



逢甲大學學生報告 ePaper

報告題名：次級房貸的影響與秘辛

作者：林冠廷

系級：經濟系四年乙班

學號：D9123316

開課老師：陳金發

授課業師：蔡豐隆

指導老師：鄭保村

課程名稱：企業運作實務

開課系所：經濟系

開課學年： 96 學年度 第 1 學期

摘要

本報告主要是釐清報章雜誌對於次級房貸威脅的渲染並期能有簡要的認知。藉由多方資訊對於次貸的論述及運用圖表數據說明來架構支持之。

內容由淺入深分為三個部分，首先藉由一般大眾對“次級房貸（subprime mortgage）”一詞沸沸揚揚的印象開始，來介紹次級房貸的意涵，並瞭解其在美國的時空背景、來龍去脈以及它會存在的優缺點；其實次級房貸的問題影響及擴張與CDO有關，而CDO就像香腸一樣，買的人很難清楚知道裡面到底灌什麼東西進去。

第二部分則是談到次貸所引起的軒然大波究竟對我們造成多少影響？（衝擊著全球主要的金融市場）這個影響的蔓延與擴大是怎麼樣進行的？（隨著最原本美國升息導致次貸還不出錢來的人增加而出現災情，再透過讓人搞不清楚的CDO緊急的認列損失而使得災情擴大）

第三部分則是更深入的探討次貸對於美國本土和我們台灣的真正影響在哪？它對我們影響的成分又是什麼？（主要在於金融市場的計算，實質上有形的商品市場影響不大）次貸風暴又何時會消失呢？（葛林斯潘說：信心絕對是最重要的）

對次貸的概念有了簡單的認識之後，再衍生討論台灣於根本上會不會也有次級房貸的問題呢？（雖然不容易但仍然有潛在的危險，不過應該不至於產生風暴）

關鍵詞：中文—次級房貸、抵押債務債券、逾放比、擔保債權憑證、聯準會

英文—Collateralized Debt Obligation (CDO)、Fed、
subprime mortgage

目次

序、導論：向“錢”看	3
一、何謂「次級房貸」？	
1-1 「次級房貸」這個詞	4
1-2 美國的次級房貸時空	4
1-2-1 次級房貸的優點	4
1-2-2 次級房貸的缺點	5
1-3 次級房貸快速擴張	5
1-4 CDO 是什麼：香腸	7
二、次級房貸的影響	
2-1 它為何是個問題	8
2-2 次級問題滾雪球	8
2-3 雪球滾到全世界	9
三、風暴內的秘密	
3-1 細說災情（美國、臺灣）	11
3-2 問題裡的秘密	14
3-3 誰沒有被打到	15
3-4 雪球是會融化的	15
四、結論與想法	
4-1 房奴的形成：台灣	17
4-2 想法	19
五、參考文獻	20

序、導論：向“錢”看

經濟系於 96 學年度上學期「企業運作實務」這門課，主要是邀請經濟系畢業的些校友，也就是我們的學長姊回來傳授職場實務。

本篇報告所選定的單元為蔡豐榮學長的「資本市場與商業資源之實務」，上課內容提到「錢」的觀念，告訴我們怎麼樣去想“錢”這個東西；當我們由“錢”的角度去看一些金融方面的消息，很多搞不清楚又要關心的議題大可迎刃而解。就如同本篇報告所要探討的“次級房貸”問題即是一例。

美國人的次級房貸問題跟全世界有什麼關係？為什麼美國人還不出他們的貸款，我們也要跟著受罪？原來都是“錢”的問題。“錢”，我們每天都在摸，像是鈔票或是硬幣之類的，還會有什麼問題？

錢的本身沒有問題，有問題的是錢的“流動性”。金錢的使用，一般用來換取可以用“錢”表示其價值的東西，東西才能被我們使用、需要；錢被拿來交易（拿錢換東西或拿東西換錢），那它就是在流動（把錢給別人或別人給我們錢）。錢也可以借給別人或向別人借來使用，這樣子它也是在流動。而這個借貸的行為要付出的代價就是“利率”，也就是借貸金錢的成本。利率的高低就會影響金錢方不方便借或是被借，也就影響到錢的流動性。

錢的流動性越好，表示這個社會越是生生不息，就像是血液在人體流動愈順暢，身體就愈健康一樣。

另一個跟“錢”很像的，就是“債券”之類的金融商品（很像錢的東西），它也像是借貸之間的關係；我們拿錢去換一個“很像錢的東西”（它實際上不能吃也不能用）或拿“很像錢的東西”去換錢，這樣也是錢的流動。

債券之類的金融商品（很像錢的東西），其背後可能就是某個保證或是憑證。例如次級房貸，美國人拿要買的房子去抵押，然後借錢買這個房子，再慢慢還錢；銀行則將錢借出，並擁有房屋抵押的債券。而銀行願意借錢是因為借錢的人會因為利率的計算還更多的錢（這樣銀行才會賺錢）。這個債券又被銀行拿去換錢，其債券被人換走。這樣不斷的循環之下，隱藏著美國次貸的債券就流向全世界，相對的“錢”也是這樣子流動來流動去。

當美國人的利率升息，次貸的人還不出錢來，銀行就要認賠；而次貸跟著被包裝出去的債券的信用也跟著出現問題（出現超乎預期的風險），有些投資人或相關投資公司怕其債券所代表的錢換不回來，因此趕緊趁著損失不大的時候認賠。又是這樣子不斷的循環之下，讓錢愈來愈不流動，問題也就跟著大起來。

本篇報告主要從“錢的流動性”來探討美國次級房貸的問題為何會衝擊著全世界，再輔以“利率”讓整個事件更為清晰。最後試著討論台灣的房貸問題，是否會引起這般風暴。

一、何謂「次級房貸」？

1-1 「次級房貸」這個詞

次級房貸 (subprime mortgage) 指的是房屋公司給那些信用記錄有問題的客戶貸款，近年美國等國家放鬆購屋信貸標準 (不用付首期，不用入息證明，也不計較抵押單位的質素等) 而形成的次級房貸市場。這類客戶的收入較低或者信用有問題，銀行通常不願意給他們提供房屋貸款；而次級房貸公司給這類客戶提供的貸款機會，但其貸款利率往往很高。以原有房屋貸款再融資的房屋貸款，因違約風險較高，借款利率也比較高，約高出 2~3%。(目前台灣尚無這類商品)

1-2 美國的次級房貸時空

美國次級房貸在 1990 年代中期曾經十分興盛，不過之後發生長期資本管理公司 (LTCM) 危機，加上美國聯準會 (Fed) 採取升息政策，許多承作次級房貸放款的業者面臨資金流動性問題，以及次級房貸利潤不夠高，迫使許多業者退出這個市場。

美國次級房貸在美國降息期間再度大幅成長，原因包括當時美國房價上升速度快、市場流動性充裕，投資人增加對收益率較高產品的需求，導致更多次級房貸需求。

房價上漲讓借款人與放款人雙方忽略或降低對次級房貸風險特質的戒心。次級房貸借款人碰到房貸支付問題時，只要取得轉貸的機會，以借新還舊的方式，解決財務困難，保持表面健全的房貸還款紀錄，以致次級房貸的內在風險之前未被揭露出來。

美國聯準會 2004 年起至 2006 年 6 月止共計升息 17 次，終止房市熱潮。中華信評報告指出，房價上漲趨勢減緩，似乎無法掩飾信用紀錄不良、貸放成數過高、所得或資產證明文件不足等問題，因此次級房貸的信用表現在 2006 年開始迅速惡化，當承作次級房貸放款的業者體認錯估次級房貸潛藏風險時，次級房貸的放款規模實已達到借款人無力承擔的水準。

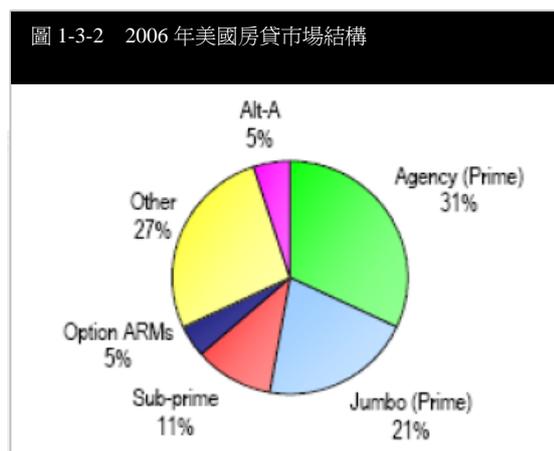
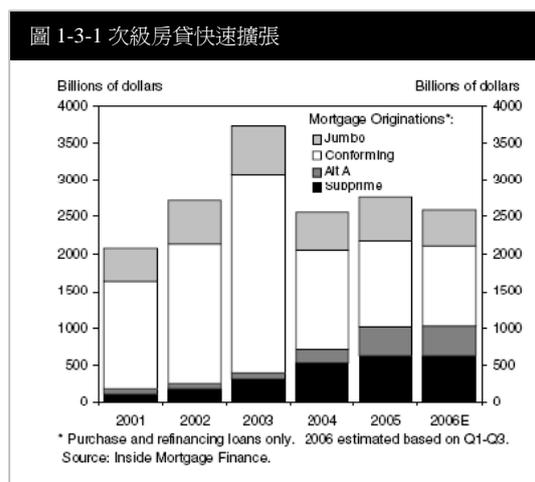
1-2-1 次級房貸的益處：

(1) 讓信用等級不佳者獲得融資的機會。(2) 提高房屋自有率。(根據 UBS 的研究報告，過去 10 年來美國民眾的房屋自有率由 65% 升到 69%，其中有一半是靠次級房貸。)

1-2-2 次級房貸的缺點：

(1) 雖然其利率較優級房貸高出 2~3%，但若不足以抵銷較高逾放比的損失，業者仍會虧損。(2) 次級房貸缺乏完善的歷史紀錄以及評估模式，對於其可預期的未來風險性準確度稍不足。

1-3 次級房貸快速擴張



次級房貸的快速擴張約使始於 2004 年（見上圖），在 2005 年及 2006 年皆有 6000 億美元的水準，佔美國整體房貸市場的 11%（2006 年資料）。

次級房貸快速擴張的原因：

- 1、美國聯準會於 2004 年中審慎升息，導致重新融資業務（即以低利率新房貸償還高利率就房貸）盛況不再，房仲業者須另謀生路。
- 2、全球資金過剩使得安全性資產的利率普遍不高，因此投資者及金融業者對於高獲利（也是高風險）的金融商品（包括次級房貸）興趣提升，導致愈來愈多的次級房貸被證券化出售給大眾。加上一些大型銀行收購次級房貸公司及透過經紀商購買其他公司的次級房貸，使得其公司有源源不斷的資金供給，持續運作之下使次貸規模逐漸擴大。
- 3、由於適合傳統次級房貸的借款人愈來愈少，所以業者開始大量推出非傳統次級房貸（較具有風險）以開發新客戶。
- 4、在次級房貸熱潮的推波助瀾之下，業者對於授信的審核亦變得較為寬鬆（不需所得文件證明）以縮短授信時間，提升業務量，但是不需所得文件證明之下，貸款者常會誇大所得 20%~50%，其使得潛在的風險增加。
- 5、次貸營造出熱絡的房市需求，延長房市的榮景（潛在的泡沫化危機）；加上逾放比處於低檔，使得借款人及房貸業者的戒心降低。

市場的惡化：

先前提到次級房貸的利率雖然較優級房貸高出 2~3%，但若不足以抵銷較高逾放比的損失，業者仍會虧損。

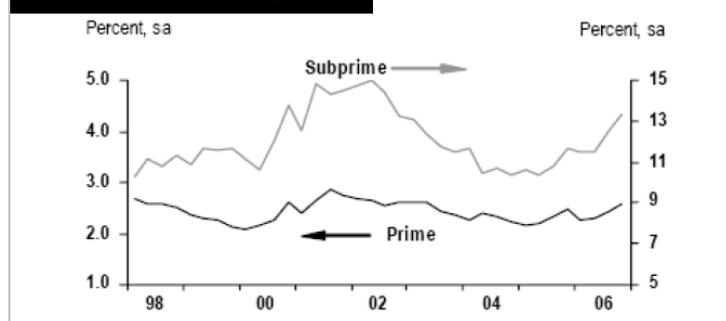
次級房貸的逾放比在 2006 年第 4 季已攀升至 13.33%，今年第 2 季已達到 14.82%，並創下 4 年來的新高，因此初步的危機以慢慢浮現。

圖 1-3-3 各類型房貸的逾放比

Mortgage Delinquency Rates (Loans Past Due, Percent of Outstanding)				
Quarter	Prime FRMs	Prime ARMs	Subprime FRMs	Subprime ARMs
2000 Q1	1.8	3.4	12.0	13.5
2000 Q2	1.9	3.3	10.3	13.0
2000 Q3	2.0	3.4	12.5	14.5
2000 Q4	2.3	3.8	14.4	15.3
2001 Q1	2.2	3.8	14.1	14.7
2001 Q2	2.4	3.8	15.9	14.6
2001 Q3	2.6	4.1	16.1	14.5
2001 Q4	2.5	3.8	15.9	14.4
2002 Q1	2.5	3.7	16.6	15.0
2002 Q2	2.4	3.6	16.7	15.6
2002 Q3	2.3	3.5	15.5	14.7
2002 Q4	2.4	3.3	14.0	13.6
2003 Q1	2.4	3.2	13.3	13.7
2003 Q2	2.4	3.2	12.5	13.2
2003 Q3	2.2	2.8	11.5	12.5
2003 Q4	2.1	2.8	10.5	12.9
2004 Q1	2.0	2.3	10.6	11.0
2004 Q2	2.1	2.3	9.8	10.1
2004 Q3	2.2	2.2	10.2	10.4
2004 Q4	2.0	2.1	9.7	9.8
2005 Q1	2.0	2.1	9.1	10.3
2005 Q2	2.0	2.2	9.1	10.0
2005 Q3	2.1	2.3	8.8	10.6
2005 Q4	2.2	2.5	9.7	11.6
2006 Q1	2.0	2.3	9.6	12.0
2006 Q2	2.0	2.7	9.2	12.2
2006 Q3	2.1	3.1	9.6	13.2
2006 Q4	2.3	3.4	10.1	14.4
Year-on-Year Deterioration (Basis Points)	6	85	39	283

Source: Mortgage Bankers Association.

圖 1-3-4 優、次級房貸的逾放比率



因為次貸民眾面對升息時的浮動利率，繳不出房貸的風險較大，因此導致次貸的逾放比上升。

以下圖表為全球主要金融機構的次級房貸災情：

圖 1-3-5

機構名稱	損失金額
貝爾斯坦(Bear Steams)	7 億美元
瑞士銀行(UBS)	40 億瑞郎(34 億美元)
花旗(Citi Group)	110 億美元
德意志(Deutsche)	17 億歐元(24 億美元)
美林(Merrill ynch)	84 億美元
雷曼(Lehman Brothers)	7 億美元

當次級房貸出現拖欠和壞帳增加，後續吹起的衍生金融商品泡泡就會連環破裂。購買這些基金和擔保債券憑證(CDO)的銀行、共同基金、避險基金，以及保險機構和對沖基金，陸續宣布自己認列虧損的情況與災情。

1-4 CDO 是什麼：香腸

CDO (Collateralized Debt Obligation，抵押債務債券，或稱擔保債權憑證)。這種將多種不同金融資產經過多次證券化、層層包裝的架構，使得一般人對於 CDO 的風險顯得霧煞煞。次級房貸風暴吹起，因為不能確定相關利空是否出盡，引發恐慌殺出導致跌價，投資者立即要認列損失。

一大堆金融機構持有 CDO，當然不是明知有問題仍盲目投資，實在是因為 CDO 將各類資產基礎證券 (ABS) 透過再次證券化包裝重組，報酬率比一般債券、保本型結構商品高，且資產多樣、風險分散，自然風靡市場。

CDOs 是近來新興的許多低流動性投資工具之一，資產池的內容包羅萬象，除了房貸債權外，還有商業貸款、信用卡應收帳款。

但它就像香腸一樣，就是把所有的肉絞一絞，加點調味料後，灌成香腸再賣出去，根本看不懂裡面是什麼肉。

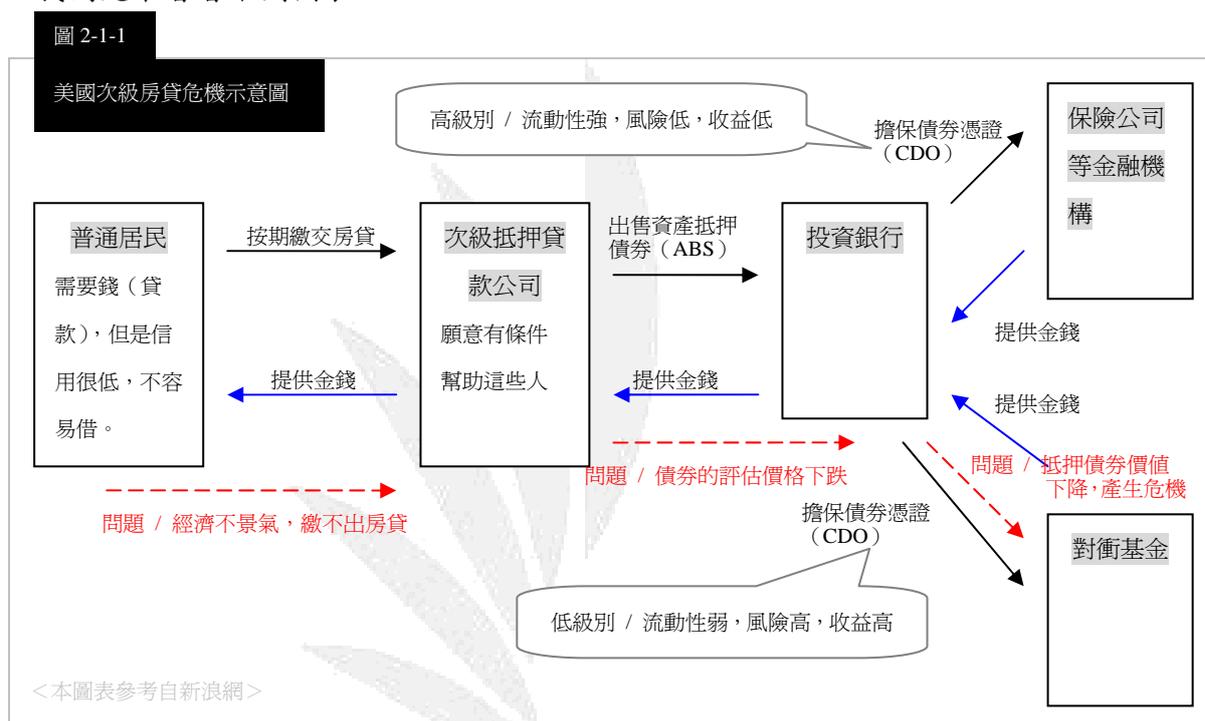
CDO 的問題在於這類商品因為流動性不若上市的股票或債券，定價上也有很大彈性空間，急於脫手時卻找不到人願意承接時，只得猛砍價格，往往伴隨沉重的虧損，特別是避險基金通常都會利用槓桿操作好提高報酬率，這時損失將更為慘重。

二、次級房貸的影響

2-1 它為何是個問題

到這裡大家應該會想，美國人的房貸問題對於我們或之於世界又有何相關呢？竟然好似漣漪，一發不可收拾的衝擊著整個世界。

我們先來看看下列圖表：



原來美國人的房貸危機是來自於流動性弱、高風險、高報酬的低級別擔保債券憑證 (CDO) 之於對衝基金的運作。最源頭原本就信用不良的家計單位，對於經濟的波動的抵禦能力本來就不強，當遇到了經濟不景氣的時候，更是容易拿「信用」抵債。

對衝基金在全球到處流動來流動去，美國次貸危機就從這個缺口漏出去，之後漣漪的半徑越來越大，影響越來越廣。

2-2 次貸問題滾雪球

若再細看，因為美國是世界第一大經濟體，與世界有著密不可分的關係，但就連問題的影響也是密不可分的。(這就像是浮動或是固定匯率的掛勾影響。例如 1997 年的亞洲金融風暴，由泰國逐漸影響整個東南亞，接著韓國、日本一般。)

次級房屋信貸經過貸款機構及華爾街組合包裝之後以票據或證券產品形式在抵押二級市場上出賣，用高息吸引其他金融機構和對沖基金購買。

美國的金融商品，其內涵也是經過重重包裝，整合著來自各個金錢流向的零件，當一個零件出現問題的時候，其它連動的機構也會跟著被拖累。

以下我們再看一張圖表（經濟日報/製圖）：

圖 2-2-1



在這張示意圖中，可以看到整個次級房貸的金融商品怎麼一層層被包裹成新商品，不斷轉賣出去。

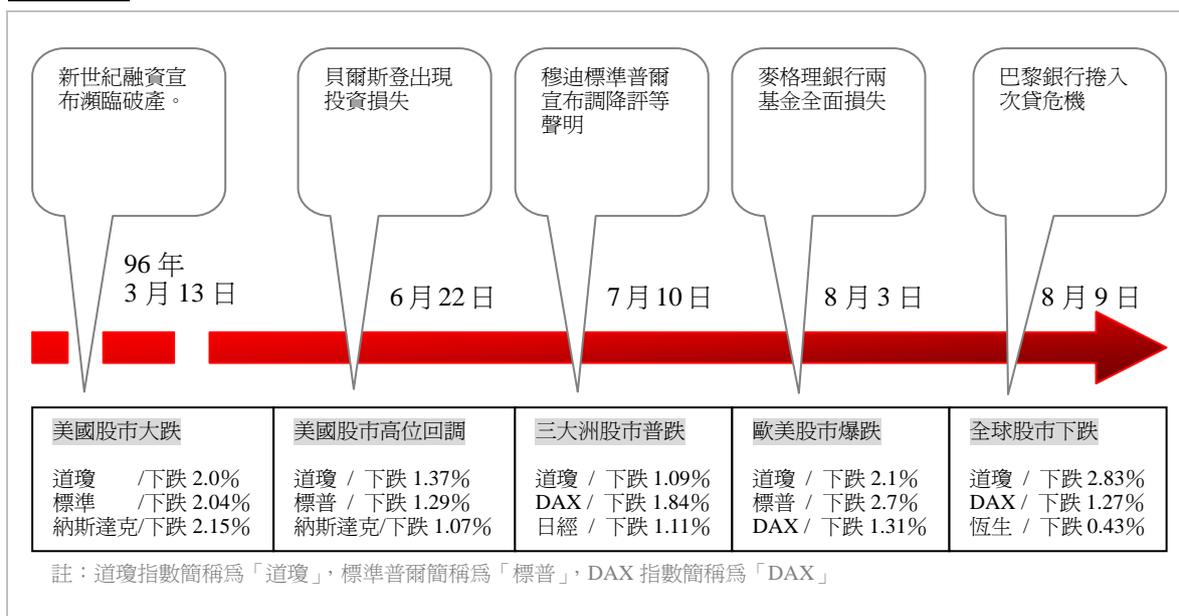
最初是房貸的債權，緊接著被次級房貸抵押公司買去，再以資產抵押債券賣給投資銀行，投資銀行再包裝成新的金融衍生商品，轉賣給銀行和保險公司、對沖基金、避險基金等。當然，中間還會有標準普爾公司給予債券信評，還有財經媒體等宣傳銷售，都成為一環環的共犯結構。

呼應一下這個標題，雪球越滾會怎樣哩？當然是越滾越大囉！次貸就像剛發難的雪球一般，其問題也越滾越大之。

2-3 雪球滾到全世界

我們再看一張圖表（參考自新浪網）：

圖 2-3-1



當與次級房貸相關問題的消息一宣布時，逐漸的全球股市亦快速反應其利空；由此可見，其所牽動的影響力有多大。

從較遠的禍因來看，來自於美國 2006 年的房地產開始轉差，美圓利率多次加息，令到次級房屋信貸的拖欠以及壞帳增加，次級房屋信貸產品的價格大跌，直接令到歐美以及澳洲不少金融機構都出現財政危機，甚至面臨破產，牽動全球信貸出現收縮。部分基金為了應付客戶大規模贖回潮（這也類似日本菜籃族所引起的金融波動），於是借日圓平倉，大舉投資的方法再行不通，唯有沽貨套現，造成連串的骨牌效應，導致環球股市大跌。

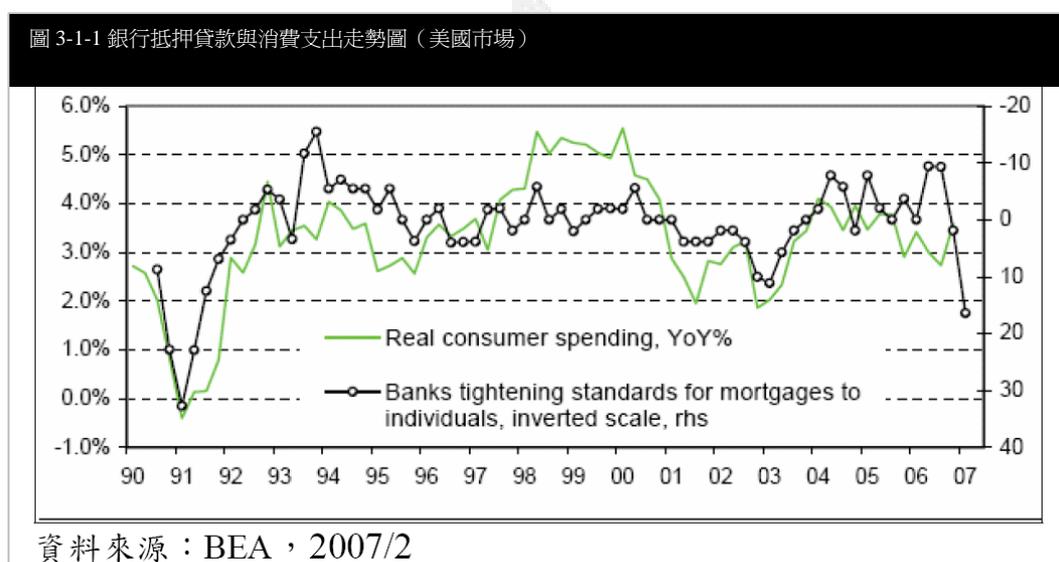
三、風暴內的秘密

3-1 細說災情

(美國)

美國的次級房貸風暴，對於整個世界的影響有多少呢？又影響哪個部位呢？我們先來看看美國本土的部分。其實美國本土的消費能力並沒有受到其多大的衝擊，這似乎是令人訝異的表現。

下圖為銀行抵押貸款與消費支出走勢圖：



美國房市退燒（約 2006 年起）加上利率上升，使得次貸的違約率升高。其原因在於次貸的家計單位有約 75% 為 2-28 或 3-27 的浮動房貸利率，當前 2 或 3 年的固定利率到期之後，緊接著是面臨（往後 28 或 27 年）利率調漲的浮動利率時期，因此原本信用不佳的民眾更是難以承受而違約。

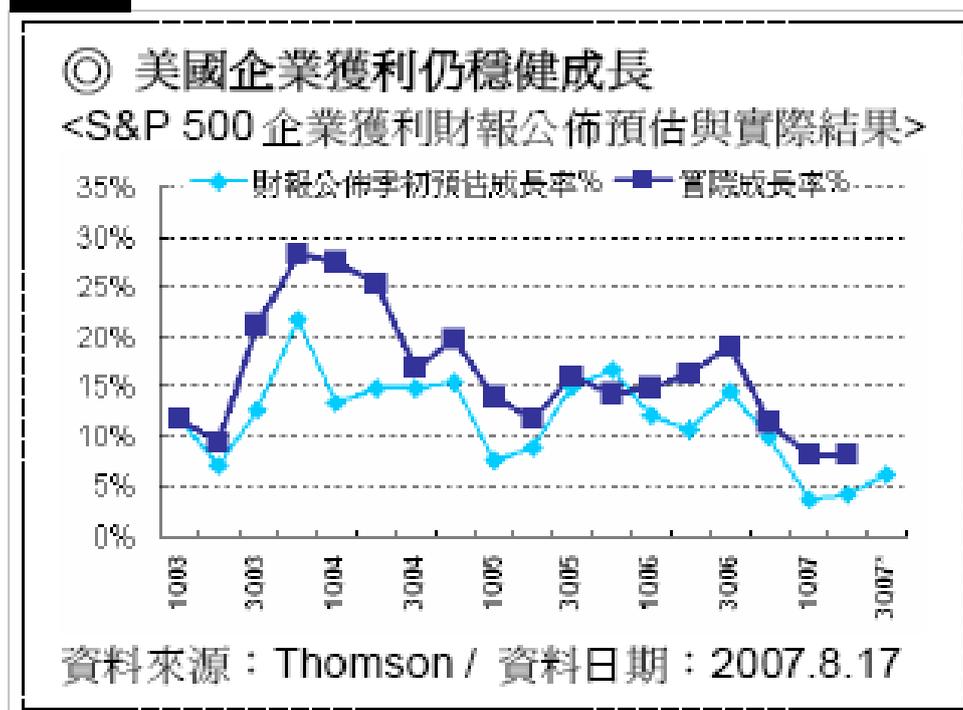
由於過去的經驗來看，當信用惡化的時候，銀行會採取信用緊縮政策，導致消費鈍化（見上圖），但是次貸問題並無蔓延到整體房貸市場，因此信用惡化失控的情形並未發生。原因在於：

- 1、次貸違約率上升是因為 2005~2006 年房市降溫的正常表現，目前仍未有跡象顯示整體的信用貸款有惡化的表現。
- 2、美國房貸市場的規模達到八兆元 (USD)，而次級房貸只佔約不到 1 兆元 (7~8%)，而次貸民眾的消費力原本就較低，次貸危機出現時因信用緊縮導致消費力的降低並無法對整體的消費力構成威脅（只要整體的就業市場表現仍是強勁）。

結論：美國經濟的主力在於消費的行為上，其消費的行為建立在就業市場的強弱。

次級房貸災情（違約率上升）對於美國而言，只是房市的自然降溫現象，對於美國重要驅動力的消費支出上，影響所佔比例並不高；對於未來企業的帶來的經濟成長仍是看好。

圖 3-1-2



上圖表示的數據說明美國企業獲利仍穩健成長。

（臺灣）

臺灣，或是其他國家應該也是一樣，都是美國次貸金融商品的犧牲者。次級房貸風暴對國內金融業的影響到底如何呢？行政院金管會在 11 月 1 日公布金控和銀行投資 SIV（結構式投資工具）最新情況，國內金融機構投資海外的 SIV 部位共計 218 億元；而永豐金控約佔一半，其金額高達 113 億元，目前永豐金控已對外公告提列損失準備 23 億元。國內估計有 13 家金融機構投資 SIV，主要是大型金控，已提列 40 億元損失準備。

在次貸的連動方面，估計有 21 家銀行受到影響，投資金額達 563 億元（NTD），預估損失也提高至 30 餘億元；大型金控公司與銀行方面的提列損失合計逾 70 億元。而透過銀行販售給投資大眾的部位，部分已經贖回，投資部位減為 14 億元。

1、從金融相關產業看次貸的影響：

行政院金融監督管理委員會的調查指出：

一、保險業部分：

- (一) 壽險業(9家公司)投資含有美國 Sub-Prime 房貸相關商品之投資約 300 億元，產險業(3家公司)則為 1.88 億元。其中連結 Sub-Prime(次級)房貸平均比率為 31.34%。
- (二) 目前已知確定發生損失之公司計有 2 家：台灣人壽損失約 4.47 億元，明台產險損失約 238 萬元，共計約 4.5 億元，佔整體國外投資總額(2 兆元) 0.0225%，其餘公司則尚未有帳列損失。
- (三) 除上述二家保險公司已有帳列損失外，未來將視保險公司所購買之 CDO 有無下檔保護，信評等級(保險業投資標的均為 A 級以上)或是否房貸繳息正常等情況，而隨市價評估決定是否認列損失。
- (四) 另國內各保險公司投資型保險商品連結之結構型債券，經查詢各保險公司並無連結次級房貸之情形。

二、銀行業部分：

- (一) 依初步調查結果，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相關聯，總計投資部位餘額約 404 億元。其中除少數銀行有直接投資次級房貸債券外，大部分銀行均係投資之證券化商品資產池中有部分連結到次級房貸，或投資相關公司發行之公司債等，各銀行初步估計之投資損失佔其投資部位餘額之比率均不大。據相關銀行表示，目前投資所連結之標的還本付息正常，尚無明顯違約情形，爰可能發生之損失應屬有限。
- (二) 另目前僅有 5 家銀行代售之財富管理商品有連結次級房貸之情形，其銷售金額不大，約 41 億元，對投資民眾之影響亦屬有限。

三、證券投資信託基金及境外基金部分：

國內證券投資信託基金及經核准在國內募集銷售之境外基金，目前分別計有 2 檔證券投資信託基金(估計損失約 950 萬美元)、25 檔境外投資基金(估計損失約 1000 萬美元)所投資之證券化商品資產池中含有美國次級房貸，其中證券投資信託基金所持有之部位多已處分完竣，而多數境外基金持有部位之比重則低於 1%，故尚不致對基金投資金造成重大衝擊。

2、從股市的表現來看臺灣受到次貸的影響

從股市的表現來看外資的動向，慢慢的就會發現次貸風暴是怎麼一回事。外資的行為簡而言之，就是將臺灣當作提款機，領錢救急。(其原因在於台灣股市的資本管制較少以及流動性充足)

圖 3-1-3 史上外資十大賣超（台灣股市）

排名	日期	賣超（億元）	當日指數漲跌幅（%）	原因
1	96/7/27	-623	-4.2	美次級房貸風暴
2	96/3/12	-549	+0.8	飛利浦盤後鉅額交易 台積電
3	96/8/1	-489	-4.2	美次級房貸風暴
4	96/8/16	-384	-4.5	美次級房貸風暴
5	96/3/1	-282	-2.8	2/27 全球股災
6	96/8/10	-278	+2.7	美次級房貸風暴
7	96/7/30	-277	-0.9	美次級房貸風暴
8	93/4/30	-237	-4.4	中國經濟降溫
9	96/8/15	-232	-3.5	美次級房貸風暴
10	93/3/16	-226	-0.6	總統大選

由上表可以知道，外資面臨次級風暴時，對台股大幅賣超。（96 年間 8 個佔 6 個）96 年 5 月到 7 月，外資已持續賣超 2982.58 億，而股市加權指數亦由近萬點跌落約 8400 點。到底外資為何急需要大筆的現金呢？

3-2 問題裡的秘密

1、原來問題在日圓。

次貸風暴的問題並不在次貸本身，主要因素是在國際間的利差交易；尤其是借日圓購買澳、紐、英、美等國貨幣計價的高利率債券的利差。

由於日圓利率只有 0.25~0.5%（為了刺激企業），相較於美國的 5.25% 或其他國家的基本利率，只要能借入日圓轉存其它貨幣，就能坐享利差所帶來的收益。據估計，因為利差交易，有超過一兆美元在國際金融市場間流動，也直接的促進金融市場的榮景。全球股市、期貨及大宗物資的起落，亦與其的流動有相關；這個遠比次貸資金的流動還要大上數倍甚至數十倍之多。

如果利差交易受到波及而造成逆轉效果，就會較原本的次貸更大上上數倍甚至數十倍的乘數作用。

2、原來問題在美國

美國為世界的經濟大國，GDP 為世界第一位，遠超過第二大經濟體的日本；美國利率、匯率的一舉一動牽動著整個金融世界（其動向與美國本土的生產、就業、消費市場有關）。當前美國的金融市場規模佔全球的 1/3，其中股票、債券的總量佔世界的 40%，而美元作為國際貨幣及儲備資產，佔國際貿易的比重約

有 60% 左右。由此可見，美國及美元為國際金融力量的主導強度仍是不容小覷。

3、美國的雙率動向、日本的低利率政策 V.S. 國際資金的流動

前 1、2 點已經將世界金融的輪廓簡單的勾勒出來，簡單的說，就是以美國的經濟動向為主，加上日本的低利率政策為輔，強烈的影響著國際間資金的流動。

由於美國經濟不景氣（消費過渡、政府赤字…等）造成次貸的問題（逾放比升高），而由次貸所包裝的 CDO…等銷售到世界金融圈的產品，自然連帶的受到牽連；加上日圓低利率所加持的國際資金流動性上升對於世界有著乘數的作用。

美國次貸造成的信用緊縮，與民眾信心不足的贖回潮，使得資金的調度透過高流動性頻率與乘數而狂瀾大作，因此衝擊著全球的金融。

3-3 誰沒有被打到

看似嚴重的次貸風暴問題，其實經過分析，它並不是那麼可怕，損失的認列是有的，但至少不像新聞報紙的表面宣染之嚴重。主要是造成全球金融資金的佈局變化及吸收了次貸信用緊縮的部分。

經過雪球滾過，到底誰沒有被波及呢？

若從金融面來看，全球主要的經濟體都有影響，其各國央行也有採取資金的挹注以止住次貸的資金缺口。例如歐、美、日等主要經濟體於 8 月上、中旬時已經挹注超過 3000 億美元以舒緩市場流動性緊縮，避免金融市場的運作問題。

若從實體的層面來看，次貸的問題主要只是造成全球資金的佈局變化，在生產、技術、物資等方面並沒有結構性的影響。例如前面 3-1 所談到的美國，一般穩健經濟之下的民眾是美國的消費主力，其並不因為次貸的問題造成他們的信用緊縮、消費意願下降（暫時不加入討論原本存在的問題）。就業市場也並沒有因為次貸問題而有新的影響。當然，遠在另一邊的台灣的實際層面也是沒有影響的。

3-4 雪球是會融化的

次貸的小問題，透過層層包裝的 CDO 流動到全球，加上日本低利率，所造成問題的擴大變成大問題，而這個不在實質面（例如石油減產、戰爭…等）的大問題，將由各國政府及投資公司、投資者分散吸收掉；葛林斯潘認為市場最終會正確的反映價格。次級房貸本身問題的主要原因是，全球的風險，並沒有被完全訂價，現在刺激大家重新評估沒有被充分反映的風險。只要經過適當的處理，避免掉對於實質層面的影響，這個雪球遲早是會融化的。而要使雪球融化的因素，很重要的一點是投資大眾的信心是否回穩堅強。

以下是天下雜誌對葛林斯潘的一段訪問：

Q：次級房貸風暴還繼續延燒。為什麼會如此嚴重？

A：金融市場的危機，已經一觸即發，如果不是次級房貸，也會有其他的標的。開發中國家的利率、美國政府國庫券等之間的利差，現在是有史以來的小的，就會有高風險的金融工具出現。

次級房貸造成問題，部分是全球長期利率大幅下降，全世界資產價格漲得比名目 GDP 還快，帶動世界資金流動戲劇性的大量增加。國際金融機構所創造、買賣、仲介的股票與債券大幅成長，成為國際流動資金的主要來源。

這些超額的流動資金，四處尋找投資報酬率高於一般水準的標的。而美國次級房貸證券化的衍生性金融產品有很高的投資報酬，吸引了全球相當大量的投資，創造了對美國次級房貸的龐大需求。

包括對房貸銀行、銷售房貸證券化商品的金融機構的需求，都不斷大增，他們要有更多的房貸，才能夠創造更多的衍生商品、銷售給避險基金等。需求暴增，房貸機構就降低了貸款條件、衝高貸款量。結果造成後續的許多問題。

如果不是對於次級房貸證券化商品的需求大量增加，次級房貸在美國市場的比例原來很小，問題也不會跑到美國以外，因為沒有美國以外的人擁有美國的次級房貸，他們有的是美國次級房貸證券化的商品。

次級房貸變成了證券化的商品、涉及上兆美元的市場，造成很嚴重的問題，衝擊商業銀行與投資銀行的營收、企業併購。可以確定，次級房貸連動造成的損失，比次級房貸直接的問題，深遠多了。

Q：如果你，你認為應該如何處理次級房貸的問題？

A：我認為市場最終會正確的反映價格。

次級房貸問題的主要原因是，全球的風險，並沒有被完全訂價，現在刺激大家重新評估沒有被充分反映的風險。

次級房貸問題的核心，本質上是信用懷疑危機，大家非常不相信對方的信用狀況，銀行不再借貸、投資人不再投資，所有的金融市場活動都會凍結，金融市場當然不會完全停止，但是有相當大部分的影響。

這是一個恐懼帶動的現象。扭轉情況的唯一方式，就是搞清楚所有這些奇奇怪怪的結構性金融產品的價格。等到大家了解那是甚麼樣的產品，社會的恐懼才會平息下來。

面對這樣的問題，法規能夠使得上力的地方很少。如果是信用懷疑問題，許多國家的中央銀行也都認為他們能夠做的真的不多。

舉例來說，如果你有一百元，有個人要跟你借十元，但是你知道那個人不會還錢，就不願意借，就算我再給你一百元，你還是不會願意借錢給那個人。所以，增加銀行資金、資金充裕其實沒有多大幫助。

未來更重要的問題，是次級房貸是否會影響實質的生產活動。

現在對美國的房地產價格產生懷疑，是否會影響美國房地產市場？房地產市場影響民間消費，美國的民間消費又對世界貿易有相當影響，尤其是東亞國家。如果美國房地產價格下跌、造成消費者縮減消費，台灣很多的電子與科技產品銷售到美國，也會感受得到衝擊，中國大陸更會感受到，因為美國市場佔中國出口的比例是很大的數字。

如果影響實質的生產，就會再擴大次級房貸的影響。

Q：你在聯準會主席任內幾次面對金融風暴。要如何降低金融風波下的社會恐懼？

A：信心絕對是最重要的。如果讓我挑一個重點，我最希望能夠看到的是降低社會的恐懼。我不知道要如何才能做得到。我不管其他的統計數字如何，我要知道唯一的指標，就是社會的信心。

趨吉避凶是人類本性，不是能夠控制的，但是可以學習。我們從過去的經驗中學習，哪些威脅是不用恐懼的。要降低恐懼，只有降低不確定性或是增加知識，才能夠完全了解風險，才可能降低恐懼。在金融上，不確定就帶來恐懼，不確定性才是主要的問題。

四、結論與想法

4-1 房奴的形成：台灣

有關美國次貸的信用問題，而造成的信用緊縮、銀行認列呆帳，讓我想到了台灣也有類似的情形發生，那就是雙卡風暴的卡奴問題。而台灣是否也會出現所謂的房奴呢？

我們先來看看美國的房奴。這場金融危機的起因，是美國次級房貸壞帳率開始攀升，到 2006 年美國次級房貸已有三成居民繳納不出房貸。可是，繳不出房貸的人是怎麼來？房奴之所以變成房奴，繳不出房貸，也有過程。

美國 220 萬的房奴是來自美國前五年的房市榮景，透過開發商和華爾街這些金融資本推銷，創造出今日的房奴。而問題的背後，卻也不是什麼枯燥的經濟問題，而是人性的貪婪與利用。以下的報導分析則可見一番。

美房地產商的「七宗罪」

- 1、用各種欺騙性或高壓的營銷手段。例如，吹噓並不存在的完善的公共設施，或威脅消費者說如果不能在一定的期限內签合同，就要沒收押金。
- 2、有時候會在購房合同上做「手腳」，通過用模稜兩可的語言，限制了消費者日後起訴其的權利。
- 3、僱用來歷不明的房產評估員，對房子的價值進行任意誇大。
- 4、承諾幫助消費者負擔一到三年的部分貸款，引誘或誤導消費者虛報收入水平，使其日後陷入還款成本會逐年大幅提高的貸款。
- 5、在合同還沒簽妥前，就逼迫購房者盡快搬進新房，來記錄銷售額。
- 6、對於承諾的房屋和配套設施並不兌現，即使非常基本的路燈。
- 7、房屋在極短的時間內倉促完工，導致許多劣質工程，隱藏不安全因素。

另外，這群房奴之所以繳納不出房貸，如前幾章所談到的，也是因為房貸採取浮動匯率，美國聯邦不斷調高貸款利率，使得很多房奴現身說法，說自己原本繳得出房貸，最早房貸是 7%，後來攀高到 14%，他已經繳納不出來了。

台灣的房貸問題，應該是不會有如這次美國次貸會引發軒然大波；但是台灣是否會有房奴的形成，倒是值得觀察的重點。

我想，這樣的危機還是存在的，原因在於台灣的房貸利率偏低已吸引民眾購屋，而逾放比卻相對過高，若面臨浮動利率時期的利率上升（包含通貨膨脹因素），人民薪資調幅跟不上而超過負荷時，那會發生台灣版房奴的可能性就大多了。

以下運用圖表數據佐證之。

圖 4-1-1

消費者物價基本分類指數-年	
依 期間 與 基本分類	
	消費者物價基本分類-總指數
2002	99.80
2003	99.52
2004	101.13
2005	103.46
2006	104.08

註解(Footnote):
[more](#)
[統計專題分析](#)
[國情統計通報](#)
 最近更新日：2007-12-05 16:00
 資料來源：行政院主計處
 單位：民國 90 年=100
 預告發布時間：[more](#)。
 統計單元：
 PR0101

圖 4-1-2

利率-五大銀行新承做放款金額與利率-年	
依 期間, 貸款 與 金額與利率	
	購屋貸款
	利率
2002	4.401
2003	2.979
2004	2.401
2005	2.292
2006	2.267

註解(Footnote):
 資料來源：台灣銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行、華南商業銀行及彰化商業銀行。
 最近更新日：2007-12-05 15:30
 資料來源：中央銀行
 單位：新台幣百萬元，年息百分比率
 預告發布時間：[more](#)
 統計單元：
 FM3004

圖 4-1-3

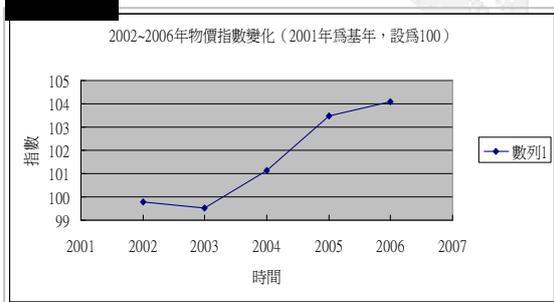
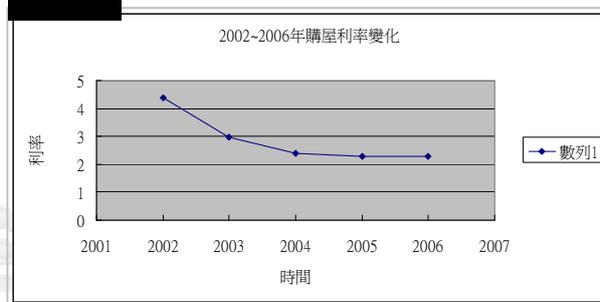


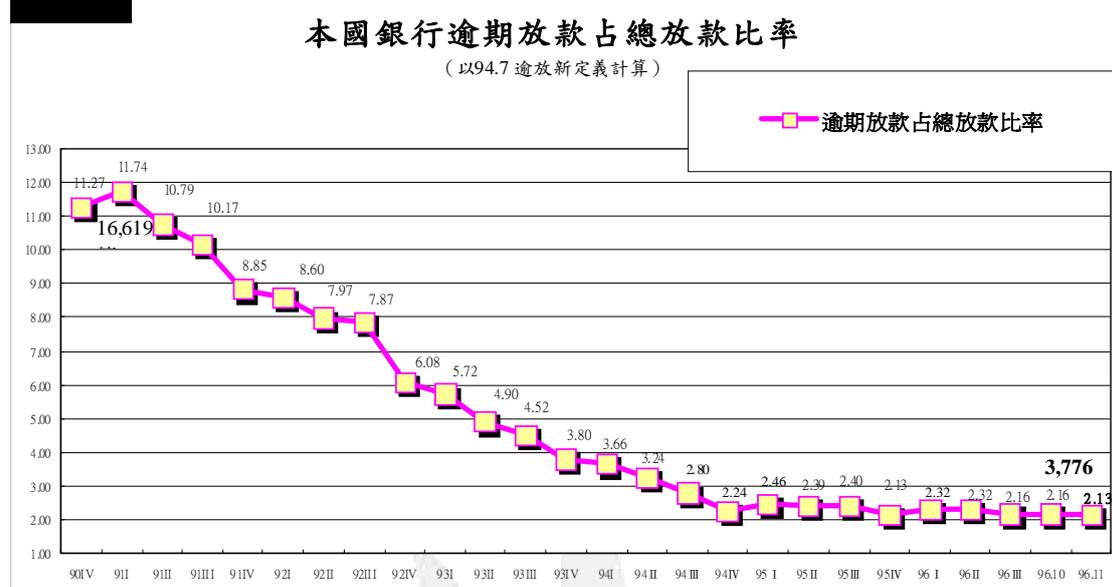
圖 4-1-4



由行政院主計處的資料顯示，從 2003 年到 2006 年的物價指數逐年攀高。而銀行業者（主要五家：台灣銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行、華南商業銀行及彰化商業銀行）對於民眾的購屋利率卻是不斷的向下調整，5 年來下降幅度達到 48.489%。2002 年~2006 年製造業、服務業及批發零售業的薪資漲幅為 3.748%（資料來源：行政院主計處）。

下圖 4-1-4 顯示，我國銀行總體的逾放比呈現下降趨勢，但根據工商時報指出，其房貸的逾放比仍在成長（上半年成長率 3.42%，但較過去 3 年的 10% 以上有趨緩的現象之）。

圖 4-1-4



根據工商時報 (A6/金融保險) 2007 年九月的報導指出，整體本國銀行房貸逾放比維持在 1.7% 的低檔。

全體國銀房貸逾放比處於一·七% 低檔。根據金管會最新統計，截至今年上半年為止，金融機構承作房貸逾放比約一·七%，若以二·五% 做指標，房貸業務的壞帳率處於低檔；另外，若以成長率來看，今年上半年為三·四二%，較過去三年一〇% 以上成長，增幅已經趨緩，國銀辦理房貸業務品質「尚屬正常」。

由台灣房貸逾放比率來看，雖然還是在成長，但逐漸趨緩之；所以台灣房奴的形成，應該不是短期間會發生的事，但仍有潛在的威脅。

4-2 想法

在本單元 (資本市場與商業資源之實務) 的課程中提到，在金融市場中，該關注的焦點就在一個“錢”字。“錢”，就像水一樣，在這個金融世界流動來流動去。而它會流到哪裡去呢？主要是看各國的利率、匯率的變化。這雙率的變化，則由實質層面或是政策面來影響與決定的。例如台灣為出口主要國家，要有利出口，就會抑制新台幣的升值 (台幣兌美元之間)。

當我們只看著“錢”的變動，去除許多其他層面的干擾。對於金融市場的變化就會更為清晰明朗。在個人的生活上，也較不容易出現貨幣幻覺；對於“貨幣幻覺”這個詞的感覺，也不再只有書本上出現的生澀。

五、參考文獻

- 1、行政院主計處
<http://www.dgbas.gov.tw/mp.asp?mp=1>
- 2、經濟日報
<http://www.cooloud.org.tw/node/7644>
- 3、文笙國際金融通訊
http://www.wsifc.com/wsej/34/WSI_034_01.pdf
- 4、行政院金融監督管理委員會
http://www.fscey.gov.tw/news_detail2.aspx?icuiitem=3026789
- 5、天下雜誌網站
http://www.cw.com.tw/article/relative/relative_article.jsp?AID=3346
- 6、維基百科
<http://zh.wikipedia.org/wiki/%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E6%AC%A1%E7%B4%9A%E6%88%BF%E5%B1%8B%E4%BF%A1%E8%B2%B8%E9%A2%A8%E6%9A%B4>
- 7、友邦環球投顧
<http://www.nanshanlife.com.tw/ilp/bulletin/960030.pdf>
http://www.aig.com.tw/DB/fund_5/68.pdf
- 8、聯合理財網（金鼎投顧）
<http://www.money.udn.com/html/rpt/rpt92553.html>
- 9、兆豐國際商銀
<http://megabank.com.tw/upload%5CF290%5CE7%BE%8E%E5%9C%8B%E6%AC%A1%E7%B4%9A%E6%88%BF%E8%B2%B8%E5%B8%82%E5%A0%B4.pdf>
<http://megabank.com.tw/upload%5CF290%5C9610%E6%AC%A1%E7%B4%9A%E6%88%BF%E8%B2%B8%E9%A2%A8%E6%9A%B4%E6%8E%A2%E8%A8%8E.pdf>
- 10、華頓投信
<http://521.webca.org/amex/files/MarketNews/24.pdf>
- 11、富邦銀行
http://www.fubonbank.com.hk/web/doc/mkt_srtp_20070814_c.pdf
- 12、金鼎證券
<http://www.tisc.com.tw/new/newreport/special/upload/special20070824-1.pdf>
- 13、華南銀行
<http://campaign.hncb.com.tw/intranet/monthly/mon057/05703.pdf>
- 14、台證投顧
http://www.tsc.com.tw/report_file/tsiaweb/investment/ivs_20070827.pdf
- 15、摩根富林明
http://www.tcb-bank.com.tw/tcb/product/tcb_money/usa/020.pdf
- 16、苦勞網 <http://www.cooloud.org.tw/node/7663>