導致日本長達 15 年的經濟蕭條，一部分金融部門倒閉。東南亞、香港 1997 年房地產泡沫破碎，香港出現十幾萬名百萬“負翁”，大批金融部門被迫關門大吉。而銀行貸款不能收回貨幣資金，無奈收回房地產後，一是流動性出現問題，二是房地產的暴跌，使房地產處理後，只能抵償很少貸款資金，嚴重資不抵債，最終導致金融風險爆發。



(三) 金融機構掌握企業營運的重要金流

期待政府對大陸金融政策鬆綁，應該只是銀行願景策略選項方案之一而非全部。事實上延攬金融機構優秀人才，規劃配套服務，從中發掘真正無風險利差收入的商機。因為銀行除了想給企業的應收帳款融資業務外，應該有企業更期待的需求等待金融機構提供，政府對金融大陸政策鬆綁並不代表金融機構在台灣市場已沒落，一味去開拓大陸市場，台灣其實仍有不少商機長期以來被忽略，如專案管理等業務。市場需求永遠存在，只是需要更細心傾聽、更多跨領域人才去發掘，期待銀行業有更創新、創意的商業模式出現。

伍、結論

總之，金融風暴尚未遠離，所有存款人、投資人、納稅人必須一起監督的重振經濟決策。金融業代表一個國家最重要的金流產業，本來就不會死亡，只不過政策壓抑、業者怠惰，讓台灣這個產業面臨窒息。只要業者及有心人願意努力，奮力掀起這個產業的壓力，春天的腳步應該也不遠了。

一、金融海嘯後的省思

(一) 自由市場學說主導了一切

2008年下半年開始爆發的經濟大衰退（the Great Recession）讓數百萬美國人及全球民眾失去了自己的家園以及工作，也讓「新經濟」的幻夢完全破滅。它迫使我們必須重新審視許多長久以來被奉為圭臬的想法—近四分之一個世紀以來，自由市場學說主導了一切：完全自由的市場就是最有效率的市場，即使自由市場出錯，它也能夠快速自我修正；小政府是最好的政府，管制只會妨礙創新；各國央行應全然獨立，而且只專注於監控通貨膨脹。

(二) 監督金融決策

銀行過度槓桿操作、房貸行業虛有其表、掠奪式放款加上金融交易欠缺規範，種種複雜因素不論是遠在太平洋彼岸的美國，還是台灣，對所有投資人、納稅人，及財富日漸萎縮的中產階級都不陌生，甚至可能尚未絕跡。這次危機會持續多久將取決於我們現在採取什麼樣的對策，政府引領我們走向何種方向，不希望經濟景況日漸沉淪的所有選民都應該一起認識危機，監督金融決策。危機處理只是第一個關卡，重要的是危機過後的世界會是什麼樣貌。



二、歐債事件後續的影響

在經濟及金融全球化的當下，無論是商品貿易或資金的移動，各個市場均存在著緊密的關連性。因此，面對歐債危機的持續蔓延，台灣自然也無法規避其衝擊。

（一）直接及間接曝險部位

歐債事件對台灣的最直接影響，就是國內金融機構對出現債務疑慮的歐洲國家（主要是歐豬五國：PIIGS，葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘、西班牙）的曝險情況，而這關係到國內金融機構的曝險部位多寡。若只就歐豬五國而言，目前國內金融機構的放款或投資部位不大，且授信多是參與國際聯貸、足額擔保、或高信評企業，相對的損失機率也較小。若是再以持有到期的觀點來看，除非此些國家確定倒債，否則並不會影響持有歐債的國內金融機構損益。總的來看，在直接及間接曝險部位這方面，歐債對台灣的影響並沒有想像中來得大。

（二）直接及間接出口

台灣經濟成長主要動力來自貿易出口及其所帶動之產業投資及技術創新。2011年第二季開始，無論世界或台灣，均出現經濟成長率意外下滑局面。事實上，根據台灣經濟研究院所發佈的台灣整體製造業景氣信號，也可以清楚看出，從2011年4月開始至10月，台灣製造業景氣已連續7個月呈現低迷現象。因為歐美及中國大陸經濟成長趨緩，使得台灣製造業出口成長減慢速度，才造成此種結果。

歐債危機持續地蔓延，已對全球的經貿往來造成一定的衝擊，尤其對極為仰賴出口帶動經濟成長的台灣而言，殺傷力也特別明顯。以2010年台灣及中國大陸進出口資料觀之，歐盟占台灣整體出口的比重約為10%左右，但由於目前台灣的三角貿易現象明顯，若加計中國大陸出口至歐盟高達19.72%的比重，台灣整體出口至歐盟的比重可能接近兩成。若歐洲經濟一直受困於歐債而持續低迷，台灣的出口勢必也將受到嚴重衝擊，從而影響經濟的表現。

（三）心理因素（恐慌無助心理的反應）

歐債事件對台灣最大的影響應該是來自心理因素。亦即，恐慌心理的蔓延，導致金融市場（包括股市、匯市及債市等）失序，出現巨幅的震盪。學理上的自我實現、羊群效應、以及傳染效應，均是這類心理因素發酵的表徵。另一原因，無法預測結束日期。

目前歐債事件發展至此，儼然已形成爛戲拖棚卻又無法結束的窘境。全球金融市場受此干擾，股市也出現重挫又急速反彈的局面，震盪幅度的加大也增添金融市場的風險。另外，



政府最近課徵奢侈稅、證所稅、二代健保…等，引起社會不安及經濟不穩定，都是政府必需思考的問題。

總體經濟策略已經失效，全球趨勢正在轉彎：大前研一疾呼，全球經濟已經無國界化，採用傳統的貨幣理論與經濟政策，並無法產生提振經濟的效益，「如何掌握資金的流向及運用」才是重點。¹⁸今日的世界經濟，已不再由美國、中國、日本獨尊，而是加速多元化。而世界經濟情勢持續震盪，台灣也難逃全球經濟衰退衝擊。

（四）從歐債學到 4 個教訓¹⁹

第 1，施政者經常太晚才付諸行動，拖到金融市場已經失去信心。

第 2 個教訓是政治人物的公開對峙、威脅，將製造金融市場的不安。

第 3 個教訓是暫時的權宜之計可以一時舒緩緊張局面，但到頭來還是要找出更全面的作法，而此時各方已經付出了更高的政治代價。

第 4 個可從歐洲學到的教訓是，財政危機終究要靠財政作法來解決。貨幣政策僅能從旁提供喘息時間，無法解決財政問題。

希望，每次金融危機不僅可以在政策層面帶來一些改變，而且還可以改變大家的基本思維。如果我們能夠做出正確的決策（而非僅是政治上或社會面的權宜之計），我們不但可以大幅降低發生另一次金融危機的可能性，甚至可能催生出更多真正有助改善全體人類生活的創新。但若我們做出了錯誤的決定，我們會面對一個更為分裂的社會、一個更容易產生危機，且更無力面對二十一世紀挑戰的全球經濟。

¹⁸.大前研一（譯者：劉名揚），出版 2012 年，《大資金潮：大前研一預言新興國家牽動的經濟新規則》，台灣，出版社：經濟日報。

¹⁹.Lorenzo Bini Smaghi（譯者：謝東年），〈美國從歐債學到 4 個教訓〉，《金融時報》，2012 年 11 月 22 日，A5。



參考文獻

- 1.大前研一（譯者：劉名揚）（2012），**大資金潮：大前研一預言新興國家牽動的經濟新規則**，台灣，出版社：經濟日報。
- 2.余豐慧，新華網(2006)，**銀行成“房東”是金融風險前兆**。
(http://big5.xinhuanet.com/gate/big5/news.xinhuanet.com/comments/2006-06/07/content_4656632.htm)。
- 3.考夫曼（HENRY KAUFMAN）（2000年6月），*On Money and Markets, A Wall Street Memoir* **對金錢和市場，華爾街的回憶錄**。
- 4.李紀珠（2007），大陸開放金融市場，台灣銀行業的困境與優勢，**國政分析**。
<http://www.npf.org.tw/particle-1454-3.html>
- 5.許淑芬（2006），**雙卡風暴的成因與對策**，台灣智庫通訊，第20期。
- 6.陳松興、阮淑祥（2003年）**兆元黑洞？為台灣金融重建工程把脈**，台北：天下雜誌。
- 7.淮南（2012），**歐債危機對全球經濟金融之衝擊—兼論對台灣之影響**，央行報告。
8. Charles P. Kindleberger 查爾斯·P.金德爾伯格，（1986）**狂熱，恐慌與崩潰：金融危機史**，紐約：Basic Books 出版社。
9. Fisher（1956），**統計方法與科學推理**，國統計與遺傳學家，現代統計科學的奠基人之一，並對達爾文演化論作了基礎澄清的工作。1943至1957年他回劍橋大學任教，1952年受封爵士，（1890~1962）。
10. Frederic Mishkin（2007）1年1月11日，**貨幣銀行/貨幣理論及政策（The Economics of Money, Banking and Financial Markets (Alternate Edition）**）。（2009）**金融市場與機構（Financial Markets and Institutions）**，6版。
11. Jorion, P., 和扈利, SJ（1996），**融風險管理：國內和國際門 sions**。馬薩諸塞州劍橋：Blackwell 出版公司。
12. John Maynard Keynes, 1st Baron Keynes 約翰·梅納德·凱因斯（1936），**就業、利息與貨幣的一般理論**，經濟學界最具影響的人物之一。
13. Lorenzo Bini Smaghi（譯者：謝東年）（2012）譯者：謝東年，**美國從歐債學到4個教訓**，**金融時報**，A5。
14. Karl Marx 卡爾·海因里希·馬克思（德語：Karl Heinrich Marx，1818年5月5日—1883年3月14日）（1867年—1894年），**資本論**，克思主義創始人。
15. Oliver Williamson(2009)諾貝爾獎得主論文獎 論文線上投稿 2009年諾貝爾經濟學獎得主，由美國學者歐斯特魯姆(Elinor Ostrom)和威廉森(Oliver Williamson)共同摘下桂冠，得獎主題為「**經濟治理（Economic Governance）**」。

