



冰島因應金融危機的做法與啟示*

謝中琮**

- | | |
|--------------|--------------|
| 壹、前言 | 肆、因應金融危機的做法及 |
| 貳、冰島經濟結構的改變 | 改革 |
| 參、金融危機的背景與原因 | 伍、啟示與建議 |

摘 要

2008 年美國次貸風暴所引發的全球金融海嘯中，冰島是先進國家裡第一個經濟受到重創的國家。冰島在貨幣政策失當、利率偏高、銀行過度仰賴外幣融資及高槓桿對外投資等因素下，銀行累積龐大外債，在全球金融危機爆發時，全球信用緊縮，冰島銀行無法融資歸還巨額債務，而引發銀行倒閉、經濟大幅衰退，由於銀行外債已大到冰島政府無力承擔，以致國家瀕臨破產的邊緣。

面對如此重大危機，冰島緊急採取讓銀行倒閉、外匯管制等非傳統性做法，加上接受 IMF 的援助、申請加入歐盟等，使得冰島起死回生，冰島經濟在歷經 2 年半的衰退後轉為復甦，多位學者都肯定冰島安然渡過金融危機的成就。本研究擬由探討冰島經濟結構的轉型、分析冰島金融危機發生的背景與原因、因應危機的做法與改革，期能夠由冰島金融危機及因應做法等兩方面，提出可供我國及歐債國家參考之啟示與政策建議。

* 本文參加經建會 2012 年研究發展評選，榮獲財政金融類甲等獎。本文原文約 1 萬 9 千餘字，因本刊篇幅限制，刪減為 1 萬 3 千餘字。

** 經研處研究員。本文承蒙洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、邱組長秀錦提供寶貴意見，至為感謝；匿名審查委員的審閱並提供多項寶貴意見，亦一併敬謝。惟文中若有任何謬誤疏漏，當屬筆者之責。

Lessons from Iceland's Financial Crisis and Responsive Actions

Shieh, Chung Chung

Researcher

Economic Research Department, CEPD

Abstract

During the global financial tsunami triggered by the U.S. subprime mortgage crisis in 2008, Iceland was the first advanced country to receive a severe blow to its economy. Because of inappropriate monetary policy, high interest rates, banks' overdependence on foreign currency financing and high financial leverage, Iceland's banks accumulated huge foreign debt. When the eruption of the global financial crisis caused a credit crunch, Iceland's banks were unable to finance repayment of their massive debts. The consequential bank failures plunged the national economy into deep recession. Since the banks' foreign debts were too large for a bailout by the government, Iceland stood on the brink of national bankruptcy.

Facing such a severe crisis, Iceland urgently took some non-traditional responsive measures, such as letting banks go bankrupt and imposing foreign exchange controls, in addition to accepting an IMF bailout and applying to join the EU. These actions served to rescue the country from economic and financial collapse. After a two-and-a-half year recession, Iceland's economy began to recover. Many economists praised Iceland's achievements in weathering so severe a financial crisis. This study examines the transformation of Iceland's economic structure, analyzes the background and causes of its financial crisis, and surveys the actions and reforms taken to cope with the crisis. It concludes by drawing lessons and policy suggestions therefrom, to provide for reference by Taiwan and the debt-burdened European countries.



壹、前言

冰島是一個地廣人稀、孤立於北大西洋的小島國家，土地面積 10 萬 3 千平方公里，是台灣面積的三倍，人口卻只有 31 萬 8 千多人，約為台灣人口的 1.4%，但它擁有豐富的漁業、地熱及水力等天然資源。90 年代末期，隨著能源技術成熟，冰島成功實現產業結構調整，由單一的傳統漁業經濟轉化為兼具漁業、製造業、服務業、旅遊業的多元化經濟。在服務業方面，冰島為使銀行業能在國際金融市場占有一席之地，積極發展金融服務業，因而金融業成為冰島擴展最快的產業。在經濟結構調整、金融業快速成長下，冰島經濟強勁成長，國家繁榮，是北歐最富裕國家之一。

然而，2008 年美國次貸危機引發全球金融海嘯，重擊冰島銀行業，冰島三大銀行破產並國有化，冰島成為金融海嘯中第一個受到重創的先進國家。冰島過去一直處於高利率、鼓勵外人大量投資、銀行過度仰賴國際市場拆借及高槓桿操作的環境中，一旦發生全球金融危機，全球信用緊縮，就引發銀行倒閉、經濟大幅衰退，使得國家瀕臨破產邊緣。面對如此重大危機，冰島採取讓銀行倒閉、外匯管制等非常性做法，加上接受國際貨幣基金(IMF)的援助、申請加入歐盟等，使得冰島起死回生。冰島自 2008 年爆發金融危機迄今已 4 年，金融趨於穩定、經濟由衰退轉為復甦，並且 IMF 評估冰島已完成援助計畫目標，決定提早於 2011 年 8 月 31 日停止援助，冰島成為 2008 年全球金融危機以來第一個退出 IMF 金援計畫的國家。2011 年 10 月 27 日冰島政府與 IMF 於雷克雅未克舉辦的「冰島復甦—教訓與挑戰」研討會中，多名學者與 IMF 專家都肯定冰島安然渡過金融危機的成就。

由於台灣與冰島皆屬小型開放、出口導向和積極推動金融國際化的經濟體，加上歐債危機迄今尚無具體、有效的解決方法，

是故，本研究期藉由探討冰島經濟結構的轉型、金融危機發生的背景與原因，分析因應危機的做法與改革，期能夠提出供我國及歐債國家參考之相關啟示與政策建議。

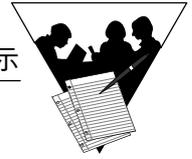
貳、冰島經濟結構的改變

一、經濟結構調整之背景及做法

冰島因地理位置偏遠，自然資源有限，長期以來經濟主要依靠海洋漁業，冰島漁產出口占總出口之比率 1960 年曾高達 91.5%，之後持續降至 2008 的 36.7%(參表 1)，漁業僱用勞工占總勞工之比率也由 1992 年的 8.9%，降至 2008 年的 3.9%。近年來，因全球氣候及洋流變化，歐洲其他地區過度捕撈漁產及海洋污染，使得鱈魚、鮭魚等魚類捕獲量明顯下降，造成魚價上漲而漁業收入反而減少的情況。冰島政府體認到單靠漁業支撐經濟已面臨到嚴重風險，故積極推動出口商品多樣化、服務業自由化、經濟多元化等政策，出口商品不再以海產為主，開始對外出口鋁、矽鐵、運輸設備等產品。另，由於水力及地熱是冰島獨特的自然資源，加上冰島擁有地熱利用開發技術，故冰島也逐漸發展以水力及地熱資源為導向的能源工業及觀光業，帶動製造業及服務業的快速發展。

冰島自 1991 年奧迪森(David Oddsson)成立新政府後，積極推動經濟改革與自由化措施，以促進經濟發展。經濟改革與自由化措施，包括：大幅刪減政府支出、減少企業與個人所得稅、加入歐洲經濟區¹(European Economic Area, EEA)協定以拓展西歐市場、

¹ 歐洲經濟區(EEA)是歐洲自由貿易聯盟(EFTA)與歐盟(EU)達成協議後而建立的組織，於 1994 年 1 月 1 日生效，目的在讓 EFTA 成員國無需加入 EU 也能參與歐洲單一市場，享有更大的貿易自由。目前 EFTA 的四個成員國中，除瑞士外，冰島、列支頓士登和挪威都已加入 EEA。



解除外匯與金融管制、加速國營事業民營化等。尤其是，1998 至 2003 年間積極推動國營銀行民營化，加速金融服務業的自由化與發展。在經濟自由化、銀行民營化與金融法規鬆綁下，冰島經濟強勁成長，2007 年冰島經濟成長率達 6%，超過歐盟國家之平均值 3.2% (參表 2)；平均每人 GDP 達 67,853 美元，亦遠超過歐盟國家平均值 34,299 美元。冰島被世界銀行評為「世界最富有國家」之一。

表 1 冰島各種產品占總出口之比率

單位：%

出口產品別	1960	1992	1996	2001	2007	2008	2011
漁產品	91.5	79.6	73.7	62.1	51.2	36.7	40.6
農產品	6.9	1.9	2.0	1.7	1.8	1.4	1.6
製造業產品	0.9	17.2	19.9	32.5	38.1	52.1	54.1
其他	0.7	1.4	4.4	3.8	8.9	9.8	3.7
出口產品合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料來源：Statistics Iceland, External Trade.

表 2 冰島經濟成長率及人均名目 GDP

	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011
冰島：								
經濟成長率(%)	3.9	2.4	7.2	6.0	1.3	-6.8	-4.0	3.1
人均名目 GDP(美元)	28,103	38,279	55,737	67,853	55,161	38,930	39,912	43,882
歐盟：								
經濟成長率(%)	2.1	1.4	2.2	3.2	0.3	-4.3	2.0	1.6
人均名目 GDP(美元)	17,764	23,434	28,000	34,299	36,659	32,691	32,395	34,941

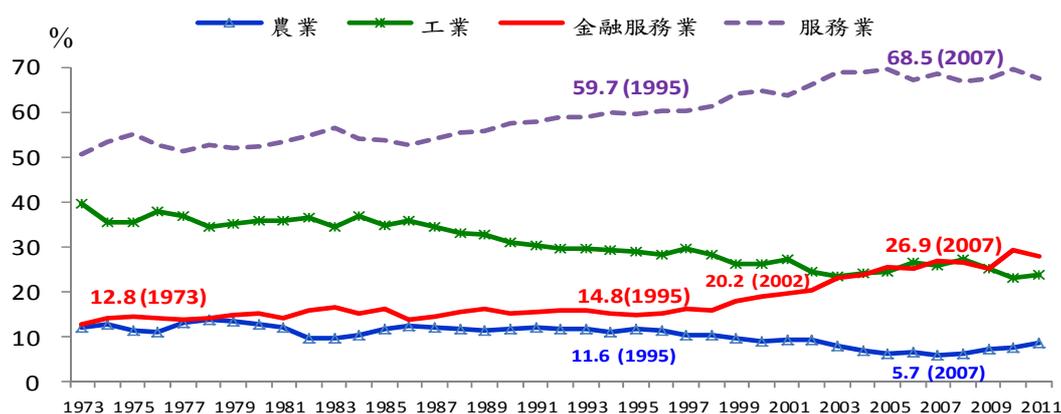
資料來源：IHS Global Ltd., World Overview, August 15, 2012.

二、服務業快速發展、金融業對經濟之貢獻躍升

冰島自 1994 年加入歐洲經濟區協定及 1995 年取消資本管制以後，產業結構明顯變化，農漁業比重快速下滑，而服務業比重快速增加。1995 年農漁業產值占 GDP 之比率尚達 11.6%，至 2007 年降至 5.7% (參圖 1)；而服務業產值占 GDP 的比率卻由 1995 年的 59.7% 攀升至 2007 的 68.5%。

服務業中，金融服務業²更是快速成長，1995 至 2007 年間，金融服務業占 GDP 的比率由 14.8% 快速攀升至 26.9%；其中金融中介業對 GDP 的貢獻也明顯增加，1995 年金融中介業對 GDP 之貢獻僅占 5% 左右，至 2007 年已超 10% 以上，12 年間金融中介業對冰島經濟的貢獻成長一倍多。再以金融中介業的就業人數來看，1995 年為 4,800 人，至 2007 年增至 8,700 人，12 年間金融中介業就業人數也成長 81%。

圖 1 冰島經濟結構的轉型—各產業占 GDP 之比率



資料來源：1. OECD, Statistics Database.

2. Statistics Iceland, Statistical Series, Gross Domestic Product 2011.

² 金融服務業是包括金融中介業、保險業、不動產、租賃業及其他商業活動等。



參、金融危機的背景與原因

一、金融危機的背景

(一) 銀行業快速成長

冰島銀行業快速成長的主因有四項：金融自由化、銀行合併及民營化、銀行向外尋求多元發展、銀行資產快速增加。

- 一 金融自由化方面，冰島早自 1979 年就開始實施金融自由化措施，包括：改革冰島央行、推動證券市場發展、推動國營銀行民營化、減弱公共投資信用基金機構的角色等。
- 一 銀行合併及民營化方面，冰島於 1990 年開始推動銀行合併，當時冰島有 9 大商業銀行和投資信用基金機構，至 2006 年合併為 3 大銀行。1990 年代末期積極推動國營銀行民營化，促使金融體系強勁成長。Landsbanki 和 Bunnarbanki 兩家國營銀行在 1999 及 2003 年間完成民營化，國營投資信用基金公司(FBA)也於 1998 至 1999 年間完成民營化。冰島銀行業在合併與民營化的助力下，效率大幅提升，並扮演更大的金融中介角色。
- 一 銀行向外尋求多元發展方面，冰島僅約有 32 萬人口，國內經濟規模不大，而金融機構合併後，需要更大的金融市場來支撐，因此銀行業自然向國外擴展。
- 一 銀行資產快速增加方面，2000 年以來冰島實質 GDP 快速成長，可支配所得及生產力都大幅提升。同時，在全球寬鬆貨幣政策下，冰島銀行充分利用全球低利率及信用價差縮減的情勢，帶動金融部門快速擴張及金融資產強勁成長，創造出市場的高流動性。

(二) 企業積極對外投資

冰島經濟開放後，不只銀行業，零售、製藥、食品、高技術製造等產業都積極對外投資。這些產業向海外擴展業務的原因，與銀行業向外擴張的因素大致相同，包括：突破國內有限的市場，進行多元投資以降低風險，充分運用有利的經濟條件。2004及2005年冰島對外直接投資存量分別成長132%及136%，居世界第1及第2位；同期間，外人對冰島直接投資存量分別成長68%及92%，兩年均居世界第1名。

(三) 銀行體系放款與國外借款大幅成長

冰島實施銀行合併與民營化後，銀行業蓬勃發展。以貨幣供給額觀察，1999年M1及M3增加率分別為19.3%至17.1%，至2007年分別升達94.2%及56.5%(參表3)。以放款觀察，1999年信用體系放款及市場證券融資增加率為17.3%，至2008年9月金融危機發生前已升至38.2%；另以存款貨幣銀行放款增加率來看，成長速度更為驚人，1999年僅23.0%，至2008年9月已升達66.8%。

受到國內利率相對偏高的影響，冰島銀行借款來源也大幅改變。1999年冰島銀行業的借款來源，約有三分之二是來自國內，三分之一是來自國外；但是至2008年，銀行借款來源則轉為三分之二來自國外，三分之一來自國內(Capell, 2008)。冰島在完成銀行民營化後5年內，銀行業由過去幾乎完全是國內貸放者的角色，轉變為國際金融中介者的角色，也因銀行業自國際市場借款不知節制，導致龐大外債的累積(參表4)，當批發式融資市場³一旦緊縮，冰島銀行在龐大外債壓力下開始崩解。

³ 批發式融資市場主要是指銀行、保險公司、基金經理者、股票經紀商等金融機構間之以銀行借款與公開的票債券市場為融資的管道，並且融資金額通常都較大。

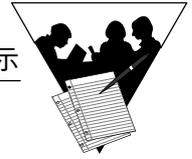


表3 冰島貨幣供給及放款金額成長率

單位：%

	1999	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008
M1	19.3	4.4	23.8	30.1	23.5	22.5	94.2	17.2
M3	17.1	11.2	15.3	15.0	23.2	19.4	56.5	22.2
信用體系放款及 市場證券融資	17.3	17.2	3.2	19.9	31.1	31.0	22.7	38.2
存款貨幣銀行放款	23.0	50.0	15.0	42.1	51.5	41.4	30.6	66.8

註：1. 2008年數值是算至金融危機發生前2008年9月止。

2. 貨幣供給M1為通貨加上活期存款。M2為M1加上活期儲蓄存款。M3為M2加上定期儲蓄存款。

3. 存款貨幣銀行係指商業銀行及儲蓄銀行。

資料來源：Central Bank of Iceland，各年年報。

表4 冰島銀行體系帳戶摘要表

單位：億克朗(年底)

	1998	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009
銀行體系								
外國資產	426	392	1,664	6,992	31,995	48,848	10,601	7,723
外國負債	1,080	2,270	4,583	12,141	42,360	32,262	9,735	5,155
外國淨部位	-654	-1,878	-2,919	-5,149	-10,365	-13,414	866	2,568
存款貨幣銀行								
外國資產	122	286	1,024	6,329	30,315	47,211	6,306	2,872
外國負債	1,063	3,528	4,596	12,124	42,341	62,245	7,315	3,115
外國淨部位	-941	-3,242	-3,572	-5,795	-12,026	-15,034	-1,009	-243

資料來源：Central Bank of Iceland，各期年報。

二、金融危機的原因

探討冰島爆發金融危機的原因，可分為外部因素及內部因素，外部因素是危機發生的必要條件，而內部因素卻是引發危機的最根本、最重要的原因。冰島正因為內部有結構性問題，才使

得外部因素得以起作用而影響到冰島內部問題的惡化，而造成國家金融危機。

(一) 外部因素

冰島金融危機的外部因素主要是緣自於美國次貸危機。全球化下，各國家連成一個整體經濟社會，任一國家，尤其是大國，發生經濟不穩定或危機，都將引發全球經濟的動盪。2000年以來，全球金融市場處於低利率、資金寬鬆時期，加上金融產品創新快速又複雜，使得金融業在高獎勵誘因下，普遍追逐高風險產品及短期利潤，促使資產及貸款泡沫的形成，最終引發美國次貸危機。當美國次貸危機引發全球金融危機，全球流動性凍結，仰賴國際市場資金的冰島無法自外國取得融資，因而造成金融危機的發生。

(二) 內部因素

1. 冰島央行未有效控制通膨、貨幣政策在外幣為主的市場難以發揮

- 金融自由化後，產業快速發展及個人消費迅速增加，冰島進入高通膨時期，2008年通膨率增至12.4%（參表5）。為對抗高通膨，冰島央行自2003年開始陸續調高貨幣市場利率，由於未能有效控制通膨，2008年利率升達16%，居世界之首，而當時多數歐洲國家利率約在5%的水準。冰島因利率偏高，銀行和企業大量自海外融資進行併購或套利，冰島政府也贊助多項水電能源(hydro-energy)及鋁鎔煉廠等大型外人投資計畫，導致外資大量流入，造成克朗(Krona)的升值，促使資產價格快速高漲及貿易赤字惡化。
- 冰島國內融資以借外幣的比重較高，使得冰島經濟很容易受到外幣波動的影響，也因金融市場高度依賴外幣，冰島央行的貨幣政策僅能影響金融體系的小部分。

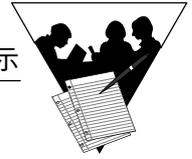


表 5 冰島通膨率、利率、匯率之變化

	通膨率(%)	貨幣市場利率*(%)	克朗/美元匯率	克朗/英鎊匯率
2003	2.1	5.1	76.8	125.4
2005	4.0	9.1	62.9	114.3
2007	5.0	14.0	64.0	128.1
2008	12.4	16.0	88.1	159.3
2009	12.0	11.2	123.6	193.9

註：*貨幣市場利率係指 2 個月期銀行間同業拆進利率(interbank bid rate)。

資料來源：Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

2. 冰島銀行過度依賴國際資金、外債過於龐大致政府無力挽救

- 一 冰島自 1994 年加入歐洲經濟區後，加強推動金融自由化。1998 至 2003 年又積極推動國營銀行民營化，促使銀行業務多元化與國際化。在利差誘因下，銀行過度依賴自國際市場借款來融通給國內企業及外資企業，同時也大舉併購海外金融機構，致外債快速累積。冰島經濟活動的擴展，多依靠自銀行間拆借的資金來達成，而外債則是扮演關鍵的角色。
- 一 先由信用機構規模觀察，2008 年 6 月信用機構總資產為 16.6 兆克朗，是 GDP 的 11 倍(參表 6)；其中，三大銀行⁴資產為 14.4 兆克朗，約為 GDP 的 10 倍，財務槓桿比率高達 17 倍。再由外債觀察，2008 年第 3 季冰島外債高達 12.2 兆克朗，其中約八成是三大銀行的外債，總外債占 2007 年冰島國內生產毛額 1.3 兆克朗的 9.4 倍，此數據顯現冰島金融部門的規模已明顯脫離實質經濟。在 2008 年 9 月 15 日美國雷曼兄

⁴ 冰島三大銀行是最大的 Kaupthing 銀行、第二大的 Landsbanki 銀行及第三大的 Glitnir 銀行。該三大銀行因危機陸續由國家接管後都改成立新銀行，銀行名稱改為 New Kaupthing 銀行、Landsbankinn 銀行及 Islandsbanki 銀行。

弟公司破產後，國際銀行間的拆借市場凍結，導致冰島銀行流動性不足，面臨 5.2 兆克朗(約 620 億美元)債務的違約，連冰島外匯存底(2008 年 9 月僅 37 億美元)也不夠支付龐大外債。冰島的銀行外債規模與違約債務，顯然遠大於冰島的 GDP 及央行的財務能力，央行無力扮演最後放款者(lender of last resort)的角色，致冰島銀行陷於「大到無法救(too big to save)」的地步，同年 9 月 29 日至 10 月 9 日間冰島三大銀行陸續宣布倒閉，引發金融崩潰、經濟瓦解與國家瀕臨破產的危機。

表 6 2008 與 2009 年冰島信用機構資產之比較

金融危機前			金融危機後(將舊銀行不良資產剔除後)		
信用機構	總資產 (至 2008 年 6 月止)		信用機構	總資產 (至 2009 年 6 月止)	
	金額 (億克朗)	比率 (%)		金額 (億克朗)	比率 (%)
三大商業銀行	144,300	87%	三大商業銀行	25,600	79%
其他信用機構 a	13,400	8%			
其他信用機構 b	6,250	4%			
其他信用機構 c	1,550	1%	其他信用機構 c	7,000	21%
資產總合	165,500	100%	資產總合	32,600	100%
2008 年 GDP	14,770	-	2009 年 GDP	14,740	-
三大商銀資產 占 GDP 之比率	-	977%	三大商銀資產 占 GDP 之比率	-	174%
資產總合占 GDP 之比率	-	1,121%	資產總合占 GDP 之比率	-	221%

註：2009 年 6 月信用機構總資產占 GDP 之比率，由 2008 年 6 月的 1,121%降至 221%，主因為信用機構回復到以國內市場業務為主。2009 年 6 月的比率 221%與 2002 年底之比率 150%相近，2002 年底時信用機構也是以國內市場業務為主，信用機構資產快速累積主要是拜國際市場之賜。

資料來源：The Financial Supervisory Authority of Iceland, Annual Report 2009.



3. 金融相關政策過於鬆散、銀行業缺乏風險意識

- 冰島因國內金融市場狹小，銀行業熱衷於拓展國際業務，各銀行利用本國高利率、鬆散且易融通的金融政策，以高槓桿融資方式吸引海外資金，然後貸放給國外客戶或直接大舉併購海外資產，以求得國際業務的高成長。2004年以來，因全球資本流動性充裕，冰島銀行的國外貸款以每年50%的速度增長，即使2007年全球資本流動性普遍緊縮時，冰島銀行不但不節制，反而加速對外放款，促使資產泡沫快速擴張，冰島股市5年內暴漲4倍。
- 冰島因鼓勵國內投資，放寬銀行存款準備率及銀行承做房貸的規定，使人民可以借到更高成數的房貸，造成不動產價格在5年內暴漲2倍。這也刺激消費者利用借款來做更多的消費，致國民儲蓄率偏低，2004至2008年平均僅為11.4%，家庭債務占可支配所得之比率卻超過200%。
- 在銀行業快速成長階段，常忽視內部風險控管及緊急因應計畫之準備，甚至全球金融市場已出現過熱之疑慮，冰島銀行業仍以擁有良好的銀行資產及擔保品做為理由，繼續擴張業務，毫無風險意識。

4. 缺乏金融市場紀律、金融監管能力脆弱

- 冰島金融監督管理局(FME)規模太小⁵且力量有限，不足以監管冰島複雜的銀行體系及失序的金融市場。傳統上，北歐國家對於法律規定給予較大空間的解釋，致掌控金融系統的大財團或大企業家常能夠藉由律師的聲明及複雜的公司結構背景，來規避監管規定。依據冰島金融危機真相調查報告，

⁵ 2007年冰島金融監督管理局(FME)正式全職人員僅45名。

2007 至 2008 年冰島三大銀行的貸放資金中有三分之一是供給那些無法還債的客戶，而這些客戶多為三大銀行的大股東。身為大財團，一面是操控銀行的股東，另一面又是銀行的最大貸款者。在缺乏有效監管的情形下，銀行及其大股東互相持股、違規操作，大股東也多將自銀行借來的資金用於炒作自家銀行的股票。

肆、因應金融危機的做法與改革

一、主要的因應措施

(一) 通過「緊急方案」，採取非傳統的行動措施

首先於 2008 年 10 月 6 日冰島國會緊急立法通過「緊急方案 (Emergency Act)」，決定採取非傳統(unorthodox)的行動措施，包括：

1. 讓信用過度膨脹的三大銀行倒閉，但維持國內銀行服務及支付系統的運作：傳統上，各國發生銀行危機時，都會以國家資源全力救助將倒閉的銀行，但是冰島卻採取讓銀行破產，避免用全國納稅人的錢來救助破產的三大銀行，而在緊急立法下，由金融監督管理局(FME)接管三大銀行，同時設立新銀行，銀行董事會由決議委員會(Resolution Committees)取代，負責監督資產及新銀行的營運。FME 依據「存款者及投資者保證基金法案 (Act on Depositors' and Investors' Guarantee Fund)」，對國內存款進行保證，並確保國內銀行業務繼續正常安全地運作，但對於外人在冰島內的存款並不做保證。三大銀行資本重整的做法大致一樣，都是採取將舊銀行的「國內存款」及「資產」轉移到新成立的銀行，而將舊銀行的「所有負債」，就是銀行經營最大部分的海外業務所衍生的債務，全部留在舊銀行內，舊銀行則



進入破產管理的程序。此項措施雖然對金融體系有所傷害，卻換來民間外債負擔的減輕，整體來看，此措施一方面確保新銀行的流動性，另一方面避免被民間外債拖累，有助於減輕金融危機對該國的衝擊。

2. 採取強力措施以穩定克朗幣值：為避免冰島貨幣克朗大幅貶值，除透過強而有力的總體經濟政策來重拾市場信心之外，冰島於 2008 年 10 月 10 日危機發生初期就採取國內禁止買賣外幣的措施，後又於 29 日大幅調升政策利率 6 個百分點至 18%，以吸引外資來支撐克朗幣值，同時在維持彈性匯率政策下，採取穩定匯率之相關措施，力求克朗的穩定。
3. 採取嚴格的資本管制：傳統上，各國發生金融危機時，通常都會先安撫外資，並避免採取有違市場機制的手段，但冰島於 2008 年 11 月 28 日採取暫時性的資本管制措施⁶，以防止市場喪失信心所造成的資金大量外流及貨幣大幅貶值，也使得冰島政府不必窮於應付國際投機客的攻擊，而能集中力量來援助國內的企業及家庭。事實上，冰島三大銀行破產後，最大的債權人都是外國人，且當時冰島銀行資產是 GDP 的 10 倍之高，所以，當時決定暫時實施嚴格的資本管制措施乃是必需且不得已的做法。

(二) 接受國際貨幣基金(IMF)及北歐等國家的金援

傳統上，先進國家發生金融危機時，都努力自救而不願向外求援，但冰島卻排除人民的反對聲浪，以低姿態接受 IMF 及歐洲

⁶ 冰島央行是依據 2008 年 11 月 28 日公布之「外匯法規」暫時條款，採取暫時性的外匯管制措施，主要內容是在經常帳方面的外匯交易全無管制，但是在資本帳方面的資金移動及相關外匯交易則有嚴格的管制。隨著冰島危機過去及經濟復甦，外匯管制也漸漸在調整放寬中，預計於 2015 年底將解除外匯管制。

等國家的援助。冰島於 2008 年 11 月 19 日與 IMF 簽署一項「經濟穩定計畫(Economic Stabilization Program)」協議，該協議包括為期兩年的「援助協定(Stand-By Agreement)」，可獲得 IMF 22 億美元的金援，其中 8.27 億美元可立即援助冰島，餘款則依每季 IMF 對冰島財經狀況之檢視結果來決定是否支付，預計將分 8 期付款。此外，冰島也接受丹麥、芬蘭、挪威、瑞典、波蘭及俄羅斯等國家 30 億美元的金援。

冰島明智決定接受 IMF 的援助，是其渡過金融危機的重要因素之一，事後證明 IMF 的援助計畫對冰島有很大的幫助。其理由為：

1. 危機發生時大量資金外逃是重大的風險之一，而 IMF 挹注的資金，提供冰島急需的國際準備，才使得市場對克朗的信心獲得些許支撐。
2. 透過 IMF 的金援，貸款機制得以正常運作，使得冰島免於債務違約，也使冰島再次得到國際的信任。
3. 採行中期財政整併計畫，包括緊縮財政和大幅加稅等措施，使得各級政府債務占 GDP 的比率一直穩定在 90-100%左右。
4. 由於 IMF 的援助計畫，冰島必須接受 IMF 的督促，因而經濟政策的執行很有紀律，有助於冰島經濟的穩定。

(三) 不採取過度緊縮的財政政策，以保有社會福利措施

冰島在接受 IMF 的金援下，傳統上需要依 IMF 的要求，採行嚴格的財政整併計畫，包括大幅刪減公共支出及增稅等，惟冰島與 IMF 協商允獲在實施援助措施的第 1 年(即 2009 年)，採行不過度緊縮的財政政策，持續保有社會福利制度，例如：增加就業保障與薪資貼補方面的支出；不刪減健康照護支出，僅節省健康照護的服務成本等。諸如此類的做法減輕危機對冰島家庭，尤其是



低收入家庭及失業者的衝擊。事後證明，冰島在金融危機中仍保有北歐式社會福利措施的做法，對於家庭所得分配不均的下降，以及社會動盪的減少有很大的助益。

(四) 冰島政府決定於 2009 年 7 月申請加入歐盟成員

過去冰島為恐喪失漁權，對於加入歐盟一直持保留態度，直到 2008 年秋季爆發銀行危機後，冰島支持加入歐盟的聲浪才與日俱增。雖然加入歐盟，冰島必須修改國家憲法，並達到多項歐盟規定，但經冰島國會決議通過，冰島於 2009 年 7 月 16 日提出申請加入歐盟，雖然當時冰島國內對於加入歐盟的意見仍相當混雜，但事實上，當時申請加入歐盟確實有助於提高冰島在國際金融市場的信譽，事後證明冰島能成功發行公債，申請加入歐盟亦是重要因素之一。

二、實施「經濟穩定計畫」

冰島在 IMF 監督下實施「經濟穩定計畫」，期加強財金改革，恢復經濟穩定。計畫主要目標如下：

- (一) 穩定匯率及重建對貨幣政策的信心：為抑制銀行危機對金融、產出及就業造成的不利影響，防止克朗貶值並使幣值穩定，是危機發生時立即優先的措施。做法包括：
1. 採取穩定匯率政策：採行強勁的總體經濟政策(如調升利率)、維持適度緊縮的貨幣政策、實施資本管制措施等，期使市場恢復信心、短期內穩定克朗匯價。
 2. 延長換匯協議：為防止資金流動性的不足，冰島也向北歐國家尋求援助，2008 年 11 月 20 日瑞典、挪威及丹麥等三國央行同意將換匯協議(swap agreements)延長至 2009 年年底，每一國家

協議提供冰島央行最多 5 億歐元資金，三國共計提供相當 15 億歐元的克朗幣。

(二) 重建銀行部門及其監管機制：為成功重整銀行並健全銀行體制，期使冰島重返國際資本市場，與國際金融體制整合，加速推動銀行重整策略，包括：

1. 設立有效率的組織，負起銀行重整工作，使重整程序順利進行：由總理辦公室、金融監督管理局、冰島央行、金融部、商務部等政府機構組成銀行重整委員會，並由著名的銀行專家負責邀集各單位召開銀行重整研商會議。該委員會最重要的工作是協調政策，並將危機情勢與研商結果傳達予其他相關的決策者及大眾。為確保各項資訊的一致性，由委員會中的一員擔任對媒體及大眾的發言人。
2. 確保銀行資產的合理價值：銀行資產的合理訂價是回復銀行資產、減少訴訟及促使冰島重回國際資本市場的關鍵。因此，新、舊銀行的資產價值必須快速並以國際最好行情來重估。冰島當局聘請國際稽核公司來監管訂價程序，並協助金融監督管理局建構符合國際最好行情的資產訂價方法，之後再聘請其他國際稽核公司依照訂價方法來執行，最後訂定出銀行資產價值。
3. 促使新銀行健全發展：資產價格一旦評估完成，新銀行需要資本重整，且銀行業務策略需被檢視。冰島當局規畫三家新銀行資本適足率至少達到 10%，估計需要挹注 3,850 億元克朗，利用政府公債來籌資，並且資金挹注需在 2009 年 2 月底完成。此外，金融監督管理局必須嚴密監管新銀行，檢視銀行未來 5 年營運計畫，促使其健全營運。未來，在市場情況穩定後，政府將賣掉銀行股權，使銀行回歸民間經營。



4. 促使老銀行資產恢復到最大價值：決議委員會負責老銀行資產恢復的相關工作。首先，老銀行的債務在破產法下暫停支付。之後，為使銀行資產恢復到最大化，並使成本最小化，於 2008 年 11 月底擬定資產恢復健全策略，包括設立資產管理公司，重整銀行放款，以維持並增加銀行資產價值。惟老銀行海外資產遭凍結，恐不利銀行資產的恢復。
 5. 強化銀行管理、監督工作：為避免銀行體制再發生問題，銀行的法規架構與監督機制須再加強。具體做法：先由經驗豐富的銀行監管專家評估目前銀行的法規架構，特別是流動性管理的法規、與其連結的放款、曝險部位、銀行所有者間的交叉持股、所有者與管理者間的最適角色等，進而提出改進建議。此外，也規定所有被政府接收銀行的前任資深管理者及主要股東，都需因管理銀行錯誤而受到懲處，即至少 3 年不得再擔任類似的職務。
- (三) 修正財政政策及維持政府債務於可管理的水準：IMF 對於冰島的財政改革目標，會隨著協商與各年的推動情形做適度調整，改革重點如下：
1. 啟動自動財政穩定機制：2009 年全年啟動自動財政穩定機制 (automatic fiscal stabilizers)，目標雖定為結構性主要財政赤字 (structural primary fiscal balance) 降至 GDP 的 2.5%，但仍允許財政收支餘額惡化，惟結構性主要財政赤字占 GDP 之比率不得超過 3.9%，主要是 2008 年底冰島民間需求劇降、失業者大幅攀升下，必需靠增加公共支出來支撐經濟，同時避免大幅刪減社福支出，使低收入家庭及失業者生活更加困苦。
 2. 自動財政穩定機制下的財政措施：由於 2009 年受到消費劇減、失業救濟及債務利息支出增加等影響，財政收入大幅減少。為

能減輕財政狀況的惡化，冰島採取增加貨物稅、社會安全捐、課徵高所得者附加稅、刪減經濟情況佳卻領有社會福利補助的人、減少公共投資等措施。這些措施實施後，約可增加 2% GDP 的財政收入，有助於達到財政目標。

3. 實施強力的中期財政整頓計畫：2010 年開始實施強力的中期財政整頓計畫(medium-term fiscal consolidation program)，為期 4 年(2010-2013 年)，目標為每年減少約 3% GDP 的結構性主要財政赤字，期於 2012 年主要財政餘額(prime balance)達到平衡，2013 年全部財政餘額(all balance)再達到平衡，並且債務須處於可管理的水準。該計畫是透過嚴格的縮減支出、增加收入，來確保政府因處理銀行重整而使債務大幅上升後之中期財政仍可以維持。依據 IMF 估計，處理銀行重整的財政成本(政府債務)約占 GDP 的 80%，而其中主要是償付有存款保險保障的海外分行存款戶。
4. 中期財政整頓計畫的財政措施：中期財政整頓計畫中，冰島仍期望保有北歐福利國家的模式，故採行財政收支平衡綜合措施。在增加收入的措施方面，提高資本利得稅、商品及勞務增值稅、環境及自然資源稅之稅率。在減少支出的措施方面，刪減經常性支出、投資支出及移轉支出計畫；其中，減少移轉支出的做法，主要是經過嚴格調查，將經濟情況良好卻仍領社福補助的人剔除，使得政府在減少移轉支出時，仍能確實保護到最弱勢、最窮困人民的生活。
5. 中期財政整頓計畫之財政目標依 IMF 檢視結果適時調整：冰島採行的中期財政整頓計畫，會隨著 IMF 每次對冰島財經狀況的檢視結果而調整財政目標。2011 年 8 月 31 日 IMF 提出第 6 次



檢視報告⁷(即最後 1 次檢視報告)表示，為提升冰島經濟成長動能、強化社會安全網、提高政府員工薪資、考量仍有未列在計畫內對小型金融機構的支出等，IMF 特別放寬冰島 2011 年財政目標，同時修正冰島 2012 至 2015 年的中期財政整併計畫，將目標改為 2012 年主要財政餘額(prime balance)達平衡，且餘額占 GDP 之比率可達 2.0%，2014 年全部財政餘額(all balance)達平衡，並且將各級政府債務降至 GDP 的 60%為中期目標。

(四) 重建家庭及企業債務：依據冰島央行估計，2009 年初冰島約有 80%的公司宣布倒閉，25%至 30%的家庭面臨破產，為避免企業及家庭大量倒閉破產造成金融部門第二次的崩潰，冰島政府提出刪減債務計畫，重點內容為：

1. 刪減家庭債務：家庭債務超過資產 110%以上的部分予以刪減。
2. 補貼有高房貸壓力的貧窮戶：對背負高房貸的低收入家庭提供暫時性補貼。
3. 立法使人民可動用退休年金：國會特別立法允許冰島人民可以提前自個人年金計畫中取得資金以應急；正常情況下，人民非得到退休時，才可以領取個人年金計畫中的基金。
4. 刪減中小企業債務：對於可提出未來良好業務及現金流計畫的中小企業給予債務刪減。
5. 收購大型銀行債務：政府成立收債公司，計畫收購 15 至 20 家最大銀行的債務。

⁷ 冰島在 IMF 監督下實施「經濟穩定計畫」，必須接受 IMF 定期檢視總體經濟狀況，原本預定檢視 8 次，惟冰島經濟及金融狀況恢復很快，且達成主要目標，故 IMF 完成第 6 次檢視工作後，決定不需再對冰島進行檢視。IMF 對冰島進行 6 次檢視的日期分別為：2009 年 10 月 28 日與 12 月 15 日，2010 年 7 月 15 日與 11 月 25 日及 2011 年 2 月 25 日與 7 月 15 日。

伍、啟示與建議

冰島在 2008 年爆發金融危機時，透過緊急立法提出「緊急方案」，並接受 IMF 援助、採行財政整頓計畫、重建銀行部門等一連串因應措施後，使冰島浴火重生，經濟由衰退轉為復甦，並且未受到歐債危機嚴重的影響。冰島因為各階段達成 IMF 援助計畫目標，故 IMF 提早於 2011 年 8 月 31 日結束對冰島的援助。同年 11 月 24 日標準普爾信評機構也將冰島經濟展望由負向調升至穩定。

反觀，如今身陷歐債危機中的希臘、西班牙、義大利等國家，不但主權債務問題未能有效解決，經濟受到重創，且拖累全球景氣。冰島雖是小國，但 2008 年發生的金融危機與因應危機的做法，尤其是一些非傳統做法，例如：讓銀行倒閉、外債由債權人承擔、採行資本管制、維持社會福利措施等，雖不一定適用於所有國家，但冰島金融危機及其因應做法，或許能給予我國及歐債國家一些啟示與建議。

一、金融危機方面

(一) 應有效控制通膨並適當操作貨幣政策，否則可能引發嚴重的經濟危機

「政策錯誤比市場失靈會造成更多負面效應」是冰島危機給予世人最大的教訓。依據研究指出，貨幣政策錯誤是冰島金融危機發生的主因。冰島經濟自由化下，投資熱絡、工資高漲，通膨不斷升高，但央行未能有效控制通膨，不斷調升利率以為因應。在國內高利率環境下，企業及人民一方面以套利方式大量自國外借款，供投資、消費之用，造成信用擴張、經濟過熱，並累積龐大外債；另一方面也因外資湧入，克朗升值，冰島銀行在歐美大舉收購商業銀行、投資銀行及證券公司，並積極開設分行。冰島銀



行擴張的手法，是利用短期外幣融資來進行長期投資，加上過度的高槓桿操作，導致巨額負債。當美國次貸危機引發全球信用緊縮時，冰島面臨融資困難、無法歸還龐大債務，最終引爆金融危機。

(二) 銀行與金融業發展的規模不能超過央行擔任「最後貸款者」的能力

冰島前總理哈爾德(Geir H. Haarde)曾說過一句值得小型國家引以為戒的話：「我們從過去危機得到的教訓是：一個小國企圖在國際銀行業扮演領導者角色，那是不明智的。」冰島就是因為三大銀行大舉擴展國際金融業務，加上外幣融資過度，致外債規模大到政府不能救的地步，所以，一國銀行業不論是否發展國際銀行業務，最重要的是銀行與金融業發展的規模不能超過央行足以擔任「最後貸款者」的能力。為避免銀行與金融業規模過大而失控，原則上，可以針對下列項目訂定審慎的規定，包括：規定資本額及存款準備金，徵收金融稅及費用，進行壓力測試，限制金融機構間或股東間之交叉持股等。

(三) 金融國際化程度愈高，應愈加強金融監管及金融預警制度的建立

為促進金融發展，各國推動金融自由化與國際化勢所難免，惟應依經濟發展階段循序推動，同時也應加強金融監管。冰島就是在快速開放銀行民營化與國際化後，銀行業為大財團掌控，且在國內高利率和金融監管鬆散的環境下，銀行的投融资過度依賴外債，銀行股東也不嚴守紀律，常違規交叉持股或借自家銀行資金炒股，金融監理機構卻未能事先查覺到銀行體系過熱、外債過於龐大及銀行股東的違規行為，以致危機發生。可見，一個國家

金融國際化程度愈高，愈容易受到國際金融市場的影響，金融監管也愈加困難，因此，需要更加強國際金融機構的金融監管，以及金融預警制度的建立，以防範於未然。

二、因應危機的做法方面

(一) 金融危機時，如有必要應讓問題銀行倒閉，以保護納稅人權益及國本

傳統上，一國發生金融危機時，特別是大型銀行或金融機構出現嚴重的債務問題時，政府會擔心系統性危機的發生，而常有「大到不能倒 (too big to fail)」的思維，故不惜動搖國本對問題銀行進行紓困。然而，冰島是發覺問題銀行已「大到不能救 (too big to bail)」時，立即果斷決定讓問題銀行倒閉，並讓政府接管，雖然政府介入並確保新銀行有足夠的資本可以正常運作，但政府並不吸收銀行的損失，不像其他國家直接金援問題銀行，如此不但可以保護全國納稅人民的權益，也可避免政府財政被拖垮。

(二) 資本管制不只是因應資金外逃，也是因應熱錢湧入的政策工具

為因應金融危機，冰島採取資本管制措施，成功阻止投資者將 36 億美元的克朗資產賣掉，使得克朗幣值得以支撐，達到穩定匯率、重建金融體系的效果。IMF 自 1980 年代末以來一直鼓吹資本自由流動是自由貿易的結果，但經過 2008 年以來全球金融海嘯的洗禮，終於體認到資本流動與貿易流動本質上的差異，以及自由放任投機的可怕後果。IMF 在歷經對冰島和其他經濟體的援助後，於 2010 年 2 月提出資本管制確實有助於降低金融脆弱性，避免經濟體陷於更嚴重的衰退，建議除金融危機時防止資金大量外流之外，新興經濟體為防止大量熱錢的湧入，也可將資本管制納為有效的政策工具之一。



(三) 在經濟嚴峻時期，不宜採取過嚴的財政撙節措施或大幅刪減社福支出，以避免對經濟社會造成更大衝擊

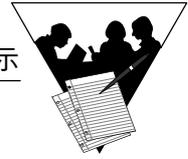
冰島與 IMF 的金援談判過程中，堅持在實施支援措施的第 1 年，採行不嚴格的財政整頓計畫，甚至以後年度的財政目標也做彈性調整，此做法有助於支撐冰島的經濟。此外，冰島亦堅持維持其福利國家模式，不大幅刪減社福支出，這種將國家資源投注於社會大眾而非救濟銀行的手段，使得低收入家庭和失業者，在經濟嚴峻時期仍能保有基本生活與健康照護，不但減少社會動盪不安，也強化經濟復甦的自動調節因子，因而冰島經濟在連續 2 年半的衰退後得以回穩。冰島整頓財政採取不過度撙節、不大幅刪減社福支出的做法，或許可以借鏡歐債國家。事實上，2012 年 10 月 9 日在東京舉辦的 IMF 與世界銀行年會中，IMF 主席拉加德 (Christine Lagarde) 亦呼籲為解決歐債危機，各國撙節措施應踩煞車，並且應給予希臘及西班牙更多時間降低預算赤字。

(四) 為重整企業及家庭債務，宜採取溫和減債方式，必要時可動用個人退休年金應急，以帶動民間經濟活力並減少社會的不安

冰島發生金融危機時，不僅多數企業破產倒閉，多數人民也因失業、交不出房貸而流離失所，使原本受創已深的金融機構可能再受重擊。所幸冰島採取溫和減債方式，對於願意繼續經營且能提出良好業務計畫的企業給予減債，以激勵企業在債務減輕下仍願意繼續經營，人民也才有就業機會，以帶動民間經濟活力。在解決家庭債務方面，對於人民過重的債務予以刪減，使得人民因負債減輕而有持續還債的意願；人民也可以預先動用個人退休年金以應急需，以紓解家庭債務壓力並且能保有住房，如此可避免社會不安的加深。

(五) 加入歐盟或歐元區並非解決金融危機的法寶，解決危機的關鍵在於政府的緊急應變能力、立即尋求外援、持續的經濟改革與強勁的執行力

金融危機後，冰島考量長期的國家利益，於 2009 年 7 月申請加入歐盟，冰島雖然僅是歐盟候選國，卻在歐盟庇蔭下於國際市場成功發行公債。反觀，歐債國家如希臘、西班牙及義大利等，都是歐盟及歐元區會員國，卻未能在歐盟的支撐下解決債務問題。甚至許多學者提出，希臘應該脫離歐元區，使其貨幣貶值來救經濟，以及避免在經濟整合中躁進推動單一貨幣等看法。鑑此，如今約有 6 成冰島人民反對加入歐盟。由於歐債國家與冰島的經濟金融狀況不同，發生危機的時間與原因也不同，加上主導歐盟的德國與法國各有不同的利益考量，歐盟的經濟暨貨幣聯盟(EMU)機制也存有缺失，因而使得歐債危機一再懸宕未決。因此，加入歐盟或歐元區並非解決金融危機的法寶，各國對於解決危機的方法容有不同，但是在面對危機時，政府是否能緊急應變立即果斷採取因應措施、尋求國際援助、持續經濟改革，加上強勁的執行力才是解決危機的關鍵。



參考文獻

1. IMF (2008), *Iceland: Request for Stand-By Arrangement*, staff report prepared by the European Department in consultation with other departments, November 25.
2. IMF (2011), *Iceland: Sixth Review Under the SBA and proposal for Post-Program Monitoring*, August 16.
3. The Central Bank of Iceland (2011), *Annual Report*.
4. Jun, Shen and Li Yuan (2011), "Analysis on the Economic Crisis of Sovereign Nations: Consequences, Reasons and Inspiration," Proceedings of the 7th International Conference on Innovation & Management, November 14-16.
5. Capell, Kerry (2008), "The Stunning Collapse of Iceland," *Business Week*, October 9.
6. Spruk, Rok (2010), "Iceland's Economic and Financial Crisis: Causes, Consequences and Implications," February 23.
7. Jackson, James K. (2008), "Iceland Financial Crisis," CRS Report for Congress, November 20.
8. Matthiasson, Thorolfur (2012), "Iceland Debt Relief Lessons for Eurozone," August 21.
9. Baldursson, Fridrik Mar (2011), "Iceland's Program with the IMF 2008-2011," prepared for the conference "Iceland's Recovery-Lessons and Challenges" hosted by Icelandic authorities and the IMF on October 27.