

# 第十五章 經濟管理與經濟危機

- 第一節 貨幣與景氣波動
  - 通貨膨脹、利率、景氣循環理論
- 第二節 經濟管理
  - 英國重返金本位、凱因斯政策、日本的失落年代
- 第三節 當代經濟危機
  - 美國次貸風暴、歐洲主權公債危機

不同於前幾章討論的各種不同於自由經濟的經濟體制，經濟管理在原則上依舊遵守著私有財產權體制，只是巧妙地利用民主機制的不完善處，讓政府在景氣不好的時候得以跨越其預算與行政能力去操控經濟，而這些超越行動經常會超越憲法約制。<sup>1</sup> 從另一個角度言，不論任何政體都必須在景氣不好的時候回應失業者的救助要求。當傳統的自由經濟缺欠有效處理短期失業問題時，民粹主義將侵入民主運作，允許政府擴增行政權力，甚至修改法令。然而，為短期的特定目的而推行的政策，往往嚴重地傷害整體經濟社會的未來發展。因此，分析這些經濟管理政策可能產生的長期後患，以及如何以憲法約制民粹民主的一時決策，也就成為本章的焦點。

在不直接侵犯私有財產權的原則下，經濟管理政策要求政府直接控制能夠影響經濟各層面的一些共用的經濟變數，如利率、貨幣供給量、匯率、稅率、公共支出等。為了讓這些理念能具有操作性，它創造了一些**總合經濟變數**，如GDP，物價水準，失業、總合投資、總合消費等，然後再建立總合經濟變數與共用經濟變數的相關性，以作為政府施政的憑據。<sup>2</sup> 因此，本章將以第一節為理論基礎，先討論通貨膨脹與利率的經濟內容，然後再討論貨幣政策與利率政策對景氣波動

<sup>1</sup> 譬如美國在 1930 年代經濟大蕭條期間，小羅斯福推行新政以期復甦經濟，其中便有全國產業復興法案（NIRA，National Industrial Recovery Act），要求特定產業對所有公司建立產業規則，包括最低價格、無競爭協議、生產限制等，並得獲得 NIRA 官員的批准。1935 年 5 月，美國最高法院一致判決該法案違憲。

<sup>2</sup> 總合變數只是以加權方式加總出來的統計變量，脫離與個人的行動意願的關係，從而失去任何可以建立因果關係的資訊。

的影響。然後於第二節回顧歷史上重要的經濟管理政策，包括英國在歐戰後的重返金本位運動以及在二次大戰後實行凱因斯經濟管理政策的過程，同時，我們也將討論給近代一再帶來經濟危機的廣場協議，並以日本的失落年代為例。最後，第三節將探討美國次貸風暴和歐洲主權公債危機，並指出經濟危機乃根源於人們一再地違背市場規則。

## 第一節 貨幣與景氣波動

第十三章提到，孟格認為貨幣不只是交易媒介，也是購買力的儲存媒介。他從人們對商品的需要去審視貨幣的本質，認為商品固然要流通，但在其製成之後，也會暫時地停留在製造商、中間商、零售商的手中。就在市場中流通或暫停的現象此而言，貨幣與一般的商品並無二致。如果某甲認為某乙持有的商品較他手中持有的商品在未來更容易被第三人接受，他會和某乙交換其持有的商品並保存，以縮短他未來實現慾望的時間。不同的社會存在著不同的風俗、消費習慣、甚至特殊的生產方式，也都存在某些商品較其他商品更容易被大多數的人所接受。這現象未必人人都知曉，但總會有「一小撮的人看得出來」<sup>3</sup>。這一小撮的人開始保存這些商品並於未來使用，其他的人也跟隨模仿。模仿的人多了，這些商品就成了社會普遍認同的貨幣。若缺乏一般常人的普遍模仿，該商品將無法發展為貨幣。

貨幣出現的功勞不能僅歸功於首先使用它的人，模仿者也有著相同的貢獻。孟格認為這些商品之所以被作為貨幣，並不是有人早已知道它最容易為他人所接受，也不是經過一群人的集體決議；相反地，它只是在偶然之間被人採用並被鄰人所接受。當然，這也可能是某人經過多次試誤而累積出來的經驗，或根本就是無心插柳柳成蔭。從這個角度言，貨幣和市場、語言、風俗、家庭等類似，都是必須依賴多數人的接納才發展出來的制度。所以，貨幣也是一種制度，也存在生成的一些規則，而大多數人的遵循與否將決定了該貨幣（制度）的好壞。貨幣的好壞（Soundness）並非決定於作為貨幣之商品的材質，而是人們對貨幣制度的

<sup>3</sup> Menger (1976)，第 261 頁。

遵循與否。譬如在以金幣為貨幣的時代，一旦政府壟斷金幣發行權，也一再出現金幣的黃金成色日益減少的現象。

因此，貨幣就是個人為了下次交易而換取之商品。他在交易時並沒有要立即消費它的計畫，而是希望在未來（或下次）以它交換可以消費的商品。保有貨幣既是為了下次的交易，孟格便認為個人之所以會視某商品為貨幣，是主觀上認為它在未來具有可銷售性（Saleableness）。交易必然存在交易條件。假設某甲今天以三條河魚換得一粒榴槤，並計畫明天拿這粒榴槤去換一些櫻桃。他便是把榴槤看成貨幣，因為他相信明天拿榴槤去換櫻桃會比拿魚換櫻桃容易些。他的個人經驗教他視榴槤為貨幣，但同時也提醒他可能遭遇的風險，包括明天遇到願意接受榴槤之交易對象的概率，以及對方願意拿多少櫻桃來交換榴槤的交易條件。可銷售性是以程度表示的概念，允許個人比較不同貨幣之可銷售性的高低，並選擇和保有可銷售性較高的貨幣。也就是說，他會不斷地改變手中保有的貨幣的種類，譬如，先是保有榴槤，然後換成玉米，再交換成珠玉或碎銀，最後換成美元。

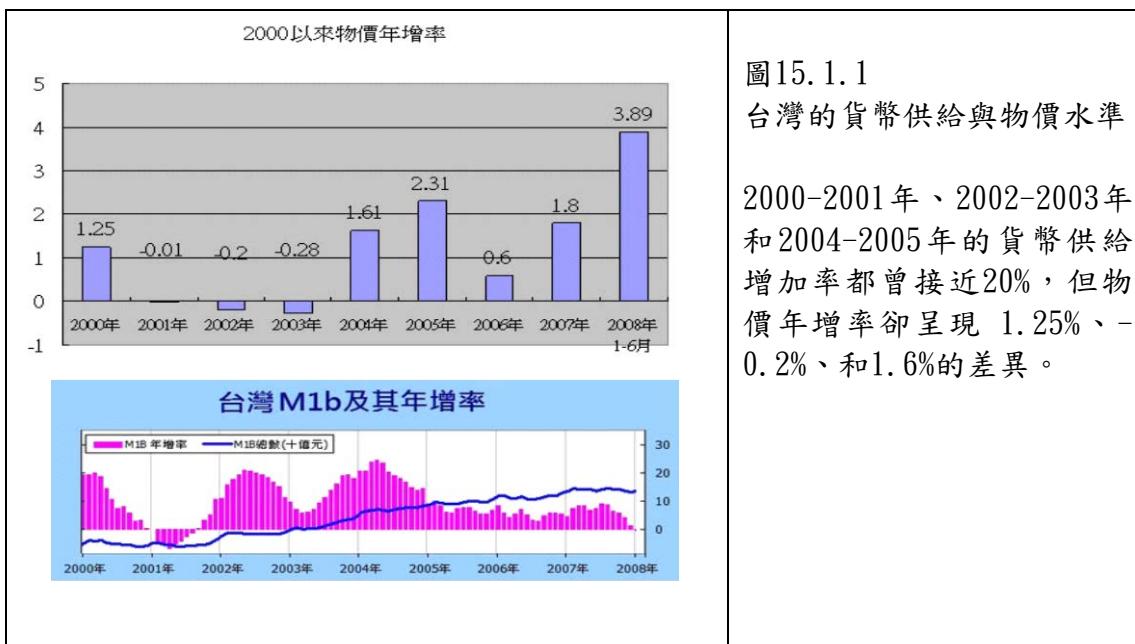
易於攜帶或存放不易變質都會影響可銷售性，但這些因素都取決於個人的主觀。於是，個人對於不同貨幣之可銷售性的排序會不相同。但在同一地區，由於人際間相互模仿的網絡效應，會使這些影響因素的評價漸趨一致，而可銷售性的排序也跟著穩定下來。新的貨幣會隨著科技的突破或新交易機會出現，挑戰既有貨幣的可銷售性。新貨幣帶來新的競爭。競爭是演化的驅動力，人們的評價和相互的模仿決定貨幣的新排序。

以台幣為例。雖然台幣是法定貨幣，但個人對於未來的消費是否會以持有台幣去實現？當前個人取得其他貨幣的成本不高，譬如美元、日圓和人民幣都是可能持有的貨幣，幣值的穩定性是主要的決定性因素。個人持有美元、日圓或人民幣之幣值就是在未來換回台幣的去交換商品的購買力。此時，匯率的穩定性是決定的因素。

## 通貨膨脹

個人不論持有哪種貨幣，只要未來實現消費的地點是在同個地區，物價的波動將影響個人跨期消費的決定和持有的貨幣量。

通貨膨脹 (inflation) 是較常發生的物價波動。通貨膨脹在經濟學中存在兩種不完全一致的定義，其一指物價水準的持續上漲，其二指貨幣供給量的持續增加。貨幣供給量與物價水準都可以設定衡量的指標，但其準確性一直是爭議不斷。我們暫時接受一般的指標，如圖 15.1.1，台灣在 2000-2001 年間、2002-2003 年間和 2004-2005 年間的貨幣供給 (M1b) 增加率都曾接近 20%，但這三段時期的物價年增率卻呈現 1.25%、-0.2%、和 1.6% 的差異。換言之，以 2002-2003 年間為例，若以貨幣供給增加率為定義，台灣正面臨通貨膨脹的威脅；若以物價水準增加率為定義，台灣並無通貨膨脹發生。反之，在 2008 年上半年，貨幣供給增加率並未顯示通貨膨脹的威脅，但物價水準上漲率則有接近 4% 的通貨膨脹。



貨幣供給量的增加只是物價水準上漲的一項可能因素，物價水準上漲也只是貨幣供給量增加的一項後果。因此，上述兩項對通貨膨脹的不同定義會引導出不同的政策建議。若採用物價水準上漲率的定義，我們關心的僅會是貨幣的平均購買力的變化。物價水準持續上漲時，貨幣變得不值錢；物價水準持續下跌時，貨幣就變得很值錢。這定義僅提供我們這些資訊而已。譬如台灣在 2000-2001 年間的貨幣供給增加率接近 20%，而物價年增率卻呈現負值。在物價水準上漲率的定義下，政府因看到物價水準的下跌，會大膽地擴大貨幣的供給。相反地，在貨幣

供給上漲率的定義下，政府因看到貨幣供給的增加，會採取緊縮政策以避免通貨膨脹的惡化。

當政府擴大貨幣供給時，主觀論不認為新增加的貨幣供給會自動且平均地分配到每位消費者，也不可能像直昇機從天上撒下新貨幣讓百姓去搶。政府會先編列計畫和預算，然後再以各種名義撥款給計畫中的受款人。假設政府並不想補助人們，只想先幫助他們解決流動資金的需要。但是，只要先獲得發行的貨幣，人們就能在市場價格還未上漲之前開始佈局，以近乎無利率的額外資金去搶占市場先機。資金投入市場後，相關的因素價格開始上升。新釋出的貨幣會部分地流回金融機構，讓金融機構繼續第二輪的貸放。能從金融機構借得第二輪貸款者，雖然其市場機會和預期獲利率不上第一輪的貸款者，但至少還有一些剩餘的利潤可以收割。

誰會是第一輪貸款者和第二輪貸款者？毫無疑問地，他們不會是經由抽籤決定的人選。第一輪貸款者往往是與政策制訂者關係良好的個人或企業，而第二輪的貸款者則是與金融機構關係良好的個人或企業。到了第三輪的貸放，金融機構才會開放流動資金給一般百姓，但這時的商業利基已盡失，而且因素價格也已普遍上漲。

假設勞動力同質，則薪資率和能源、土地等價格會隨著投資的擴大而上漲。只要政府的擴張性政策還未陷入長期的惰性，第一期貸款者的投資將啟動繁榮也同時預期即來臨的繁榮。當繁榮來臨時，市場對最終消費財的需要將大幅增加。於是，他們在投資於最終消費財的生產時，也同時投資於中間財的生產。這是他們在斟酌未來的市場占有率與即將出現之繁榮下的最適決定。這批投資將帶給這些產業之投入因素更高的報酬和勞動薪資。此時期，由於因素報酬和薪資開始上漲，但最終消費財的供給也開始增加，故其價格還不會上漲。不過，生產消費財的中間財因供給還未增加而需求已增加，故其價格會開始上升。總之，這時因為勞動薪資的上升和因素報酬的增加帶來了景氣回春的訊息，消費財的需要和供給都會增加，故物價還不會全面上漲，僅出現在消費財的投入因素。

當輪到第二輪貸款時，由於中間財市場已遭第一輪貸款者佔據，貸款者的投資只能傾向於消費財產業，這將導致消費財價格的下跌。然而，消費財產業的增加生產也拉高對因素的需要和中間財的價格，而中間財價格的上升將誘導在第一

輪已賺得利潤的廠商投資到更高階的商品。這時，市場全面繁榮，各種商品之生產結構的各生產階段也都在擴大生產。第三輪貸款者大都是小商人，而此時各種商品之生產結構的各生產階段也都接近飽和。可以預期地，他們的投資將以消費財的銷售產業和服務業為主，但很快地，這些產業就進入完全競爭的境地。

新增的貨幣供給是循著上述過程進入社會。凡它經過的產業，其商品和生產該商品之投入因素的價格便發生變動，然後再把變動傳遞到更高階的產業。於是，物價結構便出現輪漲的現象，而某些商品或原材料也會出現先漲後跌的現象。由於物價水準是各種價格的加權平均，在繁榮啟動時，因其細項商品之價格有漲有跌，其加總之後的價格時常看不到太高的增加率。但即使如此，由於細項商品輪番上漲，人們卻是可以感受到價格的上漲。換言之，統計所呈現的物價上漲遠低人們的感受。這感受會持續到市場全面繁榮時，而這時統計也已經出現物價上漲的訊息了。

## 利率

利率是資金（貨幣）借貸的價格，因此它決定於資金的借貸市場。資金借貸市場裡有可貸資金的供給者，也有可貸資金的需要者。借貸市場借貸的是資金之使用權。最簡單的借貸是：我需用錢而你正好有錢，我就跟你借，說好明年還，也說好借貸之利率。因為借貸只是使用權的交易，因此明年我除了要給你利息，還要還你我借的錢。在多人社會，許多人願意借錢給我。若貨幣同質，借貸利率會趨近。若貨幣異質，不同貨幣的借貸利率就會不同，以反映不同的可銷售性。

可貸資金的供給者是有錢而不會投資者。他們可能是市場的菜販，也可能是省吃儉用的公務員；如果個人擁有的錢多，就成了古代的員外或今日的資本家。**資本家**是金融產業尚未發達時的稱謂，其實就只是**有錢人**。早期的有錢人自己把錢貸放出去，現在的有錢人則把錢投資於金融市場，然後交由金融仲介去尋找需要資金的投資者。

企業家是市場中最大的資金需要者。他們具有創業和開拓市場的能力，也有整合生產投入因素的能力，但未必擁有足夠的運作資金。投資生產需要租用廠房、

購買機械、聘僱勞動力和購買原材料。由於這些支出都發生在投資計畫支出之前，投資本身就意味著資金的需要。

每當發生金融危機時，媒體常喜愛報導一些靠著自有資金創業而未受金融危機波及的中小企業，潛藏著對借貸投資的不信任。借貸投資的確存在風險，但借貸市場的存在不僅讓較大投資計畫有實現可能，也讓缺欠自有資金的企業家有施展報復的機會。出身富裕家庭的投資者並不缺欠自有基金，因此，借貸市場能提供窮小子翻身致富的機會，有利於社會階層的流動。

企業家的投資決策取決於他對投資案之未來各期預期收益之折現總值和投資成本的比較。如果未來的預期利率上升，投資案之折現總值會降低，將不力於投資。因此，凱因斯學派常要求政府降低利率以誘發投資。然而，除了利率外，還有兩項常被忽略的考慮因素。其一是投資計畫的預期回收期。預期回收期的增長可以提高預期回收之折現總值，而利率的下降有利於預期回收期較長的投資案。一般而言，愈高級的投資案會有較長的預期回收期，因此對於利率的變動也就較為敏感。其二是開始回收報酬的起點。報酬開始回收起點愈遲，其折現總值愈低。因此，利率的下降相對有利於報酬開始回收起點愈遲的投資案，而這些投資案也大都是愈高級的投資案。在這兩因素考慮下，利率的下降不僅有利於投資，在投資結構上也相對有利於愈高級的投資案。

利率反映可貸資金的充沛程度。當市場存在超額供給時，利率下降；反之則上升。利率低，使用可貸資金的成本較低。在資金不充沛的經濟發展初期的社會，利率相對偏高。經濟發展初期的金融市場並不發達，利率無法反映出資金的全部使用成本。這使資金的全部使用成本超過市場利率，遠高於政府刻意推動之產業的補助利率。失去可靠之市場利率的指引，又遭遇政府管制利率的迷亂，許多發展中國家便選擇較高級之產業。蔣碩傑（1951）曾指出印度在發展工業初期採用「輕輕重重」（輕視輕工業、重視重工業）之政策的失當，主張中國應該採用「重輕輕重」（重視輕工業、輕視重工業）的產業政策。很幸運地，台灣初期的產業發展便循著他所期待的路線。

借貸市場若不受政治干擾，貸放者和需求者決定的借貸利率是自然利率。如果市場受到政治干擾，出現的利率是市場利率。同樣地，匯率市場也可以類似觀點定義出自然匯率與市場利率。讓我們考慮奉行自由經濟的某國，其匯率與利率

都處在自然匯率與自然利率下。再假設一位外國炒家（已經聯合了其他國外炒家），其資金規模遠多於該國的外匯存底，計劃向該國銀行借入大批該國貨幣，然後到外匯市場買美元並等到該國幣值下跌後，再賣掉美元並償還貸款。換言之，這是對該國匯市進行的放空炒作。現在的問題是，假若該國央行並不護盤，這位炒家能成功嗎？很明顯地，他必須要讓該國貨幣貶值的程度超過利率才會成功，而這情勢必須仰賴國內銀行與市場大戶的聯手，也就是他們必須一起放空本國貨幣。這時，本國貨幣之可貸資金的需要會突然大幅提升，迫使利率跟著上升。利率上升後，原預定的貶值幅度必須提高，炒作才能獲利。記得，放空炒作必須先借到本國幣，而這前提與海外炒家的資金規模無關。由於該國政府不干預利率市場，任何新的資金需要都會排擠現有的投資機會，以致不斷推升利率，也就是不斷推升炒作成本。因此，炒家不會成功。

若在這過程中，中央銀行因不願利率上升而釋出貨幣，其結果是降低炒家放空的成本並提升其成功機率。這情勢也會引誘本國銀行和市場大戶參與放空炒作，讓成功機率更為提高。若在這過程中，中央銀行因不願本國匯率貶值而賣出美元，上升而釋出貨幣，利率會加速上升。利率加速上升將吸引外資湧入，這可以緩和央行的壓力，但也勢必增加貨幣供給，隨之使利率下降。其結果是勝負難定，反而讓央行失去大量外匯。此情境未必會較政府不干預更好。

政府對於利率的操控，常導致匯市遭受外國炒家的攻擊。就以泰國 1997 年的金融危機為例。泰國在 1990 年以後出口逆差，政府決定吸引熱錢以維持固定匯率，遂於 1991 年發行國際債券，並將利率提高至 13.7%。提升利率是一劑特效藥，外匯存底立即快速提升，1992 年底為 230 億美元，到 1996 年底達 520 億美元。此時，泰國外債也快速增高，從 1992 年底的 400 億美元累增到 1996 年底的 930 億美元，超過外匯存底，並接近國內生產毛額的半數。

在國際炒家看來，貿易赤字加上高外債，又企圖以高利率去維護固定匯率的國家是難得的一頭肥羊。索羅斯量子基金就看準泰國，也預期泰國在遭受熱錢攻擊之後勢必抵抗，但因抵抗成本過高，將會很快就棄守固定匯率，讓泰幣貶值。索羅斯（1998）描述其攻擊泰幣的過程如下：（一）1997 年二月，索羅斯量子基金向泰國銀行借入遠期泰幣 150 億，於匯市拋售，換買美金，泰幣貶值壓力遽增。泰國中央銀行向匯市場賣出 20 億美金（約 600 億泰幣），固守匯率。（二）三

月，泰國中央銀行要求銀行提高壞賬準備金比率，銀行出現擠兌，股市與匯市雙雙下跌。（三）五月，國際炒家攻擊加劇，繼續從泰國本地銀行借入泰幣，在即期和遠期市場拋售，並吸引泰國本地金融機構一起搶購美元。泰國中央銀行再賣出 50 億美金，禁止泰國銀行向外借出泰幣。泰幣匯率回穩。（四）六月，泰幣貶值，股市下跌。（五）七月，泰國中央銀行宣佈棄守固定匯率，改為有管理的浮動匯率制。

泰國金融危機中最難置信的是，泰國中央銀行竟堅持在鉅額貿易赤字下固定匯率。堅守泰幣幣值就必須提高利率去吸引外資，而快速的外幣流入將迫使貨幣供給增加（約四倍）。由於生產力的不足才呈現出口赤字，在這情勢下，資金洪潮能流向股市比例有限，過半數的銀行放款資金都流向房地產，製造房市泡沫。人為的高利率不利生產事業，卻抵不住泡沫投資的高利潤。高利率也引誘銀行貸款給投機者，提供他們充裕的資金去炒房和炒匯。

## 景氣波動

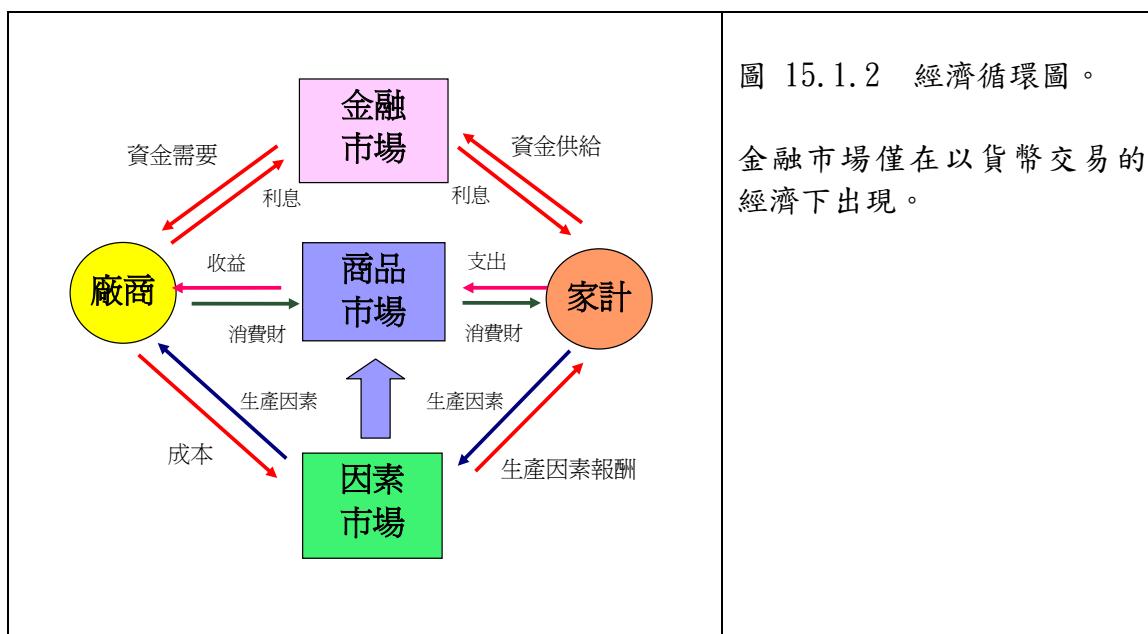
當產出在一段期間中呈現先漲後跌的波動現象，稱為**景氣波動**。如果波動重複發生，就稱為**景氣循環**（Business Cycles）。關於景氣循環，有兩點得留意。第一、不論是景氣波動或景氣循環，都不是一個經濟變數的獨特現象，而是幾個主要經濟變數**同步變動**（未必同方向變動）。第二、景氣循環一詞容易讓人誤以為經濟現象的重複波動乃是自然現象。

景氣波動有呈現轉好的**復甦期**，也有呈現轉壞的**衰退期**。景氣好到不行時稱為**景氣高峰**，其經濟情勢稱為**繁榮**；景氣壞到不行時稱為**谷底**，其經濟情勢稱為**蕭條**。我們利用這些名詞對景氣波動提出幾個問題：（一）為何會出現繁榮？（一）繁榮是否能夠持續？（三）為何會出現衰退？（四）衰退為何會陷入蕭條？（五）如何才能擺脫蕭條？

在經濟成長一章，我們討論了市場機制、企業家精神、創新、知識累積等啓動經濟成長的**市場驅動力**。市場驅動力有旺盛的時刻，已有微弱的時刻。當市場驅動力微弱時，經濟成長會緩慢下來，但理論上並不會出現蕭條。因此，景氣循

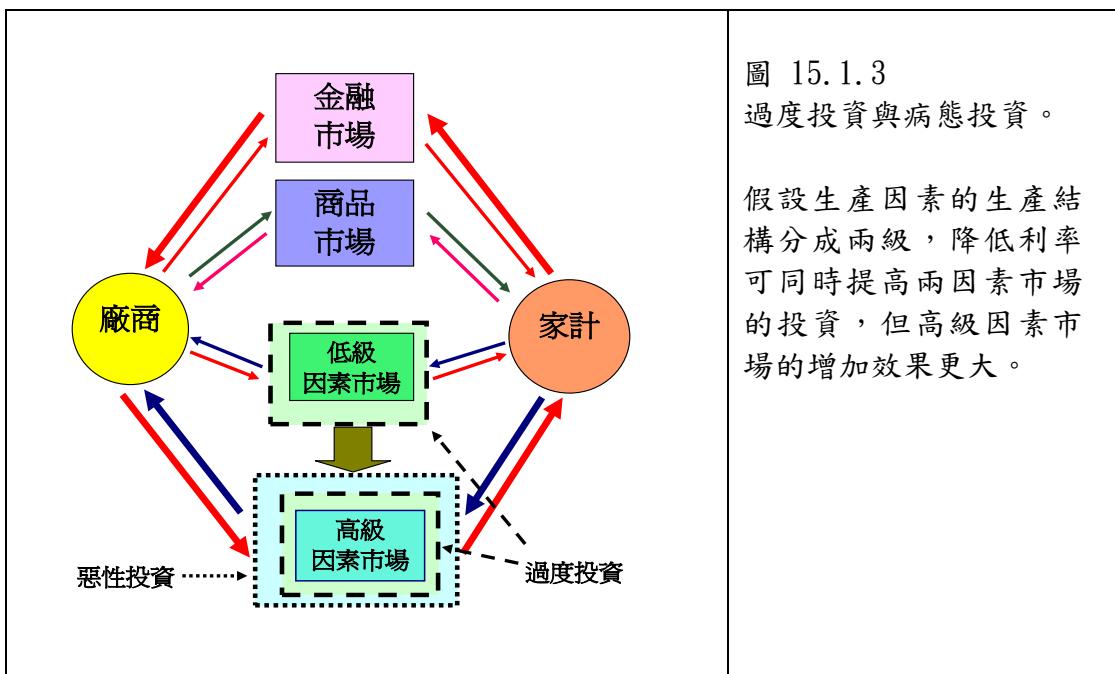
環的主要命題在於探索蕭條出現的原因，以及如何避免蕭條的再度出現，其次才是如何擺脫循環的策略。

圖 15.1.2 是經濟學教科書常見的經濟循環圖，其中包括家計部門和廠商。家計部門和廠商分別提供生產因素和消費財，並在商品市場與因素市場交易。貨幣出現後，金融市場跟著出現。商品的相對價格影響商品的生產與交易，利率的高低影響資本在兩期之間的相對雇用，而工資與利率的相對價格影響企業家對資本與勞動力的取捨。企業家對於資本在兩期之間的實際雇用，和對資本與勞動力的實際雇用，進一步影響工資與利率的相對價格。利率、薪資和商品相對價格都是在經濟循環中逐漸形成，並不時在調整。企業家熟悉經濟循環，也熟悉利率、薪資和商品相對價格的演變，因此，他們對於利率、薪資和商品相對價格的變化具有相當準確的預期能力。



當政府刻意壓低利率去影響廠商的投資決策時，新古典經濟學者認為各產業的投資量都會同時增加。他們稱這時社會總投資量的增加為**過度投資**（Over-Investment）。奧地利學派經濟理論則認為降低利率不只會提高社會的總投資量，還會改變各種財貨生產的生產結構。圖 15.1.3 將上圖的因素市場以生產結構再細分為低階因素市場和高階因素市場。由於利率變動對生產結構裡不同級產業的投

資效果不同，譬如降低利率相對地有利於更高級產業的投資。在生產結構下，降低利率可同時提高低級和高級兩因素市場的投資，但高級因素市場的增加效果更大。這種導致生產結構改變的投資效果，奧地利經濟理論稱為病態投資（Mal-investment）。病態投資的一項極端例子是，壓低利率誘使生產結構往更高級產業延伸，或者出現一條全新的生產鍊。



過多投資大都發生在公共建設。假設政府在年度預算中編列了三條道路，後因金融危機，決議在擴大支出下多興建兩條。這兩條道路是否具有經濟效率？可能不會，因為當時預算沒編列就是不看好這兩條路線的車流量。道路蓋好之後，果然車流量很少。過了十年，車流量增加了，道路也逐漸擁擠。此時，政府會說他們具有遠見，還會誇口回憶當年的話：「若現在不建，以後會後悔。」當然，這是可能是事實，但也可能只是狡辯，因為過早的投資就是一種浪費。這類錯誤都是過多投資，因為投資量高過當時估算的最適量，雖然其中大部分的建設遲早會隨經濟成長而逐漸啓用。

過多投資往往不是估算錯誤，而是政治人物考量了非經濟因素。台灣稱這些建好了卻遲遲未開張的公共建設為「蚊子館」。藝術家姚瑞中(2010)在實地踏查二百卅餘所蚊子館後，出版《海市蜃樓》一書，並在序言中說道：「蚊子館…部

份原因是政治人物亂開競選支票、中央與地方政府決策不當且好大喜功、喜追求世界第一或遠東最大規模、預估使用率過於樂觀、規畫設計不當或不符民眾使用需求、設施地處偏僻且交通不便，以及後續興建、修復或營運經費不足等因素所造成。」他舉例說，文建會推動的地方文化館計畫造就了全台二百多座各式各樣文物館，客委會興建了二十餘座客家文物館，體委會推動的推廣青少年極限運動興建了二十四座極限運動場，各地方政府自籌預算興建的蚊子館更是不勝枚舉。這些建設目前大多已荒廢閒置。

私人企業很少有非經濟的考量，很少會形成過度投資，經常發生的是病態投資，這起因於評估投資所仰賴的總體經濟變數遭受政府的政策扭曲。這些政策往往宣稱要在短期內穩定經濟波動、提高就業，於是干擾利率和價格結構，改變資金在不同商品和兩期之間的配置。企業家會考量利率對民間未來消費的影響，並將消費的變化列入評估。一旦政策調整，消費者的行為和企業投資的成本負擔也跟著改變，導致先前的投資因成本增加而無法繼續，有些則因消費需要降低而虧損，還有些進行一半的投資計畫必須中止。

當利率由低向高反轉時，過度投資的資本財將被閒置，譬如採購過多的機械或興建過多的廠房。當景氣再度繁榮時，這些被閒置的機械或廠房會被重新利用，因為在新古典經濟理論下，利率的變化並沒改變生產結構。生產結構未變，再度繁榮時就會沿著先前的軌跡發展，繼續利用之前的過度投資。如果低利率政策導致病態投資，則當利率反轉後，這些病態的新投資一樣會被閒置；但是，當未來景氣再度繁榮時，這些被閒置的機械或廠房會被拆除，因為人們在利率反轉後會重新調整經濟行為，並順此發展新的生產結構。在新的經濟行為和新的生產結構下，前期留下來的病態投資已經不再是適合的投資。這些病態投資除非重新調整，否則只能荒廢或剷除。

資金市場在未遭受政府干擾前的利率為自然利率。現實世界的資金市場大都遭受政府不同程度的干預，這時的利率為市場利率。自然利率是分析概念下的利率，它可能不現實，但非虛構。民間企業的利潤計算必須仰賴穩定而可靠的預期利率。一旦政府介入資金市場，市場利率就背離自然利率，朝著政府操控的方向調整。被扭曲的市場利率無法反應自然利率，將錯誤地引導投資者的利潤計算和

投資評估。<sup>4</sup> 政府的干預很難長久，只要干預期結束或者政策改變，市場利率立即調整，朝向新的操控方向。結果，投資者的預期利潤率無法實現，被迫中斷投資，廢棄興建完成而未啓用的投資。這些中斷的興建或遭廢棄的投資，都是病態投資的範例。圖 15.1.4 是 2008 年底台北縣已進行拆除的三芝鄉飛碟屋。當然，這項病態投資可能只是個案。然而，如果社會在同個時間發生普遍的投資錯誤，那就是廠商的資訊被普遍地扭曲與誤導。當市場出現被扭曲的利率時，病態投資就會普遍地發生，而不是個案地出現。



圖 15.1.4 病態投資。

已拆除的新北市三芝區飛碟屋。圖片與資料來源：  
<http://sofree.cc/237/>

政府擴張性政策之目標在降低利率；即使利率不易下降，政府也會降低企業的借貸成本。當資金成本下降又預見繁榮時，企業家以其警覺性會計畫去發展更高級的產業，其中不乏企圖建立商業帝國的大計劃。相對於繁榮之前的投資，現在的大計劃面臨更大的風險，但利息成本的下降部分分攤了風險。企業家常超前於社會經濟的發展，其投資也常帶有改變現行消費型態的企圖。就以建築產業為例。當景氣開始繁榮時，開發的建案多偏愛一般百姓習慣的房屋格局。進入全面繁榮期後，新建案多以超越傳統生活風格為主，如渡假小屋、鄉村別墅或北歐式的簡單奢華。這些建案的成敗決定於消費者對自己未來經濟條件的穩定預期，包括所得和購屋貸款債務的分期負擔。如果利率在他們未償清債務之前大幅提升，

<sup>4</sup> R. W. Garrison: Mal-investment : “The divergence of the market rate of interest from the natural rate causes a misallocation of resources among the temporally sequenced stages of production.”

他們的財務將陷入困境。若利率提升導致消費者無力償債或讓投資者面臨鉅額虧損，這類的投資計畫都稱為**病態投資**。病態投資之所以出現，因投資者誤以為政策下的低利率是市場的自然利率，或誤以為消費者當前的購買力是穩定成長下的能力，而消費者也誤以為當前的繁榮是可持續的。他們因而產生錯誤的投資。

因為利率被壓得較自然利率為低，擴張性政策刺激了過度投資，也帶來錯誤投資，而其總投資量也超過穩定繁榮下的投資規模。超量的總需要加速物價的上漲，而全面性的物價上漲帶給人們對通貨膨脹的預期。於是，人們開始搶購房地產、黃金、礦產概念股。相對地，投向借貸市場的資金下降。另一方面，生產因素的價格上升迫使企業需要更多的資金，而資金流向房地產也擠壓銀行提供給企業的可貸資金，其結果使借貸市場利率升高。再加上消費財市場的激烈競爭，廠商的利潤開始下降。

借貸市場利率升高或隨後廠商利潤的下降，都是景氣開始逆轉的警訊，因為這兩趨勢都將影響家計部門的消費支出。當家計部門對消費財和服務業的需要開始減少後，消費財產業對中間財（第一級財貨）的需要下降，對勞動的需要也會減少。這趨勢還會擴及到再高一級的產業。於是，失業增加，薪資下降，使家計部門所得下降。所得下降之後，繼續引發新一波的消費減少。消費的再下降，使得廠商虧損更加嚴重，倒閉家數增加，失業率繼續攀升。

廠商虧損也導致股價下跌。銀行開始對企業謹慎放款，緊縮銀根，其結果加重廠商資金周轉的困難。家計部門因薪資和股價下跌，無法按期繳納貸款，房屋遭拍賣的數目增加。當廠商和房屋貸款無法收回，銀行經營也開始發生困難，甚至出現倒閉潮。

## 第二節 經濟管理

在簡單地討論主觀論的貨幣與景氣循環理論後，本節將以該理論為架構去分析三個經濟史上知名的經濟管理政策。第一個的英國重返金本位，發生在凱因斯理論被廣泛使用之前。這說明經濟管理政策其實也是經濟政策的傳統問題，只是

那時期尚未出現總合經濟變數的概念。直到凱因斯理論出現，經濟管理政策才公開地以總合經濟變數作為政策目標。最後，我們討論美國要求主要國家調整匯率的廣場協議，並以日本為例，說明其為了改善一時蕭條而大幅調降利率所帶來的長期禍患。

## 英國重返金本位

英國在歐戰後為了幣值穩定，禁止資本輸出。後來又顧慮到航運安全，也停止了黃金的運送。金本位制度名存實亡。不久，英國持有的美元開始短缺。1919年四月，英國政府利用美國正式參戰的時機，向美國借入美元去維護當時已降至一英鎊兌換 4.76 美元的匯率水準。由於美元仍盯著黃金，而英鎊對美元的匯率已低於金本位制要求的 4.86 美元。英鎊這時已完全偏離了金本位制度。英國政府仍想維持戰前的匯率水準，一方面為了維持倫敦在國際金融市場的領導地位，另一方面則是澳大利亞、紐西蘭、南非等舊殖民地國都以英鎊作為主要外匯存底。<sup>5</sup>大致而言，維持戰前的匯率水準幾乎是英國社會的共識。

1918 年，羅伊德喬治政府設立了一個規劃通貨與外匯回歸正常狀態的委員會，後來簡稱為康利夫委員會（Cunliffe Committee）。<sup>6</sup> 該委員會會具體地向首相報告一些要維持金本位匯率的配合政策，包括減少公債發行數量、提高利率、減少違背貨幣發行準備規定的貨幣供給量。停止貨幣擴張勢必造成物價與貨幣工資率的下跌，會引起民間消費需要的下降。政府支出的遽然減少，也將直接地減少來自政府部門的消費需要。這兩種消費需要的同時減少必然會增加失業人數與失業率。民主制度的政治人物往往會先顧慮政策的短期效果，然後才考慮政策的長期利益。1919 年的後半年，英國政府裹足不前，就是擔心緊縮政策會帶來的失業及社會動亂。<sup>7</sup> 直到 1919 年底，英國政府才展開了一連串的緊縮政策，將政府支出由 1920 年的 2.97 億英鎊減少至 1924 年的 1.80 億英鎊，其中除了國防支出

<sup>5</sup> 有些國會議員甚至認為讓英鎊貶值是不道德的行為，因為它將實質地降低這些國家的外匯存底，無疑地是變相的搶奪行為。

<sup>6</sup> 該委員會並未進一步說明正常狀態的內容，但由當時的政策方向，人們大致可以猜出政府重返金本位制度的意圖。

<sup>7</sup> Howson (1975) 第 11-22 頁。

因戰爭結束而快速減少外，一般行政、法律、社會服務、經濟事務等項目支出亦巨幅降低。

表 15.2.1 為英國在 1922-1929 年間的經濟數據。利率從 1922 年的 2.64% 連續提升至 1926 年的 4.48%，貨幣供給量則從 1922 年的 638 百萬英鎊連續降至 1926 年的 597 百萬英鎊。如一般所預期的，緊縮政策終於導致物價連續價跌（負的上升率），英鎊美元的匯率也逐漸從 1922 年的 4.43 美元回升到 1926 年的 4.86 美元。1925 年四月，保守黨新內閣的財長邱吉爾（Winston Churchill<sup>1</sup>）便宣布英國將重返金本位制度，而匯率也將回到戰前水準的 4.86 美元。戰前的匯率水準是許多英國人期盼恢復的目標，只是由邱吉爾明白地說出口而已。<sup>8</sup> 政策的結果一如預期，匯率果然於 1926 年升至預定的 4.86 美元的水準。在這期間，物價初期下跌地兇些，但在 1924-26 年間也已經控制在-2.0%的範圍之內，而失業率依舊維持在 8-10% 之間。就這些數據而論，英國重返金本位制度的政策與過程可算是成功的。

表 15.2.1 1922-29 年間英國與美國的利率與貨幣量

年	利率	貨幣供給	失業率	物價增加率	匯率
1922	2.64	638	10.8	-19.4	4.43
1923	2.72	614	8.9	-4.5	4.57
1924	3.46	610	7.9	-0.8	4.42
1925	4.14	610	8.6	0.7	4.83
1926	4.48	597	9.6	-1.6	4.86

資料說明：失業率指失業人數佔總勞動力的百分比，物價增加率指國民所得平減指數的增加率，貨幣供給指強勢貨幣的發行量（單位為百萬英鎊）；利率指短期利率，採用三個月期債券；匯率為英鎊對美金之兌換率；以上資料取自 Friedman and Schwartz (1982)，表 4.8- 4.9。失業率為總失業人口佔總就業人口的百分比，取自 Feinstein (1972)，表 58。

<sup>8</sup> 實際上，當 1924 年保守黨贏得大選時，匯率便曾一度上升到 4.79 美元。次年初，財政部的估算說法是：國內物價只要再下降 6%，英鎊便能升到 4.86 美元。另外，根據凱因斯（Keynes, 1925）的說法，邱吉爾的顧問在比較英美兩國自 1914 年以來的物價指數之後，曾告訴過他：只要讓英國的物價再下跌 3%，匯率便能穩定在 4.86 美元的水準。Pollard (1970) 認為英格蘭銀行要提升英鎊幣值的態度也影響邱吉爾的態度。當時的英格蘭銀行正受控於一批倫敦金融鉅子，由於他們大都與海外金融、船運、保險等行業有金錢往來，自然希望把英鎊幣值提升到戰前水準，同時達到恢復倫敦昔日的金融地位和私人利益的雙重目的。

凱因斯並不滿意這結果，因為失業率高居不下。他認為把英鎊推高到 4.86 美元的水準至少高估了 12%，而後來的經濟史學家則估計是高過 20%。如果英國政府在重返金本位制度之後不干預外匯市場，英鎊對美元的匯率不可能超過 4.00 美元的水準。換言之，英鎊重返金本位時應該採取貶值而非升值的政策。錯誤地高估匯率，將讓英國商品在國際市場中逐漸喪失其競爭能力。

通常在大戰時期消費品的生產會大幅減少，民間將因物資缺乏而出現被迫式的高儲蓄率，買入大量的政府公債。戰爭結束後，累積起來的公債數量相當可觀。只要物價不變，戰後個人對一般商品與休閒的消費都會提升，也會減少工作時數。<sup>9</sup> 如果投資未增加，供給將跟不上需求的增加，物價必隨之上漲。政府此時也正開始籌錢償還戰爭公債。當時政府可選擇的政策有：擴大貨幣發行、變賣公有地或公營事業、提高稅率、減少政府支出等。若選擇擴張政策，物價上升的速度勢必加快；若選擇融資政策，政府必須擁有足夠的土地或企業。因此羅伊德喬治政府選擇了緊縮政策，也如他們所預期地，物價跟著下跌。如表 15.2.2 所示：消費物價下降的幅度大過GDP平減指數（代表一般商品）的下降，也遠大於進口物價。由於名目工資和GDP平減指數的變化很接近，實質工資率並未減少，但人們卻已感受到消費品價格的上昂。不過，進口商品的價格則低於國產品與消費品的價格。

表 15.2.2 1920-24 年間的英國物價與工資指數（1920=100）

年	消費物價	名目工資	GDP 平減指數	進口物價
1920	100.0	<b>100.0</b>	100.0	100.0
1921	91.4	<b>99.6</b>	89.4	66.7
1922	78.5	<b>77.0</b>	75.1	53.4
1923	73.9	<b>68.5</b>	69.1	52.4
1924	73.3	<b>69.3</b>	68.1	54.5

資料說明：消費物價與進口物價分別指消費性商品與服務及進口商品與服務之物價指數。消費物價、進口物價、GDP 平減指數算自 Feinstein (1972) 表 61。名目工資指平均每週名目工資率指數，算自 Feinstein (1972)，表 65。

<sup>9</sup> Dowie (1975) 認為在這段期間，英國工人每週工作時數減少了 13%。

進口商品價格相對於國產品下跌，反應的是英國工業的生產能力已開始落後。如表 15.2.3 所示，英國在 1925 年之前的出口成長一直都落後在進口之後，在 1925 年之後，這落後差距更加拉大。

表 15.2.3 1911-1930 年英國進出口指數 1922=100

年	1923	1925	1927	1929
出口指數	109.8	112.6	116.2	120.9
進口指數	107.2	120.8	127.9	130.0

資料說明：進口指數與出口指數包括商品與服務交易，以1922年為基期，數據取自 Feinstein (1972)，表7。

除了出口惡化之外，出口相關部門的工人薪資也相對惡化。<sup>10</sup> 表 15.2.4 顯示，出口相關的煤礦業、鋼鐵業、棉業的工人工資下降的幅度，大過鐵路和全體產業的平均數，其中以煤礦業下降最多。

表 15.2.4 1920-25 年間英國的工資指數 (1920=100)

年	平均工資	煤礦業	鋼鐵業	棉業	鐵路
1920	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1925	70.4	52.7	48.9	61.7	78.8
1929	66.0	46.5	45.2	60.8	75.3

資料說明：物價欄指消費者物價指數，平均欄指平均每週工資率，兩者分別算自 Feinstein (1972)，表 61-65。其餘各行業工人的工資指數則算自 Mitchell and Deane (1962)，第 351 頁。

1925 年，當匯率上升導致煤的出口危機時，煤礦場主計劃刪減工人的薪資並延長工作時間，煤礦工人則求救於總工會。在工會總委員會的主導下，煤礦工人獲得運輸工人與鐵路工人的支持，全面停止煤的出口作業，要求政府將煤礦業國有化。保守黨政府一方面在談判中答應補償煤礦工人被減少的工資（但只到 1926 年 5 月 1 日為止），一方面則成立一個由自由黨員負責的特別調查委員會。該調查委員會在 1926 年的報告中指出：為了提升煤礦業的生產效率，煤礦場不僅應維持私有制，政府更不應對煤礦業工人給於薪資補助。不久，保守黨政府便

<sup>10</sup> 其實，這點凱因斯便曾警告過。

退出談判。1926 年五月，總工會在各工會的一致支持下，展開為期九天的全國總罷工。

## 凱因斯政策

1936 年，凱因斯出版《就業、利息與貨幣的一般理論》（簡稱《一般理論》），主張政府應以調整總體變數的方式，去控制經濟情勢和實現就業目標。凱因斯的經濟管理政策緩和了保守黨和工黨的政策對立。工黨方面同意，只要能維持充分就業政策，他們可以接受私有財產權。保守黨方面也同意，只要私有財產權和自由市場受到尊重，他們也歡迎充分就業政策。凱因斯的就業政策讓兩黨找到了停止爭議的下台階。從此之後，就業就成了英國政府必須承擔的新職責。<sup>11</sup>

根據經濟管理政策，當景氣蕭條、失業嚴重時，政府應採取擴張性財政政策，也就是擴大政府的消費和投資支出，並以政府借款或發行政府公債來籌措經費。凱因斯並不希望政府的財政政策破壞市場機制所依賴的相對價格。他建議政府以改變總體經濟變數去影響經濟，因為總體經濟變數是所有產業、廠商、消費者共同面對的經濟變數，其變動對相對價格的影響最小。其實，英國政府傳統上就常以擴大公共投資去對付景氣蕭條，但凱因斯認為政府應該避免正常預算之外的公共建設工程，因為那會和現有的民營建設公司競標工程而改變工程價格。他主張政府可以雇用兩組失業人員，讓一組人員負責在荒地上努力挖洞，而讓另一組努力將挖好的洞填土回去。這樣，失業者有了工作，市場的價格機制也不會受到太大的破壞。相對地，當景氣繁榮、失業率降低時，政府就應採取緊縮性財政政策，用省下來的預算去償還景氣蕭條時期的貸款或買回公債。

降低稅率是新古典學派對付景氣蕭條的政策，也屬於擴張性財政政策。降低稅率也就降低了政府職能的力道。凱因斯不贊同減稅政策，因為他認為減稅所能誘發的民間消費和民間投資都相當有限，還不如讓政府把預算留下來直接支用。

歐戰前的英國除了維持低失業率外，也長期維持政府預算平衡和低的物價上漲率。在對抗高失業率時，政府若發行貨幣，物價會上漲；若發行公債，則政府

<sup>11</sup> 1944 年，暫時聯合政府發佈《就業政策白皮書》，宣布以「高就業率」作為施政目標。1948 年，保守黨也接受工黨長期以來在《工業憲章》中所主張的充分就業之目標。換言之，充分就業也就成為英國兩黨的主要經濟政策目標。1951 年保守黨上台承襲工黨政策 13 年。

赤字會增加。這兩政策都會衝擊英國的傳統政治理念。因此，布坎南與華格納（1987）便曾問道：凱因斯如何說服保守的英國社會和政治人物接受赤字財政的政府預算概念？

在朕即國家的君主時代，國王常會詢問財政大臣：「府庫還有多少銀兩？」傳統的預算平衡概念要求政府預算支出不能超過預算收入，因為預算收入主要來自人民每年的稅賦，而這些稅賦必須經過當屆國會同意。民主政治也不是每年在更換政府，何不以「政府任期內之預算平衡」替代「年度預算平衡」？也就是允許每屆政府必須保持其任內總的預算平衡，而不必侷限於每年的預算平衡。這樣，每屆政府就可以在任期內靈活運用預算，譬如在蕭條年借錢而在繁榮年還錢。在這新概念，政府依舊遵守傳統的預算平衡制度，但更有效率。

凱因斯論述所要求的預算平衡週期是景氣循環週期，而不是政府任期。政府任期不一定會和景氣循環週期相同。再者，英國國會和首相的任期也和景氣循環週期一樣不穩定。<sup>12</sup> 這類跨期的不一致問題，在英國是藉著世襲的英皇制度、貴族上議院、下議院的黨鞭制度，以政黨間的跨期清算去解決。因此，在制度上，政府預算從年度平衡變更為任期內平衡或景氣循環週期內平衡是可行的。只不過，歷史經驗卻顯示，政府會在景氣蕭條年大量借錢，卻很少在景氣繁榮年還錢。於是，政府赤字與公債年年增高。

這種**政治失靈**（Political Failure）出自於存在卻故意被忽視的人性因素，那就是人性自利。布坎南與華格納認為：在景氣繁榮而有預算盈餘時，自利的政治人物誰不想將預算盈餘用於公共建設或以福利支出去籠絡選民？他們為何要用本屆預算盈餘去償付被他們指責為前任政府施政失敗所出現政府赤字？即使迫於政治壓力，他們也只會償付部分借款，而讓赤字繼續累積。因此，凱因斯政策必然造成不斷累積的赤字財政。它不會保證任何一種的多年期預算平衡。

二次大戰後，英國採用凱因斯的經濟管理政策，通貨膨脹率與失業率都還控制在可接受的水準。如表 15.2.5 所示，1957 年的物價上漲率高達 3.7%，英國政府採取緊縮政策，把物價壓低到 1959 年的 0.6%，卻導致失業率提升到 1.7%。為了將失業率壓低到 1.3%，1961 年的物價上漲率提升到 3.5%。接著，又為了將物價

<sup>12</sup> 英國是內閣制國家而首相也有權解散國會，國會一旦重選就產出新的內閣。

上漲率壓低到 2.0%，1963 年的失業率又上升到 2.2%。重複地，1965 年將失業率降至 1.3%的代價是物價上漲率提高到 4.9%，而 1967 年將物價上漲率壓低到 2.5% 代價是失業率又提高到 2.2%。

表 15.2.5 1957 年—1961 年英國一般經濟指標

年	1957	1959	1961	1963	1965	1967
失業率 (%)	1.0	1.7	1.3	2.2	1.3	2.2
物價增加率 (%)	3.7	0.6	3.5	2.0	4.9	2.5
外貿淨額 (百萬英鎊)	-29	-117	-152	-80	-237	-557

說明：失業率指總失業人數佔總就業人數的百分比；物價增加率指零售物價的增加率；外貿淨額單位為百萬英鎊。資料來源：*Economic Trends*, H.M.S.O. London.

事實上，要有效地控制物價與失業率並不難，即使再加上所得平均分配的第三目標仍不是難事，譬如計劃經濟就有辦法做到。在計畫經濟下，中央計畫局分配給每一個成年人相同的薪資，限制商品標價不能波動。不過，四十年的共產社會實驗否決了這種方式，因為它會降低人們的生產意願並扭曲資源配置。凱因斯政策也同樣會扭曲工作、交易、儲蓄、投資等經濟行為，也會影響長期的生產力與經濟成長率。生產力低落讓英國產品喪失國際競爭力，導致外貿赤字一再增高。1957 年英國的外貿淨額只有少許赤字，但 1959 年之後開始惡化，到 1967 年便突破 5.57 億英鎊的貿易赤字。貿易赤字理當導致英鎊幣值下跌，有利於拉平貿易赤字和改善失業。但英國政府不會放棄穩定英鎊幣值和穩定就業兩項目標。事實上，當時的英鎊幣值已是高估。

在經濟管理時代，英國經濟政策陷入如下的循環：失業增加時，政府以赤字財政改善失業，結果英鎊受貶值威脅，政府立即提高利率或緊縮通貨，這又讓失業再度提高。在惡性循環下，政府赤字持續累積。這情況經過 1972 年和 1975 年的兩度石油危機和煤礦工人大罷工更加惡化。在 1973 年，英國的失業率人口為 60 萬人，政府借款占 GDP 的比例為 11%；但到了 1977 年，這兩數字惡化到 160 萬人和 50%。1976 年，卡拉漢 (James Callaghan) 首相便說道：英國已經沒有刺激需要的政策工具。於是，英國不得不拋棄凱因斯經濟政策。

## 日本的失落年代

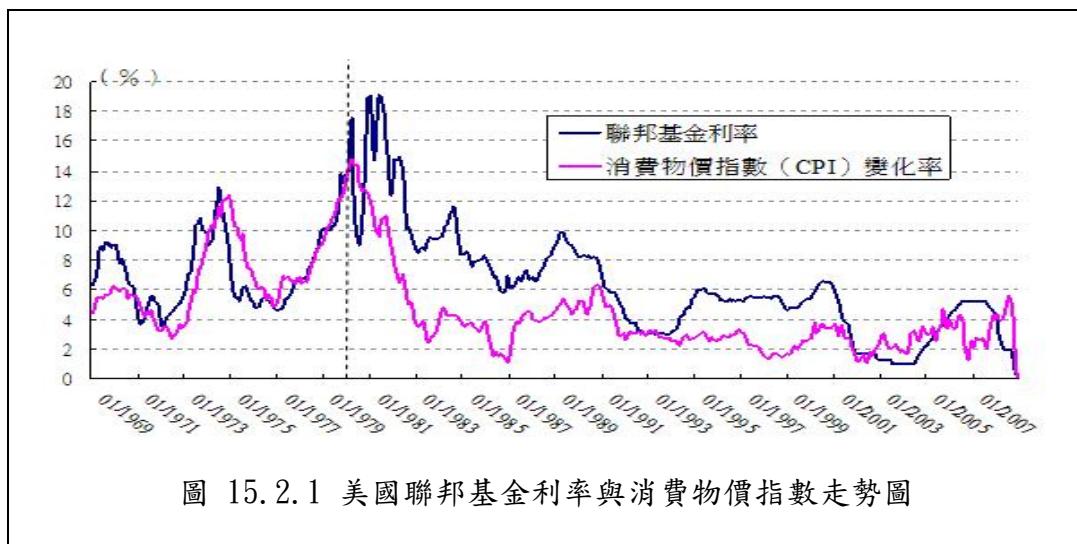
二次大戰後，西歐國家遭戰火摧毀又面對重建，黃金大量流出，不足以支持當時金本位制度的貨幣發行。再加以各國反省戰前的保護主義是導致戰爭的主因，四十四個國家的代表於 1944 年 7 月在美國布列敦森林舉行會議，達成重建自由經濟體系的協議。協議內容主要是：美元與黃金維持固定比例（1 盎司黃金之價格為 35 美元），各國貨幣與美元也維持固定匯率，各國貨幣不准隨意貶值，但可經由協商調整。會議還決議設立以解決經濟危機為任務的**國際貨幣基金** (International Monetary Fund，簡稱 IMF)，和幫助低所得國家發展經濟的**世界銀行** (World Bank)。這個全球的貿易與貨幣體系稱為**布列敦森林體系** (Bretton Woods System)。

在布列敦森林體系下，美元成了各國貨幣的發行準備。只要美國堅守金本位制度並保持與黃金的固定匯率，各國的經濟危機是可以經由國際貨幣基金的救濟和會員國以匯率協商去解決。事實上，該體系在美國國際收支存在盈餘時還算運作順利，直到歐洲和日本經濟復甦、美國國際收支出現赤字和黃金大量外流後才出現困難。1971 年 8 月，美國尼克森總統單邊宣布美元貶值並停止美元兌現黃金，布列敦森林體系正式崩潰。同年 12 月，美國與幾個主要國家達成了**史密森協議** (Smithsonian Agreement)，正式宣布美元貶值，將 1 盎司黃金之價格從 35 美元調整到 38 美元。但到 1973 年 2 月，美元再次貶值，各國紛紛退出固定匯率制。

雖然固定匯率制瓦解，**浮動匯率制**取而代之，美元依舊是各國貨幣的主要發行準備或外匯存底，同時也是國際間資本清算的貨幣。這些機制意味著：美國可以利用發行美元去支付該國的貿易赤字，其代價最多只是美元貶值。由於美元貶值不利於大量持有美元的貿易盈餘國家，這些國家只好購買美國國債 (Treasury Bonds)，讓美元回流美國，以穩定美元匯率。這體制縱容美國以發行美元去消費外國生產的商品與勞務，然後再發行美國國債回收美元。這是當代全球經濟危機的根本源頭，而其導火線則是 1985 年 9 月的廣場協議。

戰後日本經濟的快速成長，始於 1954 年的神武景氣，直到 1973 年爆發的全球石油危機才緩和下來，並於 1974 年出現戰後第一次的經濟負成長。日本的經濟以製造業為核心，其工業在經濟快速成長期間的平均年增長率高達 11%，很快就

成為世界的第二大經濟體。日本強旺的生產和外銷能力（出口以鋼鐵、汽車、電器為主）使日圓逐漸強勢。1977-1978 年秋天，美元兌日圓的匯率由戰後的 1:290 貶至 1:170，約貶值 40%。1979-1980 年發生第二次石油危機，美國通貨膨脹率達到二位數，並出現 -12% 的負實質利率，見圖 15.2.1。為了避免美元外流和持續貶值，美國聯邦準備理事會主席伏克爾（Paul Volcker）將利率提高到二位數。1979-1985 年間，美元回流，匯率開始回漲，兌日圓的匯率回升至 1:250。



隨著美元匯率回升，美國貿易赤字加大，於 1984 年破千億美元，其中對日本的貿易逆差約占半數。1985 年 9 月，美國邀請日本、德國、英國和法國等國財長及中央銀行行長，在美國紐約市廣場飯店舉行會議，協議讓美元（相對其他四國貨幣）逐年貶值，此稱為廣場協議（Plaza Accord）。<sup>13</sup> 之後三年，美元對日幣的匯率貶至 1:86，美元對馬克、法郎和英鎊也各貶值了 70.5%、50.8% 和 37.2%。

1982 年，美國的通貨膨脹趨於穩定，聯邦準備理事會開始大幅調降利率。1986 年底，利率降至 6%。除了 1989-1991 年一度止跌反升外，1991-1993 年間的利率約在 3%。美國廠商因利率和匯率的雙率大幅下降，獲利能力大為提升，經濟景氣好轉。納斯達克綜合指數（NASDAQ）開始從 1987 年底的 330 點谷底復甦，1991 年升至 500 點，1995 年到 1000 點，1998 年到 2000 點，2000 年 3 月創造 5048

<sup>13</sup> Callahan and Garrison (2003, QJAE)。

點的歷史記錄。1990-2000 年這段期間被稱為美國的新經濟時代（New Economy）。在這段時期，美國的GDP總共成長了近 70%，平均年成長率接近 6%，物價上漲率維持在 3%上下，利率在 1993 年之後維持在 5%左右，而失業率也從 1994 年的 6%降至 2000 年的 4%。這是美國近代經濟史上的黃金時代。<sup>14</sup>

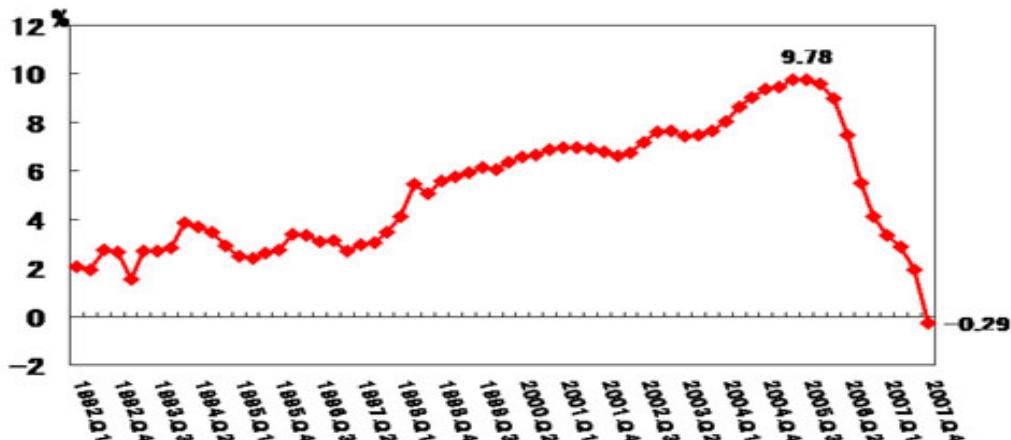


圖 15.2.2 美國住宅價格變化走勢圖 1992-2007

在這段期間，總體經濟學家們充滿著自負，自認完全掌握總體經濟的運作原理，不再擔心蕭條或景氣循環的來臨。然而，當圖 15.3.2 中的住宅價格上漲率在 1994 年超過消費者物價的增加率，並在 1998 年超過利率時，這一波利用寬鬆貨幣吹起的繁榮開始令人不安。同時，在東亞、蘇聯、巴西等國，也陸續出現經濟危機。

<sup>14</sup> 網景公司（Netscape）是這段時期的代表性傳奇。它於 1995 年八月首次公開募股（IPO）。在募股的前一個月，摩根史坦利公司（Morgan Stanley）預估網景公司的股價範圍約在 12-14 美元。隨後，摩根史坦利公司發現市場普遍看好網景公司，便以 28 美元將其股票推出上市。掛牌當日，盤終價格漲至 58 美元，公司總市值估算為 22 億美元。這類的瘋狂於 1999-2000 年間達到頂點。底下幾組數字的跨年比較足以說明當時的狂飆情勢：（一）舊金山灣的首次公開募股（IPO）數量，從 1986-1990 年間的 90 家增至 1996-2000 年間的 390 家，增加了三倍多；（二）當地程式設計師的薪資從 1995 年的 45000 美元增至 2000 年的 100000 美元，增加了兩倍多；（三）當地商辦大樓租金（每平方英尺租金）從 1995 年的 2.10 美元增至 2000 年的 6.75 美元，增加了三倍多，而公寓租金從 1995 年的 920 美元增至 2000 年的 2080 美元，增加了兩倍多；（四）消費性槓桿（以 10 %的自備款購屋之比例為指標）從 1989 年的 7% 增至 1999 年的 50%，增加了六倍；（五）當地的個人儲蓄率卻從 1992 年的 8.7% 降至 2000 年的 -0.12%。

相對於美國的經濟復興，廣場協議帶來日本的卻是戰後的最大經濟惡夢。在接受廣場協議後，日本調升了匯率。為了緩和匯率提升對產業的衝擊，日本從1986年初開始五度的調降利率，將利率從5%降至當時日本史上最低的2.5%。1987年底，全球景氣回溫，美國與德國紛紛提高利率，但日本應美國的要求並未立即提高利率，直到1989年才升息。

日圓兌美元的匯率雖然大幅上升，但英鎊、馬克、法郎兌美元的匯率也接近同幅上升，因此，日本對美國的貿易順差趨勢並未改變太多。不斷累積的貿易順差和低利率政策，使得日本在這段期間釋放出大量的貨幣供給。從1980年到1990年，日本的基礎貨幣增加了1.6倍。過量的貨幣供給導致股市和房地產價格狂飆。如表15.2.6，日本的外匯存底從1985年的300億美元增至1990年的560億美元，日經股市從1984年的10000點上升至1990年的37000點，而房地產指數亦從1987年的40點增加到1990年的111點。難以置信的是，若以當時的匯率折算，東京土地在1990年初的總市值竟等於全美土地總市值。

表 15.2.6 日本的外匯存底、股市指數、房市指數

年	1984	1985	1986	1987	1989	1990
外匯存底（億美元）	---	300	420	560	640	560
股市指數	10000	15000	20000	---	---	37000
房市指數	---	---	---	40	---	111

1990年3月，日本大藏省已經無法忍受這巨大的金融泡沫，開始打壓房地產市場。房地產市場指數立即由1990年的111跌到1995年的40，跌掉了近六成，回到1987年的水準。房地產的劇跌導致信用體系崩潰，並波及股市。日經指數也從1990年初的37000點跌到1992年底的15000點，也跌掉六成。

在日本陷入經濟危機時，美國剛好幫墨西哥度過了1994年的經濟危機。因此，在所謂的逆向廣場協議（Reverse Plaza Accord）下，美國提出以單邊提升利率為條件，作為要求日本和德國擴大購買美國國債的交換條件。美國單邊提升利率可以降低日本廠商的經營成本。至於美國要求日德兩國購買美國國債，則因為美國長

期以發行新貨幣去支付貿易赤字。美國增加發行國債，使債券市場供給增加、債券價格下跌，利率上升。由於利率上升，海外美元大量回流，進入股市。這是1995年開始納斯達克綜合指數狂升的主要原因。

當海外美元回流美國時，正逢網路產業興起，充裕的資金加速了網路創業潮，也帶來新景氣。人們預期網路科技將全面地掀起生活方式的變化，以熊彼德之創造性解構的架勢引爆第三次產業革命。企業家們警覺到新產業的來臨，於是群雄並起，逐鹿中原。<sup>15</sup> 1990-2000年的網路創業潮是最近的例子，每家新創公司都相信自己能在這場大變局中最後勝出。他們竭盡可能地去招兵買馬，不斷燒錢，為了贏得最後的王冠。這是一場群雄格鬥的市場競爭，必會經過血流成河的過程，直到千家滅亡而留下幾位勝利者，才會進入穩定的成長期。若將網路產業在崛起時期的爭奪疆域過程看成是一場網路（Dot-Com）泡沫，那是對市場競爭過程的錯誤認識。

### 第三節 當代經濟危機

1980年代發生的停滯性通貨膨脹讓凱因斯政策暫時失去市場，取而代之的是雷根——柴契爾的新保守主義和經濟自由主義。在這段期間裡，美國雖然獲得了政治勝利與經濟繁榮，但國內的財富分配與所得分配卻是日益惡化。同樣的現象也發生在歐洲。針對這情勢，美國政府趁著網路興起的新經濟時代，重新提倡美國夢，想盡辦法要為低所得者打造幸福家園。而在歐洲，各國政府則是利用參與歐盟的機會，力圖改善國內的福利措施。遺憾地，這些福利政策超出了國家的財政能力，以致於接連出現了美國的次貸風暴和歐洲的主權債務危機。

#### 美國次貸風暴

---

<sup>15</sup> 美國經濟史上曾出現過幾次這類時代。十九世紀末的鐵路建設改變了全美的運輸系統，也造就了一批被稱為**強盜貴族**（Robber Barons）的鐵路大亨和鋼鐵大亨。1920年代的汽車產業和電器產業，以及第二次世界大戰後的電子產業，也都因新科技的突破帶來創造性解構。

美國於 2007 年發生次貸風暴的導火線，不是 2000 年的網路泡沫，而是 2001 年發生的 911 恐怖攻擊。這條導火線連接到的火藥庫早已裝滿了美國政府為幫助低所得者實現**美國夢**（American Dream）而寬鬆貸放的信用（貨幣）。從建國開始，美國夢一直是吸引美國新移民的誘因，然後逐漸成為美國自由主義傳統的一部份。每個人都想擁有一棟自己的小木屋，前院種花，後院種菜和撿柴，過著政治獨立和經濟穩定的中產階級生活。美國夢的具體指標就是擁有穩定的工作和自己的房屋。

網路創業潮帶來的景氣提供許多新的工作機會，也大幅提高薪資。人們相信這波景氣係來自於新產業的出現，便敢於規劃較長期的購屋計劃。他們謹慎地估算自己的償還能力，卻在評估中被扭曲的利率資訊嚴重地誤導。911 恐怖攻擊後，聯邦準備理事會擔心人們的恐慌會導致通貨緊縮。同時，他們因接受物價指數的通貨膨脹定義，認定當時沒有通貨膨脹的威脅，就將聯邦基金利率降至 1%。利率愈低，投資的預期報酬率愈高，個人預估自己的償還能力也愈高。低利率讓更多人有勇氣去實現**美國夢**。

如果可貸資金的供給與需要之變動無法預期，未來利率的變動也就無法預期。如果利率不能預期，償還能力就無法準確估算，投資的風險也會提高。反之，如果可貸資金之供給與需要的變動都可預期，利率的變動也就能預期，投資風險就會降低。風險愈大，潛在危機就愈大。引爆危機的不是利率的變動，而是利率變動的無法預測。再往上推，就是可貸資金之供給與需要之變動的無法預測。

當政府發行新貨幣時，新貨幣會經由銀行體系而創造出更多的貨幣，這些新貨幣也會進入借貸市場，影響借貸利率。貨幣創造乘數愈大，貨幣發行對利率的影響愈大；貨幣創造乘數愈不穩定，貨幣發行對利率的影響就愈不穩定。乘數效果，也就是我們在金融危機中常聽到的**槓桿效果**。槓桿效果在金融體制中非常普遍，從銀行體系的貨幣發行到金融體系的資產證券化。金融機構的槓桿操作最容易引起難以預測的利率變動和金融危機。要避免危機，就得降低槓桿效果。

早在 1930 年代的大蕭條時期，美國總統羅斯福（Franklin D. Roosevelt，1882-1945）為了幫助弱勢家庭順利購屋，先後成立**房地美**（Freddie Mac）和**房利美**（Fannie Mae）兩家由政府支持的房屋貸款機構（簡稱二房）。民主黨的柯林頓總統和共和黨的布希總統都明確表示，以人民擁有自宅比例為施政目標。二房也

就降低人們購屋貸款的審核標準。在 1994-2003 年間，這兩家機構貸放給次級信用者的總數約增加 10 倍。<sup>16</sup> 他們之所以會冒這風險，一方面是配合政府政策，另一方面則是相信政府會遵守大到不能倒（Too Big To Fail）的政治潛規則。<sup>17</sup> 2004 年，美國的五大投資銀行聯手，成功地要求政府把 1:12 的投資槓桿比例提升為 1:40，讓他們有更大的空間去操作財務槓桿。這些投資銀行買入二房的次級房貸的債權，包裝成金融商品，進行槓桿操作，創造出數十倍的信用資產。在上述的政策扭曲下，不僅人們買的房子愈來愈大，即使沒錢沒工作的人都能貸款買屋。對房屋的強大需要推漲了美國房屋價格，從 2003 年 6% 上漲率拉升至 2007 年的 10%，如圖 15.2.2 所示。

好景不長，美國一家經營房產貸款的新世紀金融公司（New Century Finance Corp），在 2007 年 3 月因為過度從事次級抵押貸款，被債權人檢舉違約貸放，股價大跌，接著就宣告破產。<sup>18</sup> 新世紀金融公司的破產突顯過度操作金融槓桿的風險，頓時讓包裝債權的金融商品失去市場，創造出來的信用資產也跟著泡沫破裂。2008 年 3 月，有 85 年歷史並為美國第五大投資銀行的貝爾斯登（Bear Stearns）陷入困境，由摩根大通（J P Morgan）收購。2008 年 9 月第四大投資銀行雷曼兄弟（Lehman Brothers Holdings Inc）宣佈破產，接著美林證券（Merrill Lynch）也出售給美國銀行。美國五大投資銀行倒下三家，剩下的高盛（Goldman Sachs）與摩根史坦力（Morgan Stanley）轉為一般銀行。最後，二房以及美國最大的保險金融集團 AIG（American International Group）也都陷入困境，接受美國政府的鉅資救援。

簡單地說，美國次貸危機肇因於政府想以低利率政策幫助弱勢族群購買房屋，而承擔貸款的金融機構以創新的金融工具包裝這些風險大的貸款。在槓桿操作下，金融機構獲得更多資金，然後再貸款給更弱勢的族群。最後，終因槓桿比例過高而泡沫破裂。在回顧次貸危機時，人們常以鄙視語氣指責紐約華爾街以創新的金融工具追求貪婪，也指責美國政府錯誤的解除金融管制。解除金融管制是值得討

<sup>16</sup> 關於美國次貸危機得相關數據，本文引用 <http://zh.wikipedia.org/wiki/次貸危機>。

<sup>17</sup> 1980 年末美國發生儲蓄和貸款危機（Savings and Loan Crisis）時，美國政府對這些儲蓄和貸款銀行（S & L，又譯為互助儲蓄銀行）大方的紓困方案，多少鼓勵業者進行大膽的借貸。「大到不能倒」造成的道德風險（Moral Hazard），不僅存在於金融界，也存在三大汽車公司。

<sup>18</sup> 如圖 15.3.2 所示，在二十一世紀金融公司破產時，美國房屋市場的價格便立即下跌。

論的，但問題並不在於過度槓桿化在理論上存在著巨大的金融風險，也不在於美國政府無視於這些風險的存在，而是（美國）金融產業的發展已經脫離了自由經濟所要求的市場規則。

制度的本質是其運作的規則，一旦脫離規則，就等於脫離了制度。在美國次貸風暴中，金融產業公然地違背至少兩項市場規則。第一項是金融市場以其政治影響力去改變自己應該遵守的遊戲規則。任何的體制運作都包括兩層次，第一層次是規則的制訂或選擇，第二層次才是規則下的運作。金融產業是在 1:12 的投資槓桿比例之規則下興起的，當其發展遇到瓶頸而需要改變時，社會要如何避免新的規則成為該產業的利益設計而已？在文化演化理論下，這過程應該是個別廠商的遊走規則邊緣以及政府負責部門由主動糾察化為被動的發展，然後再讓廠商的跟隨者與及對立的利益團將此議題公開化。更嚴重的是第二項，也就是政府直接破壞了市場以追求利潤為目的之規則。自由市場是以經營利潤作為篩選存留者的競爭規則，其目的就是要負利潤的經營者退出市場，才能把空間讓給新進入者。然而，（美國）政府執意執行大到不能倒的說詞，不僅讓道德危機在金融產業被普遍內化，更直接否定市場的競爭規則。「不能倒」之信念是計劃經濟下的產物，因為每一根螺絲釘都是大機械運作所必須，也因此信念而形成各種的軟預算弊端。遺憾地，大到不能倒的說詞一方面以計劃經濟的信念去替代市場機制的競爭規則，一方面讓該退出市場的廠商成為新的壟斷廠商。

至於一般評論者對金融創新方面的批評則是錯誤的，因為創新本就是企業的靈魂，這包括金融創新。金融創新跟投資一樣，未必會循著正確的方向發展。我們必需檢討：是否過度寬鬆的貨幣政策把華爾街的創新能力引導向**病態創新**

（Mal-innovation）的道路？病態創新在未被扭曲的市場是不會出現的。華爾街的金融家是貪婪的，制度本就是為了將貪婪導入正途。任何金融創新只要不受到特權庇護，都必需經過市場的檢驗。除非市場已淪為壟斷或相互勾結，否則就如米塞斯問的，是什麼力量大到能誘導獨立的企業家會犯上相同的判斷錯誤？追查次貸危機的根源時，我們發現創新金融的切入點是為了實現弱勢族群的美國夢，可惜並沒有成功。只要市場中還存在尚未實現的夢想，只要其潛在市場規模夠大，都會吸引企業家的關注。企業家會評價計劃的可能性並設法去實現，但也擔心其評價所依據的（價格與利率）變數遭受扭曲。

## 歐洲主權債務危機

在各國推出史無前例的貨幣寬鬆政策後，2008 年全球金融海嘯對世界經濟的衝擊未如預期般嚴重。經濟危機可以被往後推延，但會擴大為社會危機。譬如美國政府以各種理由救助華爾街和大公司的結果，惡化了其國內的所得差距。2011 年九月，近千名年輕示威者進入美國紐約市華爾街集會，掀起占領華爾街運動（Occupy Wall Street）。該運動以反抗大公司的貪婪和社會的不公為訴求，質疑美國政府以大到不能倒救助大公司，卻無視 9% 的失業率。

在歐洲，各國政府對金融機構的紓困和提振經濟的各種措施，造成財政赤字和公債的急遽攀升。2009 年底，三大信用評等機構同時調降希臘信用評等。2010 年初，希臘出現債務危機，國際貨幣基金和歐盟出手救援，條件是希臘必須降低政府赤字占 GDP 的比例，由 2009 年的 13.6% 降至 2014 年的 2.6%。

表 15.3.1 歐洲國家政府預算盈餘及政府債務占 GDP 比例（2001-2003）

國家	德國	法國	英國	義大利	希臘	愛爾蘭	西班牙	葡萄牙
	政府預算盈餘占 GDP 比例 (%) SGP 要求 $\geq -3.0\%$							
2001年	-2.8	-1.5	0.5	-0.8	<b>-3.7</b>	4.8	-1.0	-2.9
2002年	<b>-3.7</b>	-3.1	-2.1	<b>-3.1</b>	<b>-4.5</b>	0.9	-0.6	<b>-4.3</b>
2003年	-4.0	-4.1	-3.4	-2.9	<b>-4.8</b>	-0.3	-0.5	-2.8
	政府債務盈餘占 GDP 比例 (%) SGP 要求 $\leq 60.0$							
2001年	58.8	56.9	37.7	<b>108.8</b>	<b>103.7</b>	35.6	55.5	52.9
2002年	60.4	58.8	37.5	<b>105.7</b>	<b>101.7</b>	32.2	52.5	55.6
2003年	63.9	62.9	39.0	<b>104.4</b>	<b>97.4</b>	31.0	48.7	56.9

資料來源：European Commission, Eurostat，<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>。

1999 年歐元區成立，要求會員國必須遵守穩定與成長公約（SGP，The Stability and Growth Pact），限制各國政府赤字占 GDP 的比例必須低於 3%，而政府負債占 GDP 的比例必須低於 60%。希臘於 2001 年加入歐元區，當時就問題不少。若不計希臘，表 15.3.1 顯示，2001 年歐元區各國在政府赤字方面都符合公

約要求，在政府負債方面也只有義大利未達到要求。到了 2002 年，德國、法國、義大利、葡萄牙在政府赤字方面都超出公約的上限。這時，這些歐盟的主要國家竟然召開歐盟理事會，修改公約的規定，允許政府赤字以五年平均值計算，並且排除教育、國防和對外援助等預算支出。這樣，除希臘和義大利外，各國在 2003 年超過原初的公約限制，並未超過修正後的公約限制。公約限制也就形成另一類型的軟預算。

這是極微嚴重的問題。穩定與成長公約是歐元區成立時的契約，不論是否成爲事後的成文憲法，只要其精神繼續有效，就是其不成文憲法的一部分。因此，當該公約內容可以輕易地經由協商而變更時，以後就沒有任何的公約或契約內容不能在妥協下加以變更了。政治的方向是在尋找權宜之計，但憲法的精神則在於防阻權宜之際破壞了立憲原則。毫不驚訝地，如表 15.3.2 所示，各國（除希臘和義大利外），在 2008 年還能遵守修改後的公約限制。但當 2009 年經濟危機來到時，除了德國因爲出口競爭力強外，各國政府赤字均超過了修改後的公約限制，如法國的-7.5%、英國-11.4%、愛爾蘭的-14.4%、西班牙的-11.1% 等，連原以超過限制的希臘也惡化到-15.4%。同樣的情況，也見之於各國的政府債務。

表 15.3.2 歐洲國家政府預算盈餘及政府債務占 GDP 比例（2008-2009）

國家	德國	法國	英國	義大利	希臘	愛爾蘭	西班牙	葡萄牙
	政府預算盈餘占 GDP 比例 (%) SGP 要求 $\geq$ -3.0%							
2008年	0.1	-3.3	-5.0	-2.7	-9.4	-7.3	-4.2	-2.9
2009年	<b>-3.0</b>	<b>-7.5</b>	<b>-11.4</b>	<b>-5.3</b>	<b>-15.4</b>	<b>-14.4</b>	<b>-11.1</b>	<b>-9.3</b>
	政府債務盈餘占 GDP 比例 (%) SGP 要求 $\leq$ 60.0							
2008年	<b>66.3</b>	67.5	52.1	<b>106.3</b>	110.3	44.3	39.8	65.3
2009年	<b>73.4</b>	<b>78.1</b>	<b>68.2</b>	<b>116.0</b>	<b>126.8</b>	<b>65.5</b>	53.2	<b>76.1</b>

資料來源：European Commission, Eurostat，<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>。

由於歐元區是單一貨幣地區，各國政府無法自行印鈔票去償還債務，只能直接借款或發行公債借款。當政府無法自行印鈔時，因此，不論公債的持有人是否

爲國人，這債務在本質上與外債無異，政府只能從節省預算支出或以債養債方式去償還。

從表 15.3.2 可知，除希臘的債務問題已經相當嚴重外，西班牙、義大利、葡萄牙等南歐國家也出現債務危機。這些國家或其部分地區的生產力相對於其他歐元區較差，在歐洲的境內交易處於不利地位，呈現出口逆差和失業率增加現象。在歐元區內，這些國家的政府無法操控匯率和利率，於是只能以財政赤字方式去補助失業、提升生產力、刺激繁榮。這些假性繁榮不容易吸引外資投資於產業。外資多流向房地產，炒高房市，也提升物價。然而，失業率依然無法改善，人民怨氣四起。譬如西班牙政府以緊縮政策去壓制物價，結果使失業率更加惡化。<sup>19</sup> 希臘政府以提升薪資和增加雇員方式去緩和民怨，也使政府赤字更加惡化。<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> 以西班牙爲例，失業率達 25%，25 歲以下的失業率達 50%。

<sup>20</sup> 當然，希臘和西班牙可以開拓歐洲之外的貿易。由於生產力較爲強大的歐元區國家（如德國和法國）因享有境內的大量盈餘和過多的貨幣供給，反而期待歐元升值，使得弱勢國家雪上加霜。