



大陸崛起、次貸風暴與央行之角色



許嘉棟

台灣金融研訓院董事長
台灣金融服務業聯合總會理事長
台灣大學經濟系兼任教授

2009年3月

大 綱

- I. 前言
- II. 經濟鬱卒—這攏是阿共仔害耶！？
- III. 大陸崛起對國際經濟之衝擊
- IV. 大陸崛起與國際物價、工資與就業
- V. 次貸風暴起因之一：資金寬鬆導致房市過熱
- VI. 次貸風暴起因之二：央行不主動處理房市泡沫，只消極善後
- VII. 次貸風暴何以如此嚴重
- VIII. 次貸之檢討與影響
- IX. 中央銀行宜有之角色



I. 前言

- 國內與國際許多經濟問題之源起，皆與金磚四國，尤其是大陸之崛起有關
- 次貸風暴之爆發與資金過剩以及歐美央行坐視資產市場過熱不予處理密切相關；而大陸崛起則是促成資金過剩之導因之一



II. 經濟鬱卒—這攏是阿共仔害耶!?

- 國內問題：產業外移、內需不振、失業增加、薪資上升不易、所得分配惡化、CPI 先跌後漲、原物料價格上揚
- 國際危機：次貸風暴、糧價與原物料飆漲
- 這攏是阿共仔害耶!?
- 為金磚四國等大型新興經濟體（尤其是大陸）大步走向經濟自由化、快速發展經濟，而我國並未妥適因應之必然結果



III. 大陸崛起對國際經濟之衝擊

- 金磚四國崛起之衝擊不容輕忽—大水池相連接，必衝擊生態與水位
- 實質面
 - 貿易量擴大，貿易結構調整
 - 國際間產業重分工
 - 國際投資
 - （國內與國際）勞動配置
- 金融面
 - 國際資金流動
 - 物價與工資
 - “意外”引發各國寬鬆之貨幣政策、資產泡沫與次貸風暴



IV. 大陸崛起與國際物價、工資與就業

要素價格均等理論—有如水池連通，水位拉平

- 對工資與就業之影響
 - 技術工 V.S 非技術工
 - 短期 V.S 長期
- 對物價之影響
 - 大陸出口品 V.S 進口品
 - 製造業最終消費品 V.S 原物料
 - CPI v.s WPI(PPI)



IV. 大陸崛起與國際物價、工資與就業-續

• 初期影響途徑

- 大陸具競爭力之勞動密集產品價格下滑
- 零組件、原物料需求上升，價格上揚
- 勞動供給增加，國際工資上漲不易
- 人民幣幣值低估強化國際物價下跌壓力
- 營造各國採行寬鬆貨幣政策之環境
- 資產泡沫化與美國次級房貸風暴

• 近期：

- a. 大陸人民消費能力提升，以及開發大西部、奧運、世博會建設需求，帶動國際原物材料、能源、糧食與消費品價格攀升
- b. 次貸風暴擴大，衝擊全球金融市場與國際經濟景氣，原物料物價上揚壓力暫獲紓緩



V. 次貸風暴起因之一：資金寬鬆導致房市過熱

1. Why 資金寬鬆？

- ☞ 國際經濟於2001由盛轉衰
- ☞ 受惠於BRIC等新興經濟體快速開放以及資訊科技進步，國際物價平穩無虞
- ☞ 歐美央行自2001起，連續三、四年採取寬鬆的貨幣政策

例：美國Fed Fund Rate由2001年初的6.5%下降至2004年6月底的1%



V.次貸風暴起因之一：資金寬鬆導致房市過熱-2⁷

2. 過多的貨幣必然衝擊物價，不是民生物價，就是資產價格

- ☞ 1980年代以前，貨幣供給成長過速，在一段時間延遲後必然導致民生物價上揚
- ☞ 1980年代以後，全球化、資訊科技進步，以及資產金融性交易盛行等因素使得貨幣供給與消費者物價之關係鬆動；但貨幣供給快速增加，若未引發消費者(民生)物價上揚，股票與房地產價格多飆漲。

例子：1980年代下半葉的台灣，1997東亞金融風暴前的東南亞各國，2000至2007的中國。



V.次貸風暴起因之一：資金寬鬆導致房市過熱-3⁸

3. 貨幣與物價之關係

a. 貨幣與一般物價

劍橋現金餘額方程式

$$MV_y(i^+, \dots) = PY$$

$$\Rightarrow \text{M Demand : } M^d = \frac{1}{V_y(i, \dots)} PY$$

$$= k(i^-, \dots) PY$$

$$M^s = M^d = k(\bar{i}, \dots) PY \Rightarrow P \sim \bar{M}^s, \bar{Y}, \bar{I}, \dots$$



V. 次貸風暴起因之一：資金寬鬆導致房市過熱-4

3. 貨幣與物價之關係

b. 貨幣與一般物價、資產價格

引入資產交易之現金餘額方程式

$$M^d = \frac{PY}{V_y} + \frac{P_A A}{V_A} = k_y PY + k_A P_A A$$

貨幣供需均衡 $M^S = M^d = k_y PY + P_A P_A A$

$\Rightarrow M^S \rightarrow P \text{ and } P_A$

i. 除了傳統AD - AS方程式外，必須再引入資產供需均衡條件式，方能決定 P 與 P_A

ii. 太多的錢追逐太少交易品，必然導致交易品價格上揚
交易品：商品(物品、服務)；資產(股票、房地產)



VI. 次貸風暴起因之二： 央行不主動處理房市泡沫，只消極善後

- 持續多年的資金寬鬆造就股市、房市榮景。各國央行在「明哲保身」心態下，不願意主動處理資產市場過熱問題
- Greenspan在1996年底至1997年初曾嘗試為股市降溫，未收效果後不再主動介入股市，只準備在股市或房市泡沫破滅時，妥為善後
- Greenspan對不介入股市之辯解：
 - i. 聯準會無穩定股價之職責
 - ii. 股市是否存在泡沫，難以認定
 - iii. 聯準會未必有能力消弭股市泡沫，而不導致經濟硬著陸
- 次貸風暴是央行坐等出來的。歐美央行近期在忙著善後時，應沒什麼好埋怨的



VII. 次貸風暴何以如此嚴重？

- 資金寬鬆助長房貸供需，降低對房貸戶信用條件要求
- 抵押特質：火上加油
- 資產證券化、多層次包裝組合擴大了利害關係人的範圍與相關衍生性金融商品總金額
- 薪酬制度鼓勵CEO追求近利
- 高度槓桿與監理疏失
監理未落實，非存款銀行(平行parallel、影子shadow銀行系統)未納入監理
- 次貸問題→股市→財富→消費→投資→歐美經濟景氣→全球景氣



VIII. 次貸之檢討與影響

- 投資人之風險意識上升，衍生性金融商品之發展受挫
- 國際信用評等機構之功能被列入檢討
- 金融主管機關對金融機構加強監理，對金融商品資訊之透明化加強要求



IX. 中央銀行宜有之角色

- 若貨幣供給增長過速，即使民生物價因受益於其他有利因素而未上揚，資產價格是會受到衝擊而飆漲的
- 中央銀行貨幣政策之制定，應將民生物價與資產價格之穩定同時納入考慮。中央銀行若肩負有穩定民生物價與資產價格二者之職責，貨幣政策的擬定必將更為審慎



報告結束
敬請指教

