

資產證券化的發  
展與次貸金融危  
機

次貸金融危機的  
政策意涵

因應疫情的貨幣  
與信用措施對經  
濟金融的影響

疫情後低利率將  
成為常態嗎？

金融科技發展對  
銀行業與政策的  
影響

央行數位貨幣

# 18 金融危機與近期貨幣金融重 要議題 (部分內容)

資產證券化的發  
展與次貸金融危  
機

次貸金融危機的  
政策意涵

因應疫情的貨幣  
與信用措施對經  
濟金融的影響

疫情後低利率將  
成為常態嗎？

金融科技發展對  
銀行業與政策的  
影響

央行數位貨幣

## ① 資產證券化的發展與次貸金融危機

## ② 次貸金融危機的政策意涵

## ③ 因應疫情的貨幣與信用措施對經濟金融的影響

## ④ 疫情後低利率將成為常態嗎？

## ⑤ 金融科技發展對銀行業與政策的影響

## ⑥ 央行數位貨幣

# 次貸風暴的發展關鍵與影響範圍

- 發展關鍵是資產證券化，因次貸風暴之始，在於次級房貸 (subprime mortgage) 的倒帳風潮，造成以其為擔保的證券化債券違約
- 影響範圍大，涵蓋了包括直接金融與間接金融的整個金融體系，因違約的證券化債券，引發一連串持有該資產的金融機構倒閉

# 資產證券化

- 本單元討論美國資產證券化發展和次貸金融危機發生的原因，特別注意技術發展、金融消費者需求改變、銀行規避管制的考量，和金融管制的解除，對金融體系潛在風險的影響
- 資產證券化過程參與者衆，隱藏了許多資訊不對稱的問題，在次級房貸證券化過程尤其嚴重
  - 次級房貸的貸款人是指因某些條件不足而不具優級房貸 (prime mortgage) 客戶資格者，例如過去的信用歷史較差、所得貸款比較低，或幾乎無法支付頭期款者

# 美國資產證券化的發展

- 1970年代時值戰後嬰兒潮進入購屋年齡，對房地產貸款需求大增
- 儲貸機構提供購屋資金的方式逐漸無法滿足市場需求，因此發展出房貸證券化的金融商品
- 1984年通過「房貸次級市場促進法案」，金融機構得以參與資產證券化業務
- 1988年巴賽爾資本協定對資本適足的要求，提供了銀行業將其風險性資產證券化的誘因
- 1980年代電腦與資訊科技的進步，大幅降低了證券化過程中的交易與精算成本

# 次級房貸增加之原因

次貸金融危機衝擊之巨大的原因之一，在於次級房  
貸在危機爆發前快速成長

- 金融機構因資金充裕而大量承做房屋貸款
- 機動型利率房貸的推出：初期利息支出相對低，使貸款  
人低估貸款壓力而購買超過其財務能力之房子
- 低失業率與低利率：購屋能力高，而成本卻相對低
- 房價高漲：透過重新抵押獲得更多貸款
- 投資人對高收益的次級房貸擔保證券的需求增加

# 房貸倒帳急遽惡化的原因

- 貸款標準放寬：如不必支付頭期款；許多放款機構與房貸經紀人都有欺騙的行為，而貸款人對其還款能力也有不實的陳述
- 房價下跌：使次級房貸貸款人在面對負的房產淨值時，寧可選擇直接倒帳
- 利率上揚：使次級房貸貸款人無法按期償還貸款
- 失業率上升：還款能力降低，使倒帳機率增加

# 次貸金融危機發生的原因

- 貸款由「創始並持有」轉為「創始並轉賣」
- 金融商品高度複雜化
- 高槓桿與流動性風險
- 金融體系的網絡效果
- 其他重要原因

## 貸款轉為「創始並轉賣」模式

由於資金充裕與貸款人的信用指標得以量化，使金融機構大量承做房屋貸款，並將貸款出售其他金融機構予以證券化，於是銀行在房貸的角色從「創始並持有」轉為「創始並轉賣」(簡稱 OTD)

- 嚴重的代理問題：代理人（貸款的創始機構）沒有誘因以委託人（貸款最終持有者）的利益為目標，因此銀行不會謹慎篩選貸款對象
- 代理問題加上放款標準降低，以及投資人過度依賴信用評等機構，都使得這些證券的真實風險被嚴重錯估

# 金融商品複雜、高槓桿與網絡效果

- 金融商品高度複雜化
  - 多層次包裝組合的金融商品，報酬率與倒帳風險難以評估，信評機構無法適時提出預警
- 高槓桿與流動性風險
  - 以短期借貸來融通長期資產使銀行暴露在流動性風險中
  - 若無法持續借得資金，金融機構廉價拍賣資產，也產生擠兌危機
- 金融體系的網絡效果 (network effects)
  - 資產證券化商品複雜，使交易對手風險不易評估
  - 金融體系中的契約連結不透明，違約透過衍生性金融契約的連結，迅速擴散

# 總體經濟的變化

資產證券化的發  
展與次貸金融危  
機

次貸金融危機的  
政策意涵

因應疫情的貨幣  
與信用措施對經  
濟金融的影響

疫情後低利率將  
成為常態嗎？

金融科技發展對  
銀行業與政策的  
影響

央行數位貨幣

- 房價下跌、利率上揚以及失業率上升，影響了所有地區和所有類型的倒帳風險，使金融機構無法透過集結不同區域和不同種類的貸款分散倒帳風險

12/22

# 次貸金融風暴後的金融管制

為預防危機與維持金融市場的穩定，美國在2010年7月通過金融改革立法：「Dodd-Frank 華爾街改革與消費者保護法案」，改革重點包括：

- 風險保留規範
- 改革信用評等機構利益衝突問題
- 增進資訊透明度和責成證券發行機構的適度監督
- 投資人保護立法
- 增進對金融體系的系統風險的監督

13/22

資產證券化的發  
展與次貸金融危  
機

次貸金融危機的  
政策意涵

因應疫情的貨幣  
與信用措施對經  
濟金融的影響

疫情後低利率將  
成為常態嗎？

金融科技發展對  
銀行業與政策的  
影響

央行數位貨幣

## 風險保留規範

風險保留規範藉由限制貸款的創始機構或證券發行機構必須保留部分的信用風險，以增加篩選與監督的誘因，確保審慎放款與發行資產擔保證券，有助於提升證券化資產的品質

- 太高的風險保留會抑制信用供給，對經濟產生負面衝擊
- 對於符合嚴格標準的高品質資產的風險保留，可給予部分寬減或完全免除
- 在 Dodd-Frank 法案中的具體措施為要求銀行對貸款保留 5% 的信用風險

# 主要國家因應疫情的貨幣與信用措施

- 規模龐大的財政支出
- 極度寬鬆的貨幣政策
- 央行與財政當局的合作
  - 寬鬆貨幣政策使市場利率下跌，財政部得以較低成本舉債
  - Fed 的融通機制，多由財政部注資強化信用保護
  - 隱憂
    - 公共債務的可持續性
    - 央行獨立性
    - 通貨膨脹

# 公共債務的可持續性

- 公共債務可持續性受經濟成長與利率的影響：若經濟成長足以支撐稅收，在適當的利率水準下，政府得以償還債務
- 公共債務可持續性仰賴適當的財政制度，如提高稅收效率和明智的公共支出等
- 若倚賴央行融通財政赤字，將損及央行獨立性及公信力，長期會加劇通貨膨脹，引發資源誤置等問題

# 央行獨立性

- 非傳統貨幣政策使央行逾越最終借貸者此一最原始的角色，擔任金融資產的購買者及信用配置者，造成資產價格飆漲，且長期可能演變成高通貨膨脹
- Fed 自 2015 年底開始的貨幣正常化速度遠不及之前貨幣寬鬆的速度 退場不易，使 Fed 難以維持獨立性、達成雙重授權的目標
- 大規模資產購買可能變相支應國家財政

# 通貨膨脹的隱憂

2021年初，美國通膨升溫，10年期公債殖利率反彈，反映通膨預期的升溫

- 寬鬆貨幣政策使貨幣基數上升，疫情下許多企業向銀行借貸，使貨幣供給也增加
- 民眾在疫情期間「非自願儲蓄」，疫情過後經濟好轉也將提高就業和所得，使總和需求增加
- 央行獨立性及公信力若受損，將不利於其管理民衆的通膨預期
- 高通膨有利於負債的政府，若央行進行債務貨幣化，將不利於通膨預期

# 疫情與低利率

- 有學者蒐集 19 場瘟疫後的數據，發現瘟疫後自然利率顯著降低
  - 自然利率：當經濟體在穩定的通貨膨脹率下，使經濟體處於潛在產出的短期實質利率水準
- 此次疫情可能造成自然利率下跌的原因
  - 人們增加儲蓄以因應疫情的風險和可能的景氣衰退
  - 疫情喚起人們對於大型災難的意識，資金「逃向品質」，公債的需求上升
  - 富人相對窮人更傾向於儲蓄，而疫情和寬鬆貨幣政策加劇所得和財富不均

# 長期低利率助長殞屍企業

19/22

「殞屍企業」原應被市場淘汰，但因低利率壓低資  
金成本而得以繼續維持營運

- 根據國際清算銀行的研究，疫情後富有國家中  
約有1/6的企業可以被歸類為殞屍企業，而在  
1980年代，則有1/20的企業為殞屍企業
  - 該研究定義「殞屍企業」為連續三年以上收入不  
足以支應利息支出，且公司價值低落的企業
  - 寬鬆貨幣政策降低銀行的資金成本，可能扭曲  
銀行的放款決策，而導致殞屍企業的存續

# 殞屍企業對產業造成外部性

殞屍企業除了本身獲利低，更會對產業造成外部性

- OECD 發現，充滿殞屍企業的產業中，一般企業更難取得資金，進而壓低產業獲利，影響這些企業的投資和研發創新的誘因
- 殞屍企業對產業造成的外部性，正是低利率造成資源誤置的影響之一

# 疫情與金融科技的發展

根據調查，約七成美國居民表示疫情期間金融科技已成為「財務生命線」；約八成受訪者表示疫情期間已完全透過網路理財

- 銀行業者的服務通路布局改變：歐洲銀行業者則計畫關閉約 2,500 家分行
- 行動支付避免現金轉手時的病毒傳播：拉丁美洲的中央銀行於疫情間鼓勵民衆使用 QR code 支付
- 疫情使民衆克服通路轉換成本

# 央行數位貨幣

「央行數位貨幣」(central bank digital currency, CBDC) 是指中央銀行發行的數位化的通貨

- 傳統的央行貨幣體系採雙層式架構，現金透過金融中介機構給一般大眾
- 現行貨幣多以數位化形式存在，如金融機構存放央行的準備金
- 未來央行數位貨幣所能帶來的轉變，在於如何改變可直接觸及央行資產負債表的群體
- 重點：CBDC 與現金在發行與使用上的成本效益分析，以及在經濟功能和法律效力的比較