



# 美國次級房貸風暴對全球經濟之影響

經建會經濟研究處／陳美菊

## 壹、次級房貸風暴之成因

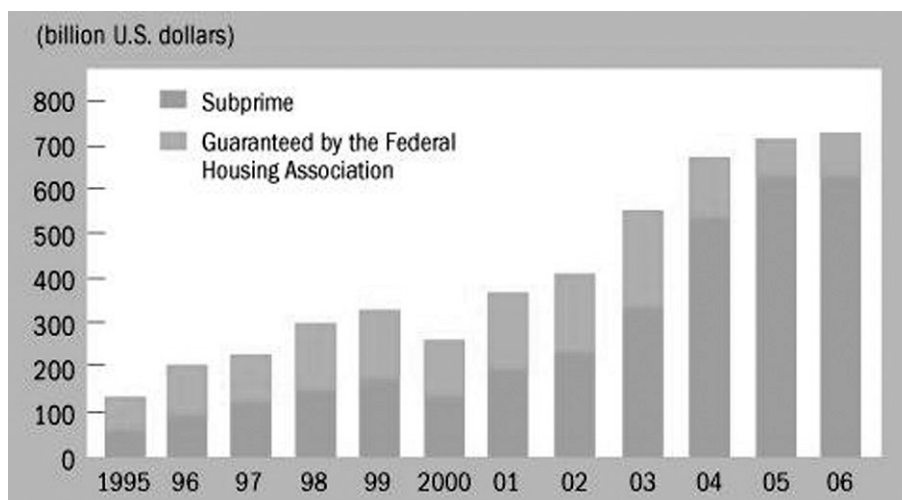
### 一、低利率催生房市泡沫

為因應科技泡沫化及911恐怖攻擊所引發通貨緊縮潛在危機，美國聯邦準備銀行（FED）從2001年1月～2003年6月共降息13次，將聯邦基金利率由6.5%降至1.0%。低廉資金推升美國房價，美國民眾大舉投入，引發房市熱潮。信用較差或缺乏頭期款之個人，因無法經由正常銀行管道取得抵押貸款，只好向次級房貸業者取得所需資金。而這些客戶由於信用評級較差，利率較一般正常貸款高，多屬浮動利率性質。

### 二、次級房貸放款浮濫

由於次級房貸市場競爭過於激烈，加上FED自2004年6月起開始升息，惟殖利率曲線平坦，在長短期利差縮小下，許多金融機構進而爭取次級房貸客戶。而抵押貸款經紀人及次級房貸業者為賺取手續費，開始以各種方式招攬新客戶，包括降低放款門檻、提高放款成數、規避頭期款、延長寬限期及彈性利率等。由於房貸審核標準寬鬆，加上缺乏適當的監督，使次級房貸放款創始金額（origination）由1994年的350億美元增加至2006年的6,400億美元；同期間，次級房貸放款創始金額占整體房貸放款創始金額的比重由5%增加至20%（詳圖1）。

圖1 美國次級房貸的規模



資料來源：Inside Mortgage Finance

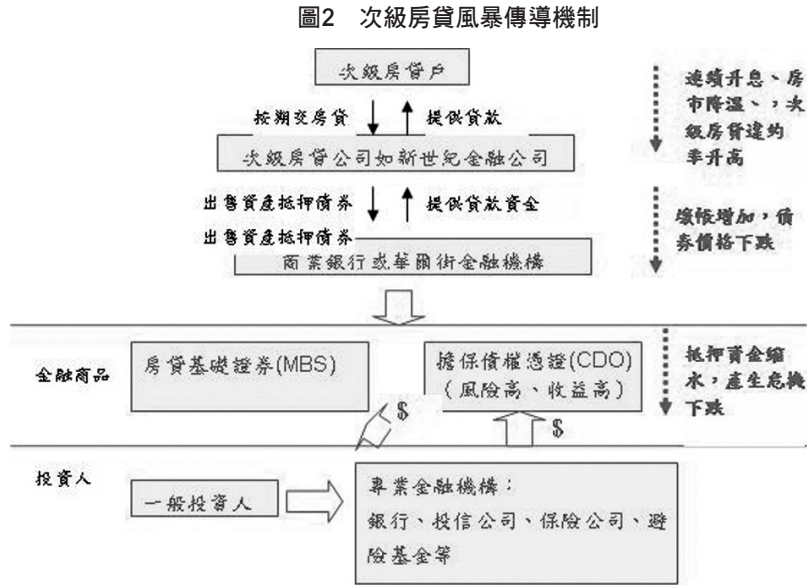
### 三、房市降溫，違約率劇增

美國自2004年6月以來持續升息，並在國會壓力下要求業者改變貸放標準，加上美國房市自2006年起開始降溫，相關資產價格下跌，次級房貸放款浮濫的後遺症陸續浮現。美國房貸銀行協會（Mortgage Bankers Associations :MBA）發布的調查顯示美國住宅違約率自2005年持續攀升，其中，次級房貸違約率更激增至今年第一季13.77%；全體新增法拍屋率則創歷史新高達0.58%。

次級房貸借款者延遲還本付息，違約率提高，造成相關放款金融業者不堪虧損，2006年以來，美國已有超過70家次級房貸公司宣告破產、結束營業或對外求售。

### 四、衍生性金融商品信用過度擴張，加以信評機構不當評比

次級房貸業者將房貸債權證券化後，出售給商業銀行或華爾街金融機構後，券商再包裝其他衍生性金融商品，設計出各種擔保債權憑證（CDO）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。加上國際信評機構給予這類債券很好的信用評級，全球資金供給過剩，誘導全球投資人瘋狂搶購，造成信用市場過度膨脹。

美國房貸違約率提高，進而影響連結金融商品之價值，使全球投資衍生性金融商品為主的基金贖回壓力大增，進而導致信用市場強力緊縮的效應，引發流動性緊縮危機，股市大幅下跌，造成「美國次級房貸釀災，全球埋單」的結果。次級房貸傳導機制詳圖2。

## 貳、對全球金融市場之影響

根據FED估計，美國次級房貸相關信用損失金額約在500億至1,000億美元之間。美國次級房貸流通在外放款金額約1.3兆美元，若以次級房貸違約率15%來估算，次級房貸的壞帳金額約1,950億美元，遠超過1980年代儲貸危機的1,250億美元。由於美國次級房貸經由證券化將風險分散至全球持有者，使次級房貸的危機，擴及至連結衍生性金融商品之價值損失，造成全球信用緊縮危機。

# Trend

## 一、股票市場起伏波動

### (一) 2007年2月底~3月中旬危機乍現

美國股市受到中國股市於2月27日暴跌8.85%的影響，加上次級房貸市場拖欠率提高，以及新世紀公司因爆發財務危機等因素，道瓊工業指數於2月27日大幅下跌416點，全球股市亦受波及，倫敦、巴黎、法蘭克福在內的歐洲股價跌幅均逾2%，隔日，亞洲股市亦全面重挫。

3月13日由於次級房貸拖欠率惡化、法拍率增幅飆高以及新世紀金融公司瀕臨破產，道瓊工業指數再度下跌240點，歐洲股市亦受影響全面下滑；隔日，亞洲股市亦全面下跌，新加坡跌幅最大達3.35%。隨後全球股市逐步回穩，在上市公司相繼發布亮麗財報的激勵下，道瓊工業股價指數於7月19日漲至14,000點，達到歷史最高點。

### (二) 2007年7月底至8月上旬風暴擴大

今年7月以來，美國次級房貸市場風暴擴大，包括優級及準優級房貸承做商美國房屋貸款投資公司（AHM）倒閉，全美最大房貸供應商全國金融公司（Countrywide Financial Corp.）財務出現鉅額虧損，加上信評公司穆迪、惠譽及標準普爾相繼調降數百種次級抵押貸款債券的信用評等，引發多家次級房貸機構的經營危機。

此外，貝爾斯坦（Bear Stearns）旗下以投資次級房貸為主且規模龐大的兩檔對沖基金宣告破產，促使市場重新評估風險價值，企業透過融資取得併購的成本因而提升，投資人對併購案失去信心。加上油價高漲，投資者擔心低利率環境難以維持，股市湧現獲利了結的賣壓，造成道瓊工業股價指數於7月26日及8月3日及9日分別下跌312、208及387點。

歐洲是全球最大的CDO產品市場，亦是美國次級房貸證券化商品的重大買家，歐洲對沖基金大幅虧損，如法國巴黎銀行旗下3檔基金暫時禁止投資人贖回，影響總金額約達16億歐元。德國商業銀行也指稱，投資美國次級房貸的相關部位約12億歐元，第2、3季共認列



8,000萬歐元投資損失；另，專營中小企業貸款的德國工業銀行，受美國次級房貸風暴影響，已被德國政府列為紓困對象。歐洲對沖基金損失慘重，使倫敦、巴黎、法蘭克福在內歐洲股價也都長黑收盤。

亞太各國金融業連結美國次級房貸不高，日本連結部位大多僅占淨值2~3%，新加坡也不超出2%，馬來西亞、印尼、南韓都小於1%，損失金額有限，但龐大的基金贖回潮，使亞洲股市亦受波及。

### (三) 2007年8月全球股市回穩，但投資人信心存疑

面臨美國次級房貸風暴所衍生的信貸緊縮危機，自8月9日起歐、美、日等國央行紛紛挹注鉅額資金因應（見表1），全球股市跌幅已漸縮小，累計至8月22日歐、美、日等國央行已向金融體系注資已逾4,500億美元。美國聯邦準備銀行於8月17日調降重貼率兩碼，由6.25%降至5.75%，美國及歐洲股市立即止跌回升，8月20日亞洲股市亦全面上揚。

但由於投資者擔心抵押貸款虧損引發信用緊縮，可能減弱美國消費支出，加上FED僅調降重貼現率，並未調降影響房貸利率的聯邦基金利率，不足以讓投資人恢復信心。在投資人仍心存疑慮下，未來全球股市漲勢難以擴大。

表1 各國央行（8月9~22日）挹注市場的資金

ECB	8/9 • 948.4億歐元 8/14 • 977億歐元	8/10 • 610億歐元 8/22 • 400億歐元	8/13 • 477億歐元
FED	8/9 • 240億美元 8/13 • 20億美元 8/16 • 170億美元 8/21 • 37.5億美元	8/10 • 380億美元 8/15 • 70億美元 8/17 • 調降重貼現率兩碼 8/22 • 20億美元	
加拿大央行	8/9 • 16.4億加元	8/10 • 17.1億加元	8/13 • 6.75億加元
日本央行	8/10 • 1兆日圓，延後升息 8/13 • 6,000億日圓    8/16 • 4,000億日圓。		
澳洲準備銀行	8/10 • 49.5億澳元 8/14 • 26億澳元	8/13 • 15.2億澳元 8/14 • 30.4億澳元。	
瑞士國家銀行	連續兩天以低於市場水準的2.6%融通利率供應資金給銀行，估計融通資金量約達16.8~25.1億瑞士法郎		
挪威央行	8/9 • 450億克郎	8/15 • 160億克郎	

資料來源：本報告彙整

## 二、利差交易反向平倉，日圓走強

### (一) 日圓走強

由於美國次級房貸風暴的負面效應，擴散至全球信貸市場，導致從事日圓利差交易（carry trade）<sup>1</sup>的投資者大量拋出日圓利差交易部位，對於日圓需求增加，進而推動日圓兌美元匯價上揚。日圓兌美元匯率由今（2007）年6月底的一美元兌123.39日圓竄升至7月27日的118.56日圓，升值幅度達2.95%，8月17日甚至已升值至一美元兌113.84日圓的價位，創近一年來新高。此外，日圓的平倉壓力，導致歐元、紐、澳匯率亦普遍走弱。

### (二) 加深全球股市跌幅

日圓兌美元匯價上揚的趨勢，使投資人擔心能兌換的日圓減少，因此加速出脫所持有的風險資產，導致股市下挫。日圓兌美元匯價上揚與投資者大量降低持有風險資產兩者交互影響下，加深全球股市下跌的幅度。

## 參、對我國金融市場之影響

美國次級房貸市場壞帳風暴擴大，引發的全球金融體系信用緊縮風險，在全球化下，我國亦難倖免。

### 一、股票市場波動加劇，外資轉呈淨賣超

我國股市自今（2007）7月24日達9,744點高點後，隨後受美國次級房貸風波干擾，外資為因應基金贖回壓力，紛紛抽回海外資金等影響，國內股價震盪走低，截至8月17日止，股價已跌至8,090點，短短18日共跌1,654點。同期間，外資淨賣超達新台幣2,926億元，幅度並大於1至6月外資累計淨買超2,631億元（見表2）。

<sup>1</sup> 近年來由於日本利率相對較低，投資者傾向大量借入日圓轉而投資其他獲利、風險相對較高的資產，藉由利差獲取利益，此即所謂的日圓利差交易的現象。



表2 我國股市三大法人買賣金額統計表 (96.7.25至96.8.17止)

單位名稱	買進金額	賣出金額	單位：新台幣億元
			買賣差額
自營商	952	1,114	-162
投 信	1,065	684	381
外 資	5,038	7,963	-2,926
合 計	7,054	9,761	-2,707

資料來源：行政院金管會

以外資持股比率而言，同期間受調降持股較多的業別有：電子相關產業、基金業、水泥業、金融保險業以及生技醫療業等。受美國FED調降重貼現率0.5個百分點影響，亞股於8月20日全面反彈，國內股價亦由8月17日8,090點上漲至8,516點，漲幅達5.26%；但受次級房貸疑慮未除影響，外資仍持續淨賣超達新台幣37.9億元。外資8月淨匯出金額達72.32億美元，創歷史新高，淨匯出規模為歷史次高紀錄的兩倍，目前外資占台股市值比重已達三成，台灣股票市場易受外資的資金調整步調之影響呈巨幅波動。

## 二、我國金融各業損失有限

根據金管會調查與其分析結果，預估金融各業（含保險業、銀行業及證券業）可能損失僅約23億元，就該等影響金額而言，實屬有限。（見表3）

### （一）保險業部分

按金管會保險局調查結果，目前有9家壽險業與3家產險業投資與美國次級房貸市場相關商品，投資金額分別為300億元及1.88億元，連結次級房貸平均比率為31.34%，目前已確定損失的公司為台灣人壽及明台產險損失，共計損失金額為4.5億元，占整體國外投資總額（2兆）0.0225%，占資產總額約0.005%。

表3 美國次級房貸對我國金融業之影響

單位：新台幣

類別		投資部位	預估損失
金融業	銀行	403.8億元	12.12億元
	保險	301.88億元	4.5億元
金融商品	銀行銷售财富管理商品	40.9億元	有限（尚無具體數據）
	投信基金	—	3.1億元
	境外基金	—	3.3億元
合計		—	23.02億元

資料來源：行政院金管會

### （二）銀行業部分

按金管會銀行局調查結果，目前有42家本國銀行中，共有16家銀行之投資部位與美國次級房貸有關聯，總計投資部位餘額為403.8億元。其中除少數銀行有直接投資次級房貸債券外，大部分銀行投資的商品僅有部分連結到次級房貸，或是投資相關公司發行的公司債等，各銀行初步估計之投資損失占其投資部位餘額之比率均不大，金管會銀行局估計損失約12.12億元，損失率（損失占該等投資總額比）3.03%。

經建會估算該等投資總額占銀行業總資產之比率約0.15%，占銀行業淨值之比率約2.34%。另目前5家銀行代售之财富管理商品有連結次級房貸之情形，其銷售金額約41億元，因屬代銷性質，對銀行影響有限。

### （三）證券業部分

按金管會證期局調查結果，目前分別計有2檔證券投資信託基金、25檔境外投資基金，估計損失分別約3.1億元及3.3億元，多數境外基金持有部位之比重則低於1%，故尚不致對基金的投資造成重大衝擊。

由於基金資產與證券投資信託公司本身自有資產有所區隔，不得流用，因而其最大損失為該等基金資產之規模可能縮水及投信公司本身之商譽（reputation）。

## 肆、結語－後續變化趨勢及影響仍待觀察

美國次級房貸風暴引發的全球金融體系的流動性不足，在歐、美、日央行聯手融資及FED調降重貼現率下，股市雖已逐步回穩，惟





由於今日的金融市場已因衍生性商品的連結而更為詭譎多變，以致金融（或資金面）本身的擴散與傳染效應更加迅速與深遠，因此，後續的變化及擴散效應如何，仍應密切注意觀察。

#### （一）布希政府已宣布四大紓困措施，避免房貸違約率劇增

由於次級房貸市場的信用風暴已蔓延至優級房貸，加上2006年新增的住宅抵押貸款中，次級房貸之比重達40%，而這些次級房貸在寬限蜜月期後，也就是今（2007）年底及明年初，恐將再度發生房貸違約劇增的情況。

惟為避免再度信用緊縮造成的全球金融動盪，布希政府於8月31日宣布因應次級房貸風暴四大措施，第一是聯邦住宅管理局（FHA）改革法案，提高擔保房貸金額上限，擴大貸款保險計畫實施對象，以遲延還款的房貸戶可免房屋遭查封；第二是暫緩執行房貸債務免除稅法，幫助房貸戶協商減少貸款餘額和還款方法；第三是指示財政部研究方案，協助還款有困難的房貸戶獲得必要的服務和商品，以免違約，房子遭查封；第四嚴格執行借貸法，加強稽核放款作業，以確保房貸戶有能力還款。

#### （二）全球經濟成長與股市震盪並存

次級房貸風暴對美國疲弱不振的房市，無疑是雪上加霜，進而所引發的信用市場緊縮，未來可能影響民間消費及企業投資，造成美國經濟成長減緩，全球透視公司及美國國會預算管理局均下修美國今年經濟成長預測0.2個百分點，預測美國今年之經濟成長率分別為1.9%及2.1%。

美國次級房貸危機雖造成全球股市全面重挫，但其對全球經濟的影響尚局限在金融面。歐洲及亞洲經濟基本面仍不錯，新興市場體質改善和多數金融機構資本雄厚，故其對全球總體經濟成長的影響應屬有限，全球透視公司最新報告指出，全球經濟基本面仍然強勁，次級房貸風暴不致威脅全球經濟擴張，預估今年全球經濟成長率為3.6%。惟由於投資人對衍生性金融商品價值存疑，以及許多次級房貸連結金融商品將面臨重新評級，因此未來全球金融市場的短期震盪在所難免。