金融風暴尚未遠離，
所有存款人、投資人、納稅人
必須一起監督國家的重振經濟決策。

銀行過度槓桿操作、房貸行業虛有其表、掠奪式放款加上金融交易欠
決規範，種種複雜因素構成這次金融崩潰，然而盲目進行金融紓困卻
錯失了解決基本經濟問題的時機……史迪格里茲以其學術專業深入淺
出，犀利抨擊，讓一般讀者也能清楚金融風暴的背後脈絡。
——《紐約時報》

歐巴馬政府因應金融風暴且戰且走的政策，完全看不到積極改變的競
選訴求。史迪格里茲毫不容情的抨擊美國施政，清楚點出金融改革的
當務之急。希望歐巴馬總統的床頭也擺了這本書。
——《美國商業週刊》

想要了解這次金融風暴的源頭，絕對不能錯過本書。作者清晰揭露銀
行體系崩潰的經濟成因，並且深入分析美國對自由市場無所不能的盲
目信心。
——《波士頓環球報》

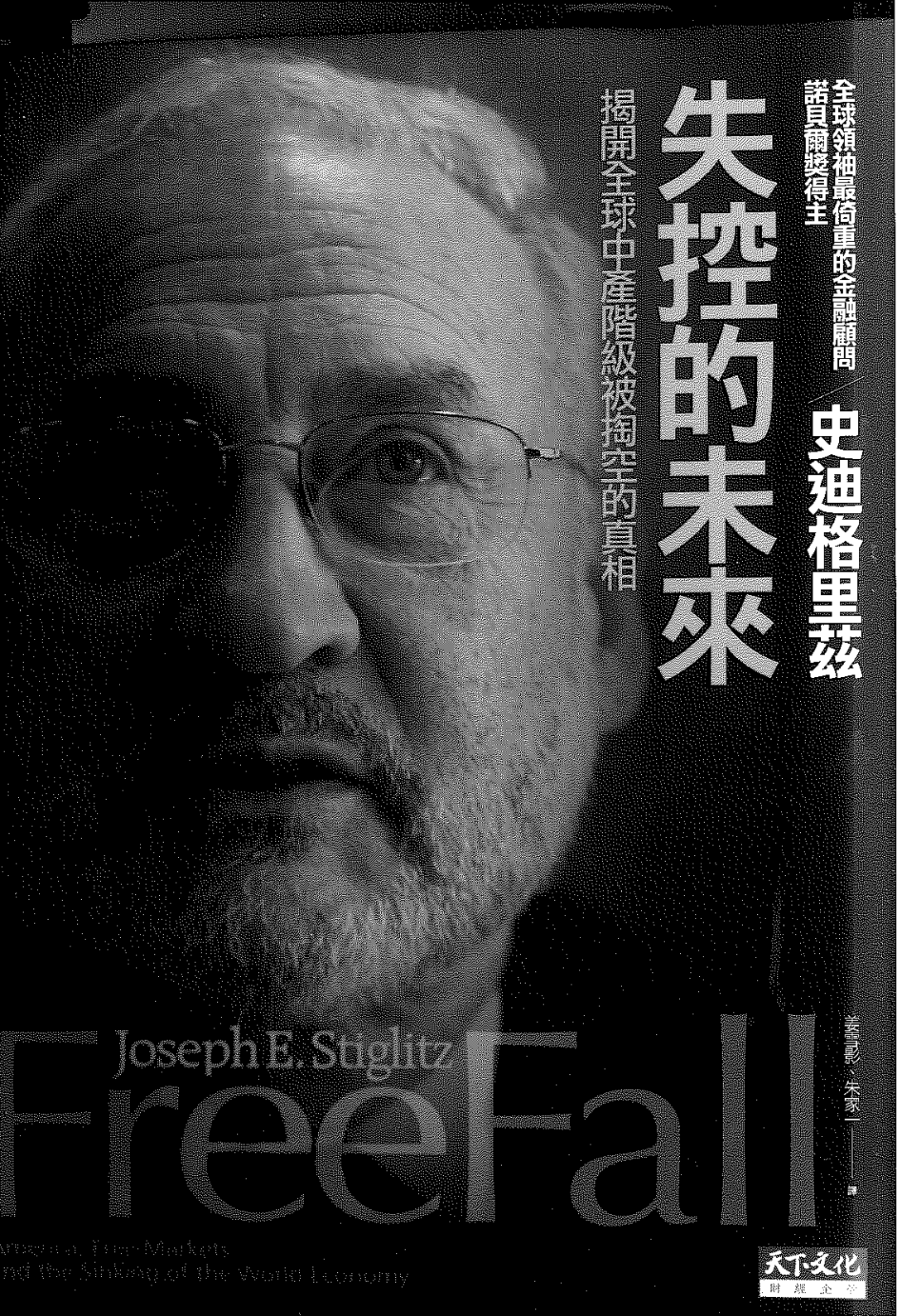
天下文化 遠見
ISBN 978-986-216-566-9
431 定價450元

天下文化 財經 43

失控的未來

揭開全球中產階級被掏空的真相

史迪格里茲 Joseph E. Stiglitz 著



全球領袖最倚重的金融顧問
諾貝爾獎得主

失控的未來

揭開全球中產階級被掏空的真相

史迪格里茲

Joseph E. Stiglitz

FreeFall

America, Free Markets and the Sinking of the World Economy

姜雪影、朱家一 譯

天下文化 財經企管

相信同志

Believing in Reading

財經企管 [431]

失控的未來

揭開全球中產階級被掏空的真相

Freefall

America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy

By Joseph E. Stiglitz

史迪格里茲（Joseph E. Stiglitz） 著
姜雪影、朱家一 譯

謹致我親愛的學生，

我從各位身上獲得無數啟發，

但願此書帶給大家深刻而寶貴的教訓

未來不致重蹈我輩覆轍。

作者簡介

史迪格里茲（Joseph E. Stiglitz）

史迪格里茲曾任美國柯林頓政府經濟顧問委員會主席，以及世界銀行的首席經濟學家與資深副總裁等職務，堪稱世界領袖的首席經濟顧問。並於2001年因資訊不對稱市場的研究榮獲諾貝爾經濟學獎；這些學、仕的歷練與機緣，使得他既有深入公共經濟決策核心的經驗，也得以親身踏遍眾多窮苦貧瘠的第三世界國家現場。

這也是為什麼，史迪格里茲對2008年金融危機的亂象，觀察特別犀利準確，經濟崩潰對未來的衝擊，史迪格里茲也憂心示警，包括全球各地無辜受累的新貧階級，迫切但受到輕忽的環境議題。

八年前，這位傑出的學者首度嘗試用大眾的語言解釋經濟全球化的人禍與來由，著成《全球化的許諾與失落》一書，該書共印行了三十五種語言版本，全球銷售超過百萬冊；這次史迪格里茲再度發揮學術專業及深入淺出的教學功力，為一般讀者解釋經濟風暴背後的成因，包括金融業放寬管制、薪酬獎勵誘使專業人才鋌而走險，以及雷根時代以降的自由放任主義當道，本書除了抨擊當前金融紓困政策的不公，讓未來世代提前負債，也提出當前全球需要聯手解決的區域失衡、資源流失等環境議題。這些必須與經濟復甦一起考量，史迪格里茲提出了全球性的願景，為終日勞苦的平民百姓發聲，也暴露出各國政策制定者的短視與捉襟見肘。

譯者簡介

姜雪影

資深媒體人，美國明尼蘇達大學新聞碩士，曾任《天下雜誌》資深編輯、時代基金會資深副執行長、IC之音電台總經理兼台長、淡江大學英文系講師。

譯作包括：《通產省——推動日本奇蹟的手》（天下文化）、《製造新聞》（遠流）、《左右決策的迷惑力》（遠流）、《藍毛衣》（天下文化）、《10・10・10——改變你生命的決策工具》（天下文化）；著有《世紀之都：紐約》（天下雜誌）。

朱家一

清華大學化工碩士、美國懷俄明大學國際事務碩士，曾任職經濟部。主要譯作有《矽谷熱》、《巨人再起》、《Google為什麼贏？》等。

推薦序

從歷史借鑑，走出次貸迷霧

中央大學經濟系教授
朱雲鵬

多年來，我們所信任的市場機制，那雙看不見的手，是否真的萬能？

由諾貝爾經濟學獎得主史迪格里茲（Joseph E. Stiglitz）所撰寫的《失控的未來》，仔細探討了近一二十年來，美國所信奉的自由放任市場主義是否真的有益於人類的福祉。藉由史迪格里茲淵博的學識及民胞物與的精神，旁徵博引的引述經濟大蕭條、世界大戰等實證，我們驚覺原來歷史是不斷的重演，只是被包裝得五花斑斕，如同次級房貸的風險般：我們迷路了。

本書由危機背後的原因談起，藉由2008年的金融風暴，討論自由放任的金融市場未必能夠帶來理想中的社會，並且討論美國小布希政府之下，錯誤或冒險的政策決策演變成如今的情勢。金融業在這次危機當中，一方面從高紅利的薪酬制度獲利，卻遺忘了風險的控管、銀

行業的本質，卻又扮演了被害者的角色，訴說著金融危機這一場悲劇。史迪格里茲自比為凱因斯的信徒，提出政府出手管理金融機構的時刻到了。難道我們必須每次都要經過錯誤學習嗎？良好的管控政策若能有效保護中小企業、一般民眾的財富，就應當為之。

無論如何，政府在現代社會當中都扮演一個舉足輕重的角色。第一，政府必須針對金融業進行管理，恢復起人民與金融業的信任關係。過往，我們相信市場有其恢復機制，政府伸手管控勢必會影響其發展。但是過度的自由放任下，導致銀行業與民眾的不信任、銀行業與銀行業之間的不信任，最後使得資金無法順利流通，閒置的資金又隱含了更大的危機。其二，政府必須也有需要提出願景，決定一個國家未來的定位與走向，並且堅定的朝此願景前進。我們必須明白，一個國家的富足，在於民眾的需求、中小企業的發展，這些，是金融業的根本，但卻也是目前漸行漸遠的道路。政府應當扮演起督促的角色，讓經濟不再暴露在層層的風險包裝之下，將錢投入在更能創造福祉的建設上。

全球化的現今，牽一髮而動全身的經濟局勢勢必無可避免。藉由史迪格里茲對於美國金融危機的檢視，我們了解到，如今的經濟衰退問題不單只是單一國家的責任，而改善這一長久以來依靠著泡沫維生的經濟體系，也並不只是單一政府的任務。隨著國際化，多邊貿易如火如荼的進行，彼此唇齒相依下，羸弱的經濟體質是全球的負擔。借鏡於台灣，正值產業轉型階段，過去以出口導向的發展目標勢必面臨考驗，相信此書對於政府、產業、銀行業甚至是一般民眾，都能有所裨益。

推薦序

改革經濟學的重量級呼聲

文化評論家
南方朔

1980年代，政經社會學界新興了一門跨學科研究，研究的主題就是「國家角色」。它關心的課題包括了「國家」做為一個自主的「中介者」（Agent），在現在國家建造、社會形成、經濟發展、所得重分配、新的合理性塑造等方面曾扮演和應扮演的積極角色。

而「國家角色」當時會成為一個重要的課題，其實正反映了當時的時代氣氛。1980年代正值戰後思想再度重塑的關鍵階段。有一端強調市場、公司，以及市場和公司所主控的社會，並把國家角色非法化。而國家主體的政府則被說成是個應該愈小愈消極愈好的必要之惡。於是才有了另一端強調國家角色的興起。只是人們也知道，從1980年代到2008年，時代的風向其實是要往保守這一邊吹，私人、公司、市場這些概念都被神聖化和萬能化。於是國家角色遂被邊緣化。最核心的「市場」這個概念則取得了主導地位。市場有效和可以自

動矯正這種說法幾乎成了每個人的口頭禪。國家最好什麼都不要管的「鬆綁論」則成了萬靈丹。這些元素建構出了所謂的「新自由主義」。

批判中擘畫願景

自從2008年次貸風暴、金融海嘯、全球深度衰退迄今，以顯示過去的那一套遊戲規則所造成的系統性偏差，已使它走到了自己的反面，於是對經濟學，甚至對資本主義整個體制的反省，在最近兩年裡興起，而在這個反省過程裡，史迪格里茲則無疑的具有領頭羊的重要性。他的這本《失控的未來》（*Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*）今年一出版，立刻獲得各方重視，原因即在於本書具有高度的啟發性。本書出版後，美國的評論家和經濟學者的關心焦點，乃是他對歐巴馬政府紓困措施的抨擊，和對美國市場體制偏差的討論。而我所看重的則是〈經濟學說需要革新〉與〈迎向全新的社會〉這最後兩章。因為當代經濟學在近代自我定義的過程裡，早已將經濟的合理性窄化及脫離人文化，能夠把世界及社會捏為一個「相互」的整體，已極鮮見。史迪格里茲能從根本處呼籲經濟學的改革及致力合理新社會的建造，乃是一個重要的知識新起點。這才是本書含金量最高的部分！

市場論助長投機式創新

近代美國經濟學界常用兩個口頭禪：「市場決定價值」和「經濟學決定世界」。這兩句話看似有理，但卻充滿了弔詭性。因為這兩

句話裡，其實已等於賦予了掌握市場的公司至高無上的權力。而為它背書的經濟學則儼然有了塑造世界秩序的權威身分。這兩句為「有效市場論」營造合理性的說詞辭。在長期的系統運作下，其實已等於合理化了人類經濟行為裡「自利」最極端形式的「貪婪」與「投機」。而反映在國家角色上的，則是在鬆綁之名下，各種奇怪的「創新」層出不窮。金融衍生性商品的創新與氾濫，各種以欺騙造假為實，但卻以創新為名的會計及帳目操作，各種不計後果的槓桿模式。它到了最後，所造成的乃是風險的無限升高，以及今天這種國家債務持續擴大，而社會財富日益不均的情況。而風險一旦表面化，人們財富蒸發及失靈的問題即告出現。史迪格里茲對這些問題所做的解析，在同類著作裡可說是最清晰的。

在當代經濟學家裡，史迪格里茲最特出的原創貢獻，絕對是針對「市場有效論」提出了市場非完全論。他的理論在2008年已獲得證實。因此他對市場的問題，以及國家角色的觀點，可謂切中時弊。但他可不是一般的評論者，而是對未來有願景的思想家。因此當人們在閱讀他這本著作時對需要看重的，乃是他試圖改革經濟學思維模式，進而改善社會的宏願。1980年代美國自由主義學者、當代精英有許多人在思考國家角色的新定位。在三十年後的現在，這派學說應該到了再起的時候！

失控的未來

Freefall: America, Free Markets and the Sinking of the World Economy

目次

推薦　從歷史借鑑，走出次貸迷霧　朱雲鵬｜i
推薦　改革經濟學的重量級呼聲　南方朔｜iii

序幕｜001
第1章・**製造危機的背後**｜021
第2章・**自由落體及善後**｜055
第3章・**左支右絀的因應**｜093
第4章・**連環騙局・溺水家屋**｜119
第5章・**美式世紀搶案**｜161
第6章・**貪婪時代・小民受害**｜215
第7章・**新資本主義秩序**｜267
第8章・**從全球復甦到全球繁榮**｜297
第9章・**經濟學說需要革新**｜331
第10章・**迎向全新的社會**｜379
誌謝｜407

序幕

2008年下半年開始爆發的經濟大衰退（the Great Recession）讓數百萬美國人及全球民眾失去了自己的家園以及工作。更多人則擔心自己會步上後塵。至於那些努力為自己積攢了退休金或孩子教育基金的人，更只能眼見自己半生心血大幅縮水，所剩無幾。從美國燃起的金融危機快速蔓延全球，數以千萬計的人痛失工作（單單中國就有兩千萬人丟了飯碗）、成為貧窮人口。[1]

1 參見Sharon LaFraniere, "China Puts Joblessness for Migrants at 20 Million," *New York Times*, February 2, 2009, p. A10.根據聯合國祕書處經濟社會事務部（簡稱UNDESA）估計，若以危機發生前的經濟成長狀況推估，全球因這次經濟危機而停留或落入貧窮狀態的人口約多出了七千三百萬到一億零三百萬人。請參見United Nations, "World Economic Situation and Prospects 2009," May 2009, http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp2009files/wesp09update.pdf.國際勞工組織（簡稱ILO）則估計，到2009年底，全球將增加五千萬失業人口，而大約兩億勞工則將回到極度貧窮的狀況。詳見Report of the Director-General, "Tackling the Global Jobs Crisis: Recovery through Decent Work Policies," http://www.ilo.org/global/What_we_do/Officialmeetings/ilc/ILCSessions/98thSession/ReportssubmittedtotheConference/lang--en/docName--WCMS_106162/index.htm.

但事情不應該這樣發生，對自由市場及全球化理論深信不疑的現代經濟學，不是保證會為全體人類帶來繁榮嗎？全球擁抱的「新經濟」（New Economy），也就是二十世紀後期的各種經濟創新，包括自由化及財務工程（financial engineering）不也應該大大強化風險管理，終結所謂的景氣循環（business cycle）？「新經濟」與現代經濟學的聯手出擊即使無法完全消弭經濟動盪，起碼應該可以使景氣波動緩和許多——至少我們聽到的是如此。

誠然，這次經濟大衰退是自七十五年前的「經濟大蕭條」（the Great Depression）以來，最慘烈的經濟崩跌，讓「新經濟」的幻夢完全破滅，迫使我們必須重新審視許多長久以來被奉為圭臬的想法。近四分之一個世紀以來，自由市場學說主導了一切：完全自由的市場就是最有效率的市場，即使自由市場出錯，它也能夠快速自我修正；小政府是最好的政府，管制只會妨礙創新；各國央行應全然獨立，而且只專注於監控通貨膨脹。今天，就連這套理論的宗師葛林斯班（Alan Greenspan，在過去那段期間內主持美國聯邦準備理事會〔Ferdeal Reserve Board〕）也不得不承認，這理論顯有瑕疵。但他的告白對那些深受其害的人來說，顯然來得太晚了。

本書要討論的是經濟理論之間的戰爭，包括某些理論如何導引出失敗的政策、引發一場經濟危機，以及我們從中所學到的教訓。每個危機都有結束的一天，但沒有一個危機——尤其是後果這麼嚴重的危機——可以船過水無痕、不留下一些痕跡。經濟學家對於哪一種經濟制度最可能為人類帶來最大福祉，一直有許多激烈的論辯。2008年為人類留下的重要足跡，必然包括對這些論辯的重新檢視。或許，資本

主義與共產主義間孰優孰劣的論辯已然結束，但市場經濟本身的理論卻也非常多元，它們之間的競爭正方興未艾。

我相信，市場機制是任何成功經濟體的核心，但光是市場機制並不足以成事。從這個角度來看，我確實是英國經濟學泰斗凱因斯的信徒，他的影響力主導了整個現代經濟學的研究。政府在經濟發展中還是有其角色要扮演，而非只是在市場失靈時才出手解救，或只是負責進行某些市場管制以防範我們剛剛經歷過的這種失控狀況。任何經濟發展都需要在市場與政府角色間找到平衡，而許多非市場、非政府的機制也同樣不可或缺。過去二十五年，美國就是失去了應有的平衡，而且還將這種失衡的思維全力傾銷到世界各國。

本書會為大家說明，一些錯誤的思維如何逐步導引出這次的危機、讓政府及民間決策者對不斷惡化的問題視而不見，讓他們在收拾善後時進退失據、荒腔走板。這次危機會持續多久將取決於我們現在將採取什麼樣的對策。確實，許多錯誤的政策已經使這次的經濟崩跌比原來應有的時間更長、情況更惡劣。但是，危機處理只是第一個關卡，我更關心的是，危機過後的世界會是個什麼樣的面貌。我們不會、也不能重新走回從前那個世界。

這次危機產生之前，美國及全世界正面對著許多嚴峻的問題，其中包括如何適應地球氣候的變遷。全球化的速度推動世界各國的經濟結構快速變化、逼使許多經濟體不斷膨脹自己適應的能量。經濟危機之後，這些挑戰仍將存在，而且只會愈來愈嚴峻。不幸的是，我們可以用來應付這些問題的資源卻已因經濟危機的發生而大幅萎縮。

我希望，這次危機不僅可以在政策層面帶來一些改變，而且還可

以改變大家的基本思維。如果我們能夠做出正確的決策（而非僅是政治上或社會面的權宜之計），我們不但可以大幅降低發生另一次危機的可能性，甚至可能催生出更多真正有助改善全體人類生活的創新。但若我們做出了錯誤的決定，我們會面對一個更為分裂的社會、一個更容易產生危機，且更無力面對二十一世紀挑戰的全球經濟。本書最主要的目的之一，就是幫助大家更深刻瞭解危機過後必將出現的全球新秩序，以及我們今天的作為將如何決定這個新秩序的樣貌。

或許大家會以為，經歷了2008年的危機，市場經濟的「基本教義」（所謂完全自由的市場足以確保經濟繁榮成長）應該就此銷聲匿跡。或許也有人認為，從此以後（或至少在這次危機的記憶尚未完全消逝之前），再也沒有人會宣稱市場具有自我修正的能力，或市場參與者各自追求自身利益的行為不會影響自由市場一切平順運作。

那些得利於自由市場基本教義的人自有一套說法。有人說我們的經濟只是出了點「意外」，這原本就在所難免，沒有人會因為一次小擦撞而放棄開車。抱持這種看法的人巴不得我們盡快重返2008年之前的世界。他們說，銀行家沒有做錯任何事[2]。為受難的銀行提供所需的金援、「變通」一下相關規範、好好給金融監理單位上點課，要他們不可再讓騙徒如馬多夫（Bernie Madoff，美國前那斯達克主席，以

2 舒瓦茲（Alan Schwartz）是此次金融危機中首波宣告破產並讓納稅人賠上了上兆美元的超大投資銀行貝爾斯登（Bear Stearns）的總裁，他在參議院銀行委員會（the Senate Banking Committee）被問到是否自覺犯了錯誤時，回答：「我向各位保證，這也是我一直在思考的問題。當我回頭看並自問：『如果我事先就知道迎面而來的到底是什麼樣的情勢，我當時可以採取哪些行動來避免這一切？』但我就是想不出能做什麼……什麼都改變不了我們當時所面對的情況。」2008年4月3日，美國華府參議院聽證會證詞。

老鼠會手法違法吸金並虧空投資人高達500億美元）得逞，同時在商學院裡多開幾堂商業倫理課程，事情就會回歸正軌了。

本書希望強調，我們的問題有其深層肇因，絕不像某些人說得那麼簡單。過去二十五年來，政府已經多次出手拯救這套被認為應該具有自我管理能力的金融體制。但因為它有幸殘存了下來，大家竟誤以為它真的是個具有獨立運作能力的機制。事實上，危機發生之前，這套經濟制度對大多數美國人而言根本沒有發生應有的效益。有些人確實在這套制度中獲益，但一般的美國人卻絕沒那麼幸運。

經濟學家審視經濟危機的方式，和醫生以病理學來檢查疾病沒有兩樣：我們都是藉著看到事情出錯時會出現什麼狀況，來瞭解事情正常運作時應有的樣貌。當我檢視2008年的經濟危機時，我覺得自己握有一種特別的優勢。從某個角度來看，我其實是一個「危機老手」，或可稱為「危機病理學家」（crisologist）。事實上，2008年的經濟危機並不是近年來第一次的重大危機。開發中國家經濟危機的發生頻率一直讓有識之士膽戰心驚。有人統計，1970年到2007年之間，全球就發生過一百二十四次大大小小的經濟危機。[3] 1997～1998年亞洲金融風暴（East Asian crisis）發生之時，我正擔任世界銀行（World Bank）的首席經濟學家。我看到一個在泰國引燃的危機，一路延燒到東亞各國，然後再蔓延到拉丁美洲及俄羅斯。那是一個傳染病的經典範例——全球經濟的一小部分發生了狀況，立即蔓延到其他地區。一次

3 參見Luc Laeven and Fabian Valencis, "Systemic Banking Crises: A New Database," International Monetary Fund Working Paper, WP/08/224, Washington, DC, November 2008.

經濟危機所帶來的影響往往要花好幾年才能充分顯現。以阿根廷為例，阿根廷的經濟危機其實始於1995年墨西哥經濟危機的餘波，後來又受到1997年亞洲金融風暴及1998年巴西經濟危機的牽連而惡化，然而，阿根廷的經濟要到2001年底才真正全面崩盤。

經濟學家或許會對經濟大蕭條之後七十年內經濟理論的進步而深感驕傲，但這並不表示大家對於如何處理危機已經有了一致的想法。1997年，當美國財政部及國際貨幣基金（International Monetary Fund，IMF）提出了類似經濟大蕭條時期胡佛總統（Herbert Hoover）所採取的錯誤政策來因應亞洲金融風暴時，我就已感到心驚膽戰，因為我知道那些對策必然一敗塗地。

2007年，眼見整個世界顯然又將落入另一個危機之際，我的腦海浮現了一種似曾相識的感覺。因為當時我放眼所見，與十年前的情況竟是如此之雷同。僅以其中一項為例：危機出現伊始，大家矢口否認出了問題。十年前，美國財政部和IMF也是完全不願承認亞洲出現了經濟衰退的警訊。當主管東亞地區的世界銀行副總裁塞維里諾（Jean-Michel Severino）使用「經濟衰退」（Recession）和「經濟蕭條」（Depression）這兩個字眼來形容當時的情況，時任美國財政部次長的桑默斯（Larry Summers，也就是目前歐巴馬總統的首席經濟顧問）竟然暴跳如雷。但是，一個經濟崩跌竟讓印尼最大島爪哇的失業率一口氣飆升到40%，哪個形容詞會比蕭條衰退更貼近事實？

同樣的，2008年時布希政府一開始也極力否認美國經濟出現任何嚴重問題。總統認為，我們只是一口氣蓋了太多房子罷了[4]。危機發生的前幾個月，財政部和聯準會簡直像酒後駕車般不停轉換車道，他

們會出手解救某些銀行，但卻任由其他銀行烈焰焚身，決策背後的邏輯讓人完全摸不透。布希政府官員說，他們只是務實面對問題，但公平來說，他們當時確實身處一片未知的海域。

2007到2008年初這段期間，衰退的烏雲逐漸籠罩美國經濟，許多經濟學家常被問到，美國經濟是否真的可能轉為蕭條，甚至深陷衰退之中。大多數經濟學家都直覺式地一口咬定：不可能！對許多專家而言，經濟學理論及工具的長足進步（包括如何管理一個全球化的經濟），讓他們根本難以想像發生災難的可能性。然而，十年前，當亞洲金融風暴發生時，我們真的敗了，而且敗得很慘。

錯誤的經濟理論當然會導引出錯誤的經濟政策，但那些理論的倡議者顯然對自己的看法深信不疑。但他們錯了。錯誤的政策不但引發了十年前的亞洲金融風暴，而且還延長了那次的危機、加深其嚴重性，為全世界留下了一些體質虛弱的經濟體及可比山高的債務。

十年前的經濟風暴也可算是全球政治失誤的一部分。那次金融風暴嚴重衝擊了許多開發中國家，這些國家有時被稱為全球經濟的「邊陲」。那些掌管全球經濟制度的人顯然並不特別關心應如何保護這些受害國家人民的生計，他們真正關心的反而是那些拚命借錢給亞洲各國的西方銀行。今天，當美國和全世界都掙扎著要重振經濟時，同樣的政策及施政謬誤又再度出現。

4 小布希總統在美國國家廣播公司晨間新聞節目的專訪中表示：「目前經濟下滑是因為我們蓋了太多房子。」（Interview with Ann Curry on the *Today Show*, NBC, February 18, 2008.）

自由落體

當世界經濟在2008年宛如自由落體直直下墜時，我們對許多理論的信心也隨之破滅，而我們長久以來對許多經濟理論、對美國、對某些「英雄們」的看法也如自由落體般灰飛煙滅。亞洲金融風暴之後，時代雜誌在1999年2月15日以當時的美國聯準會主席葛林斯班、財政部長魯賓（Robert Rubin，此二人一直被公認是1990年代經濟大繁榮的主要推手）以及他們的後繼者桑默斯為封面。三人被封為「拯救世界委員會」（the Committee to Save the World），而在一般人心中，他們也彷彿真的宛如超級救世主。2000年，專門從事調查報導的暢銷書作家伍德華（Bob Woodward，揭發水門案的前華盛頓郵報記者）更及時出了一本葛林斯班的偉人傳記，名曰「大師」[5]。

我對他們處理亞洲金融風暴有第一手觀察，心中自有評價，而且不若時代雜誌或伍德華那樣傾倒。對我而言（以及對大多數的亞洲人而言），IMF及美國財政部在「拯救世界委員會」的極力敦促下，強加於亞洲各國的政策其實有如火上加油，反而加深了危機的嚴重程度。那些政策暴露出，他們不瞭解現代總體經濟學的基本原則——面對經濟衰退時，真正應該採取的對策是擴張貨幣及政府財政[6]。

那些長期為人所景仰的大師們如今已然失去了這個社會的信任與尊敬。多年以來，我們一直求教於華爾街（不僅是像魯賓或葛林斯

5 參見Bob Woodward, *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom* (New York: Simon and Schuster, 2000).

班這類的「神人」，而是整體金融界），希望他們能夠教導我們如何運作這個極為龐雜的經濟體系。現在，我們又該請誰來為我們指點迷津呢？整體而言，許多經濟學家只是在政治人物全力挺進自由化之路時，為他們提供了必要的專業知識作為盔甲而已。

不幸的是，大家的注意力往往從理念的辯論轉而集中到某些個人身上，也就是那些搞出了危機的壞蛋以及拯救了大家的英雄。許多人紛紛著書立說（事實上，坊間已出現不少這類論述），把矛頭指頭指向決策者或金融界的主管，認為就是這些人把我們推向了眼前這個危機。本書的目標卻非如此。本書將指出，基本上，所有重要的政策，例如和自由化相關的諸多做法，都是政治或經濟「勢力」（例如：利益、理念、意識型態等）造成的，遠超過個人的影響力。

雷根總統於1987年任命葛林斯班為聯準會主席時，他只是想找一個真正相信自由化的人。在此之前的聯準會主席伏克爾（Paul Volcker）因為成功地將美國的通貨膨脹率從1979年的11.3%大幅降至1987年的3.6%而備受讚譽[7]。通常，這樣的成就應該足以讓他輕鬆獲得連任。伏克爾深知政府角色的重要性，但雷根要的卻是一個能夠全

6 兩次危機所採取的政策不同，還有另一種解釋：美國與歐洲是以符合選民利益的方式來回應自己的危機。同樣的道理，國際貨幣基金和美國財政部在亞洲所採行的政策，也是為了（至少部分原因是）符合自己選民的利益，也就是美國、歐洲金融市場中的債權人。那些人一心想要討回借貸給亞洲各國的金錢，即使這麼做將使私人債務轉由社會整體來承擔也在所不惜。更詳細的討論請見史迪格里茲所著之《全球化的許諾與失落》（*Globalization and Its Discontents*, New York: W. W. Norton, 2002）。

7 美國勞工部「勞工統計局」（U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics）所發布的消費者物價指數，參見ftp://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiai.txt.

力撤除政府管制的人。就算不是葛林斯班，能夠揮舞自由化大旗的人仍所在多有。所以，問題不是出在葛林斯班這個人，而是悄悄崛起的自由化浪潮。

雖然本書主要希望討論的是經濟學的理念以及這些理念如何影響了政策，但是要看清這次危機與這些理念之間的關連性，我們還是必須仔細拆解這段期間內所發生的事情。整個故事中有許多重要元素，卻與一部精彩的推理小說頗為類似：全球最大的經濟體怎麼會成為一個自由落體的？究竟是哪些政策和事件引發了2008年的經濟大崩盤？如果我們無法對這些問題的答案產生共識，我們對如何解決問題也不會有共識——不論是如何擺脫這次危機，或如何避免下一次風暴的產生。要分別出金融業的不良行徑、主管機關的失職，或過度寬鬆的貨幣政策之間，責任究竟孰重孰輕，確實並不容易，但我會說明為什麼金融市場及金融機構是禍首。

要找出問題的根源就好像剝洋蔥一樣困難，因為每一個解釋又會導出更多、更深層的問題。例如，違反常理的獎勵制度或許變相鼓勵了金融界短視、不顧風險的行徑，然而，為什麼他們會訂出這些明顯不合理的獎勵制度呢？答案或許也很明顯：問題出在公司治理（corporate governance），也就是企業決定薪資與獎勵的方式。但是，為什麼市場沒能管好不當的公司治理及顯有不當的獎勵制度呢？物競天擇不是應該會篩選出最好的制度嗎？成功的企業不是應該擁有最能鼓勵長期表現的獎勵制度嗎？不幸的是，這個理論也在這次危機中受創頗深。當我們深入思考這次危機背後所反映的問題時，我們可以清楚看出，這些問題其實在其他領域中也都非常普遍。同樣讓

人驚駭的是，當我們剝開問題的表象、不只把眼光放在那些闖禍的新金融商品、次級房貸，以及擔保債權的金融工具（collateralized debt instruments），我們會發現，這次危機與美國國內以及國際間過去所發生過的許多危機，竟是如此之神似。問題的本質是：我們製造了一個泡沫，泡沫破了，隨之而來的則是一場大災難。這個泡沫是由不良銀行貸款所造成的，後面則是隨著泡沫而被大幅高估的擔保資產價值。創新金融商品使得銀行得以隱藏他們的不良貸款，讓它們從銀行的資產負債表中消失，因而提升了銀行的有效槓桿比率（effective leverage），也使得泡沫愈撐愈大，而泡沫破裂後的災難也就益發的難以收拾。新型金融工具如信用違約交換（Credit Default Swap，簡稱CDS）原本宣稱可以用來進行風險管理，但實際上卻是設計來欺騙金融主管機關的。這些金融工具極其複雜，因此反而增加了金融風險。我最大的質疑（也就是本書主要的討論重點）是，我們怎麼會讓這樣的危機「再度」發生，而且規模如此之大？

找到根本的原因並不容易，但我們能輕鬆排除某些膚淺的解釋。我說過，華爾街的人很希望相信他們個人都沒有犯下任何的錯誤，而且制度本身基本上也沒有問題。他們認為，自己只是不幸碰到了一場千年僅見的金融風暴，而他們自己也是受害者。但這次危機並非是恰巧發生在金融市場的一個不幸事件。它是一場人為的災難；它是華爾街自己惹出來的麻煩，而且還禍延全球。

對於那些不肯接受上述解釋的人，華爾街的支持者另有說法：都是政府逼我們做的，因為政府政策不斷鼓勵民眾購屋，而且要求銀行業借錢給窮人。或者，政府應該要出手制止我們的，因此，這根本是

主管機關的錯。美國金融界的卸責之辭極端不合理，後面章節會說明為何他們的講法毫無說服力。

支持這套制度的人還有第三種辯詞，但幾年前發生安隆案和世界通訊（WorldCom）會計弊案時，已經用過了。每一個制度裡都有爛蘋果，但不知為何，我們的「制度」（包括主管機關和投資人）就是學不會如何保護自己、免受爛蘋果之害。因此，在前幾年的安隆案董事長肯恩雷（Ken Lay）及世界通訊總裁艾伯斯（Bernie Ebbers）之外，我們又得再添上馬多夫及其他一干遭起訴的人，例如史丹福（Allen Stanford，德州投資大亨）以及拉惹勒南（Raj Rajaratnam，知名避險基金負責人）等。然而，不管過去或現在，一心護衛金融市場的人沒弄清楚，問題出在這一整箱子全都是爛蘋果[8]。

任何人看到美國金融體系中竟然一直存在著這麼多揮之不去、牽連範圍又廣的問題，大概都只能得出一個結論：這些問題恐怕是制度性的。當然，華爾街的超高薪及完全向錢看的本質確實會讓他們吸引到比其他領域更多的道德可議之人，但金融界問題之嚴重及普遍，卻也足以顯示，這個制度一定有根本的問題。

8 參見Susan S. Silbey, "Rotten Apples or a Rotting Barrel: Unchallengeable Orthodoxies in Science," Arizona State University Law School, March 19–20, 2009.
在那些參與製造了這次危機的人當中，真正跨過紅線、從事非法行為的人並不多，因為他們的律師早已告訴他們要如何躲避牢獄之災，而他們的說客也盡力確保他們在法律上擁有足夠的迴旋空間。儘管如此，面臨定罪的人還是不斷增加。如果史丹福所面對的21項指控，包括高達千萬美元的詐欺、洗錢、妨害司法等罪名都成立的話，他將足足吃上375年的牢飯。史丹福的財務長戴維斯（James Davis）也已認了三項罪名：郵件詐欺、串謀詐欺及串謀妨害調查。兩名瑞士信貸的交易員被控欺騙客戶，造成客戶9億美元的損失。

問題解讀大不易

就政策面而言，判定一個政策是成功或失敗，甚至要比判別某些事應該歸功或歸咎於哪些人或事來得更為困難。到底怎樣才算成功？失敗的定義又是什麼？對美國及歐洲的觀察家而言，1997年亞洲金融危機的紓困計畫顯然是成功的，因為美國和歐洲都因此而未受牽連，毫髮未傷。但是對那些眼見國家經濟崩盤、債台高築、個人美夢破滅、企業也紛紛倒閉的亞洲人而言，紓困計畫簡直是徹底的失敗。對批評者而言，國際貨幣基金和美國財政部的政策只是讓事情變得更糟。兩派說法之間有不小的摩擦。但我想問的是，如果當時真的採取了不同的政策，又會出現什麼樣的結果？國際貨幣基金和美國財政部到底是加劇、拖長了那次危機，還是減輕、縮短了災難的程度？對我而言，答案很清楚：國際貨幣基金和美國財政部當時推動的高利率及縮減支出的政策確實使得問題更加惡化[9]。亞洲各國的經濟最終還是恢復了元氣，但並不是受惠於那些政策，而是好不容易從中熬過來。

相同的，許多人因為看到在全球大力推展自由化的那段期間內，全球經濟確實蓬勃發展，因而認定完全自由的市場顯然可行、自由化可以促成經濟的高度成長，而且這樣的成長將能長久延續。但事實顯

9 針對這個論點，有個明顯的反駁：兩者情況不同。他們認為，如果這些國家真的採取擴張政策，反而適得其反（至少他們是這麼說的）。但值得一提的是，某些跟隨傳統凱因斯理論的亞洲國家（例如，馬來西亞和中國），危機處理的表現比那些被迫接受國際貨幣基金政策的國家好得多。詳見Ethan Kaplan and Dani Rodrik, "Did the Malaysian Capital Controls Work?" in S. Edwards and J. Frankel (eds.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets* (Boston: NBER, 2002).

非如此。當時的經濟成長其實是建立在高度負債的基礎上，說得客氣一點，這樣的根基其實非常脆弱。許多西方銀行同樣必須一再仰賴紓困來脫離不良放貸的惡果，這種事絕不只發生在泰國、韓國、印尼，事實上，這樣例子在西方世界所在多有，墨西哥、巴西、阿根廷、俄羅斯……，黑名單太長了[10]。然而，每一次災難過後，地球繼續運轉、經濟制度也幾乎不見任何改變，許多人因而認定，自由市場自主運作得好得很。但是，其實是政府一再出手拯救市場，才讓市場免於在自己的錯誤之中沒頂。那些認定市場經濟毫無問題的人一再做出錯誤推論，直到一個大到無法漠視的危機就在自家客廳爆開來，長久存在的問題才忽然變得「明顯」了起來。

針對某些政策的影響力進行種種辯論，有助於解釋為何某些錯誤思維始終牢不可破。對我而言，2008年的「大衰退」根本是多年強力執行某些政策必然會帶來的後果。

這些政策是由特殊利益團體（沒錯，就是金融業）刻意塑造出來的。但經濟學在其中扮演的角色可就複雜了。必須為這次危機負責的黑名單很長，但我要再加上經濟學界這個專業，因為過去二十年經濟學理論的發展已經指出，自由市場的理論極少適用，但經濟學仍然為那些特殊利益團體提供了自由市場能有效自主運作的論述。幾乎可以確定的是，由於這次危機的發生，經濟學（包括理論與政策）將和全

10 除了國際紓困行動之外，我們還應該加上那些未向外國伸手求援、自行解救自家銀行的「國內型」紓困。在這張長長的名單上就應該包括了美國1980年代的儲貸危機（savings and loan debacle），以及1980年代末期到1990年代初期的北歐銀行破產危機（bank collapses in Scandinavia）。

球經濟同步經歷一場大變革。本書第九章會專門討論相關的變革。

我常被問到，經濟學怎麼會出這麼離譜的錯？其實，經濟學家當中一直有幾個「烏鴉嘴」事先早看到問題。過去九次經濟衰退中就有五次都被他們料中。還有一小群經濟學家，他們之前不但悲觀看待經濟發展，對世界經濟為何會碰到這麼多無可避免的問題也有一套共同的看法。我們在經濟年會（例如每年冬天在瑞士達沃斯〔Davos〕舉辦的「世界經濟論壇」〔World Economic Forum〕）碰面時，都會分享對全球經濟的診斷，並且努力解釋為什麼我們覺得一定會發生的事，一直都沒有發生。

我們這些經濟學家擅長找出潛藏的趨勢，但對精準預測事情發生的時點這件事上卻並不怎麼在行。2007年的世界經濟論壇中，我的處境十分尷尬。在前一年的年會中我曾預測，重大的問題已迫在眼前。然而，全球經濟卻依然以空前的7%年成長率快速衝刺，甚至還為非洲及拉丁美洲帶來了一線曙光。我當時對全場聽眾解釋，這種情況只有兩種可能——要不是我的基本理論有問題，就是當危機真的來臨時，它的衝擊將比原來預期的更大、時間也更長。我當然相信第二種可能性才是對的。

◆ ◆ ◆

全球目前所碰到的這場危機清楚暴露了資本主義制度最根本的缺陷（就二十世紀後期在美國出現美式資本主義〔American-style capitalism〕來說是如此）。它不是少數幾個人出了一些特別的問題，也不是修改幾個小缺點或微調某些政策就可以解決的。

由於美國人篤信自己的經濟制度，因此一直看不到這些根本的缺陷。「我們的團隊」表現得顯然比「邪惡敵人」（蘇聯為首的共產國家）好得太多。我們的優秀制度讓我們能夠一路踐踏敵人的弱點並乘勝追擊。我們為自己的團隊在各種競爭中表現優異而大聲喝采：美國比歐洲強、也比日本強。美國國防部長倫斯斐（Donald Rumsfeld）因歐盟反對美國發動伊拉克戰爭，而以「舊歐洲」來貶抑歐盟時，他腦海中的圖像是僵化的歐洲社會主義制度與充滿活力的美國對抗。1980年代的日本曾讓我們產生自我懷疑。我們的制度真的優於「日本有限公司」（Japan, Inc.）？這種焦慮感正是1997年的亞洲金融風暴讓許多美國人暗自竊喜的原因。畢竟，亞洲國家多多少少都效法了日本的經濟制度及發展模式。[11]

數字也強化了自我催眠。我們的經濟成長比所有國家都快——當然，除了中國以外。但我們也看出中國金融體制問題多多，因此，中國經濟崩盤只是遲早的問題。[12]起碼我們當時是這麼想的。

我們因誤讀數字而做出錯誤的判斷（尤其是那些出自華爾街的烏龍判斷）也不是第一次了。1990年代，阿根廷被標舉為拉丁美洲的經濟奇蹟，也被視為市場經濟基本教義派在南半球的重大勝利。有好幾年阿根廷的成長數字看來令人激賞。但就和美國一樣，阿根廷的經濟

11 馬來西亞政府與企業界之間的緊密合作關係，許多人稱之為「馬來西亞有限公司」（Malaysia, Inc.）。危機之後，這種政府與私部門之間的合作關係開始被冠上「裙帶資本主義」的稱號（crony capitalism）。

12 參見Nicholas Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution*（Washington, DC: Brookings Institution Press, 1998）。諷刺的是，後來真正崩潰的是美國的銀行而非中國的銀行。

成長是建立在舉債支持自己的高消費率，這不可能長久。終於，2001年12月，阿根廷的債務完全失控，經濟也一夕崩解[13]。

即使現在，許多人仍執意否認美國的市場經濟正面臨嚴重問題。他們認為，一旦熬過了這段陣痛期，美國經濟必將重見強勁的成長。但深入探究美國經濟的本質，我們發現了許多深層的問題：在美國，即使是中產階級也已經歷了整整十年的薪資停滯，社會不平等現象愈來愈明顯，數字顯示，一個出身貧窮的美國人要在社會上出人頭地，成功機率竟然比在「舊歐洲」還要來得低[14]，而美國教育所展現的成果，也頂多只能說是表現平平[15]。整體來看，除了金融業以外，許多美國產業都身陷危機，包括醫療健保、能源，以及製造業。

但問題並不只限於美國境內。一直存在的全球貿易失衡現象不會自動消失。在全球化的經濟中，我們不可能關起門來解決美國的問題，除非全球經濟健全成長，美國要重見強勁復甦（而非落入和日本

13 阿根廷的國民產值在2002年繼續下降10.9%，加上自從前一次顛峰時期（1998年）以來所累積的8.4%降幅，阿根廷的國民產值總計減少了18.4%，而平均國民所得則減少了超過23個百分點。隨著消費、投資和國民產值的大幅緊縮，這次危機也使得阿根廷的失業率驟升至26%。參見 Hector E. Maletta, "A Catastrophe Foretold: Economic Reform, Crisis, Recovery and Employment in Argentina," September 2007, http://ssrn.com/abstract=903124.

14 一項針對八個北美及歐洲國家的經濟（英國、美國、西德、加拿大、挪威、丹麥、瑞典及芬蘭）進行的研究中，美國的「世代所得流動」（intergenerational income mobility，即世代間的所得變化）最低。美國的「世代淨相關」（intergenerational partial correlation，即世代所得靜止程度的一項指標）竟達北歐各國的兩倍。只有英國的靜止程度與美國較為接近。這項研究認為，「雖然大家仍普遍稱美國為『機會無窮的國度』，但此說法已明顯不合時宜。」參見 Jo Blanden, Paul Gregg, and Stephen Machin, "Intergenerational Mobility in Europe and North America," London School of Economics Centre for Economic Performance, April 2005, http://www.suttontrust.com/reports/IntergenerationalMobility.pdf.

一樣的長期衰退）幾乎不可能。只要一部分的國家繼續維持生產大於消費的情況，而另一部分國家（那些應為老齡化社會的到來而加強儲蓄的國家）卻持續過著消費大於生產的生活，要擁有一個強勁的全球經濟無異緣木求魚。

◆ ◆ ◆

我著手撰寫本書時，美國社會正浮現一股希望：新任總統歐巴馬或能扭轉布希政府的錯誤政策，眼前的經濟復甦可以立刻推動，我們將開始面對長期的問題與挑戰。美國的財政赤字短期內會稍微提升，但這些錢會被花在對的地方：協助美國的家庭保住自己的房子、投資於提升美國長期生產力及環境保護領域；還有，為了順利回收政府為拯救銀行所投入的紓困資金，新政府會要求金融界改善營運，補償社會承擔的風險。

寫這本書其實極為痛心，因為我的期待只有部分實現。當然，我們及時停止經濟的崩跌絕對值得慶幸，因為2008年秋天，許多人真

15 「國際學生評量計畫」（The Program for International Student Assessment，簡稱PISA）是「經濟合作暨發展組織」（Organization for Economic Co-operation and Develo pment，簡稱OECD）針對各國15歲青少年的閱讀、數學及科學素養及能力（reading literacy, mathematics literacy, and science literacy）每三年進行一次的評鑑計畫。平均而言，美國學生的總體科學素養及數學能力得分都較30個OECD國家的平均分數來得低（科學素養為489分比500分；數學能力為474分比498分）。在科學方面，美國學生在30個國家中排名17；數學方面落在23個國家之後。參見S. Baldi, Y. Jin, M. Skemer, P. J. Green, and D. Herget, Highlights from PISA 2006: Performance of U.S. 15-Year-Old Students in Science and Mathematics Literacy in an International Context（NCES 2008-016）（U.S. Department of Education, Washington, DC: National Center for Education Statistics, December 2007）.

的覺得美國已經到了災難的邊緣。然而，新政府某些撒錢式的銀行紓困行動，和布希時代同樣糟糕，對房屋所有人的協助也遠不如我原先的期望。危機後出現的金融制度，競爭力也不如預期，而「大到不能倒」的銀行則是另一個更嚴重的問題。原本可以用來重整經濟、催生出強健企業的資金，白白送去挽救那些老朽失靈的公司。歐巴馬確實有一些經濟政策朝向正確道路，但我們不能只對布希的錯誤提出嚴厲批評，而繼任者延續錯誤政策時我們卻噤聲不語。

寫這本書之所以困難，還有另一個原因。我對銀行、銀行家，以及其他金融市場裡的人多所批評（許多人甚至稱之為誹謗）。但我有許多好朋友在金融界服務。他們都非常聰明努力，也極有心回饋這個造就他們的社會。他們不但為許多事情慷慨解囊，也全心為自己相信的目標打拚。他們絕不會在我所描繪的荒謬景象中看到自己的身影。確實，許多身處這個行業中的人也覺得自己和其他人一樣，都這次危機的受害者；許多人一生的心血也都在這次災難中付諸東流。這個行業中當然也有許多殫精竭慮、努力為我們預估經濟走勢的經濟學家、一心希望提升美國企業效能的併購專家，還有竭力運用最新技術，希望精準預估獲利率、確保投資人獲得最高報酬的分析師，這些人並沒有參與那些讓金融業惡名昭彰的不當運作。

在我們這個極度複雜的現代社會裡，「出狀況」似乎真的難以避免。有很多問題並非單一的個人所造成的。然而，這次危機確實是金融界許多人的行為、決策及論調所帶來的結果。這個一敗塗地的制度並非憑空出現，是被創造出來的。沒錯，這個制度會以今天的面貌出現，是許多人非常努力（同時也不惜砸錢）所形塑而成的。那些在

創造及管理這個制度上參了一腳的人（包括那些因此而獲益豐厚的人），都必須為這次的危機負起責任。

◆ ◆ ◆

如果我們能夠真正瞭解造成2008年這場危機的原因，以及為什麼初期的政策反應會失敗得如此之徹底，我們就可能讓未來發生危機的可能性降低、縮短危機的時間、大幅減少無辜受害的人數。我們甚至可能會為一個建立在堅實基礎上的強勁成長（而非近年來那種建立在高負債的基礎上、海市蜃樓式的成長）鋪路，並確保大多數的國民都能共享經濟成長所結出的果實。

人的記憶十分短暫。三十年後新一代出現，他們深信自己不會重蹈前人的覆轍。但人類的機巧只會推陳出新，不論我們設計出多麼縝密的制度，一定有人想出破解方法來規避那些用來保護我們的規範與準則。世界也會改變，我們今天設計出來的規範必將無法完全捍衛二十一世紀中期以後的經濟。經濟大蕭條之後，美國確實創造出一套管理架構，成功守護全球經濟長達半世紀，並為人類帶來了繁榮與安定。我寫作本書的目的，就是非常卑微的希望，我們能夠重新複製一次這樣的成功經驗。

第1章
製造危機的背後

2008年的經濟危機唯一令人意外的是，它居然讓那麼多人猝不及防；對某些觀察家而言，它不過是教科書裡的標準案例，不但完全可以預期，而且早有人提出警告。一個游資氾濫、利率偏低的自由市場、一個全球性的房地產泡沫，再加上急速暴增的次級房貸，根本就是致命的組合。若再加上美國的財政及貿易雙赤字，還有中國快速累積的外匯存底（極度不平衡的全球經濟），當然大勢不妙。

這次危機和過去四分之一個世紀以來所曾出現過的許多危機真正的不同點是，它的上面貼了個大大的標籤：「美國製造」。另一個差別是，從前的危機都能夠迅速獲得有效控制，但這個「美國製造」的危機卻迅速蔓延全球。我們都認為美國是全球經濟成長的引擎、專門外銷「穩健的經濟政策」，而非「經濟衰退」。上一次美國出口的重要危機，就是1930年代的「經濟大蕭條」。[1]

這次危機的基本架構大家都很熟悉，媒體也詳細報導。美國房地產泡沫破滅，房價一路跌破水準以下，許多屋主發現自己竟不幸「沒

頂」，欠下的房貸總額已高過實際房價。當他們因付不起房貸而失去住屋時，許多人的一生積蓄和對未來的夢想也一併破滅——包括孩子接受大學教育的機會，以及自己的退休生活。美國人基本上是活在幻夢之中。

全世界最富有的國家竟然一直活在寅吃卯糧、入不敷出的狀態，而美國及全球的經濟竟然也都靠此支撐著。世界經濟必須以不斷增加消費來支撐成長，但在美國許多人的收入早已呈現長期停滯[2]，因此這種消費狀態根本不可能持續。但美國人卻想出了相當天才的解決方式：舉債消費——好像自己的收入真的還在成長一般。他們努力借錢，毫不手軟。美國人的平均儲蓄率降到了零，如果扣掉有錢人的大宗存款，窮人的儲蓄率根本是負數。換句話說，窮人根本已負債累累，但他們依舊習於大量消費，不去面對收入停滯、甚至縮水的現實，而放款的金融機構也樂得享受手續費大幅成長帶來的高營收。

低利率及鬆散的管理不斷吹起房市泡沫。當房價高漲時，房屋擁有者抵押房屋來取得資金。這些房屋抵押貸款（有一年甚至高達9750

1 請參見Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960*（Princeton: Princeton University Press, 1971），以及Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*（Oxford: Oxford University Press, 1995）.

2 2007年至2008年，美國家庭實質平均所得（也就是扣除通貨膨脹後之實質所得）下降了幾乎4%。在上一次經濟擴張的末期（2007年），美國的家庭平均所得卻比再上一次景氣擴張末期（2000年）還要低0.6%。請參見U.S. Census Bureau, "Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2008," *Current Population Reports*, September 2009, available at http://www.census.gov/prod/2009pubs/ p60-236.pdf.

億美元，超過全美GDP的7%[3]）足以讓貸款人再支付一輛新車的頭期款，同時還可以剩下一些錢做為退休之用。但所有借貸都是建立在一個非常危險的假設——房地產價格會續漲（或至少不致下跌）。

但美國經濟開始極度失衡：有三分之二到四分之三的經濟產值（也就是GDP）都與房地產有關——新建案、裝潢與家居用品，或是抵押房屋以滿足消費所需。這種情況是不可能持久的，也真的沒能持久。房市泡沫破滅最先衝擊不良房貸（次級房貸及低收入戶的房貸），但問題很快就蔓延到整個住屋市場。

當房市泡沫終於破滅，影響遠超預期。銀行利用這些房貸創造了許多複雜的金融商品，更糟的是，這些銀行又與其他金融機構及全球各地的銀行進行了上千億美元的對賭性交易。這種複雜性，加上問題惡化的速度以及銀行的高槓桿操作方式（和所有家庭一樣，這些銀行也以大量舉債的方式來進行投資），最後這些銀行也不清楚積欠存款戶及銀行股東的資金是否超過自己的總資產，更不可能掌握其他銀行真正的資產負債狀況。金融體制最重要的基礎是信任與信心，在此完全瓦解。銀行開始拒絕借款給其他銀行，或是要求更高的利率來承擔不斷升高的風險。全球信貸市場（credit markets）開始崩解。

3 請參見James Kennedy, "Estimates of Mortgage Originations Calculated from Data on Loans Outstanding and Repayments" (not seasonally adjusted), November 2008, available at http://www.wealthscribe.com/wp-content/uploads/ 2008/11/equityextraction-data-2008-q2.pdf. 最新的預估請參見 Alan Greenspan and James Kennedy, "Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences," Finance and Economics Discussion Series, Division of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Working Paper 2005-41, September 2005.

這時候，美國及全世界面對的是金融與經濟的雙重危機。經濟危機有幾個構成要素：當時已開始出現一個住宅房市危機，緊接而來的則是商用不動產出問題。消費需求驟減，因為許多家庭眼見自己的房屋價格崩跌，他們的借貸能力（以及意願）也一併消失。當時還出現了一個庫存循環（inventory cycle），也就是說，當信貸市場急凍、消費需求下降時，企業界也因此火速降低庫存，美國的製造業於焉崩潰。

還有一些更深層的問題：有什麼可以取代房市泡沫化之前，一路支撐全球經濟的美國消費狂潮？美國及歐洲將如何進行產業重整？（例如，景氣繁榮時極難推動的產業轉型——從製造業轉為服務業導向的經濟。）經濟轉型無可避免，因為全球化及科技快速進步讓它勢在必行，但這必然不是件容易的事。

前情提要

雖然未來的挑戰已非常明顯，但根本的問題是：這整件事是怎麼發生的？這不是市場經濟「應該」有的結果呀。事情顯然出了差錯，而且是很大的差錯。

我們很難在綿密的歷史脈絡中找到一個自然的切入點。為了精簡起見，就從2000年春天的網路泡沫說起。那是時任聯準會主席的葛林斯班一路默許而壯大，也支撐了1990年代末期的強勁經濟成長。[4]然而，2000年3月到2002年10月之間，高科技產業的股價暴跌了78%。[5]當時大家都希望這些損失不至於影響其他經濟層面，但事與願違。當年大部分企業投資都集中在高科技領域，網路泡沫之後，這些投資一

時全部中止。2001年3月，美國進入經濟衰退。

小布希總統以網路泡沫化之後的短暫經濟衰退為由，推動為富人減稅的計畫，並宣稱是解決所有經濟問題的萬靈丹。然而，減稅並不是設計來刺激景氣的，而且它也只能達到某種程度的效果。因而，恢復景氣、降低失業率的責任全都落到了財政政策。葛林斯班決定降低利率，此舉使得市場游資氾濫。由於資金如此充沛，低利率自然沒有帶來更多的設備投資及建廠投資，其功效僅止於以房市泡沫取代了網路泡沫、造成了一波消費及房地產榮景。

2003年美國進攻伊拉克，隨之而來的油價飆漲讓美國貨幣政策壓力愈來愈重。美國必須花上千億美元來進口石油，這些錢原本可用來支持美國的經濟發展。國際油價從2003年3月（伊拉克戰爭開打時）的每桶32美元，一路飆升到2008年7月的137美元一桶。也就是說，美國人每天要花14億美元來進口石油（相較於戰爭開打前的每天2.92億美元），而非把錢花在自家裡。[6]葛林斯班覺得低利率政策可以持續，因為當時並沒有通膨壓力。[7]事實上，要不是低利率支撐出房市泡沫，加上房市泡沫支撐出消費熱潮，當時的美國經濟應該是十分疲弱的。

4 網路泡沫較完整的討論請參見《狂飆的十年：一個繁華盛世的興衰啟示錄》，（J. E. Stiglitz, *Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade*, New York: W. W. Norton, 2003）.

5 2000年3月9日，那斯達克綜合指數（NASDAQ Composite Index，常被用來衡量高科技產業的表現）以5,046.86的歷史高點作收。到了2002年10月9日，那斯達克指數則來到了1,114.11的歷史新低。請參見Google Finance, NASDAQ Composite Historical Prices, available at http://www.google.com/finance/historical?q=INDEXNASDAQ:COMPX.

在這段低利資金當道的輝煌歲月中，華爾街並沒有創造出任何優質的房貸產品。一個優質的房貸產品應該具備交易成本低廉、低利率，並有助民眾管理自有房屋相關風險等特質，當房價下跌或屋主失業時還能提供保障。申貸人也希望他們的月繳貸款金額可以預期，不會無預警驟增，也沒有隱藏成本或費用。美國的金融市場並未努力去創造一些更優質的房貸產品，華爾街金融機構反而一心提高收益，因此推出了一堆交易成本極高、以變動利率計息，使房貸可能隨時飆高的產品，這些產品完全無法對抗房價下跌或屋主失業等風險。

如果這些房貸的設計者不是一心想要提高自己的收入，那他們就可能創造出真正能夠提升房屋持有率的產品，也就是說，他們真的可能「因行善而得福」。然而，他們卻設計了各種複雜的房貸產品，在短期內獲利豐厚，但卻只能微幅增加「暫時性的」房屋持有率，而且還讓社會付出慘痛的代價。

房貸市場的失敗其實只是整體金融系統（尤其是銀行業）慘敗的病徵。銀行系統有兩大核心功能，第一是提供一套有效的付款機制，由銀行來協助交易進行，讓存款戶的資金轉入那些為存款大眾提供商品或服務的企業。銀行的第二項核心功能則是評估並管理風險、

6 請參見U.S. Energy Information Administration, "Petroleum Navigator" database, U.S. Imports of Crude Oil （Thousand Barrels per Day） [August 28, 2009] and Weekly All Countries Spot Price FOB Weighted by Estimated Export Volume （Dollars per Barrel） [September 2, 2009], available at http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_pri_top.asp.

7 葛林斯班常被譽為美國低通膨年代的最大功臣，但同一期間全球各國的通膨率也都偏低，因此，當時的低通膨並非美國特有的現象。事實上，中國不斷為全球提供低價、甚至價格持續下降的產品，才是全球低通膨的關鍵之一。

提供貸款。這與前一項功能密切相關，如果一家銀行的風險評估能力很差，或是把太多資金押在高風險、呆帳率高的企業上，它就無法如約將資金償還給存款戶。如果一家銀行表現良好，不但能夠為創業家提供資金、幫助既有企業擴充版圖、促進國家經濟成長、創造就業機會，同時還能為自己賺取相當的報酬——連本帶利將資金還給存款大眾，並為銀行股東提供合理的投資效益。

然而，許多大銀行看到高手續費輕鬆進帳，於是偏離了自己的核心功能。美國及許多其他國家的銀行體系並未將主要心力放在中小企業放款（許多經濟體中主要就業機會的來源），反而專注於推動證券化商品（securitization），尤其是在房貸市場。

房貸證券化讓金融業走上了飲鴆止渴之路。中世紀時，許多煉金術士一心想要將普通金屬（base metals）煉成黃金。現代煉金術則是設法將高風險的次級房貸轉化為連退休基金都可以持有的A級金融商品。信用評等機構竟也為虎作倀，大膽為銀行界的惡劣行徑背書。最後，銀行業根本是直接從事賭博行為——他們不只為自己創造出來的高風險資產擔任仲介，同時還直接持有這些高風險資產。他們（以及他們的監理機關）或許以為自己可以躲避別人創造出來的超高風險，但是，算總帳的日子到了，市場崩盤了，他們這下驚覺，原來自己也未能倖免於難。[8]

8 造成這個問題的部分原因是，這些銀行和貿易商一樣，也都有自己的「庫存商品」。而另一部分原因則是，在複雜的包裝過程中，他們可能聰明反被聰明誤，自己持有部分的相關證券並吸收部分風險。有些根本沒有放進資產負債表，這樣他們就可以記錄重新包裝所衍生的費用並略過那些未售產品所隱含的相關風險。後面章節會討論銀行從事此種行為的誘因。

責任歸屬分析

當這次危機的嚴重性愈趨升高時（到2009年4月，它已是1930年代「經濟大蕭條」以來為時最久的經濟衰退），大家很自然想要揪出罪魁禍首，而該追究的責任還真不少。如果我們要降低危機復發的可能性或改正目前失靈的金融市場，我們必須先確認是哪些人（或至少是哪些事情）應該受到聲討，但也不能隨便接受一些過於簡單的解釋：太多人劈頭就從銀行業者的過度貪婪開刀。這或許是事實，但並不能構成改革的基礎。銀行界人士之所以會出現如此貪婪的行徑，是因為有各種誘因和機會讓他們可以遂行貪婪之事，這才是我們必須大力改革的地方。更何況，資本主義的基本思維就是追逐利益——難道我們要怪銀行界做了市場經濟中每個人原本就會做的事情嗎？

在冗長的罪犯名單中，我們很容易就會從最下游（也就是房貸公司）著手。房貸公司將千奇百怪的房貸方案推銷給數以百萬計的購屋者，許多人根本搞不清楚自己落入了什麼樣的陷阱。但要不是銀行界及信評機構的助紂為虐，房貸公司也不可能如此胡作非為。銀行界買進了這些房貸並重新包裝，然後再轉賣給一些不夠謹慎的投資者。美國的銀行界及其他金融機構一向喜歡吹噓自己所發明的那些機巧的「新投資工具」。他們所創造的新金融商品，雖然表面宣稱是用來進行風險管理的工具，實際上卻極端危險，甚至可能讓美國整個金融體系毀於一旦。還有那些信用評等機構，它們原本的功能應該是防止這些致命金融工具在市場蔓延，反而為這些金融工具提供了正字標記，因而也鼓勵了許多投資者（包括為廣大勞工預存養老金的退休基金）

大膽進場。

簡言之，美國的金融市場根本沒有盡到最基本的社會功能——風險管理、資本配置、以低廉的費用來協助社會與民眾活用儲蓄，反而創造了風險、錯置社會資本、鼓勵不當負債，同時還收取極高的費用、占民眾便宜。2007年最高峰時，高度膨脹的金融市場竟然吸走了產業界高達41%的利潤。[9]

金融體系之所以會在風險管理上表現如此之差，原因之一就是市場錯估了風險及其代價。「市場」完全錯估了次貸的違約風險。更大的錯誤則是：他們誤信了那些信評機構及投資銀行，因為當投資銀行重新包裝次貸產品時，信評機構也同時給了這些「新金融商品」3A級的評等。銀行界（以及銀行的投資人）也完全錯估了高槓桿可能帶來的風險。通常應該以較高報酬率來吸引投資人的風險性資產，竟然只提供了非常低的風險貼水（risk premium）。其實一些看來被錯估的風險其實暗藏著如意算盤——他們相信如果出問題，聯準會及財政部一定會出手紓困。這算盤顯然沒打錯。[10]

先前由葛林斯班主掌、後由柏南奇接任的聯準會以及其他的監理機構都選擇袖手、放任事情一路發展。他們不僅宣稱，在泡沫真正破滅之前，他們根本無從判斷是否真有泡沫發生，還辯稱即便真能看出泡沫，他們也無法做什麼來挽回頹勢。但這兩個說法都大有問題。例如，他們可以提高購屋者的頭款，或要求更高的保證金來進行股票交

9 請參見Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table, "Table 6.16D. Corporate Profits by Industry," available at http://www.bea.gov/National/nipaweb/SelectTable.asp.

易。這兩個方法都可以讓過熱的市場降溫，他們只是選擇不這麼做而已。或許更糟的是，葛林斯班任由銀行從事高風險的貸款業務，同時還鼓勵民眾申貸還款金額很可能突然暴增（事後證明果真如此）的浮動利率房貸（variable-rate mortgages），因而使得情況惡化，即使中產家庭都陷入還不了款的命運。[11]

那些支持自由化（而且即使後果如此慘烈，仍堅持自由化有理）的人聲稱，金融管制的代價遠大於可能帶來的益處。然而，這次危機為全球帶來的實際代價已高達數兆美元，很難想像自由化的支持者居然還堅持說法，主張創意的扼殺才是管制的真正代價。不幸的是，在美國的金融市場裡，創新一向是用來規避法規、會計原則以及逃稅的。他們所創造出來的金融商品如此複雜，只會提高風險以及製造資訊不對等。這也難怪他們除了創造出泡沫之外，所謂金融創新對經濟

10 金融市場之所以容許風險貼水降到這麼低，有個標準說法是，由於安全性資產的利率是如此之低，市場亟需尋找利率可以稍微高一些的資產，因而炒高了資產的價格，同時拉低了報酬率。華爾街有些人則提出了一個類似的說法：由於2004年6月起，聯準會調高了利率，因而降低了長期利率與短期利率之間的差異，因此，許多人說，他們只好「被迫」承擔更多的風險來賺取先前所能享有的利潤。但這就好像強盜辯稱，老實賺錢度日的方式不再，我當然只好鋌而走險。不管利率如何變動，投資者應該堅持擁有合理的風險報酬。（從2004年6月到2006年6月，聯準會共十七度調升利率，每次0.25%，使得那段期間內的聯邦基金目標利率一路由1.25%飆升至5.25%。請參見 Federal Reserve, "Intended Federal Funds Rate, Change and Level, 1990 to Present," December16, 2008, available at http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm.
而那段期間內，美國十年期的國庫券（即美國政府公債）利率也由2004年6月的4.7%，大幅滑落至2005年6月的3.9%，之後才又提升到2006年6月的5.1%。請參見10-year Treasury Note, TNX, on finance.yahoo.com.

11 請參見Alan Greenspan, "Understanding Household Debt Obligations," available at http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040223/default.htm.

成長無任何實質的貢獻。在此同時，金融市場並未創造出任何方法，來幫助一般民眾完成「購屋風險管理」這項項單純的任務，而那些真正有助於民眾及國家管理許多重要風險的金融創新卻反遭抗拒。事實上，好的法規及控管原本或可將創新的能量導引到提升經濟效率及民眾福祉的方向。

毫不意外地，金融界當然試著想把責任往別人身上推。但當他們厚顏宣稱這次的危機只是一次「意外事件」（千年僅見的風暴）時，根本沒人聽得下去。

金融界的人常會歸咎聯準會一直允許利率長期走低，但這個說法實在奇特——還有那個產業會宣稱自己的利潤之所以會那麼低、表現會那麼差，其實是因為它們的投入成本（input，例如：鋼鐵、薪資）太低的緣故？銀行業主要的「投入」就是資金成本，銀行界似乎在抱怨聯準會讓他們的資金成本變得太低了！如果這些便宜的資金得到完善運用，像是投資新科技研發或企業拓展，我們現在所擁有的，應該會是個更具競爭力、生機蓬勃的經濟。

法規儘管鬆散，但若沒有便宜資金，可能還不至於引發泡沫。但重要的是，便宜的資金加上運作得當、管理得宜的銀行體系，應該可以將經濟導向繁榮——正如在其他時空、地點所曾發生的經濟榮景一般。（相同的道理，若是那些信評機構表現稱職，賣到退休基金及其他投資機構的房貸產品就會減少許多，因而大大降低泡沫的規模。即使信評機構一如此次表現極差，但若投資者能夠做好自己的風險評估，這個泡沫同樣不會膨脹至此。）簡單來說，就是因為出現了一連串的失誤，這次危機的規模才會大到如此不可收拾的地步。

和金融界一樣，葛林斯班和其他人也想將責任推給亞洲各國的低利政策以及這些國家的龐大儲蓄造成熱錢亂竄。[12]但同樣的，能夠以低廉的成本取得外國資金原本應該是好事一樁，甚至是一種祝福，但聯準會卻有個偉大的說法：這種情況使他們根本無法控制美國的利率。聯準會當然有這個能力，聯準會根本是「選擇」採取低利率政策，部分原因我先前已解釋過。[13]

許多銀行界人士甚至想將責任賴給政府，這簡直令人不齒。政府幾乎是硬生生地把他們從墳墓裡面拉了出來，卻給狠狠反咬了一口。他們怪政府沒有及時阻止他們的行為，但這說法其實非常虛偽，因為金融界過去一直是「花錢」來讓警察對他們的行為視而不見。他們成功阻止了政府規範衍生性金融商品、限制掠奪式貸款的企圖。他們對抗美國政府的戰役全面獲勝。而每次勝利都讓他們得以攫取更多金錢、在政治決策過程中繼續上下其手。他們甚至提出了另一套說詞：自由化讓他們賺更多的錢，而金錢正是成功的標記。

保守派的人不喜歡把責任歸給市場的說法，在他們心中，如果經濟出了問題，問題一定出在政府。銀行業的人就說，政府希望提升美國人的住宅自有率，而他們只是配合政府的政策而已。房利美（Fannie Mae）與房地美（Freddie Mac）是美國兩大由政府機構轉

12 請參見Alan Greenspan, "The Fed Didn't Cause the Housing Bubble," *Wall Street Journal*, March 11, 2009, p. A15.

13 聯準會一般都將注意力集中在短期政府利率上，然後讓市場來決定長期利率。但這其實是自我設限：這次危機中，我們清楚看到聯準會有能力、也有意願來決定其他利率。

為民營企業的房貸公司，它們一直是金融界的主要攻擊對象。另一個不斷遭到詆毀的對象，則是名為「社區再投資法」（Community Reinvestment Act，CRA）的政府計畫，因為它鼓勵銀行提供貸款給弱勢族群。保守派堅稱，若不是這些借錢給窮人的政策，一切問題都不會發生。當然，這一連串的辯解，大多是無稽之談。AIG（American International Group，「美國國際集團」，全球最大保險王國）將近2000億美元的紓困行動（不管用哪種標準來衡量，這都是一筆鉅資）就是衍生性金融商品中的「信用違約交換」（Credit Default Swaps，CDS）所捅出來的簍子，而它基本上是銀行間的對賭。銀行界並不需要平價住宅政策來鼓勵它們投身高風險行為；他們在商用不動產上的過度投資也和政府的平價住宅政策扯不上任何關係；他們在全球各地投資不力、呆帳累累而一再需要政府出手相救也和政府政策無關。更何況，與「社區再投資計畫」相關的呆帳率根本就比其他的貸款呆帳率低。這個結果也顯示，對弱勢族群的貸款如果好好做的話，並不會為銀行帶來較高的風險。[14]最明顯的是，房利美與房地美的責任是貸放所謂的「標準房貸（Conforming Loans），也就是對中產階級的貸

14 社區再投資法（Community Reinvestment Act, CRA）貸款的表現與其他次貸的表現相當。事實上，「美國鄰里計畫」（Neighborworks America，美國最大非營利組織）就是最典型的CRA計畫，而其項下所產生的房貸，違約率就低於次級房貸。請參見Glenn Canner and Neil Bhutta, "Staff Analysis of the Relationship between the CRA and the Subprime Crisis," memorandum, Board of Governors of the Federal Reserve System, Division of Research and Statistics, November 21, 2008 available at http://www.federalreserve.gov/newsevents /speech/20081203_analysis. pdf,以及 Randall S. Kroszner, "The Community Reinvestment Act and the Recent Mortgage Crisis," speech at Confronting Concentrated Poverty Policy Forum, December 3, 2008, available at http:// www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20081203a.htm.

款。銀行界是自願跳進次貸的爛泥裡，房利美與房地美當時並未參與次貸業務。小布希總統或許在一些演講中提到了「擁有者社會」這個想法（Ownership Society，譯注：小布希的競選訴求，他宣示理想中的美國應是一個人人擁有自己的房屋、醫療保險與退休基金帳戶的社會。他提倡減稅，建立一個民眾自負盈虧的社會），但銀行業不會因為總統的一場演講就立刻奔走效命。政策執行必然伴隨著紅蘿蔔與棍子（獎勵與懲罰），但在這件事上卻付之闕如。更重要的是，支持提高房屋自有率的人是主張「永久性」的住宅所有權，或至少是長期的所有權。讓人購買房屋，然後幾個月內就害他一生儲蓄泡湯、被踢出家門，根本毫無意義。但這就是我們銀行幹的好事。金融界發明有毒房貸產品（toxic mortgages，第四章會深入討論）之後，經過民營化且不受太多管制的房利美及房地美，決定加入這場遊戲，主管心想，為什麼我們不能和同業一樣坐享紅利？諷刺的是，這麼一來，他們卻反而救了許多金融業者，免於承擔自己所種下的惡果，因為很多證券化的房貸最後都進了二房的帳簿。若非如此，民營金融業者碰到的問題恐怕會比現在嚴重得多。然而，就因為收購了那麼多的擔保抵押證券，二房也成了助長房市泡沫的幫凶。[15]

15 2006與2007年間所創造出來的證券化房貸中，房地美買進的金額高達1580億美元（佔總額13%），而房利美則買下了18%。二房最大的證券化房貸最大的來源包括加州卡拉巴薩市的全國金融公司（Countrywide Financial Corp., Calabasas, California）加州爾灣的新世紀金融（New Century Financial Corp., Irvine, California），以及曾是全美最大次貸公司的Ameriquest Mortagage Co.）。這些房貸公司後來不是宣告破產就是被迫出售。根據全國金融指出，房地美與房利美正是他們最大的客戶。參見Jody Shenn, "Fannie, Freddie Subprime Spree May Add to Bailout," *Bloomberg.com*, September 22, 2009.

正如我在序幕所說，要搞清楚到底發生了什麼事，就像倒剝洋蔥：我們每提出一個說明，就會引發更多新的問題。在剝洋蔥的過程中，我們必須問：為什麼金融界會敗得這麼慘？他們不僅完全無法發揮最重要的社會功能，更對不起股東及債券持有人。[16]這次危機中，似乎只有金融機構的主管能夠口袋飽滿從容脫身——雖然沒有危機發生前那麼飽滿，但總比許多人好太多了（例如那些買了花旗銀行股票的可憐小股東，他們的投資一夕間全成了泡影）。金融機構抱怨主管機關沒有「阻止」他們失當的行為。但企業不是原本就應該循規蹈矩、正派經營嗎？在後面幾章中，我會提供一個簡單的理由：問題出在錯誤的誘因。但我們又得回推：這些大有問題的誘因如何出現的呢？而市場又為什麼未能「糾正」這些制訂錯誤誘因的金融機構呢？這些問題的答案非常複雜，其中包括公司治理出問題、商業競爭法規執行不力、資訊不完全（imperfect information），以及投資者自己對風險的瞭解不足等等。

金融界當然應該為這次危機負起最大的責任，但金融監理機關也沒做好自己的工作，也就是確保銀行不會跨越禁區。一些受到管制較少的金融領域（如避險基金），看到最嚴重的問題都發生在受管制最嚴格的銀行業，認定問題就出在管制。他們指稱：「如果他們也和我們一樣，不必受那麼多管制，這些問題就不至於發生。」但這種說

16 美國金融界之所以未能發揮最重要的社會功能，原因之一就是他們根本不知道自己應該發揮什麼社會功能。然而，在一個運作良好的市場經濟中，即使市場參與者對自己應盡的社會功能為何毫無概念，市場也應該能夠提供相當的誘因，導引每個人做出對社會具正面效益的事情。

法完全沒有掌握重點：銀行業之所以會受到較嚴格的管制，是因為它們一旦出了問題，將危及整體經濟。而避險基金（至少是小型的避險基金）之所以不必受到太多管制，是因為危害不致太大。管制並沒有導致銀行出問題，未能防止銀行一再為社會帶來災難的原因，其實是法規有漏洞以及主管機關執行不力。在美國歷史上，銀行業唯一沒有對社會造成重大危害的一段時期，就是二次大戰後的那四分之一個世紀，當時監理工作執行得十分徹底。所以，防範銀行出問題是可以做到的。

當然，我們必須把過去這四分之一個世紀金融管理失敗的原因解釋清楚。以下我將把這些失敗的紀錄與某些利益團體的政治操作（尤其是在自由化過程中獲利甚豐的金融業——他們在經濟上的投資或許表現甚差，但他們的政治投資卻十分精準）以及某些特殊意識型態（如管制根本沒有必要）之間的關連性呈現出來。

市場失靈紀實

經濟崩盤後的今天，幾乎每個人都同意管制是必要的（至少需要比危機發生前多一點管制）。缺乏必要的管制讓我們付出了巨大的代價。若是先前就有合宜的管理機制，危機發生的頻率就會少得多、代價也會小得多，而我們花在設置監理機關及執行金融管理上的費用與危機所帶來的巨大代價比較起來，簡直微不足道。獨立運作的市場顯然頻頻失靈，背後原因很多，但有兩項與金融產業密切相關，「中介機構」（agency）就是其中之一。今天，許多人的工作是為人處理金錢、進行投資決策（也就是擔任別人的「經紀人」）。而另一方面，

「外部因素」（externalities）的重要性也大幅提升。

中介機構是個現代的問題。現今的企業大多擁有無數小股東，與過去的家族企業大不相同。現代企業的所有權與經營權多半分開，而擁有股權比例極低的管理階層在經營企業時，極有可能是以自身利益為出發點。[17]投資者這端同樣有「中介機構」的問題，其中包括許多退休基金及其他類似的機構。也就是說，那些做投資決策（以及評估企業表現）的人，並不是為自己做這些事，而是為了那些將自己的錢託付給他們管理的人。這一整串的「中介機構」對企業表現的關注，很自然就會轉移到「短期回報」上。

這些中介機構的薪水不是來自長期獲利而是來自股價，管理階層自然會努力推升股價——這意味著得在會計作業動手腳（或「展現創意」）。股市分析師看重金融業每季財報表現，則更加深了他們追求短期效益的傾向，使得銀行業將經營重點放在爭取更多的費用收益，

17 柏爾（Adolf A. Berle）與明斯（Gardiner C. Means）在七十八年前的經典著作《現代企業與私有財產》（*The Modern Corporation and Private Property*, New York: Harcourt, Brace and World, 1932）中即強調所有權與控制權（經營權）必須分開，但從那時起，問題卻每下愈況，因為退休基金吸收了龐大的民間儲蓄，而這些基金管理人根本無意對企業的行為進行任何控制。凱因斯（John Maynard Keynes）一直對投資者的短視行為極度憂心。他認為，投資人就如選美比賽中的評審，他們並不想判斷誰才是最美的佳麗，而是想知道其他人認為誰最漂亮。請參見chapter 12, *General Theory of Employment Interest and Money*, （Cambridge, UK: Macmillan Cambridge University Press, 1936）。此書出版後，問題當然也仍是愈演愈烈。我個人的一些研究有助於使柏爾及明斯的理論基礎更為紮實。請參見J. E. Stiglitz, "Credit Markets and the Control of Capital," *Journal of Money, Banking, and Credit*, vol. 17, no. 2（May 1985）, pp. 133–152, 以及A. Edlin and J. E. Stiglitz, "Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies," *American Economic Review*, vol.85, no. 5（December 1995）, pp. 1301–1312.

而有些銀行就開始想辦法逃避會計及金融法規的限制。結果，讓華爾街對自己的創意最感自豪的是，他們發明了一堆所謂的新金融商品，可以在短期內為公司賺進更多的收入。對他們而言，金融商品可能帶來的高風險是以後才需要擔心的事。然而如何幫助民眾保有房屋、免受利率竄高之害的相關創新，金融機構卻毫無興趣。

簡言之，銀行業根本毫無「品管」可言。理論上來說，市場會提供這種功能，因為設計出這些高風險產品的金融機構應該會折損自己的信譽，股價也會因此而下跌。但在當今這個瞬息萬變的世界裡，市場紀律卻完全解體。這些高風險產品只能在短時間內提供一般水準的報酬，隱含的問題卻要等到多年後才會顯現。許多金融經理人自稱可「打敗大盤」（beat the market，即投資績效優於大盤表現），市場上也不乏對他們信任有加的短視投資人。但這些金融奇才志得意滿玩過了頭，不但欺騙了投資者，更騙過了自己。這就是為什麼市場崩盤時，這些銀行的手上也握有數十億美元有毒金融產品的原因。

證券化（securitization）是這次經濟崩盤前幾年內最熱門的金融產品，而它也是金融創新帶來高風險的典型案例，因為它意味著貸方與借方關係破裂。證券化有個很大的優點，它能夠分散風險，但它也有一個很大的缺點，就是增加許多不完全資訊的問題，這些問題完全蓋過了分散風險所帶來的好處。那些購買了不動產抵押證券的人，事實上是把錢借給了貸款的屋主，但他們對這些屋主卻一無所知。他們相信推銷金融產品的銀行一定會仔細評估，而銀行則相信原始貸款機構必然做了功課。然而，貸款機構獎勵的重點是衝高貸放量，而非貸款品質，因此，他們創造了數量驚人的不良房貸。銀行想將一切歸咎於

原始貸款機構，但他們只要自己稍微檢視一下這些貸款，必然會發現其中隱含的風險。但不幸的是，這些銀行根本不願正視這些隱含的風險；他們只想把這些貸款（以及他們利用這些貸款所創造出來的證券）盡快轉手給其他別人。在華爾街的「科學怪人研究室」裡，銀行創造了許多新的高風險產品（包括擔保債權憑證以及信用違約交換，稍後的章節會討論），但卻沒有附帶任何管理機制。也就是說，銀行轉行做起「運輸業」——從房貸機構搬出貸款、重新包裝，然後再將貨品送進退休基金及其他人的手中。相較於「倉儲業」（也就是傳統的銀行業務——為民眾提供房貸，然後持續服務這些房貸客戶），運輸業可以為他們賺進最多費用。這或許是他們原先的如意算盤，但市場崩盤之後，他們才發現手上竟然也握有高達數十億美元的不良資產。

外部因素

銀行界根本沒有考慮這些金融工具對投資大眾的危險性，或者會製造多大的外部因素。在經濟學上，「外部因素」意指將交易成本或利益強加於未參與交易的人身上。如果你用自己的錢進行交易並輸錢，這並不會影響到他人。然而，金融體系如今與整體經濟的糾結如此之深，一個大型金融機構出問題，可能拖垮整個經濟。金融界這次所出的問題就影響了每一個人：數百萬人痛失自己的房屋、更多人眼見自己的房屋產權一夕消失、許多社區陷入困境、納稅人得花錢償還這些銀行造成的損失，而無數勞工則沒了工作。這場災難的代價不僅橫掃美國，甚至拖累了全世界，數十億從未受惠於銀行魯莽行徑的

人，卻得承擔起惡果。

當金融中介機構及外部因素發生嚴重問題時，市場往往無法發揮正面效應，這與市場效率之說剛好相反，也正是金融市場需要管制的理論基礎之一。金融管制機構應該是防範銀行業過度冒險及肆無忌憚的最後一道防線，但經過銀行業多年遊說，政府不但撤除了既有管制，更未能因應金融環境的改變而設立新法規。那些不瞭解金融市場為何需要管制的人，變身為金融管制的負責人。1999年，原本禁止商業銀行與投資銀行跨業經營的「格拉斯—史蒂格法案」（Glass-Steagall Act）遭到廢除，一堆「大到不能倒」的銀行應運而生，於是超大銀行肆無忌憚的進行更多風險交易。

最後，銀行業自食惡果，他們剝削窮人的金融工具反過來將他們拖下水。泡沫破裂時，大多數的銀行手上都握有足以危及自己生存的高風險資產。顯然，他們未能完全將風險轉到別人手上。這只是這次危機中出現的反諷現象之一。另一個反諷則是，葛林斯班及布希一心將政府在經濟扮演的角色縮到最小，反而讓政府的角色擴張到前所未見的程度，因為美國政府的紓困行動讓它成了全世界最大的汽車公司、保險公司以及銀行的所有者。一向將社會主義視為洪水猛獸的美國，竟然將風險社會化，並以史無前例的方式強行干預市場。

不僅如此，IMF與美國財政部在亞洲金融風暴之前、過程中及之後所提出的不同說法，以及如今和當年所採取的對策如此之不一致，也是極盡諷刺。IMF或許會聲稱它深信市場基本教義，但當危機真的發生，IMF卻擔心危機會產生「傳染性」，因而要求各國政府大力介入協助。但「傳染」根本就是典型的「外部因素」，從邏輯上來說，

凡是有外部因素，我們就不可能相信所謂的市場理論。即使在進行了數十億美元的紓困行動之後，IMF與美國財政部卻仍拒絕採取任何管制來降低「意外」發生頻率或意外所產生的代價。

這些紓困行動讓我們看清了一套前後不一的政策，以及它們可能帶來的長程後果。經濟學家擔心「誘因」的問題——有人說這其實是他們的首要考量。因而，許多金融界人士堅持不肯幫助那些付不出貸款的屋主，而理由之一是這會助長「道德風險」升高。也就是說，如果貸款人知道自己付不出錢時會獲得援助，他們還款的誘因就會降低。這層憂慮讓IMF及美國財政部堅決不願對印尼及泰國進行紓困，結果這些國家的銀行體系全盤瓦解、加速經濟崩跌。對道德風險的擔憂也是雷曼兄弟（Lehman Brothers）未能獲得紓困的主要原因，但這在後來卻也引發了有史以來規模最龐大的紓困行動。而在處理雷曼兄弟破產後，一連串美國超大銀行爆發營運危機，道德風險就只能擺一邊，結果這些大銀行的高階主管創造了歷史性的虧損紀錄後，還能坐領高薪及紅利，公司也照發股利，讓股東及公司債持有者都受到妥善保護。這些一再的救援行動（不只是紓困，還包括聯準會在問題發生時提供的流動資金），等於鼓勵銀行更加大膽莽撞，因為萬一出了問題，政府多半會出手相救（金融市場稱之為「葛林斯班—柏南奇撐盤」〔Greenspan/Bernanke Put〕）。由於經濟似乎「存活」得很好，金融監理機關也因此判斷市場可以自主運作，管制完全不必要。但他們卻未深思，市場之所以存活，根本就是因為政府大力介入。今天，道德風險的問題遠比過去任何時候都來得嚴重。

中介機構及外部因素的問題意味著政府必須扮演某種角色。如果政府善盡其責，意外發生的頻率就會降低，損害也會大幅減少。意外發生時，政府必然得協助處理善後。但政府「如何」處理善後將會影響未來危機發生的可能性，以及社會對公平正義的認知。每一個成功的經濟體（以及成功的社會）都必須政府及市場的功能兼備。政府及市場的角色必須取得平衡。政府的管制不僅是「多少」的問題，更是「對象」的問題。在雷根及大小布希執政期間，美國失去了兩者間的平衡。當時管制不足造成今天的大量干預。如果政府今天沒有做對，未來得做更多來彌補。

經濟衰退

由雷根總統及英國首相柴契爾夫人啟動的「自由市場」經濟革命，最嚴重的問題之一就是，當市場未能發揮應有功能及資源未被充分利用時，將可能產生連環效應。經濟通常是在未充分發揮能量的情況下運作，因此，數以百萬計希望工作的人都無事可做。而經濟波動頻仍，每十二個人中就有一人找不到工作，而這種情況在少數族裔及年輕人中尤其嚴重。官方發布的失業率通常無法完整反映真相。許多想要全職工作的人只能做些兼差，因為那是他們唯一能夠找到的工作機會，而他們並沒有被計算在失業人口中。失業率也並未包括那些被迫回到「殘障人士」名單中的人，也不包括那些四處碰壁乾脆放棄的人。但這次的危機甚至比過去更為嚴重。即使用比較寬鬆的標準來衡量，2009年9月，每六個美國人中就有超過一人找不到一份全職工作；10月，情況愈演愈烈。[18]若說市場真有自我修正的功能（但泡沫終究還是破滅了），這次危機也再一次顯示，市場的修正功能可能來

得太慢，而且代價驚人。累計起來，經濟實質產出與應有產出間的差異，高達數兆美元之多。

哪有人可以預見經濟崩盤？

經濟大崩盤發生之後，金融市場的人及金融監理機構異口同聲宣稱，「沒有人能預見這些問題。」事實上，許多人都預先提出了警告，但他們的預測對許多人而言，實在是不願面對的真相——太多人正藉機狠撈一筆，當然必須對那些警告充耳不聞。

我不是唯一認為美國經濟會崩盤，而且會衝擊全球的人。紐約大學經濟學教授羅比尼（Nouriel Roubini）、金融投資專家索羅斯（George Soros）、摩根士丹利（Morgan Stanley）亞洲區主席兼首席經濟學家羅奇（Stephen Roach）、耶魯大學的房市權威席勒（Robert J. Shiller），以及柯林頓時代的經濟顧問委員會（Council of Economic Advisors）及國家經濟委員會（National Economic Council）重要成員魏斯考特（Robert Wescott）都曾不斷示警。他們都是凱因斯學派的經濟學家，也都看出市場並未進行自我修正。我們中間大多數人都對房市泡沫極感憂心。有些人（例如羅比尼）則特別關心全球失衡可能會導致匯率的驟然調整。

但那些創造了泡沫的人，如布希任內的財政部長鮑爾森（Henry Paulson），就曾帶領高盛（Goldman Sachs）來到槓桿操作的顛峰，而

18 請參見Bureau of Labor Statistics, "Current Population Survey: Labor Force Statistics, Table U-6," available at http://www.bls.gov/ news.release/empsit.t12.htm.

柏南奇則坐視次貸不斷發行，他們都篤信市場自我修正的能力，最終不得不面對金融體系大崩潰的現實。2007年3月，聯準會主席柏南奇仍然宣稱：「次貸問題對整體經濟及金融市場的影響應該很快就會受到控制。」[19]一年後，即使在貝爾斯登（Bear Stearns，華爾街第五大投資銀行）出現危機、市場傳言雷曼兄弟恐怕也將不保之後，政府依舊堅持（公開談話與其他國家的央行總裁私下談話都是如此）：經過小小顛簸，美國經濟已重新走上強勁復甦之路。

遲早破滅的房地產泡沫只是「經濟沉痾」最明顯的病徵，病徵之後其實是更嚴重的問題。早在1992年，我就警告說，房貸證券化必將以災難收場，因為買賣雙方都低估了房價下跌的可能性及其後續效應。[20]

沒錯，任何深入觀察美國經濟的人都會發現，我們不僅有重大的總體性問題，更有嚴重的個體經濟問題。如我之前所說，美國經濟是由一個無法持久的泡沫支撐。少了這個泡沫，美國的總和需求（aggregate demand），也就是所有家庭、企業、政府，以及外國人對我們的產品及服務的總需求量，其實是疲弱的。部分原因是美國及全世界各地不斷加劇的貧富不均，早已將財富從那些原本拿錢消費的人

19 2007年3月28日，聯準會主席柏南奇在華府美國參眾兩院聯合經濟委員會（Joint Economic Committee）的發言。

20 購買以及出售這些房貸的人都未能認清，一旦利率升高或經濟落入衰退，房市泡沫就可能破滅，多數的人也會因此而出大麻煩。而這正是後來所發生的情況。請參見See Joseph E. Stiglitz, "Banks versus Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating Investment," in J. Roumasset and S. Barr (eds.), *The Economics of Cooperation* (Boulder, CO: Westview Press, 1992).

手中，轉到那些不會消費（而是用於投資）的有錢人的口袋裡。[21]

多年以來，我和哥倫比亞大學商學院的同僚格林沃德（Bruce Greenwald）一直努力讓大家重視全球性總和需求疲弱不振及衍生的問題（也就是全世界人口對產品及服務需求量的不足）。在一個全球化的世界裡，真正重要的是全球的總和需求。當全世界的人想買的產品及服務遠少於我們所產出的，問題可就大了——全球經濟疲軟。外匯存底的擴增是全球總和需求走弱的原因之一，也就是說，許多國家都儲存了大量資金以備「不時之需」。

開發中國家積存了上兆美元外匯存底，用以抵禦自由化趨勢下常見的全球經濟震盪，以及向IMF求援時所必須承受的屈辱與不快。[22]一位深覺自己在亞洲金融風暴中吃了悶虧的國家總理曾親口對我說，「我們是九七年次那一班。我們深深領悟到，當自己的國家沒有足夠的外匯存底時，你會碰到什麼樣的遭遇。」

產油國也開始儲存外匯，因為他們知道油價不可能永遠停在高

21 如前所述，在這次危機發生之前這幾年，美國國內需求已因高油價而變得疲弱。這些問題讓許多其他國家也非常頭痛（全球大多數國家貧富不均的問題都不斷升高）。從1980年代中期到2000年代中期，經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）的三十個會員國中，超過四分之三所得不均情況加劇，而過去五年，則有三分之二的會員國貧窮問題及貧富不均的問題日益嚴重。請參見Organisation for Economic Co-operation and Development（OECD）, *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, Paris, October 2008.

22 在《全球化的許諾與失落》一書中，我對原因有較深入的說明：他們的政策（我在本章中已討論，這些政策大多建立在大有問題的市場派基本教義之上）讓經濟不景氣演變成經濟衰退，再成為經濟蕭條，而強加於他們身上的不當（且不必要）的結構性及總體政策則阻礙了他們的經濟發展、造成貧窮及貧富不均的問題。

點。對某些國家而言，不斷累積外匯存底還有另一個原因。出口導向的經濟成長一直被譽為是開發中國家最佳的發展模式。然而，在世界貿易組織（World Trade Organization, WTO）制訂的新貿易規則下，許多開發中國家傳統上用以發展新產業的工具都被移除了，許多國家因而開始採取讓自己的匯率保有競爭力的政策。這就表示他們必須購買美元、出脫自己的貨幣、累積外匯存底。

這些累積外匯存底的理由都沒錯，但卻也會產生一項不良後果——全球經濟需求不足。這次危機發生的前幾年，全球每年有超過5000億美元被存起來當做外匯存底。有一陣子，美國是以揮霍式的消費來緩解全球消費不足的問題，但這樣的消費卻幾乎都是建立在舉債的基礎上——不折不扣的寅吃卯糧。美國成了世界的終極消費者，但這當然也不可能持久。

全球危機

危機很快蔓延全球，但這一點也不令人驚訝，因為四分之一的美國房貸都銷往國外了。[23]這也意外幫了美國一個大忙，若不是外國機購買下了那麼多有毒的美國金融產品及債權，美國的狀況恐怕會更加慘烈。[24]但要不是美國先外銷了自由化思想，外國人也不致大膽買

23 請參見Daniel O. Beltran, Laurie Pounder, and Charles P. Thomas, "Foreign Exposure to Asset-Backed Securities of U.S. Origin," Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper 939, August 1, 2008.在此同時，外國人購買美國的房貸及房貸抵押產品也助長了房市泡沫。

24 我後面會解釋，這個問題其實更為複雜，因為外國資金也可能助長了泡沫。

下那麼多美國的有毒貸款。[25]最後，美國當然也外銷了自己的經濟衰退。這只是美國經濟危機轉變成全球性危機的一個管道——不管怎麼說，美國仍是世界第一大經濟體，這麼大規模的經濟衰退很難不衝擊全球。更何況，全球金融市場已經變得極度唇齒相依。最好的例證就是，美國政府對AIG的紓困行動，最大的三個受惠者中，就有兩個是外國銀行。

一開始，許多歐洲國家一直主張「經濟脫鉤」（decoupling）。他們希望在美國經濟衰退的同時，歐洲得以繼續維持經濟成長。他們期望亞洲的成長夠能解救他們不致落入經濟衰退。他們應該明白，這只是一廂情願的想法。亞洲的經濟規模還太小（整個亞洲的消費規模只達美國的40%而已），[26]而且非常仰賴對美出口。即使採取了大規模的刺激方案，中國在2009年的經濟成長仍比危機發生前少了大約3%到4%。整個世界的關係實在太緊密了。美國的經濟衰退必然導致全球性的經濟衰退。（但也有一種相反的論調——由於亞洲國家的市場仍相對封閉、未完全開發，因此，即使美國及歐洲的經濟疲弱，亞洲經濟發展卻可能先一步轉強。這一點在第八章會深入討論。）

雖然許多歐洲金融機構確實是因為買進了美國的有毒貸款，並與美國金融機構進行高風險對賭而受傷慘重，但不少歐洲國家還是得應付自己闖的禍。西班牙和美國一樣，也自己發展出超大型房市泡沫，

25 持平而論，有些國家（例如柴契爾夫人所領導的英國）本身就相信自由化的理念。後來的英國政府也以「溫和的管制」作為吸引金融機構的工具。到最後，英國遭受的損失當然遠大於它先前所獲得的好處。

26 請參見"An Astonishing Rebound," *Economist*, August 13, 2009, p. 9.

房地產市場幾乎全面破產。但和美國不同的是，西班牙的嚴謹金融管制讓銀行承受得起較重打擊，損失也相對較小。然而，西班牙整體經濟卻受到重創。

英國也未倖免於房市泡沫之害。更糟的是，受到全球主要金融中心之一的倫敦影響，英國也掉進了「向下沉淪」的陷阱，不擇手段創造出許多金融業務。「溫和的金融管制」帶來的危害絕不下於美國。由於英國政府容許金融產業在經濟中扮演極為吃重的角色，因此，他們紓困的代價也比美國來得更大（比例上而言）。就和美國的情況一樣，英國也發展出了一套高薪資、高紅利的文化。但英國人至少瞭解，如果納稅人的錢交給銀行，至少應該盡全力確保銀行把錢用在正途——為民眾提供貸款，而非自己分紅配股。而且，至少英國人知道，每個人都必須為自己的行為「負責」——接受紓困的銀行，最高主管都遭到了撤換，而且英國政府要求納稅人必須從紓困行動中獲得合理的報償，而非如歐巴馬及布希政府的救援行動那般，雙手奉上納稅人的錢給捅了漏子的人。[27]

要說明一個小而開放的經濟體，盲目採行自由化政策而招致嚴重的後果，冰島絕對是經典案例。冰島民眾教育程度高、工作勤奮，而且一向走在現代科技的前端。他們成功克服了地處偏遠、氣候惡劣，以及魚源枯竭（冰島過去的主要收入來源）等劣勢，創造出了高達4

27 儘管多所努力，在英國要取得貸款仍有不少限制。我們很難判斷何謂「合理的報償」，但它要求政府必須取得足夠的股權（從銀行未來的收益中扣還），以補償政府所提供的金援及所擔負的風險。我後面會提到，一項對美國政府紓困行動的研究顯示，美國納稅人並未獲得合理的報償。

萬美元的平均國民所得。但是今天，冰島銀行的魯莽行為卻讓國家前途岌岌可危。

過去十年我曾多次造訪冰島，並針對他們的自由化政策所可能帶來的風險提出警告。[28]這個只有三十萬人口的小國擁有三家銀行，但它們所吸收的存款及買進的資產竟高達176億美元，是冰島GDP的十一倍之多。[29]2008年秋天，冰島的銀行體系一夕崩潰，冰島也成了三十多年來第一個向IMF求援的已開發國家。[30]

和其他國家的銀行一樣，冰島的銀行也參與了高槓桿、高風險的金融操作。當全球金融市場意識到高風險的危機，因而開始抽回資金時，冰島的銀行（尤其是冰島國民銀行Landsbanki）竟轉而運用旗下的網路銀行，以更高的利率來吸引英國及荷蘭的存款。而那些存款戶竟也認為這是一頓「免費午餐」——高收益、無風險。或許他們也相信，自己的政府必然恪盡金融管理的責任。但就像其他國家一樣，英國和荷蘭的金融主管機關大多認為，市場具備照顧自己的能力。事實上，向國外存款戶吸金只是暫緩面對現實。冰島根本無力提供千億資金為自己的銀行紓困，而當那些將資金提供給銀行的人逐漸意識到這

28 請參見Joseph E. Stiglitz, "Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: The Case of Iceland," Central Bank of Iceland, Working Paper 15, November 2001, available at ttp://www. sedlabanki.is/uploads/files/WP-15.pdf.

29 請參見Willem H. Buiter and Anne Sibert, "The Icelandic Banking Crisis and What to Do about It: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas," Centre for Economic Policy Research（CEPR）Policy Insight 26, October 2008, available at http://www.cepr.org/pubs/ PolicyInsights/PolicyInsight26.pdf.

30 英國也曾於1976年向IMF求援。

項事實時，緊急抽回資金、擠兌只是遲早的問題。雷曼兄弟宣告破產後的全球金融動盪，只是讓無可避免的後果提早爆發。

冰島政府不像美國，它無力解救銀行的股東及債券持有人。因此，唯一問題是冰島政府是否會對存款保險公司進行紓困，以及它對國外存款戶有多大方。英國決定使出強硬手段，甚至祭出反恐法（anti-terrorism laws）來沒收冰島的資產。當冰島決定向IMF及其他北歐國家求援時，英國甚至要求冰島的納稅人為英國及荷蘭的存款戶紓困，要求的金額甚至超過存款保險的額度。

一般認為，歐洲各國政府之所以反應如此激烈，是因為冰島暴露了一個歐洲整合的根本問題：「單一市場」意味著任何歐洲國家的銀行都可以在其他國家營運，而金融管制的責任則落在銀行的「母國」政府。然而，如果母國政府未能克盡其職，其他國家的民眾勢將損失慘重。歐洲並不想面對這個問題及其隱含的嚴重後果。因此，最簡單的辦法就是逼迫小小的冰島完全買單。有人估計，整個紓困的金額等於冰島一整年的GDP。[31]

31 冰島整體對外負債超過1000億美元，比冰島的GDP還多出140億元。請參見"Iceland Agrees Emergency Legislation," *Times Online*（UK）, October 6, 2008, available at http://www.timesonline.co.uk/tol/ news/ world/ europe/article4889832.ece. 2009年8月，冰島國會通過立法償付英國及荷蘭約60億美元，以補償兩國政府所支付給那些因在冰島開戶存款而蒙受損失的民眾。請參見Matthew Saltmarsh, "Iceland to Repay Nations for Failed Banks' Deposits," *New York Times*, August 29, 2009, p. B2.然而，英國及荷蘭政府卻不同意還款保證在2024年後就失效的法律規定。冰島政府於2009年10月同意了一項新的協議，也就是如果冰島未能在2024年之前償還所有欠款，還款保證將以五年為期，繼續延展下去。事實上，IMF為冰島提供的紓困資金曾因這項爭議而暫時遭到凍結。請參見"Iceland Presents Amended Icesave Bill, Eyes IMF Aid," *Reuters*, October 20, 2009.

美國與歐洲的危機愈演愈烈，世界上其他國家也開始遭遇全球需求崩盤之苦。開發中國家受害尤重，因為國外匯款（住在已開發國家的家人匯回的金錢）大為減少，而資金淨流入也大幅下降——某些國家甚至轉為淨流出。雖然美國的危機是由金融產業所引發，之後才延燒到整體經濟，但許多開發中國家（包括一些金融管理比美國嚴謹許多的國家），卻是因為實質經濟面的問題太嚴重，因而牽累金融體系。這次危機之所以蔓延如此之迅速，部分原因出在IMF及美國財政部強加於這些國家的政策（例如資本市場及金融市場自由化）是建立在讓美國深陷危機的自由市場理念。[32]即使是美國都覺得動輒上千億美元的紓困及刺激景氣方案十分難以負荷，各項挽救經濟的方案自然遠超過這些貧窮國家的能力所及。

32 資本市場自由化意味著短期資金得以自由流通。這種熱錢不可能用來設廠或興建學校，但卻能動搖經濟。金融市場自由化意味著一國經濟必須對國外金融機構開放。愈來愈多證據顯示，外國銀行對中小企業的貸款一般都較有限，但在某些情況下，卻對全球性的經濟震盪（如當前的危機）反應激烈，因此會為經濟帶來更多的波動。也有證據顯示，資本市場的整合並未如原先預期一般，具有降低經濟動盪、促進經濟成長的功效。請參見Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, "Effects of Financial Globalisation on Developing Countries: Some Empirical Evidence," *Economic and Political Weekly*, vol. 38, no. 41 (October 2003), pp. 4319–4330; M. Ayhan Kose, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones, "Financial Integration and Macroeconomic Volatility," *IMF Staff Papers*, vol. 50 (Special Issue, 2003), pp. 119–42l; Hamidur Rashid, "Evidence of Financial Disintermediation in Low Income Countries: Role of Foreign Banks," administered dissertation, Columbia University, New York, 2005; and Enrica Detragiache, Thierry Tressel, 以及 Poonam Gupta, "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence," International Monetary Fund Working Paper 06/18, Washington, DC, 2006.

危機的全貌

所有市場失靈與政府失能的背後，有個根本問題——全球經濟正經歷一場重大的變動。「經濟大蕭條」與美國的農業衰退幾乎同時發生。在1929年股市大崩盤之前，美國農產品價格早已下滑。由於農業生產力提高，少數人就能產出整個國家所需的農產品。然而，從農業導向轉為製造業導向的經濟確實不容易。事實上，美國經濟等到羅斯福總統的新政（The New Deal）開始奏效、二次大戰把許多人送入工廠，才真正開始恢復成長。

今天，美國的根本問題是必須從製造業轉型為服務業導向的經濟。和從前一樣，這次轉型有一部分的原因是製造業的生產力大幅提昇，因而即使在一個物質主義當道、揮霍無度的社會裡，少數人就可以製造出足夠所有人消費的玩具、汽車及電視機。但美國和歐洲還必須面對另一個挑戰：全球化經濟。基於比較優勢，許多製造業都移往了中國、印度及其他開發中國家。

和個體經濟調整同時出現的是總體經濟的失衡。正當美國應該為嬰兒潮人口的退休而大力儲蓄之時，我們卻依然沉迷於舉債度日的夢幻生活之中。而提供資金給美國人揮霍的則是中國和其他開發中國家，因為他們所製造的產品一直遠超過他們自己的實際消費。雖然某些國家借錢給其他國家是一件很自然的事（有些國家有貿易赤字、別人則有外貿盈餘），但這種窮國借錢給富國的模式卻十分奇特，而貿易赤字的規模也變得愈來愈令人擔心。當一些國家的負債日漸攀高時，借錢給他們的國家當然會開始擔心債務國的償債能力——即使面

對的是像美國這樣的富國。要讓美國及全球經濟體質恢復健康，一番經濟結構重整勢不可免，以便符合新的經濟情勢，並導正目前的全球失衡現象。

我們不能再回到2007年金融泡沫破滅前的世界；我們也絕不該有此想法。正如我們剛見識過的，那個經濟體制問題可不少。當然，房市泡沫之後還是可能出現新的泡沫，一如房市泡沫取代了先前的網路泡沫一樣。但「回到從前」這種解決方案只會延遲我們面對「最後審判」的日子而已。任何新泡沫都會帶來危險——石油泡沫就曾搞垮全球經濟。我們愈延遲處理「基本問題」的時間，我們距全球復甦之日也就愈遙遠。

有個簡單的方法可以測試美國是否已經為避免另一場危機作了充足的準備——如果早先我們就已採行了目前所提出的改革建議，我們是否可能避免這次的危機？還是，它照樣會發生？例如，歐巴馬金融改革的關鍵是賦予聯準會更多的權力。然而，危機爆發伊始，聯準會就擁有很大的權力，他們只是選擇不要使用自己的權力而已。幾乎每一個解析這次危機的人都指出，製造了這次以及上一次泡沫的元凶之一，就是聯準會。或許聯準會主席已經學到了他的教訓，但我們是活在一個法治、而非人治的國家裡。也就是說，我們應該擁有一套容許聯準會先被火燒一次，然後才能確保他們不再玩火的制度嗎？我們能夠信任一套完全依賴一個人（或七位聯準會委員）的經濟理念或智慧的金管制度嗎？至少在本書付梓前，我們所需要的改革顯然還未到位。

我們不能每次都要等到「危機過後」才來檢討問題的原因。事實上，我們目前處理危機的方式，或許正是讓我們無法處理根本問題的原因所在。我將在下一章中勾勒出處理這次危機應有的作法——以及為什麼我們現在所做的其實還差得遠呢。

第2章
自由落體及善後

2008年10月，美國經濟成了自由落體，而且隨時會拖累全球經濟。我們經歷過股市崩盤、信用緊縮、房市下跌及庫存調整的問題，但從經濟大蕭條以來，我們未曾見過所有問題同時爆發。房市泡沫與破滅後所會帶來的影響，是自資本主義及銀行這個行業出現以來就早已存在的問題。只不過，美國在經濟大蕭條之後的幾十年內，一直倖免於泡沫的危害，原因就是大蕭條後美國政府建立的種種金融管制。但是自由化的浪潮一旦出現，噩夢再現只是遲早的問題。所謂的金融創新，只不過是把破滅前的泡沫吹得更大，而之後的殘局更難收拾而已。[1]

早在2007年8月就可清楚看出，必須以非常手段應付這次危機。

1 曾經有這麼一個故事：二十世紀經濟學界的翹楚，同時也是經典名著「1929年大崩盤」（*The Great Crash*, New York: Houghton Mifflin, 1955）的作者高伯瑞（John Kenneth Galbraith, 1908-2006）有一次曾被人問到：下一次經濟大衰退何時會發生？而他的回答宛如預言：就在第一位出生於「大蕭條」之後的總統上任之後的第十五年。

那一個月，銀行同業拆款利率（interbank loans，銀行彼此借款的利率）與國庫券利率（T-bills，即政府公債利率）之間的差距驟然拉大。在一個「正常」的經濟中，這兩種利率的差距極小。差距拉大表示銀行間的互信出了問題。信貸市場於是產生了急凍的風險。金融業者知道自己正面對極大的危機，因為他們持有的房貸問題愈來愈大，其他虧損的部位也正在擴大。銀行知道自己處境艱險，同時也知道，同業的情況也好不到哪裡去。

泡沫破滅及信用緊縮必然帶來嚴重的後果。問題不會一夕浮上枱面，而是花上幾個月時間，但無論多少一廂情願的想法都無法阻止它的發生。當經濟逐漸疲軟，法拍屋的數量也開始不斷增加。房地產問題開始在次貸市場中浮現，但很快就蔓延開來。如果美國人開始付不出自己的房貸，恐怕也還不了卡債。當房地產價格開始下滑，要不了多久，高級住宅及商用不動產也將出現問題。而當消費性支出降低，許多企業恐將難逃倒閉的命運，這又意味著企業貸款的壞帳率也將大幅升高。

布希總統仍然認為，房地產市場只是起了點小漣漪，不會有太多人受到傷害。當房地產市場掉到十四年新低時，他依然在2007年10月17日向美國人保證：「國內許多經濟指標都讓我十分放心。」11月13日，他再度保證：「國內經濟的基本面仍然十分穩健，美國經濟依然強韌。」但銀行業及房地產業的情況卻持續惡化。[2]當經濟轉為衰退

2 請參見Richard Wolf, "Bush Mixes Concern, Optimism on Economy," *USA Today*, March 23, 2008, p. 7A.

時，他終於承認美國經濟或許真的出了問題：「我們確實看到一些烏雲，也有一些待觀察，但經濟基本面依然穩固。」當經濟學家及企業界開始要求政府採取行動，布希總統再度祭出他的經濟萬靈丹。2008年2月，他推出了一項1680億美元的減稅方案。大多數凱因斯學派的經濟學家都預言，這帖藥方不會有效——美國人已經負債累累，而且極度焦慮，大家怎麼會想要花掉（而非省下）那一點點的退稅款呢？事實上，半數以上的退稅都留在民眾的口袋裡了，因此對疲弱不振的經濟根本起不了什麼刺激效果。[3]

雖然布希總統支持這項減稅方案，但他仍拒絕相信美國經濟正步入衰退。2008年2月28日，他依然宣稱：「我不認為我們正走向衰退。」不久之後，聯準會和美國財政部強迫華爾街第五大投資銀行貝爾斯登透過股權交換方式，以區區兩美元一股的低價（後來調高為每股十美元）併入摩根大通（JPMorgan Chase），此時已很清楚，房產泡沫破滅引起的絕不是小小漣漪。[4]

雷曼兄弟在9月也面臨破產，相同的財經官員卻突然改弦易轍，決定放任雷曼兄弟倒閉，但卻也因此引發了後來必須以數千億美元來

3 一項調查結果顯示，只有五分之一的受訪者說，退稅會讓他們增加消費。大多數的受訪者則表示，他們會將退稅款存起來或用以還債。根據調查的結果，退稅款中只有30%～40%會被用於增加支出。請參見Matthew D. Shapiro and Joel Slemrod, "Did the 2008 Tax Rebates Stimulate Spending?" *American Economic Review*, vol. 99, no. 2（May 2009）, pp. 374–379.

4 當時貝爾斯登表示，它們的帳面價值仍高於每股80美元。但就在一年之前，也就是2007年3月，貝爾斯登的股票每股售價為150美元。請參見Robin Sidel, Dennis K. Berman, and Kate Kelly, "J.P. Morgan Buys Bear in Fire Sale, as Fed Widens Credit to Avert Crisis," *Wall Street Journal*, March 17, 2008, p. A1.

紓困的大災難。在那之後，經濟衰退的事實已無法漠視。但是，雷曼兄弟的倒閉並非經濟衰退的原因，而是它所引起的結果，但它確實加速了早已開始的經濟崩盤。

儘管失業問題有如排山倒海而來（2008年前九個月，美國總計減少了一百八十萬個工作機會，有六百一十萬美國人只能擔任兼職，因為找不到任何全職的工作機會），而且從一月以來，道瓊工業指數狂跌24%，布希總統和他的經濟顧問們還是堅持，事情並不像看起來那麼糟。2008年10月10日，布希在一次演說中指出：「我們知道問題出在哪裡，也有解決問題的工具，而且我們正快速行動。」

但事實上，布希政府只採用了一些效果有限的工具，而即使到了那時候，他們還是搞不清楚該如何運用那些工具。布希政府拒絕向房貸戶伸出援手、拒絕幫助失業民眾，同時也拒絕以標準措施（增加支出，甚至他們的「法寶」——繼續減稅）來刺激景氣復甦。布希政府只是一味砸錢給銀行，但資金未能有效運用，讓銀行速速重啟貸款業務。

在雷曼兄弟宣告破產、房地美及房利美收歸國有，以及AIG的紓困行動之後，布希使用了「不良資產援救計畫」（Troubled Asset Recovery Program，TARP）這個委婉的名稱，砸下7000億美元向銀行馳援。2008年秋天，布希罔顧數百萬房屋遭銀行扣押的民眾，全力搶救銀行，這政策就像對一個內出血垂死的人拚命輸血。邏輯本來應該很簡單——整體經濟及問題房貸若不先救，光是向銀行砸錢也無濟於事。這些資金的挹注頂多只是一種緩兵之計。銀行紓困一家接著一家，甚至同一家銀行（例如當時全美最大的花旗銀行）還接受了一次

以上的紓困。[5]

經濟復甦的必要措施

2008年11月總統大選日漸逼近，幾乎所有人（顯然，除了布希總統）都認為，要挽救美國經濟脫離衰退，政府一定得採取更多、更有力的行動。但是，除了銀行紓困，布希政府一心以為降低利率就能奏效。錯誤的貨幣政策或許是經濟大衰退的關鍵性成因，但卻不可能將美國拖出經濟衰退的泥沼。凱因斯有一次曾經以「病急亂投醫」（pushing on a string）來比擬以貨幣政策來對付經濟衰退的謬誤。當商品銷量大幅下降，企業是不可能因為利率從2%調降到1%而開始新蓋廠房或添購設備。產能過剩的問題必然隨著經濟衰退而日趨嚴重，受到各種不確定因素的影響，即使零利率恐怕都無法讓經濟重現生機。更何況，央行或可降低政府公債的利率，但卻無法決定企業必須承擔的利率，也無法確定銀行是否願意以較低的利率提供貸款。我們對貨幣政策的最大期望是，它最好不要愈幫愈忙，像聯準會及財政部在雷曼破產時的錯誤對策。

另外兩位總統候選人歐巴馬和馬侃（John McCain）都同意，美國應該採取「三管齊下」的政策：堵住不良房貸、刺激經濟、挽救銀

5 2008年10月，透過「不良資產援救計畫」，花旗銀行獲得政府注資250億美元（另有八家銀行同時獲得紓困）；2008年11月，花旗再獲政府200億美元的現金紓困，以及3060億美元的有毒資產擔保；2009年2月，政府再將250億美元的優先股轉換為普通股，是花旗第三度獲得紓困。AIG同樣也獲得政府三次紓困，包括600億美元的信用額度、高達700億美元的投資，以及花525億美元買下AIG所擁有或擔保的房貸相關資產。

行。但他們對於該如何達到這些目標，卻有不同的看法。四分之一個世紀以來的許多有關經濟、意識型態，以及資源分配的激辯全部再次上演。馬侃的經濟振興政策強調以減稅來刺激消費。歐巴馬的計畫則強調增加政府支出，特別是投資，其中包括提升環保的「綠色投資」。[6]馬侃有一個處理不良房貸的策略——由政府吃下（實質上）銀行在不良房貸上的損失。在這方面，馬侃確實很大方。歐巴馬的計畫則比較溫和，而且將重點放在協助房屋擁有者。但兩位候選人對於該拿銀行怎麼辦，都沒有清楚的策略，而且兩人都不願批評布希總統的紓困行動，擔心引起市場「焦慮」。

有趣的是，馬侃有時會採取比歐巴馬更親民的立場，也比較願意批評華爾街的不當行徑，因為他有本錢這麼做：共和黨儘管一向站在大企業這邊，但馬侃卻一直擁有反傳統的形象。歐巴馬則和他的前輩柯林頓一樣，希望避免「老民主黨人」（Old Democrats）的反商形象，儘管他在黨內初選時極力主張，更嚴謹的金融管制勢在必行。[7]

兩位候選人都不願深入探究危機的真正起因。批評華爾街的貪婪行徑或許可以，但要深究銀行的公司治理缺失，訂出錯誤的獎金制

6 2009年2月通過的「美國經濟復甦與再投資法」（American Recovery and Reinvestment Act）包括了超過600億美元的清靜能源投資：110億元投資於架設一套更大、更好的電網，以便將偏遠地區製造的再生能源傳送到用電量較大的都會地區，另外400億美元則投資於為美國家庭安裝智慧電表、50億美元於「低收入家庭節能工程補助計劃」、45億美元於綠化政府建築及降低政府能源開支、63億美元於各州及地方政府的再生能源及節能計畫、6億美元於綠色職能訓練，以及20億美元的擇優補助金，鼓勵發展新一代電池以儲存能源。

7 Barack Obama, "Renewing the American Economy," speech at Cooper Union, New York, March 27, 2008.

度，引出種種失職濫權的行為，這顯然就太「技術性」了，恐怕有違競選語言必須「言簡意賅」的基本要求。歐巴馬希望強化勞工籌組工會的權力，但僅止於將它視為一種基本權力，而非事關複雜的經濟復甦策略，甚或與降低貧富不均的目標有關。

新總統上任，美國人似乎都鬆了一口氣，因為至少有人要開始「做點事」。但基本上，歐巴馬的團隊決定選擇保守一些，我稱之為「且戰且走」的策略。然而，這個策略的風險反而極高。本書出版時，歐巴馬計畫中隱含的某些風險，或許已經開始顯現，但其他問題則要到多年後才會慢慢浮現。然而，最根本的問題仍是：為什麼歐巴馬和他的經濟顧問會選擇「且戰且走」？

不斷演化的經濟

正如我和其他人所預測的，2007年中的房市泡沫破滅，很快就引發了經濟衰退。即使雷曼兄弟破產以前，市場的信用條件就已很糟，但之後更是每下愈況。面對高成本的信貸（如果還能夠取得信貸的話）以及市場走下坡，企業立刻降低庫存來因應。於是，企業訂單快速萎縮，而且遠超過GDP下滑的比例，因而，那些大量出口投資設備與耐久財（也就是可以延後的支出）的國家，受傷特別沉重。（2008年中到2009年中，日本出口下降了35.7%，德國則下降了22.3%。）[8]目

8 日本大藏省貿易數字，可見於http://www.customs.go.jp/toukei/srch/indexe.htm?M=27&P=0；德國聯邦統計局，"German Exports in June 2009: –22.3% on June 2008," Press Release No. 290, August 7, 2009，可見於http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2009/08/PE09__290__51,templateId=renderPrint.psml.

前最佳的估計是，2009年春出現的「春燕」，可以為2008年底至2009年初受創最深的一些產業帶來一些復甦訊息。

上台後所必須面對的基本情勢，足以讓歐巴馬深感悲觀：數以百萬計的家庭房屋遭到扣押、許多地區的房地產價格依舊繼續下滑（這表示還有數百萬的房產岌岌可危，隨時可能成為下一波受害者）。失業率節節升高，數十萬失業人口的失業補助金又即將到期（最近已延展過）。稅收驟減的情況下，政府也被迫裁員。[9]歐巴馬振興經濟方案的增加政府支出（歐巴馬上台後的首要成就之一）確實發揮了功效，但也只能夠讓問題不致繼續惡化。

銀行獲准以不良擔保抵押品來獲得聯準會的低利借款，並持有風險部位。某些銀行在2009年上半開始出現盈餘，但大多是因為會計調整及交易獲利（也就是投機炒作）。但這種炒作不可能讓經濟快速上路，而且如果炒作失當，納稅人必須付出的代價甚至會更大。

如果銀行先前逃過房貸、商用不動產、企業融資以及信用卡業務虧損的拖累，藉由這些低成本的資金，並以較高利率再轉貸出去（競爭減少自然使得銀行有機會提高貸款利率），銀行就有機會慢慢調整

9 房價從2006年7月開始下跌，一直到2009年4月才止跌，但即使房價回穩，我們也很難判定這與政府的一些短期計畫的關連性有多大（包括聯準會罕見的降低房貸利率，以及協助首次購屋者的計畫。另外，四十八個州面臨稅收不足，金額高達所有州政府總預算的26%，因而迫使四十二個州政府必須進行裁員、四十一個州則必須縮減對民眾的服務。請參見Standard & Poor's, "The Pace of Home Price Declines Moderate in April according to the S&P/Case-Shiller Home Price Indices," press release, New York, June 30, 2009; and Elizabeth McNichol and Nicholas Johnson, "Recession Continues to Batter State Budgets; State Responses Could Slow Recovery," Center for Budget and Policy Priorities, October 20, 2009, available at http://www.cbpp.org/files/9-8-08sfp.pdf.

資本結構。如果不再發生任何意外，銀行或許可以免於另一場風暴、勉強過關。幾年之後（大家都這麼期待），或許銀行的體質將可以好轉，而經濟也可以重回正軌。

銀行業（包括許多中小企業賴以獲得貸款的小型銀行）幾乎在所有貸款業務上都遭遇極大壓力，包括商用不動產及住宅貸款、信用卡貸款、消費性貸款以及商業貸款。2009年春天，政府對銀行進行了一次壓力測試（其實根本沒給多大壓力），以便瞭解銀行能否撐過另一段失業率更高、房地產價格持續下跌的時期。[10]即使銀行體質都很健全，去槓桿化的過程（deleveraging process，即降低整體經濟中的債務比率）也會讓經濟持續疲弱一段很長的時間。銀行過去一向以自己有限的股本大量舉債，以便擁有更大的資產規模，有時甚至高達股本的三十倍。房屋擁有者也同樣以他們擁有的房屋資產多次轉貸。美國人顯然以太少的資產借了太多的錢，而這樣的負債比率絕對必須縮減。但在此同時，一直靠這種大量借貸支撐的資產價格卻也會同時下降。資產縮水將在不同的經濟層面上帶來壓力——企業破產的風險會提高，而即使那些沒有破產的公司或個人，也將大幅縮減支出。

當然，美國人也可以繼續過那種零儲蓄的日子，但這麼做實在不明智，而且資料顯示，家庭儲蓄率提高到5%，結果便大不相同。[11]通

10 壓力測試之後，多家銀行被要求增資，而這些銀行也都做到了。神奇的是，雖然壓力測試中真正施加的壓力並不重，但它似乎真的讓市場恢復了一些信心。

11 Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts, "Table 2.1. Personal Income and Its Disposition（Seasonally adjusted at annual rates）," available at http://www.bea.gov/national/nipaweb/ TableView.asp? Selected Table=58&Freq=Qtr&FirstYear=2007&LastYear=2009.

常，經濟疲弱就意味著銀行將產生更多的虧損。

有些人希望出口可以解救美國的經濟，因為它曾讓2008年的衰退稍微獲得舒緩。但在一個全球化的世界裡，一個地方出問題，很快就會蔓延到其他地方。2008年的危機是一個全球同步的經濟逆轉。這表示，美國不可能像十年前的亞洲國家一樣，靠出口擺脫危機。

美國於1990年進入第一次波灣戰爭，鮑爾將軍（Colin Powell，後擔任美國國務卿）清楚表達以絕對優勢進行攻擊的戰略，也就是後來所稱的「鮑爾準則」（the Powell doctrine）。經濟學界也有類似的想法，或許可稱為「克魯曼—史迪格里茲準則」吧。也就是說，當經濟疲弱之時（就像2009年初全球經濟之極度疲軟），就應該以絕對優勢來應付。當政府擁有足夠的彈藥可以使用時，它隨時可以決定減少使用的彈藥量。但手上彈藥不足卻可能帶來長久而嚴重的後果。解決問題卻不下重手是非常危險的策略，特別是歐巴馬政府顯然低估了此次經濟衰退的強度（包括失業率的飆升）。更糟的是，政府對銀行紓困彷彿毫無上限，但我們從中完全看不出美國未來的經濟及幾近癱瘓的銀行業的願景及對策。

模糊的願景

羅斯福總統的「新政」形塑了半世紀以來的美國經濟，於是我們忘了經濟大蕭條的教訓。2008年，當美國的金融體系支離破碎，經濟也正經歷一場痛苦的轉型時，美國亟需要一個願景，讓大家知道，危機過後的美國應該擁有一個什麼樣的金融市場和經濟體。我們現在所採取的行動可能會影響美國未來幾十年的經濟面貌。我們之所以需要

一個新的願景，並不只是因為我們過去的那套經濟模式失敗了，同時也是因為我們付出了極慘痛的代價才認清，過去那套模式背後的理論根本是錯的。世界已經改變了，但我們卻沒跟上腳步。

歐巴馬最重要的優勢之一，就是他的感染力，他為大家帶來一種希望、一種對未來的期待，以及「改變」的可能性。然而，更深層來看，「務實的」歐巴馬卻也很保守：他並沒有為資本主義提出一套新的願景。除了那場在庫伯學院的知名演講，以及批評肥貓紓困案之外，這次災難灰燼裡重生的新金融體系，以及這套體系將如何運作，歐巴馬卻沒有太多著墨。

但他確實提出了一套包羅萬象、較為實際的未來規畫，一套雄心勃勃，希望重整美國健保、教育及能源制度的大計畫。同時，在整個國家因為無窮無盡的壞消息而普遍瀰漫絕望氣息的時候，他也有一種雷根式的、希望提振國家士氣、將絕望轉為希望的大企圖。歐巴馬還有另外一項願景——將美國帶往一個不像小布希時代那樣分歧、較不被偏激意識型態分裂的社會。我們的新總統之所以不想對美國經濟到底出了什麼問題（尤其是那些華爾街所製造出來的問題）進行更深入的辯論，很可能就是因為他擔心在這個國家最需要團結的時候，這樣的辯論可能會激化衝突。徹底檢討會帶來社會的凝聚還是激化社會衝突？如果一如許多人所說，美國的經濟與社會只是不小心撞出一塊瘀青，自然痊癒或許是最好的解決方式。然而，這麼做的風險是，萬一我們的問題其實是個已經化膿的傷口呢？或許只有讓它曝曬在陽光下密集殺菌，才有可能真正獲得痊癒？

創造願景固然有其風險，沒有願景的風險也不小。沒有願景，整

個「改革」可能會被金融界大大利用，結果新的金融制度反而比過去失敗的制度更為脆弱、風險更難以控管、更無法有效將資金提供給所需要的人。我們需要提供更多資金給高科技產業，以創造更多新的企業、擴充原有的企業。我們過去把太多資金投入房地產，過度放款給那些根本無力償還的人。金融產業原本應該將資金投入對社會效益最高的地方，但它顯然徹底失敗了。

金融界有他們自己的一套願景——賺愈多錢愈好，而且，盡快回到2007年以前的那個世界。金融機構過去傾向為自己賺取最多的金錢為終極目標，而且以自己的規模及獲利能力自豪。但金融體系應該是一種工具、而非目標。一個過度膨脹的金融體系所賺取的龐大利潤，很可能是以整體經濟的繁榮及效率為代價。過度龐大的金融體系必須加以收斂，但某些部分（例如那些真正為中小企業提供資金的金融機構）則或許應該予以擴充、強化。

歐巴馬政府對於美國金融體系為何失敗並未提出明確的態度。對未來沒有願景、對過去的失敗沒有瞭解，難怪政府的作為進退失據。一開始，它只是不斷重覆金融體系需要更好的管控、更負責的運作模式這類的陳腔濫調，但卻沒有重新設計金融制度，反而花更多的錢來支撐這套已經失敗的制度。「大到不能倒」的金融機構一再要求政府紓困，納稅人的錢一再流入失靈的核心，無異強化了這個制度的瑕疵。在此同時，政府卻沒有將資金相對提供給美國經濟中最有活力的部分——新創事業及中小企業。

歐巴馬的大賭注：金錢與公平

或許有些人會覺得，歐巴馬政府所採取的是一種與現有政治力量妥協，但卻又很務實的做法，甚至還不失為一種解決經濟危機的明智作法。他一上任就面對了一個兩難的處境。一方面必須平息華爾街的風暴、處理華爾街的基本問題，同時還得顧及「美國」的需要。歐巴馬有個很好的起跑點：每個人都希望他馬到成功。但他應該知道，在美國主流民意與華爾街的經濟戰爭中，他不可能同時取悅兩邊。總統剛好被卡在中間。

柯林頓主政期間，這種緊張關係只在檯面下醞釀。柯林頓任命了一群理念多元的經濟顧問。他的牛津大學老友萊奇（Robert Reich）是左翼大將（擔任勞工部長），魯賓（Robert Rubin）及桑默斯（Larry Summers）在右翼，而布蘭德（Alan Blinder）、泰森（Laura Tyson）和我則在經濟顧問委員會中固守中堅立場。那真是一個代表了各種不同理念的內閣，而且雖然不時激辯，但多能保持君子之風。

我們針對事情的優先順序激烈辯論——到底應該先處理赤字問題，還是先提振投資以及民眾的基本需求（包括社會福利改革及健保改革）。雖然我一直相信，柯林頓內心傾向左翼及中間理念，但政治現實及金錢卻導引出不同的結果：右派在許多議題上占上風（尤其是在1994年國會改選，共和黨在國會取得主導權之後）。

而最犯眾怒的一項議題就是「企業福利政策」（corporate welfare），也就是政府透過補貼及租稅優惠形式，以納稅人的錢對企業進行鉅額補助。魯賓不但討厭「企業福利政策」這個名稱，甚至覺得這個政策帶有階級鬥爭的味道。我則與萊奇看法相同：它不是階級鬥爭的問題，而是經濟學的問題。社會資源稀少，政府的角色就是要讓經濟更有效率、幫助窮困以及無法自力生存的人，而對企業進行補貼會讓經濟更沒效率。資源重分配的方向顯然搞錯了，尤其在一個財政緊縮的年代，這意味著應該流向美國窮人以及高報酬的基礎建設及高科技投資的資金，卻跑到原本就很有錢的企業口袋裡去了。對整個國家而言，華府所淌出去的血，並沒有發揮應有的功能。

小布希政府下台之前，美國的企業福利支出到達新高——金額遠超過所有前任政府所可想像的範圍。於是，企業安全網從商業銀行一路擴張到投資銀行，最後還延伸到了一家保險公司——也就是那些不但沒有為納稅人所為他們提供的保障付出任何代價，而且還設法要逃避繳稅的那些金融機構。問題是，歐巴馬上台後，他會繼續容許這種企業福利支出，還是會尋求一個新的平衡點？而如果他繼續提供更多的錢給銀行，他會堅持要求銀行負起責任、確保納稅人獲得相對的回報嗎？事實上，當華爾街碰上那些面臨破產威脅而必須向他們求援的企業時，他們所要求的可絕不會少於此。

歐巴馬政府決定下一個很大的賭注，也就是蕭規曹隨、繼續執行布希政府的計畫（尤其是在銀行重整的關鍵部分）、繼續迴避資本主義的正常遊戲規則——當一個企業償還不了債務，就應該宣布倒閉或進入破產管理（receivership），此時企業股東通常就會失去一切所有權，而債券擁有者及債權人則成為公司的新股東。同樣的，當一個銀行無力償債，就必須遭到接管。為了安撫華爾街（或許也是為了加速金融業的復甦），歐巴馬決定甘冒觸怒主流民意的風險。如果他的

策略奏效，或許就可以避免一連串嚴重的意識型態鬥爭。如果經濟因此而迅速復甦，主流民意或許就會原諒他對華爾街如此慷慨解囊。然而，蕭規曹隨也隱含極大的風險——短期而言，將對經濟造成風險；中期而言，可能會為美國的財政狀況帶來風險；長期而言，則將可能對社會的公平正義及凝聚力帶來威脅。每個策略都有其風險，但長期而言，這個策略是否能將所有風險降到最低，卻並不很清楚。這個策略甚至可能會讓金融界的另一些人感到不平，他們認為這些政策全都由大銀行在背後主導。現在看來，遊戲規則似乎更加偏向那些害群之馬了。

不斷送錢給銀行不但代價高昂，而且也可能傷害到歐巴馬競選總統的初衷。他可不是為了當銀行界的救火隊而出馬競選。柯林頓為了降低美國的赤字而犧牲了很多當總統的雄心壯志。歐巴馬則有可能為了更沒價值的目的（幫助銀行恢復健全體質，然後繼續從事之前那些拖垮整個經濟的不肖行徑）而犧牲治國理想。

繼續執行布希政府對銀行的紓困計畫，歐巴馬的這項賭注將有多重風險。如果這次經濟衰退比他想像的嚴重、持續的時間更長，或是這些銀行的問題比他們自己說的還要嚴重，那麼，清理戰場必須付出的代價就遠高於預期，而歐巴馬可能沒有足夠的錢徹底解決這些問題，很可能需要更多的錢來進行第二輪的刺激經濟方案。將錢揮霍在銀行身上所引起的反感，將使他更難從國會手中要到錢。而且，將錢花在銀行身上，勢必得犧牲其他的目標。他的道德光環也可能因此受到質疑，因為紓困行動簡直就像是獎勵那些將美國及整個世界拖往毀滅邊緣的不肖之徒。美國社會對金融業的憤怒恐怕只會更為高漲。沒

人知道社會大眾對金融界這種偽善的行徑還能容忍多久。這些長期宣揚財務責任及自由市場理念的人，一方面繼續以「道德風險」為藉口，堅持不對房屋擁有者伸出援手，另一方面卻繼續肆無忌憚地向政府伸手、不斷提出紓困的要求。

歐巴馬很快就會發現，這些金融界的新朋友盡是一些翻臉無情之人。他們非常樂意接受援助紓困，但當歐巴馬稍微暗示他也很理解主流民意對金融界坐領高薪的批評聲浪時，這些人卻立即怒目以對。然而，如果歐巴馬對此完全不置一詞，就會顯得完全不瞭解美國民眾勉強將銀行要求的紓困金送出手時的心中感受。

由於銀行的惡行讓太多美國人蒙受了太大的損失，大家對他們惡言相向完全不令人意外。但這種衝突並非單向行為。一項希望限制紓困銀行的主管不得享有鉅額紅利的國會提案，就被金融業怒斥為「紐倫堡法案」（the Nurember Laws）。[12]花旗銀行總裁宣稱危機發生每個人都有責任，但「我們的文化就是希望找出一個壞人，好讓大家一起來罵。」[13]一位「不良資產紓困方案受害人之妻」（a "TARP wife"）就認為，美國銀行業的失寵是「自毛澤東把知識份子下放農村勞改以來，發生得最快、也最嚴酷的遭遇。」[14]這沒什麼好奇怪的，因為加

12　引自Chrystia Freeland, "'First Do No Harm' Prescription Issued for Wall Street," *Financial Times*, April 29, 2009, p. 4.

13　引自"New Citi Chair: Bankers Aren't 'Villains,'" *CBS News.com*, April 7, 2009.

14　"Confessions of a TARP Wife," Conde Naste Portfolio, May 2009（作者不詳）, available at http://www.portfolio.com/executives/2009/04/21/Confessionsof-a-Bailout-CEO-Wife/.

害者原本就常會覺得自己才是受害最深的人。

歐巴馬只是因為關切銀行界的薪酬過高，就遭到了嚴厲批評，難怪他對於美國在危機之後應該擁有一套什麼樣的金融體制，完全無法提出清楚的願景。美國的銀行不但長成了「大到不能倒」的怪獸，它們的政治影響力更使它們幾乎難以約束。如果有些銀行已經大到不能倒，那我們為什麼還要讓它們維持那麼大的規模呢？美國人應該擁有一套二十一世紀的「電子資金交易系統」（Electronic Funds Transfer System），以現代科技來提供價格低廉的金融服務，因此，美國的銀行業也就不用再找藉口，說它們無法提供這樣的服務了。美國也應該擁有一套至少像丹麥或任何一個國家一樣好的房貸制度，但我們卻沒有。為什麼這些用美國納稅人的錢去救回來的銀行，還可以繼續以幾近詐欺的信用卡業務及掠奪式貸款來壓榨美國的老百姓呢？

我先前提到過，在柯林頓政府時期，有些內閣官員會把「製造階級鬥爭」的大帽子扣在我和萊奇這些人的頭上，因為我們以「企業福利」來稱呼那些送給有錢企業的上百億美元。以今天的眼光來看，那些企業補貼確實只能算是小兒科。儘管我們當時只想暗中節制那樣的行為，就已遭到嚴厲的譴責，直接攻擊美國金融界享有史無前例的巨額紓困，自然免不了會遭到詆毀。

似曾相識的模式

當美國逐漸步入危機之時，我就擔心自己在開發中國家經常見到的情形，也會在美國重演。許多引發危機的銀行家都是利用全國陷入恐慌、可能發生財富重分配的機會，悄悄將公眾的資金挪進自己的口袋中。每一次，政府都會告訴納稅人，要解救經濟，就必須對銀行進行紓困。在那些危機中，政府以極寬厚的條件為銀行提供了數以百億計的金援，而最後經濟當然也都復甦了。（每一次經濟衰退都會結束，但很多情況下，紓困行動到底是加速了復甦，還是阻礙了復甦，卻很難判定。）[15]而一旦經濟復甦，整個國家就會鬆了一大口氣，於是忽略要深究背後原因。1994年到1997年間，墨西哥銀行界紓困行動的花費，估計高達墨西哥當年GDP的15%，而其中很大一部分都進了銀行家的口袋。[16]但即使獲得了如此龐大的資金挹注，墨西哥的銀行並未重啟貸款業務，而信用緊縮則造成了隨後十年經濟的牛步成長。十年過去之後，扣除通膨後的墨西哥勞工薪資不升反降，而墨西哥的貧富差距則逐年升高。[17]

正如墨西哥經濟危機並沒有減弱墨西哥銀行界的力量，美國的經濟危機也不代表金融業的影響力將被終結。金融界所擁有的財富或許有所消減，但金融市場仍是影響美國政治最重要的因素，在經濟領域中尤其如此。

金融相關機構在十年之內大約提供了50億美元的政治獻金給美國兩個主要政黨。[18]而他們的收穫也十分豐厚。這些政治投資的報酬率

15 開發中國家進行紓困通常會造成匯率提高。經濟復甦的主要方式之一就是增加出口，但匯率提高不利出口，因此也不利於經濟復甦。1994年墨西哥的銀行紓困對他們的經濟復甦或許沒什麼好處，但卻可能有阻礙的效果。請參見 D. Lederman, A. M. Menéndez, G. Perry, and J. E. Stiglitz, "Mexican Investment after the Tequila Crisis: Basic Economics, 'Confidence' Effects or Market Imperfections?" *Journal of International Money and Finance*, vol. 22 (2003), pp. 131–151.

16 Elizabeth Mcquerry, "The Banking Sector Rescue in Mexico," *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Third Quarter, 1999.

遠比他們從事本業（市場投資及貸款業務）的報酬率高得多。他們的早期收割來自市場自由化，而後來的政府紓困給他們帶來更高的報酬。我相信，他們一定希望這些「投資」能夠阻止金融管制重出江湖，以便享受更大的利益。

華盛頓與紐約之間的旋轉門也是排除新的金融管制的一大助力。不少與金融業有直接或間接關係的人，被找來制訂管理他們「本業」的規範。如果設計這些金融政策的官員根本就來自於金融界，我們怎能期待他們制訂出違背金融業利益的政策呢？某種程度而言，或許他們是受限於自己原有的理念和心態，但那些自身財富及未來的事業都有賴於銀行業獲利表現的人，當然傾向於相信「對華爾街有利，就是對美國有利」。[19]

如果需要證據顯示金融市場無可匹敵的影響力，汽車業受到的差別待遇，足以說明一切。

17 許多其他因素也是造成墨西哥隨後十年經濟表現不佳的原因。請參見Lederman, Menéndez, Perry, and Stiglitz, "Mexican Investment after the Tequila Crisis," op. cit., and chapter 3, "Making Trade Fair," in Joseph E. Stiglitz, *Making Globalization Work* (New York: W. W. Norton, 2006).

18 Robert Weissman and James Donahue, "Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America," Consumer Education Foundation, March 2009, available at http://wallstreetwatch.org/reports/sold_out.pdf.

19.1953年通用汽車總裁威爾遜（Charlie Wilson）的名言：「多年來，我一直以為對美國有利的，就是對通用汽車有利，而且反之亦然。」U.S. Department of Defense, bio of Charles E. Wilson, available at http:// www.defenselink.mil/ specials/ secdef_histories/bios/wilson.htm.

汽車業紓困

需要紓困的行業還不只是銀行。2008年底，美國三大車廠中的兩家——通用和克萊斯勒，都已瀕臨破產。面對銷售量急速下滑，即使是體質健全的車廠也會出問題，更何況這兩家汽車公司管理失當。大家擔憂的是連鎖效應：車廠破產，零件供應商也會出問題、失業率勢必飆高，經濟衰退會益發嚴重。最令人瞠目結舌的是，向華盛頓求援的金融界人士竟然公開表示，銀行紓困是一回事，因為他們是經濟的血脈，但對那些從事產品製造的企業紓困卻是另一回事，因為那將終結大家所熟知的資本主義。

布希總統對這個問題舉棋不定，決定丟給繼任者，因此使得這些車廠得以苟延殘喘。兩大車廠獲得的紓困條件是，他們必須提出一套可行的自救計畫。歐巴馬政府清楚表明了自己的雙重標準，因為AIG高階主管的薪資合約顯然神聖不可侵犯，但接受紓困的車廠員工卻無此特權，他們的勞動合約必須重新討論。那些一生辛苦工作的低收入勞工雖然沒犯錯，卻必須接受減薪的待遇，但那些百萬身價、差點拖垮整個世界的金融主管卻可以毫髮無傷。銀行主管繼續坐領高薪，但車廠主管卻得收斂氣焰。歐巴馬政府最後還是逼迫兩大車廠宣告破產。

資本主義的基本規範在汽車業正常運作：股東喪失了一切，而債券持有者及其他求償者（包括工會的健保基金及協助挽救兩家公司的各級政府）則成了車廠的新主人。美國進入了一個政府干預的嶄新階段。或許這樣的干預確實有其必要，但讓許多人困惑的是，為什麼銀行所受的待遇會與汽車廠這麼不同？

這更凸顯了美國經濟重整的深層問題：政府在2009年夏天為汽車業提供500億美元的「OK繃」式紓困，進行得極為倉促，這種紓困能否奏效，大家都很沒信心。另一方面，這些車廠多半仍由原有班底繼續負責經營（通用的負責人確實遭到了撤換），過去四分之一個世紀以來，他們在競爭中一直落後於日本及歐洲車廠，難道他們會突然一新耳目、名列前矛嗎？如果紓困計畫失敗，美國的財政赤字將再添500億美元，但美國的經濟重整卻不會有太大進展。

抗拒改變

隨著金融風暴愈演愈烈，銀行及政府都不願花時間討論一個好的金融體系應該長什麼樣子。銀行只想政府趕緊把錢注入金融體系。一旦有人提及新的管制措施，他們立刻鳴起警笛。2007年1月，當危機隱約可現，而企業巨頭都聚集在瑞士達沃斯開會時，許多人提出的強烈措辭是，擔心會發生「過激反應」，而它正是「強化管制」的代名詞。他們承認，金融業過去確實有些過當行為，但他們宣稱，風險原本就是資本主義的一部分，而大家已經學到教訓了。他們認為，「真正的風險」是過度管制將扼殺創新。

但光是砸錢給銀行顯然無法解決問題，因為他們已經失去美國民眾的信任（這一點根本是活該）。若不改變銀行的獎勵制度或一些應有的限制，只會讓他們重回老路。大體而言，事情後來的發展也確是如此。

金融界的策略非常清楚：讓那些想要改造銀行體系的人盡量高談闊論，在他們達成共識之前，危機早已過去，而一旦危機過去，改革的動力自然就會消失。[20]

在鐵達尼號上調整躺椅

新任總統最大的挑戰，就是挑選自己的團隊。雖然總統的團隊原本應是反映並執行總統的治國願景，但在經濟這樣高度複雜的領域中，真正負責擘劃藍圖的反而是團隊裡的成員。我們的新總統面對了一個重要難題：選擇延續原有的團隊以及國家政策，還是進行改變？他願意花多少政治資本來克服大家對改變的抗拒？

小布希的團隊成員包括了他在2006年所任命的聯準會主席柏南奇、紐約聯邦儲備銀行（New York Federal Reserve）主席蓋特納（Timothy Geithner），以及財政部長鮑爾森。

雖然金融泡沫在柏南奇上任前已然出現，但他卻未採取任何行動來縮小這個泡沫。[21]這或許可以理解，因為華爾街正因為這個泡沫而享受創紀錄的高盈餘。如果柏南奇採取任何可能戳破這個泡沫的行動，甚或只是慢慢縮小泡沫的規模，都將引起他們的不快。即使他當時確知有一個泡沫，他也得面臨一個兩難的抉擇：如果他決心阻止泡沫繼續擴大（比如說，如果他想阻止銀行業繼續進行不當房貸或從事

20 1997年到1998年的亞洲金融風暴之後，金融市場的反應就是如此。當時，改革全球金融架構的呼聲沸沸湯湯，但危機結束之後，改革的熱情隨之煙消雲散。政府不但沒有建立新的規範，反而加速自由化的進行。顯然，當時所做的實在太少，以致無法避免另一次危機的產生。

21 柏南奇於2006年2月接掌聯準會，但之後的幾個月裡，次貸佔貸款總額的比例仍不斷升高，直到2006年中達到最高峰。Major Coleman IV, Michael LaCour-Little, and Kerry D. Vandell, "Subprime Lending and the Housing Bubble: Tail Wags Dog?" *Journal of Housing Economics*, vol. 17, no. 4（December 2008）, pp. 272–290.

複雜的證券化），他將因縮減泡沫及讓經濟成長趨緩而廣受指責。到時一定會有一堆人不斷拿他來和前任主席葛林斯班比較，也一定會有人認定，葛林斯班一定知道該如何在不影響大局的情況下逐步縮小泡沫，或是——讓泡沫長命百歲、永垂不朽！

柏南奇讓泡沫繼續擴大或許還有其他原因。或許他把葛林斯班的話當真了——或許他真的相信泡沫並不存在，最多只是一個小泡泡；又或許是他真的相信，在泡沫爆破之前，本來就沒有任何人可以確定泡沫真的存在。[22]或許他也和葛林斯班一樣，相信聯準會手上並沒有任何工具可用以逐步縮小泡沫，同時也相信，泡沫破了以後，處理起來反而會更容易些。

然而，我們還是很難想像任何一個嚴謹的經濟學家，竟然可以不為此憂心、不覺得自己「必須」出面制止事情繼續發展。不論如何，央行總裁創造了一個泡沫，而他的繼任者則繼續養虎為患，或將事情搞得難以收拾。長久以來，蓋特納一直扮演著很重要的角色。他曾擔任桑默斯以及魯賓的副手，也就是柯林頓時代的兩位自由化大將。更重要的是，他曾是所有紐約銀行的最高主管機關（包括超大型銀行中的「老大」——2007年總資產超過2.36兆美元的花旗銀行）[23]。

22 「是有些跡象顯示，市場上出現了一些小小的泡沫，」葛林斯班說道。而雖然「我們不認為美國產生了全國性的泡沫，」他說，「但我們無法不正視，確實有許多地方性的泡沫產生。」請參見Edmund L. Andrews, "Greenspan Is Concerned about 'Froth' in Housing," *New York Times*, May 21, 2005, p. A1.

23 Citigroup, Quarterly Financial Data Supplement, October 16, 2008, available at http://www.citibank.com/citi/fin/data/qer083s.pdf.

自從2003年被任命為紐約聯邦儲備銀行的主席以來，蓋特納一直就是花旗銀行最主要的主管機關。身為紐約所有銀行最高主管機關的負責人，蓋特納顯然不認為紐約的銀行有任何問題，然而，它們後來卻需要政府花數千億美元來紓困。當然，他在演講中曾多次警告，過多的風險投資可能引發的危險，但他應該是這些銀行的主管機關，而非他們的牧師。

布希危機團隊的第三位成員是鮑爾森。和柯林頓的財政部長魯賓一樣，他曾是華爾街的要角，擔任過高盛的總裁。累積了足夠的財富之後，他決定轉任公職。

不可思議的是，曾以「值得相信的改變」（Change You Can Believe In）作為競選承諾的歐巴馬總統，竟然只是在即將沉沒的鐵達尼號上稍微調整甲板躺椅的位置。華爾街的人故技重施，利用主政者對「引發市場焦慮」的恐懼，來保住的既得利益，也就是一個非常樂意以優厚的條件為銀行提供大量資金的財經團隊（過去經驗已證明）。於是，蓋特納取代了鮑爾森成為財長，柏南奇則繼續留在聯準會的位子上。他的任期要到2010年初屆滿，而歐巴馬在2009年8月就宣布，柏南奇將留任一屆，直到2014年為止。

為協調整個財經團隊的運作，歐巴馬任命了魯賓的前副手桑默斯擔任白宮國家經濟顧問委員會主席，而桑默斯曾宣稱，他在1999年到2001年擔任財長期間最大的成就之一，就是確保了極度危險的衍生性金融商品不受金融管制的箝制。儘管歐巴馬事先就知道（他絕對經過相關諮詢），在財經內閣中增加一些不受過去包袱牽制的新面孔（也就是未曾參與自由化浪潮，或是2008年一連串失敗的救援行動），是

非常重要的事，但他還是做出了這樣的安排。

歐巴馬財經團隊中第四個繼承自布希政府的成員，則是聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC）的主席貝爾（Sheila Bair）。當布希眼睜睜地看著房屋被銀行扣押的情況節節升高之時，貝爾就已儼然成為房屋擁有者的代言人，她強烈建議以重整房貸來協助房貸戶。當大家對歐巴馬新團隊中的一些成員期待破滅之時，貝爾也彷彿是整個財經團隊中唯一願意挺身對抗大銀行的人。然而，許多迴避法令、不經國會批准就對銀行注資的行動，其實都與FDIC的神奇魔法有關。但FDIC的責任應該是保護小存款戶，而不是擔保銀行的債券，或借錢給對沖基金，讓它們用過度膨脹的價格去購買銀行的有毒資產。

正如紐約時報所說，問題是「他們（歐巴馬的財經團隊）究竟有沒有從自己的錯誤中學到教訓，而如果有的話，他們到底學到了什麼。」[24]歐巴馬當然是選擇了一群願意努力奉獻社稷的的誠實公僕，但問題是，他們是如何看這個世界的，而美國人又會如何看待這些人。我們需要一個金融市場新願景，而歐巴馬和他的財經團隊必須運用他們一切的政治及財經能量來形塑、說明，並實現這個願景。這些成員與過去的錯誤如此密切相關，真能提出新願景、執行許多困難決策嗎？當他們回顧歷史或參考其他國家的經驗時，真能看出什麼才是應該學的教訓嗎？這些必須對金融管制做出關鍵決策的人，對這個

24 Editorial, "Mr. Obama's Economic Advisers," *New York Times*, November 25, 2008, p. A30.

議題其實早有定見。心理學上有個現象叫做「強化承諾」（escalating commitment）。也就是一旦某個人選擇了某一種立場，他就會覺得自己必須堅持捍衛這個立場。但經濟學中卻有一種不同的看法：往事已矣，來者可追。也就是說，一個人應該永遠向前看，仔細評估過去的做法是否正確，如果錯了，就另找一個新的方法。當然心理學家是對的，經濟學家錯了。即使事實顯示自由化的理念大有問題，這些自由化大將仍然必須確保他們的想法占上風。有時當他們似乎得有所屈服而必須採取某些監理措施時，大家可能又會擔心，他們是否會努力不要讓這些新規範偏離自己的理念太遠。當他們宣稱自己所提出的規範（例如，對衍生性金融商品的規範）是「最恰當」的規範時（不會太緊，也不致太鬆，剛好符合黃金比例），這說法真能取信大眾嗎？

任用這麼多原有的財經團隊成員還會引發另一層憂慮。這次危機已足以顯示，原有團隊的經濟分析、經濟模型以及專業判斷都大有問題。但可以想見的是，這個財經團隊本身當然不認為如此。事實上，他們非但無法快速認清，太多不良房貸都是過度膨脹的房地產價格所引發，反而寧可相信房市衰退只是暫時現象，只要他們可以重建大家的「信心」，房地產價格很快就會恢復，而整體經濟也會很快復甦。以這種期望做為政策依據，風險實在太高——不負責任的程度簡直和危機之前銀行界所從事的放款行為沒什麼兩樣。而其後果也將在幾個月後一一出現。

然而，這當然不只是經濟學上的不同見解而已，一定有人得為這些政策付出代價。只是，付代價的究竟會是納稅人還是華爾街？歐巴馬的經濟智囊與金融界及其引發的問題有如此密切的關係，而他們又

宣稱已盡一切可能向銀行施壓，並在不影響銀行借貸能力的情況下，要求銀行界做出一切必要的犧牲，這話有多少人相信？美國人會覺得他們是在為民謀福，還是在為華爾街效力？

根據經濟運作的基本原則（包括要求企業必須為自己的行為所帶來的後果負起責任）以及公平原則，銀行界如果不能為他們所造成的傷害負起責任，至少必須償還國家為了挽救金融體系所付出的直接成本。但銀行界卻指稱，要他們負起賠償的責任，必然會阻礙金融業的復甦。那些有幸存活下來的銀行也認為，要他們為那些破產的銀行負起責任，根本就「不公平」——即使他們之所以倖存，也是政府在關鍵時刻伸出援手。但歐巴馬政府卻與銀行站在同一邊。或許有人會說，政府之所以做此決定，並不是因為歐巴馬希望送錢給銀行，而是因為要挽救經濟，政府其實別無選擇。但美國人心生疑慮，不是沒有道理的。我在接下來的幾章中會說明，政府其實還有很多其他選擇。那些選擇不但可以保護、強化我們的金融體系，而且還有助重新啟動銀行的放款功能。長期而言，這些選擇不但可以讓國家減少赤字，還會讓整個社會覺得更公平。但這些選擇卻也會使得銀行的股票持有人及債券持有人變得「更窮」。那些對歐巴馬的經濟救援計畫持批判觀點的人認為，由於歐巴馬的財經團隊與華爾街的關係如此密切，難怪他們沒有採行其他的選擇。

這麼多前朝財經官員留任也讓總統更容易因為聯準會所做的（至少表面上如此）一些決策而遭受攻擊。在布希政府中，聯準會與財政部似乎非常同心同德，這種融洽的關係也延續到歐巴馬政府。沒人知道到底是誰在下命令、做決策，而前後任政府之間的「無縫接軌」，

也不得不讓人覺得一切似乎都沒有改變。鮑爾森一口氣丟了890億美元進AIG，而他曾經帶領的高盛則是最大受益者，這件事已經夠糟了，但接下來，AIG的紓困金額竟又加倍到1800億美元（一部分是在歐巴馬政府時代發生的）。更糟的則是AIG的賠償方式，而其中最荒謬的就是要求AIG將130億美元紓困金轉給高盛。如果一家保險公司決定取消一位美國民眾的火災保險，這個人就只好努力再找另一家願意承保的公司來提供保險。但當美國政府決定取消AIG與高盛之間的保險契約時，它卻得對它們進行全額賠償，彷彿整棟房子都給燒了個精光一樣。這樣的揮霍簡直毫無道理，因為所有其他的信用違約交換，每一美元都只能獲得13分美元的賠償。[25]

類似的情形讓大家開始懷疑所有其他決策背後的動機，包括危機期間政府究竟做了哪些事，而又有哪些該做的事情沒做。例如說，政府怎能一方面宣稱許多銀行都大到不能倒（沒錯，它們確實大到始得資本市場的基本規則暫時失效，只為保護它們的債券持有人及股票持有人），一方面卻並不要求這些銀行進行分家，或課它們的稅，或增加它們的限制，好讓它們不再大到不能倒？[26]相同的，在不斷強調重

25 Joe Hagan, "Tenacious G," *New York Magazine*, August 3, 2009, p. 28, and Gretchen Morgenson, "Time to Unravel the Knot of Credit- Default Swaps," *New York Times*, January 24, 2009, p. A1.

26 值得注意的是，英國央行（Bank of England）總裁金恩（Mervyn King）也認為，如果銀行已經「大到不能倒」，他們應該也已「大到不應繼續存在」——或至少必須對它們可以進行的業務進行嚴格的限制。參見www.bankofengland.co.uk/publications/ speeches/2009/speech394.pdf以及www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech406.pdf.

整房屋抵押貸款有多重要之後，政府又怎能設計出這麼一個無用的計畫？這個問題有個令人不安，但卻十分明顯的答案（我在第四章會深入說明）：政府原本該做的事，將會迫使銀行必須認列不良放款的損失，但銀行當然不肯這麼做。

老衝突・新版本

美國人對銀行（尤其是大銀行）的質疑，由來已久。美國第一任財政部長漢米爾頓（Alexander Hamilton）提議建立一個國家銀行時卻引起廣大爭議，就足以反映這種質疑。限制美國銀行跨州經營的法令（柯林頓主政時期被撤除）原本就是希望限縮紐約及其他各大城市銀行的勢力。美國社會必須依賴銀行提供資金，銀行的獲利則是來自民眾的貸款。這原本是一種共生關係，但其中卻經常缺乏信任。

華爾街和美國社會之間的戰爭或許只是凸顯了不同社經團體之間的複雜衝突。然而，2008年的經濟衰退卻反映了許多真實的利益及觀點的衝突。在這個古老衝突的新版本中，銀行等於是拿槍抵住了美國民眾的腦門說：「如果不拿更多的錢出來，你們自己就等著倒大楣。」它們宣稱，要解決問題，別無他法。如果你們增加對我們的管控，也就是說，如果你們阻止我們發放紅利、獎金，或是要我們的主管負起責任（如同政府對待通用汽車那般），我們未來就再也不會有能力去籌募資金了。沒有任何政治人物會願意背負搞垮美國經濟的罪名。華爾街就是利用這種對經濟崩盤的恐懼而迅速從納稅人身上攫取龐大的利益。神奇的是，華爾街竟然還怨聲載道——我們為什麼沒能獲得更多金援？為什麼大家要稱它為「紓困計畫」？如果大家能夠想

出一個更堂皇的名稱（例如「復甦計畫」或「投資計畫」），或許就不會有這麼多的反對聲浪了。危機處理的老手都知道未來面對的問題：損失已經造成，誰將為此付出代價？這顯然又是另一番角力。

布希會選擇與華爾街站在同一邊、屈服於它們的要脅與勒索。但許多人卻期待歐巴馬會採取一種比較平衡的做法。然而，不管歐巴馬真正的想法如何，至少他的行動顯示，他的立場與華爾街的利益還是靠得太近。總統應該要盡力將所有人拉進同一陣線，但他的財經團隊卻顯示，他似乎在上任前就已決定了自己的立場。

即使是評估紓困行動是否「成功」的方法，顯然也有所偏頗。當政府努力以各種方式來為銀行提供協助時（部分將在第五章深入討論），大家的注意力似乎卻都放在華爾街的反應以及銀行的股價是否回升。然而，為銀行提供更優厚的條件，好幫助它們的股價上升，對納稅人而言顯然不是一樁好交易。美國社會需要的是銀行恢復放款的能力，但所有的銀行救援行動在這方面幾乎都未發生效用。

華爾街奇差的政治敏感度，使得歐巴馬促進國家團結和諧的任務更顯艱巨，因為它們將納稅人所提供的巨額紓困資金，拿來給自己發放獎金、紅利，而那些紓困金原本是要用來為銀行注資，好讓它們能夠重啟對民眾的貸款業務。[27]

27 美國銀行界接受了政府1630億美元的紓困金，但卻計劃在隨後的三年發出超過800億美元的紅利與股息（而且得到政府同意）。Binyamin Appelbaum, "Banks to Continue Paying Dividends," *Washington Post*, October 30, 2008, p. A1.接受紓困的九家銀行發放了美金330億元的紅利。Susanne Craig and Deborah Solomon, "Bank Bonus Tab: $33 Billion," *Wall Street Journal*, July 31, 2009, p. A1..

2009年2月，銀行紅利醜聞達到了顛峰，歐巴馬不得不站出來表態。但對銀行紅利的批判卻讓他遭到雙面夾擊：華爾街對他的好感瞬間消逝，而美國社會大眾對他的團隊依然信心缺缺。

這些錯誤破壞了政治氛圍，同時也可能製造了歐巴馬政府在努力挽救銀行、穩定房貸市場、刺激經濟時所面對的政治阻力。投資者開始抗拒參與政府提出的經濟刺激方案，因為他們擔心，如果這些方案真的產生了原先設定好的利潤目標，國會卻可能突然改變遊戲規則、取消他們的正當獲利，甚至加上其他的罰則或限制。大家都不曉得銀行到底需要多少錢來紓困，但是，銀行紓困所引發反感，使得未來所需要的資金更不容易通過國會那一關。

這個情況逼得政府只得採取一種更複雜、更不透明的策略。國會的功能原本是要監督所有的政府支出，但透過聯準會及聯邦存保公司來「走私」，卻成了政府取得資金的另一種管道。也就是說，「國會監督」是民主社會最關鍵的一部分，但美國政府卻開始不以這種美國民眾普遍期待的應有程序來獲得資金。[28]聯準會宣稱，美國的「政府資訊公開法」（*Freedom of Information Act*）對它並不適用（至少在某些關鍵資訊方面），但彭博通訊（Bloomberg）卻大膽挑戰聯準會的說法。2009年8月，一所美國聯邦地方法院判定聯準會敗訴。即使如此，聯準會仍然拒絕接受美國公家機構必須遵循的透明度要求。它提出了上訴。[29]

銀行業就是因為將太多業務從自己的資產負債表中移出，因而惹出了那麼大的麻煩。也就是說，它們企圖欺騙它們的投資人與主管機關。而今，這些金融天才竟然開始幫助政府從事同樣的勾當——企圖欺瞞納稅人及選民。[30]

上任九個月，歐巴馬的賭注是否能夠獲得回報仍不明朗。美國經濟或許已脫離了急救維生系統，從災難邊緣救了回來，但我們頂多只能說，2009年秋季，美國經濟已經結束了「自由落體」的階段（也就是看不到盡頭的無限下跌）。然而，並不等於重回正常狀態。

2009年秋天，美國經濟出現好幾個月的強勁反彈，幾乎枯竭的企業庫存也開始重建。[31]但這樣的成長仍無法拉近美國經濟的實際產出與應有能量之間的差距，也不代表全球或美國的經濟很快就可以強勁

28 對經濟崩盤的擔憂，理由有很多：當時經濟正處於未知的景況，沒有人可以確定政府所採取的任何行動會帶來什麼後果；許多理論上可以為市場帶來信心的行動，也很可能適得其反。這也就難怪，銀行會希望藉此機會從政府手上拿到鉅額支票，而且他們宣稱，若非如此，傷害勢不可免。但正如我在後面的文章中所說，最後政府幾乎為所有提出類似說法的人（例如那些為銀行提供短期資金的人）都提供了擔保。當然，長期債券的持有者可能就不會太高興了，但從定義上而言，他們原本就不能隨意抽出他們的資金。歐巴馬政府擔心，如果他們在不能謹慎應付銀行的資金提供者，未來，銀行的資金來源恐將無著。這個結論尤其荒謬，因為資金會自動流向可以獲得報酬的地方，而即使私部門不肯提供資金，政府也早已清楚展現自己提供資金的能力其實綽綽有餘。另一方面，金融業已清楚顯示他們在風險管理及資金管理上的無能，政府的表現不可能更差。事實上，由於沒有錯誤的獎勵措施，以及受到法令的限制、不得從事掠奪性的行為，政府的表現甚至應該會好得多。
不僅如此，政府行事還必須顧及法律風險，而且不論政府採取什麼行動，法律風險都存在。而法律風險或許也正是政府在處理信用違約交換的問題時，最主要的影響因素。事實上，政府確實有其他的選擇（例如，提供擔保時，要求紓困對象必須對那些受到波及的人提供協助），足以大幅降低紓困的高昂代價。

29 一個美國聯邦地方法院限聯準會在五天之內，必須交出透過緊急紓困計畫獲得政府金援的企業名單。請參見Mark Pittman, "Court Orders Fed to Disclose Emergency Bank Loans," *Bloomberg.com*, August 25, 2009, at http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a7CC61ZsieV4. 2009年9月30日，聯準會發出通知，表示他們會對法官的命令提出上訴。請參見Mark Pittman, "Federal Reserve Appeals Court Order to Disclose Loans," *Bloomberg.com*, September 30, 2009, available at http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aSab0xkcV8jc.

復甦。沒錯，大多數的經濟預測專家都認為，2009年底到2010年，經濟成長會逐漸趨緩，2011年恐怕還會出現更多的問題。

技術上而言，經濟恢復正成長就代表衰退已經結束。經濟學家將經濟衰退定義為「兩季或兩季以上的經濟負成長」，因此，不管經濟情況仍然有多虛弱，只要成長率轉負為正，他們就會宣布經濟衰退正式結束。然而，對一般工作人口來說，只要失業率仍然維持在高點（尤其是失業率還在持續升高），經濟衰退就沒有結束；對企業而言，只要他們產能過剩繼續存在（表示經濟能量仍未全力發揮），經濟衰退也仍未結束，而且企業也不會再投資。

在本書付梓之時，美國經濟在一、兩年內恢復全速成長的機會仍十分渺茫。撇開一廂情願的想法、仔細研究經濟基本面，我們會發現，失業率要恢復到正常水準恐怕還要一段很長的時間。因此，經濟觸底反彈並不會讓美國經濟立刻回復到它應有的水準。更有可能的情況是，在失業率回穩之前，美國經濟將會進入一段和日本類似的長期

30 這並不是政府第一次企圖繞過國會對華爾街馳援。1994年，在國會拒絕了柯林頓政府的要求、不同意對投資於墨西哥債券（後來被稱為墨西哥紓困行動，the Mexican bailout）的華爾街進行金援時，當時的財長魯賓就曾將手伸向完全為了不同目的而設立的「外匯安定基金」（Exchange Stabilization Fund，又稱為「外匯平準基金」。請參見J. Lawrence Broz, "Congressional Politics of International Financial Rescues," *American Journal of Political Science*, vol. 49, no. 3 (July 2005), pp. 479–496, and Anna J. Schwartz, "From Obscurity to Notoriety: A Biography of the Exchange Stabilization Fund," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29 (May 1997), pp. 135–153

31 2009年第三季，美國經濟成長率達3.5%，代表經濟衰退正式結束。但仔細解析卻看出一些問題：3.5%的經濟成長率中，有1.6%是來自「舊車換新車」計畫（參見第三章）；剩下的1.9%中，則又有一半是來自於重建庫存。

低迷狀態。（美國的經濟成長或許會比日本經濟長期停滯時期來得強勁一些，原因是日本的勞動力成長一直長期停滯，而美國卻仍維持每年1%的成長率。但我們不應該被這個差異給騙了。）美國未來可能還有些動盪要面對，因為我們的經濟可能還是會再碰到一、兩次震撼——另一家金融機構又突然倒閉、商用不動產出問題，甚或只是2011年經濟刺激方案的結束，都有可能帶來影響。我以後會說明，要讓失業率回到正常水準，我們將需要一段為期很長、超過3%的經濟成長期，而這種成長目前仍毫無跡象。

政府以及那些拋售股票的人希望創造樂觀的氣氛，這很自然。他們希望，信心的恢復將能鼓勵消費及投資，甚至還可能重新提升房地產價格。果真如此，2008年的經濟大衰退就將迅速走入歷史，而對這場惡夢的記憶也將很快就會消逝無蹤。

股價從谷底回升常被視為經濟景氣的溫度計。不幸的是，股價回升未必代表一切都沒問題了。股價之所以上漲可能是因為聯準會不斷將大量資金導入市場，而市場利率又低，因此股票看起來似乎比債券更具吸引力。來自聯準會的資金洪流會自己找到出口，最好是變成提供給企業的貸款，但它也可能造成股市泡沫。或者，股價上漲反映的也可能是企業降低成本的結果，包括裁員及減薪。若真是如此，它反而可能是整個經濟出問題的前兆，因為如果勞工的薪水仍低，消費能力當然也會持續低迷，而消費卻占美國整個GDP的70%。

我前面說過，這次經濟衰退情況非常複雜，因為它包括一個金融危機再加上經濟衰退的雙重效應，而且還彼此交互影響。近年來的經濟衰退都是規模小且短暫的經濟脫軌，而且大多數似乎都是聯準會煞

車踩太急所造成的（當然有時是因為政府先前的油門加太足了）。[32] 因而，從前要讓經濟復甦很容易：只要聯準會發現錯誤，重啟油門，經濟成長就會回復。有些景氣衰退則是由庫存累積過多所引起的。只要庫存消化之後（大約一年之內），經濟就可以恢復成長。但這次「大衰退」卻不一樣，因為金融體系整個崩盤了。其他與金融危機相關的經濟衰退都顯示，這類的衰退恢復起來真是困難得多，而且時間會拖很長。

我們應該慶幸，那些瀕臨破產的銀行看來已不再岌岌可危。儘管金融市場慢慢解凍，而銀行的資產負債狀況也逐漸好轉，但前方似乎依然烏雲罩頂。商用不動產市場崩盤、住宅不動產市場的餘震，以及信用卡債，似乎都是未來的隱憂。居高不下的失業率也可能為房貸及信用卡市場帶來新的問題。容許銀行將未完全準時付款的房貸繼續全額掛在帳上的新規定，也將影響我們判斷銀行體系健康狀況的能力。不良貸款將獲得展期，但這只會延後銀行面對現實的日子。然而，許多商業不動產貸款也都已被證券化，因而未來幾年也將必須展期。新一波的破產及房屋扣押風潮已搭好了舞台。商用不動產及住宅不動產市場因聯準會的標準行徑（降低長期利率）而產生支撐，但若聯準會撤除它在金融市場的高度干預，會發生什麼情況？而如果聯準會因為知道如果將這些維生系統拿掉將會產生的風險，因而一如承諾不撤除

32 請參見*Economic Report of the President*（Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 1996）.

干預，又將發生什麼情況？

然而，即使金融體系真的恢復到最佳狀態，實質經濟依舊問題多多。逐一檢視總和需求中的每一個項目，我們真的樂觀不起來。即使銀行完全復原，它們也不會再像以前那樣隨意放款，而即使他們願意放款，大多數的美國人也不想像以前那樣借錢了。他們學到了慘痛的教訓，因此他們一定會開始儲蓄，而且儲蓄的比率可能會比當年銀行隨便撒錢給他們的時候高出許多。即使失業人口增加的不確定性完全被排除，許多美國人的財富也已大幅縮水，因為房子原本是他們最主要的資產。即使那些房產價值沒有完全蒸發的人，心裡也都明白，他們所擁有的資產已大不如前，恐怕得花很久很久才有可能重新恢復（或甚至永遠恢復不了）。

另一方面，去槓桿化的過程（例如，降低不合理的家庭負債比——平均高達家戶可支配收入的1.3倍）也將需要超乎正常水準的儲蓄才能完成，而這也意味著家庭開支的縮減。

要重振總和需求中的另一個項目（出口），難度看來也很高。當那麼多國家都得努力應付自己的問題時，美國恐怕無法期待未來的出口會有大幅成長。當然，就像我之前說過，當整個世界都出問題時，我們不可能靠出口來解救美國的經濟衰退。在「經濟大蕭條」的時代，許多國家都想以犧牲鄰國的利益來保護自己。這就是所謂的「以鄰為壑」，其中包括保護主義（提升關稅及其他的貿易障礙）以及各國貨幣的競相貶值（讓自己的貨幣比別人便宜，就可以讓自己的出口貨品比別人便宜，並降低進口商品的吸引力）。這些手段不會比當年的效果來得好，因為這些行為常會弄巧成拙，反而傷了自己。

中國的經濟成長近年來一直頗為強勁，但中國的總消費量仍比美國小得多，因此，即使中國增加消費，也無法彌補美國的消費縮減，而中國的消費只要稍微提升，就會造成美國出口增加的假象。由於這次全球經濟危機對開發中國家造成的傷害極大，仍有儲存外匯能力的國家勢將繼續大量累積外匯存底，因而削弱全球的消費需求。

如果消費或出口未能強勁恢復，至少在產能過剩整個消化或消失之前，我們很難期待企業恢復投資。在此同時，為刺激經濟而推動的政府支出不久後也將終止，而各州及地方政府因為稅收赤字而進行的削減支出，也可能會為美國經濟帶來更大的下滑壓力。

危機之前，支撐美國、甚至全球經濟的，其實是美國房地產泡沫所創造出來的負債型消費狂潮。大家之所以會一直過著寅吃卯糧的生活，是因為相信房價將無限上漲。現在可沒人會相信這種神話了。過去的美國經濟成長「模式」已經結束了，但我們還看不出有任何可以取代的方式。

簡言之，經濟從2008年秋的災難邊緣被挽救回來，確實讓大家都鬆了一口氣，但沒有人會宣稱經濟已經復原了。持續升高的赤字威脅著歐巴馬總統的其他計畫，而對銀行紓困所產生的憤怒也蔓延到其他的領域。然而，儘管銀行仍不肯積極從事貸款業務，銀行主管卻依然坐享破紀錄的分紅（2009年初的一項調查顯示，一位普通的交易員可領到的紅利獎金，高達93萬美元）[33]，而銀行股東也很高興，因為他們的股票價格正不斷上揚。歐巴馬已經瞭解，他不可能取悅每一個人。但他取悅到了對的人嗎？

「且戰且走、避免衝突」這項原本被視為風險較低的策略，卻證明不論是在政治上或經濟上，風險性都極高：社會大眾對政府的信心可能因此而大為削弱、大銀行與整個社會之間的衝突可能更加嚴重，國家經濟則面臨復原較慢的風險，而公開或祕密進行的龐大銀行紓困，也將影響政府的財政狀況，也就是會使得那些為國家未來福祉而規劃的種種方案都無「援」推展。

歐巴馬原本可以採取一些不同的政策，而且雖然他已經做的許多決策或許限制了某些可能性，但機會依然存在。在以下的四章中，我將說明政府如何刺激經濟復甦（第三章）、如何或未能解救美國的房屋擁有者（第四章），以及它如何嘗試要讓金融制度起死回生並重新加以規範（第五章和第六章）。我比較擔心的是，由於之前已經做出的抉擇，不但將使我們的經濟衰退比原來應有的時間拖得更長、傷害更深，同時也將為我們留下更龐大的債務，更缺乏競爭力、更無效率，也更容易受另一次危機影響的金融體制，還有一個無力面對新世紀挑戰的經濟體。

33 資料來自薪資顧問公司Johnson Associates所進行一項調查。調查結果顯示，雖然交易員的獎金將暴增60%以上，但投資銀行的獎金則只將提高15%～20%。而在七家接受政府鉅額紓困金的公司裡，薪資則受到了限制。請參考Eric Dash, "Some Wall Street Year-End Bonuses Could Hit Pre-Downturn Highs," *New York Times*, November 5, 2009, p. B3.

第3章
左支右絀的因應

2009年1月，歐巴馬和他的財經顧問掌權之後所面對的，是一個前所未見的大危機。幸好，他們很清楚若不先處理實質經濟的問題，是不可能讓金融體系恢復健康的。實質經濟需要注入生氣，而且必須先堵住房屋扣押的洪潮。四分之三個世紀以來，美國從沒碰過這麼嚴重的經濟危機。然而，在世界其他地方，危機似乎已成家常便飯。從歷史以及其他國家的經驗中，我們可以找到太多處理經濟危機（包括因房地產泡沫破滅而引發的危機）的方式及資訊。歐巴馬的財經團隊原本可以運用各種理論、實證經驗及常識，規劃一套在短期內刺激經濟，長期來看能強化國家未來經濟體質的危機處理方案。但政治並非總是這麼理性。

在處理危機過後的殘局時，最為關鍵的觀念其實也非常簡單：危機並不會摧毀一個經濟體中的實質資產。銀行或許倒閉了、企業及家庭或許破產了，但是，一個社會「真正」的資產卻多半未受到危機的破壞。大樓、工廠、民眾，以及所有的人力、物質及自然資本全都

維持原狀。危機中真正受影響的是信心與信任遭到破壞，以及當銀行及企業面臨破產時，社會體制及結構受到的打擊，而市場經濟中也會開始出現所有權的爭議。由於所有權的大量轉移（例如破產處理程序中，所有權必然由股東轉移到債券持有者手中），許多資產的所有權及控制權並不完全明確。危機發生前，許多資源都被無謂浪費了，例如將錢大量投入興建房屋，而非更有效地利用。但這都已是既成事實，正如許多人常說的——往者已矣、來者可追。此時最重要的問題是，泡沫破滅之後，資源將如何被運用？事實上，大多數的損失通常發生在危機之後，因為資源未完全運用，或沒能用在最有效率的地方，而失業率也大幅攀升。這才是真正的「市場失靈」，但若主政者採行正確的政策，這樣的情況是完全可以避免的。然而，最令人感到驚訝的就是，正確的政策通常都未被採行，因而，泡沫醞釀時期的損失，通常會在泡沫破滅後繼續擴大。

振興方案

經濟大衰退期間最大的辯論，來自希望控制赤字的財政保守派與主張政府應該以赤字來刺激經濟的凱因斯派之間。2008年及2009年，雖然大家一時間忽然都成了虔誠的凱因斯信徒，但對於政府究竟該以何種措施來回應危機，意見卻仍不盡相同。歐巴馬上台時，經濟衰退的動能已完全展現，他根本不可能做任何事情來立刻扭轉頹勢。然而，經濟振興方案及其規模會決定景氣衰退穩定的速度。遺憾的是，歐巴馬政府對於當時必須採取的行動並未提出清楚想法。他們反而將刺激經濟的行動及規模，大半交給國會去決定。而後來所出現的振興

經濟方案，事實上並不完全符合經濟復甦所需。

一個規劃完善的經濟振興方案應符合七大原則：

1. **快速**　小布希總統未能及時行動的代價極為高昂。經濟政策的落實需要好幾個月。因此，迅速注入資金極為重要。
2. **有效**　意指資金投入的效益必須很大，每一塊錢都應該創造大量就業機會及經濟產出。每投入一塊錢美金所增加的國民收入稱為「乘數」（multiplier）。在標準的凱因斯理論分析中，政府支出的每一塊錢都應該產生超過一塊錢的國民產出。例如，如果政府將錢投入一項建設計畫，勞工就可以將因此賺來的錢拿來消費，而其他人也一樣可以將所得用來消費。消費鏈中的每一個階段都將增加國民收入，因此就可以使整體國民收入的增加，遠大於政府原先的支出。

   美國經濟的短期乘數（short-run multiplier）平均約為1.5。[1]也就是說，如果政府現在支出10億美元，今年的GDP就會增加15億美元。而其長期乘數（long-run multiplier）就更大了，今天的支出所帶來的效益，有些要到明年或後年才會顯現。由於目前的經濟衰退恐怕將是個長期的衰退，決策者更應特別注意兩、三年後才會顯現的效益。

   並非所有的支出都可以產生同樣的乘數效應。例如，花在伊拉克包商的錢，乘數就很低，因為他們的消費大多發生在美國境外。相同的，對富人減稅的乘數也很低，因為他們的存款遠多於消費。但增加失業補助的乘數就會高得多，因為那些收入大幅縮水的人，多半得將領到的每一塊錢都花出去。[2]
3. **針對國家的長期問題**　低國民儲蓄、高貿易赤字、社會安全體系的長期財政缺口，以及高齡人口、基礎建設老舊及全球暖化等問題，都威脅到美國長期發展。有效的方案應該針對這些問題，起碼不能讓這些問題惡化。
4. **著重於「投資」**　經濟振興計畫必然會增加國家的財政赤字，但負債只是國家資產負債表中的一邊。國家的「資產」也同樣重要。如果振興經濟的資金是投入在有助提升國家長期生產力的資產上，這些錢將足以強化國家的長期展望（即使短期支出及失業率將有所增加）。外債高築的美國更應費心改善國家資產負債表。如果一個國家是以借錢消費的方式來刺激經濟，當還錢的日子來臨（即便只是償還利息），國民生活水準必然會

1 有些經濟學家認為，由於擴充支出提升了消費者的信心（信心乘數），因此相關的乘數應比這些數字來得大。如果振興方案的支出可以降低失業率，而下降的失業率又可以降低勞工的焦慮感，他們可能就會產生多一點的消費行為，因而對經濟的整體影響也將更大。這是要求謹慎掌握時機及目標的重要論點，因為如果振興方案不如政府所承諾的有效，社會上就可能產生一種「負信心乘數」（negative confidence multiplier）雖然金融界的人一再強調「信心」的重要性，標準經濟模型卻不做如是考量，經濟模型強調的是「真正的變數」，例如失業率及實質工資等。

2 有些預測認為，延長失業救濟可產生的乘數為1.6。請參見Martin Schindler, Antonio Spilimbergo, and Steve Symansky, "Fiscal Multipliers," International Monetary Fund Staff Position Note, SPN/09/11, May 20, 2009。然而，當利率接近零時（就像這次美國陷入危機時的情況），財政刺激的功效將更為提高，而短期財政乘數也會比1.6大出許多。參見L. Christiano, M. Eichenbaum, and Sergio Rebelo, "When Is the Government Spending Multiplier Large?" NBER Working Paper 15394, October 2009, available at ttp://www. nber.org/papers/w1539.

受影響。但如果一個國家是以投資來刺激經濟，未來的產出必將提高。而如果投資得當，報酬率不但能支付財政赤字所產生的利息，而且還可能會多出許多。這樣的支出不僅可改善今天的生活水準，更能造福下一代。

5. **追求公平**　與金字塔頂端的人比起來，美國中產階級近年來的境遇實在差遠了。[3]任何振興方案都應該考量這種情況。公平的意思是，小布希在2001年及2003年的富人減稅方案絕對不能再出現。
6. **解決危機所引發的迫切需求**　在經濟衰退的情況下，各州政府的財政通常會非常吃緊，必須開始裁員，而失業者也會同時失去健保。背負房貸壓力的人只要失業或家中有人生病，立刻會陷入困境。規劃完善的振興方案應該盡可能照顧到這樣的問題。
7. **應以工作機會喪失最多的領域為主要目標**　如果出現了永久性的失業，振興方案就應該以新的職能訓練為主，以便讓失業者能夠獲得未來工作所需要的相關技能。

這些目標有時會互相抵觸，有時則相輔相成。許多以解決急迫需求為目標的支出多半非常有效（乘數效果很大），但卻不能為未來創

3 從1999年到2006年（泡沫破滅的前一年），美國前5%高所得者的平均所得增加了4.6%，但中等收入美國人的平均所得卻降低了1%。請參見U.S. Census Bureau, Historical Income Tables, Tables H-3 and H-6, 2008, available at http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/inchhtoc.html.

造資產。例如，對汽車公司紓困或許可以暫時挽救一些工作機會，但這種支出基本上是有去無回。又例如，暖化是全球面對最為嚴峻的長期問題，但花錢新蓋或整修道路對全球暖化十分不利，因此，打造一套現代化的高速公共運輸系統，必然是更好的投資。將錢用來對銀行紓困，卻不要求必要的回饋，只是將錢白白送給最富有的美國人，而且幾乎不會產生任何乘數。[4]

「自動穩定因素」（automatic stablizers）就是那些會隨經濟疲軟自動上升的支出，是最有效的一種經濟刺激措施，因為它們會根據經濟的需求，自動調節支出水準。例如，失業補助金會在失業率升高時自動增加，而如果經濟復甦來得比預期迅速，失業補助金的支出就會自動降低。

政府該做但沒做的事

上述那些原則可以為振興方案的規模及形式提供相當程度的導引。有些國家（特別是澳洲）設計出了一套符合這些原則的經濟振興方案，因此，澳洲的經濟衰退較為和緩，並成為已開發國家中最早恢復經濟成長的國家之一。

歐巴馬政府的經濟振興方案最後確實扭轉情勢，但這套計畫的規模本應更大、設計得更好；結果不但規模不足，而且投入了減稅措施的部位太多（三分之一左右），協助各州、地方政府及未受社會安全

4 與保護債券持有人相關的銀行紓困案所顯現的不公平待遇尤其明顯，因為銀行的債券與股票開始被認為風險過高（高到退休基金及其他尋求高安全性的投資者都不敢持有）因而被許多對沖基金及投機客買進。

網保護者的金額反而不足。同時，方案中的投資計畫本該更有效益。

紓困規模太小

將近8000億美元的振興方案一開始聽起來好像金額龐大。然而，對一個規模14兆美元的經濟體而言，這個數目還不到GDP的3%，而且執行的時間將長達兩年。大約四分之一的錢將在第一年支出，但事實上，這2000億美元根本還不足以彌補各州及地方政府所刪減的支出。簡言之，與各州的預算刪減額度抵消後，根本沒多少「振興」效果。

歐巴馬政府公布的數字，足以證明這套振興方案的規模不足。總統和財經顧問聲稱，這套方案可望創造三百六十萬個新的工作機會（或避免喪失那麼多工作機會）。[5]換句話說，在振興方案執行的兩年期間，美國或許不會真正「增加」任何工作機會——只要不減少就好了。然而，我們必須檢視這三百六十萬個工作機會。正常情況下，美國每年大約會「淨增加」一百五十萬個勞動人口，而美國經濟自然會創造出工作機會。從經濟衰退之初的2007年12月，一直到2009年10月，美國總共失去了一千萬個工作機會。[6]若包括新加入的勞動人口，這表示到2009年秋天，美國的「就業赤字」（jobs deficit，要恢復到完全就業所需增加的工作機會）高達一千兩百萬。[7]

按照經濟學的理論，國家經濟是「不進則退」。很明顯的，要達

5 請參見Christina Romer and Jared Bernstein, "The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan," Council of Economic Advisers, January 9, 2009, available at http://otrans.3cdn.net/ee40602f9a7d8172b8_ ozm6bt5oi.pdf.

到完全就業（full employment）的目標，難度非常高。在勞動人口維持正常成長、生產力也維持2%～3%正常成長的情況下，美國的GDP年成長率必須達到3%～4%，才能讓失業率「不」提高。而要讓失業率從2009年的高點往下降，美國的經濟成長率必須超過這個基本水準。然而，經濟學家的「共識預測」（consensus forecasts，不代表最樂觀、也不是最悲觀的預測）卻顯示，即使加上振興方案的力道，2009及2010年的經濟累積年增率（cumulative growth）也只有大約1.2%[8]，這可是個不小的差距。

仔細看這些數字，情況似乎更不樂觀。政府及媒體所使用的是經「季節修正」（seasonally corrected）的數字。也就是說，他們已計入6、7月畢業旺季新增的勞動人口，以及聖誕節的銷售旺季。然而，季節修正通常適用於「正常」情況，但經濟衰退絕對不是「正常」情況。當政府報告指出，6月到8月之間只減少了四十九萬兩千個工作機會，整個社會似乎都因此而鬆了一口氣，因為就業情況惡化的腳步似乎趨緩了。但事實絕非如此：真正減少的就業機會高達一百六十二萬

6 Bureau of Labor Statistics, "Employment, Hours, and Earnings from the Current Employment Statistics survey (National)," available at http://data.bls.gov/PDQ/servlet/SurveyOutputServlet?data_tool=latest_numbers&series_id=CES0000000001&output_view=net_1mth.當振興方案推動剛滿六個月時，歐巴馬政府宣稱他們的財政支出計畫創造出了大約六十四萬個工作機會。請參見Elizabeth Williamson and Louise Radnofsky, "Stimulus Created 640,000 Jobs, White House Says," *Wall Street Journal*, October 31, 2009, p. A5.

7 參見Paul Krugman, "Averting the Worse," *New York Times*, August 10, 2009, p. A17. 正如我接下來會提到，這個數字低估了失業問題的嚴重性，因為有極龐大的勞動人口因為找不到全職工作而被迫接受兼職工作。

兩千個，比政府預期的高出了三倍。這是經濟要恢復「正常」所需要新增的就業機會。但是，兩個月之內，經濟衰退就奪走了歐巴馬總統振興方案所希望創造的所有就業機會的一半。而即使這個振興方案真的如歐巴馬政府所宣稱的，將獲得完全的成功，它也不可能像變魔術一樣，讓美國在2011年底達到完全就業的目標。

當然，那些負責處理民眾期望、希望維持社會樂觀氣氛的人一直提到經濟成長與就業提升之間的「時間差」。但即使他們也承認，就業市場的復甦會很慢。種種跡象顯示，就算沒有所謂的「時間差」，要創造出足夠的就業機會將是一件非常困難的事。而如果真有「時間差」（當然一定會有，因為除非雇主對經濟復甦產生強烈的信心，否則他們是不會輕易增聘人手的），情況必然還會繼續惡化。

事實上，政府所「宣傳」的失業率（2009年10月，「只有」10.2%）徒然掩飾了勞動市場萎縮的真相。我之前說過，官方的失業率並未包括數以百萬計根本就已退出勞動市場的人，他們因為受挫太深，已放棄繼續找工作（即使他們顯然是失業在家，但只要停止找工作，他們就不會被列為失業人口）。失業率也不包括數以百萬計因為找不到全職工作而不得不接受兼職工作的人。如果將這些「非自願」的兼職人口及放棄找工作的人都計算在內，失業率將從2008年8月（危機爆發前）的10.8%，大幅攀升至2009年10月的歷史新高——

8 Federal Reserve Bank of Philadelphia, "Forecasters Expect Lower Growth and Higher Unemployment over the Next Two Years," Second Quarter 2009 Survey of Professional Forecasters, May 15, 2009, available at http:// www.phil.frb.org/ research-and-data/real-time-center/survey- of-professional-forecasters/2009/survq209.cfm.

17.5%。[9]而在所有工作年齡人口中，真正擁有工作的人僅達58.5%，這也是1947年以來的新低。當然，這些都是「平均」數字。在某些地區、對某些族群而言，失業率或許並沒有這麼糟，但對有些地方的人而言，情況卻糟得多。2009年10月，密西根州的官方失業數字已達15.3%，但若加入其他實質失業人口，這個數字高達20.9%，也就是說，每五個人中就有超過一個人找不到一份全職工作。加州的實質失業人口比率更高達近20%，而青少年失業率也衝上了27.6%的歷史高點。另外，非裔美人的失業率也攀升到了15.7%。[10]

失業率的低估還有另外一個原因——許多失業人口決定加入殘障（失能）人口（disability）的行列，因為他們可以因此獲得更好、為時更長的失業救濟。2009年的前八個月，申請殘障（失能）人口失業給付的人驟增了23%。但美國當時並沒有出現任何特別的疾病風潮。2008年，美國的失能救濟金額達到了創紀錄的1060億美元，也就是政

9 根據官方資料，廣義的失業率（broader measure of unemployment，即真實失業率）從1994年開始統計，但《紐約時報》與勞工部卻部卻聯手將這項統計回溯到了1970年。2009年10月份，廣義失業率達到了「1970年，甚至可能是大蕭條以來」的最高點。請參見David Leonhardt, "Jobless Rate Hits 10.2%, with More Underemployed," *New York Times*, November 7, 2009, p. A1. 2009年10月，美國工作年齡人口中，擁有工作或積極尋找工作的比率只有65.5%，落到了二十二年的新低。Bureau of Labor Statistics, Current Population Survey, "Table U-6. Total Unemployed, Plus All Marginally Attached Workers, Plus Total Employed Part Time for Economic Reasons, as a Percent of the Civilian Labor Force Plus All Marginally Attached Workers," September 2009, available at http://www.bls.gov/ news. release/empsit.t12. htm.

10 勞工統計局的當前失業統計，參見 http://www.bls.gov/news.release/pdf/empsit.pdf，各州及地區就業及失業現況，參見http://www.bls.gov/news.release/pdf/empsit.pdf.

府總預算的4%。社會安全局（Social Security Administration）預估，到2011年底，「因為」經濟衰退而申請失能救濟的人將再增加一百萬，而其中五十萬人可望獲得救濟。得到失能救濟的人中，一大部分將從此靠救濟金度過餘生。[11]當經濟衰退長達一年半之後，長期失業人口（long-term enemployed，也就是失業時間超過六個月以上）的數目已達到經濟大蕭條以來前所未見的最高點，而平均失業時間也長達24.9週（接近半年）。[12]

有些人看到政府的失業數據後認為，這根本（還）沒有達到1981年至1982年雷根年代經濟衰退時期那麼嚴重（當時的失業率曾高達10.8%），而且也比大蕭條時期低很多。我們在解讀這種比較時，應該稍做保留，因為經濟的結構已然改變。美國已從製造業為主的經濟（1980年代佔20%，如今則已降至11.5%）轉變為服務業為主的經濟。[13]而且當時並沒有那麼多兼職的工作。更何況，美國的勞動力結構也已大大改變。一般而言，年輕勞工的失業率都比較高，1980年代，年輕勞工的比率比今天高出許多。如果根據人口結構的改變進行

11 請參見Conor Dougherty, "The Long Slog: Out of Work, Out of Hope," *Wall Street Journal*, September 23, 2009, p. A1.

12 2009年10月，美國失業人口中有35%已失業長達27週以上，這是二次大戰以來的最高點。2009年六月也是自1948年（美國政府開始統計失業人口）以來，第一次出現所有失業人口中，超過一半以上的人至少已失業長達十五週的月份。Bureau of Labor Statistics, "Table A-12. Unemployed Persons by Duration of Employment, seasonally adjusted," October 2009, available at http://www.bls.gov/web/cpseea12.pdf. See also, Floyd Norris, "In the Unemployment Line,and Stuck There," New York Times, July 11, 2009, p. B3.

13 Bureau of Economic Analysis, Industry Economic Accounts, GDP by Industry Accounts, "Value Added by Industry as a Percentage of GDP," April 28, 2009.

調整，如今的失業率還得再加上1%。

工作機會的消失會給社會帶來焦慮，即使有工作的人也擔心不知何時會收到裁員通知，一旦被裁員，下一個工作機會不知在哪。2009年中，每個工作機會後頭是六個失業人口在等，這個數字也是創紀錄，比上次經濟衰退整整高出了一倍。[14]那些有工作的人，每週工作時數也縮減至33小時，這是從1964年有此紀錄以來的最低點。[15]當然，就業市場不振也帶來了薪資降低的壓力。

房市崩盤與就業市場的萎縮還以另外兩種方式交互影響，因此也更加深了社會的焦慮感。美國的勞動市場是全世界最有活力的市場之一，這也一直是美國極大的優勢，但這種活力正面臨重大考驗。第一，從前的人失去工作時，通常都願意接受幾千里外的新工作機會。但對現今的美國人而言，家就是最主要的資產，即使是住屋仍然殘存「某些」價值（也就是房屋價值仍高於貸款金額）的人，他們的財產也大幅縮水，因此，他們根本不可能準備20%的頭款，到別地方買下差不多大小的房屋。美國人的機動性已大大降低，即使有工作的人也不太可能離開原來的地方，到別處去尋求更好的工作機會。失業人口的待業時間會拖得更長，因為搬家的誘因太低。

不僅如此，年紀較大的人還面臨另一個問題，而它也對失業

14 Bureau of Labor Statistics, Job Openings and Labor Turnover Survey, at http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost?jt, and Labor Force Statistics Current Population Survey, available at http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost?ln.

15 Bureau of Labor Statistics, Current Employment Statistics Survey, "Employment, Hours, and Earnings: Average Weekly Hours of Production Workers," available at http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost?ce.

的問題有所影響。過去，大部分人的退休計畫多是「確定給付制」（defined benefit programs），也就是他們知道當自己退休時將可以擁有多少退休金。然而，過去二十年來，許多人都改採確定提撥制（defined contribution plan），也就是雇主會提撥相對的款項，然後用這些退休基金來進行投資（當然多半都是投資於股票市場）。[16]股市的崩盤加上房市的崩盤代表許多美國人都必須重新思考自己的退休計畫。[17]由於離開職場的人減少，就業機會當然也就更少了（除非就業市場有所擴充）。

簡言之，振興方案通過後的幾個月之內，情勢就已非常明顯，振興計畫的規模根本不足；但這個結果早該在這套方案規劃之初就很清楚了。[18]由於零儲蓄率不可能持久，因此，儲蓄率上升帶來消費緊

16 在所有非公務員的勞動人口中，參與「確定提撥制」（defined contribution plan）的比率從1999年的36%增加到2009年的43%，而採「確定給付制」（defined benefit programs）的人則穩定維持在20%左右。整體參與退休計畫的人口則是從1999年的48%提升到了2009年的51%（要特別指出的是，有些勞動人口同時參與在兩種退休計畫之中）。Bureau of Labor Statistics, National Compensation Survey of Employee Benefits, "Table 2. Retirement Benefits: Access, Participation, and Take-up Rates, Private Industry Workers, National Compensation Survey," March 2009, available at http://www.bls.gov/ncs/ebs/benefits/2009/ownership/private/table02a.pdf.

17 一項皮尤研究中心（Pew Research Center）的民調研究指出，六十二歲以上的勞動人口中，有將近40%因為這次的經濟衰退而延後了他們的退休計畫。在五十歲到六十一歲的勞動人口中，有63%的人表示，由於目前的經濟狀況，他們可能必須延後自己退休的日子。Pew Research Center, "America's Changing Workforce: Recession Turns a Graying Office Grayer: America's Changing Workforce," Social and Demographic Trends Project, Washington, DC, September 3, 2009.

18 參見Ryan Lizza, "Inside the Crisis," *New Yorker*, October 12, 2009, available at http://www.newyorker.com/reporting /2009/10/12/091012fa_fact_lizza.

縮，加上各州及地方政府的縮減開支，自然意味著兩年8000億美元的振興方案起不了太大作用。

援助州政府

當危機出現，如果沒有聯邦政府的協助，各州及地方政府當然得縮減開支，而其金額高達所有政府支出的三分之一。州政府都必須遵守平衡預算（balanced-budget frameworks）的規定，他們必須根據收入來調節支出。而當房地產價格及企業利潤下降時，政府的稅收當然也會減少。根據估計，2010年及2011年的累積預算缺口（combined budget gaps）至少達3500億美元。[19]2009年光是加州就得刪減支出並提高稅收來填補420億美元的預算需求。[20]為了抵銷各州的收入短缺，聯邦政府每年就必須提供1%個GDP以上的支出來刺激經濟。

雖然2009年2月通過的經濟振興方案確實包含了對各州及地方政府的援助，但金額遠遠不敷所需。各州及地方政府刪減建設計畫對窮人的打擊最大。政府最優先的目標應該是補足各州政府的財政缺口，因為一方面以造橋鋪路增加就業機會，另一方面又任由各州不斷解雇老師及護士，實在是毫無道理可言。歐巴馬政府顯然也注意到了這個問題，因此，在2009年10月的第一份經濟振興方案成果報告中就

19 Elizabeth McNichol and Iris J. Lav, "New Fiscal Year Brings No Relief from Unprecedented State Budget Problems," Center on Budget and Policy Priorities, Washington, DC, September 3, 2009, available at http://www. cbpp.org/files/9-8-08sfp.pdf.

20 Jordan Rau and Evan Halper, "New State Budget Gap Is Forecast," *Los Angeles Times*, March 14, 2009, p. A1.

指出，因第一輪的振興經濟支出而創造或挽救的六十四萬個工作機會中，有一半以上在教育方面，而建築業則只有八萬個工作機會。[21]但振興方案仍無法改善大批老師被裁員或必須接受無薪假（furloughs）的情況，而即便計畫許多早已準備就緒，也都得等一段時間才能上路。工作機會的折損造成整個社會士氣低落，新工作機會的出現根本趕不上這種情緒的蔓延。光是2009年9月份，政府機關就足足減少了四萬個工作機會。[22]

有個辦法非常簡單——依照各州不同的情況來補足各級政府收入的損失，應該是一種既公平，而且又可以很快將錢提撥出去的政策。這些款項應該會產生極高的乘數，而且會直接達到那些最需要協助的人手中去。同時，它也會成為一個很好的自動平衡因素：如果經濟奇蹟式的快速復甦，這項支出就不會發生。而如果經濟衰退的深度及時間一如預期，各州及地方政府就會獲得更多的金援。

堵住社會安全網的漏洞

接下來的目標應該是要堵住社會安全系統中的破口。經濟振興方案在這方面確實有所著力，但也遠遠不足。國會將失業補助期限延長

21 The White House, Office of the Press Secretary, "New Recipient Reports Confirm Recovery Act Has Created Saved over One Million Jobs Nationwide," press release, October 30, 2009, available at http://www.whitehouse.gov/thepress-office/new-recipient-reports-confirm-recovery-act-has-created-saved-overone-million-jobs-.

22 Bureau of Labor Statistics, "All Employees (Sector: Government), Employment, Hours, and Earnings from the Current Employment Statistics survey (National)," November 10, 2009, available at http://data.bls.gov/PDQ/outside.jsp?survey=ce.

到七十二週（但某些州的失業救濟只及一半）[23]，然而，當經濟衰退的時間不斷延長，顯然這樣的補助也完全不敷需求。[24]由於美國是採雇主制的健保制度，因此，當一個人失去工作時，他同時也將失去自己的健保保障。然而，有史以來第一次，政府確實針對這個問題採取了行動。過去的改革讓失業的人也可以「買到」保險（即COBRA，「預算調節綜合法案」，Consolidated Omnibus Budget Reconciliation），只要他們負擔得起。但是，愈來愈多的失業人口都無法負擔，如果政府不伸出援手，已經相當龐大的無健保人口將大幅增加。歐巴馬的振興方案就在失業救濟金裡納入了65%健保費用，直接由政府代為支付（但是，只有那些在2008年9月1日到2009年底之間失去工作的人，才能享有這項待遇）。

或許最明顯的問題是，政府未能處理好這次危機中最關鍵的一件事情，那就是為失業而付不出房貸的屋主提供協助。許多人在失業之後，很快也失去了自己的房子，但這並不是因為他們自己犯了什麼錯。歐巴馬政府應該可以提供一種新的「房貸保險」（mortgage insurance）——在突然遭逢失業的情況下，由政府代墊房貸，讓大多數失業者的房貸可以獲得展期，直到重回職場。這不只是公平問題，

23 失業津貼各州不同。雖然大多數的州都獲得了長達五十五週的聯邦失業補助，但還是有十七個州只獲得了三十三週甚至更短的補助。National Employment Law Project, "NELP Analysis: Over Half a Million to Exhaust Benefits by End of September; 1.5 Million by End of '09," July 24, 2009.

24 據統計，將近五十四萬美國人的失業補助金將在2009年9月底到期；2009年底，無法再請領失業補助的人口將達一百五十萬。請參見National Employment Law Project, "NELP Analysis: Over Half a Million to Exhaust Benefits by End of September; 1.5 Million by End of '09," July 24, 2009.

更攸關國家利益：如果更多的房子遭到扣押，房價將繼續下跌，於是加重經濟下跌的力道。

擴大投資

如果政府當初將利於國家未來發展的投資列為優先考量（尤其是報酬率高的人力及高科技投資），振興方案的效益將會更高。但由於市場崩盤，私立大學收到的捐款大量縮水，加上各州政府預算短少，這些方面的投資反而受創極深。而振興經濟的經費大多進了一些本已準備就緒的計畫，以及上路較快的綠色能源投資項目。

政府當時應該明白，美國經濟在兩年內極可能需要更多刺激措施。一個較長遠的經濟振興計畫可以讓我們不是只以一些既定計畫充數，而是將眼光放在效益更高的公共投資，這正是長期經濟衰退帶來的極少數的好處之一。

美國公共領域的投資最為欠缺，但是要在公領域「快速」推動投資卻有其限制。以減稅來刺激投資可以加速將資金導入經濟，同時可以產生長期的效益。例如，以租稅優惠來鼓勵民眾對住家進行隔熱工程，就可以使得一些失業的建築工人重新回到職場（不動產市場已掉到五十年來的最低點）。

在經濟衰退期，大多數的企業都不願冒險進行投資。但採行短期的投資抵減將可以成為企業投資的很好誘因。事實上，減稅可以創造出更划算的投資，因為當下的投資可以帶來很高的國家利益，而在經濟恢復正常之後，投資對國家利益的貢獻當然就不如此時來得高。這就像是由政府來舉辦一場資本財大拍賣。事實上，採用「遞增式的短期投資抵減」（incremental temporary investment tax credit）效果甚至會更好，因為即使在經濟衰退時期，有些企業還是會繼續投資，為企業既有的投資計畫提供獎勵並沒有太大意義。但是，如果是針對企業新增投資超越過去幾年投資總額的80%來給予獎勵，就可以大大提高獎勵措施的效益。

減稅措施欠缺效益

振興經濟方案不只在規模及時機上未能達到目標，將近三分之一的錢拿來退稅，很可能造成振興措施完全失效。布希總統在2008年2月推行的退稅措施之所以無法發揮效用，就是因為大部分的退款都被民眾存了起來。即使這項退稅的用意是要鼓勵消費，但顯然對刺激景氣完全沒有起任何作用。

美國人面對的是大量負債，以及對工作及未來的焦慮。即使是那些最勇於借貸的人也瞭解，在一個愈來愈艱困的信用市場中，就算他們真有需要，手中的信用卡未必能解決問題。因此，他們很可能會將短期內獲得的錢盡量存起來。這種行為對振興方案很不利，因為振興方案的目標是增加消費。退稅計畫將增加國家的負債，但結果卻可能毫無建樹——不論短期或長期。[25]

振興方案的其他部分則是標準的寅吃卯糧。「舊車換新車」計

25 歐巴馬政府努力設計他們的減稅方案，以便達到刺激消費的效果。他們以降低預扣稅率來取代一次性的退稅，希望家庭能夠因為看到自己實際領到的薪水有所增加，而敢於增加支出。事實上，民間消費是增加了一些，但並不如減稅方案原先的期望。

更攸關國家利益：如果更多的房子遭到扣押，房價將繼續下跌，於是加重經濟下跌的力道。

擴大投資

如果政府當初將利於國家未來發展的投資列為優先考量（尤其是報酬率高的人力及高科技投資），振興方案的效益將會更高。但由於市場崩盤，私立大學收到的捐款大量縮水，加上各州政府預算短少，這些方面的投資反而受創極深。而振興經濟的經費大多進了一些本已準備就緒的計畫，以及上路較快的綠色能源投資項目。

政府當時應該明白，美國經濟在兩年內極可能需要更多刺激措施。一個較長遠的經濟振興計畫可以讓我們不是只以一些既定計畫充數，而是將眼光放在效益更高的公共投資，這正是長期經濟衰退帶來的極少數的好處之一。

美國公共領域的投資最為欠缺，但是要在公領域「快速」推動投資卻有其限制。以減稅來刺激投資可以加速將資金導入經濟，同時可以產生長期的效益。例如，以租稅優惠來鼓勵民眾對住家進行隔熱工程，就可以使得一些失業的建築工人重新回到職場（不動產市場已掉到五十年來的最低點）。

在經濟衰退期，大多數的企業都不願冒險進行投資。但採行短期的投資抵減將可以成為企業投資的很好誘因。事實上，減稅可以創造出更划算的投資，因為當下的投資可以帶來很高的國家利益，而在經濟恢復正常之後，投資對國家利益的貢獻當然就不如此時來得高。這就像是由政府來舉辦一場資本財大拍賣。事實上，採用「遞增式的短期投資抵減」（incremental temporary investment tax credit）效果甚至會更好，因為即使在經濟衰退時期，有些企業還是會繼續投資，為企業既有的投資計畫提供獎勵並沒有太大意義。但是，如果是針對企業新增投資超越過去幾年投資總額的80%來給予獎勵，就可以大大提高獎勵措施的效益。

減稅措施欠缺效益

振興經濟方案不只在規模及時機上未能達到目標，將近三分之一的錢拿來退稅，很可能造成振興措施完全失效。布希總統在2008年2月推行的退稅措施之所以無法發揮效用，就是因為大部分的退款都被民眾存了起來。即使這項退稅的用意是要鼓勵消費，但顯然對刺激景氣完全沒有起任何作用。

美國人面對的是大量負債，以及對工作及未來的焦慮。即使是那些最勇於借貸的人也瞭解，在一個愈來愈艱困的信用市場中，就算他們真有需要，手中的信用卡未必能解決問題。因此，他們很可能會將短期內獲得的錢盡量存起來。這種行為對振興方案很不利，因為振興方案的目標是增加消費。退稅計畫將增加國家的負債，但結果卻可能毫無建樹——不論短期或長期。[25]

振興方案的其他部分則是標準的實吃卯糧。「舊車換新車」計

25 歐巴馬政府努力設計他們的減稅方案，以便達到刺激消費的效果。他們以降低預扣稅率來取代一次性的退稅，希望家庭能夠因為看到自己實際領到的薪水有所增加，而敢於增加支出。事實上，民間消費是增加了一些，但並不如減稅方案原先的期望。

畫確實刺激了買氣，但這項計畫帶來的銷量，卻吃掉了未來的汽車銷量。如果經濟衰退的時間不超過六個月，這項策略或許還有意義，但從這次危機可能持續的時間看來，這項計畫的風險恐怕很高：舊車換新車確實提高了2009年夏季的汽車銷售量，但秋季車市卻得為此付出代價。這項計畫也是支出規劃失當的最佳範例，因為我們實在有太多其他的方式，可以將錢花在短期有助刺激經濟，長期也能幫助經濟結構朝最有利方向改造的項目上。

不僅如此，不論是退稅方案或是舊車換新車計畫，都反映了一個十分令人納悶的問題：美國的問題並不是出在我們消費不足，而是我們的消費實在太超過了。政府的重心似乎不應該放在鼓勵消費，因為美國經濟長期發展真正需要的，其實是增加投資。

振興結果不如預期

2009年由春入夏，失業人口的數字持續上升，因而引來眾聲喧嘩：振興方案根本無效。但是要衡量振興方案是否成功，並不是看實際的失業數據，而是看「如果沒有振興方案」，失業率會到達什麼樣的光景。歐巴馬政府一直很清楚，他們的目標是要增加三百萬個就業機會，但比較的基礎是「如果沒有振興方案的話」。問題是，金融危機帶來的衝擊如此大，即使是歐巴馬那看似龐大的振興方案仍顯力道不足。

大多數的經濟學家都認為，振興方案絕對有其必要，而且確實發生了效用（或許振興方案的規模再大一些，結果將會更好），但少數人仍深不以為然。有些保守派人士甚至想重新詮釋歷史，指稱經

濟大蕭條時期的政府支出也未發生效用。[26]沒錯，當時的政府支出並未一舉消滅大蕭條，美國是到二次大戰爆發時，才真正走出大蕭條。這次危機中，各州政府的預算削減抵銷了部分聯邦政府增加的財政支出。凱因斯經濟理論從來沒有在和平時期被大規模實行，很多說法常誤導大眾。政府戰時支出確實曾經成功讓美國經濟恢復到完全就業的情況——而且十分迅速。歐巴馬的振興方案實施之後，批評者再度指稱，凱因斯理論經過這次實際測試，已證明無效。[27]但它並沒有失敗，而所有的證據也顯示，振興方案確實讓情況改善。

振興方案不能奏效，有兩個原因值得好好探討。有些經濟學家認為，如果政府出現財政赤字，美國家庭勢將提高儲蓄，準備因應未來政府加稅來償債。但這種論述中，政府所增加的支出，必然被家庭支出的縮減「完全」抵銷。美國所有研究所都開課教授「李嘉圖等價定理」（Ricardian equivalence）。但這說法是一派胡言。布希總統上任前幾年推行了減稅措施，之後，美國的儲蓄率卻反而下降。當然，在經濟學的世界裡，事情真相與表相永遠不一樣。李嘉圖等價定理的擁護者就說，要不是減稅行動，儲蓄率可能降得更低。這也表示金融危機前的美國儲蓄率應該是好幾個百分點的負數。

26 例如：Amity Shlaes, *The Forgotten Man: A New History of the Great Depression*（New York: HarperCollins, 2007）, and Jim Powell, *FDR's Folly: How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression*（New York: Crown Forum, 2003）.

27 事實上，凱因斯的經濟理論不斷受到測試，而且大多證明它是正確的。最令人印象深刻的測試包括IMF對亞洲金融風暴及其他危機的反應。IMF不但沒有以擴張貨幣及財政的政策來回應危機，而且作法剛好相反。這種作法所造成的市場緊縮，完全符合凱因斯理論的預測。

保守派抬出李嘉圖等價定理，多是用以反對政府增加支出，而非反對減稅。沒錯，李嘉圖等價定理認為，如果政府加稅，民眾會自我調整，整體消費行為改變不大，因為大家都知道未來要付的稅會比較少。

這些理論其實都建立在各經濟學派普遍接受的簡單假設，而且導致現有危機的惡化。其中兩種常見假設顯然錯誤：市場及資訊都是完美的（markets and information are perfect）。在這種假設下，每個人想借多少就可以借多少錢。也就是說，如果政府提高稅收，那些勇於消費的人可以輕鬆向銀行借錢，而且付的利息相當政府公債利率（即呆帳風險調整過後的利率）。另外兩個假設就更不可思議：人可以長生不死，那麼財富重分配不會帶來任何影響；如果人真的可以長生不死，那麼永遠逃不掉還債的責任。但事實上，這一代的人卻會將債務轉到下一代的身上，因此使得老一代的人敢於從事他們原本不會進行的消費行為。而且根據這個奇怪的理論，即使比較貧窮的老年人口可能會花掉他們有限收入中比較大的一部分（和有錢的中壯年人比較起來），但是，將財富從有錢人手中分配一部分到窮人手中（財富重分配）對國家的總體消費也不會有任何影響。但事實上，在這次經濟衰退中，不論政府是否增加赤字，家庭儲蓄恐怕都會提高，而赤字的規模恐怕也不會對儲蓄的比率有太大的影響。

一個比較嚴肅的問題是，當政府舉債增加時，那些借錢給政府的人將開始擔心政府的償債能力。一旦憂慮升高，他們就可能會要求更高的利率。開發中國家對這個問題知之甚詳，因為他們就身陷這種左右為難的狀況。如果不花錢刺激景氣，他們的經濟就會持續疲軟，

債權人就會要求提高利率；如果他們決定花錢刺激景氣，負債又會增加，債權人同樣會要求提高利率。幸運的是，美國還沒有來到這個節骨眼上。據我判斷，由於美國振興方案目前的效益頗高，因此將足以抵銷這些長期風險。

另一個密切相關的隱憂是，投資人開始擔心未來的通膨問題。那些借錢給美國的國家已經開始表達一些憂慮。他們擔心美國將出現「以通膨來解決巨額負債」的誘因，也就是藉通貨膨脹來降低外債的「實際價值」。不僅如此，他們還擔心投資者會因為看到這麼龐大的債務，而開始思考美元的風險，擔心美元的價值（相較於其他貨幣）會下滑。不論這些焦慮是否合理，只要這些焦慮真的存在，長期利率就會提高，而這也將抑制投資意願、降低總和需求的淨增加。

透過貨幣政策，聯準會多半可以解決因政府債務增高而造成的短期利率上升壓力。但在這次危機中，聯準會所採行的對策展現出了的前所未見的規模及形式[28]，但這也引發了眾人的質疑——他們是否真的具備了在最正確的時間點上「扭轉乾坤」的能力。聯準會一直想說服市場相信他們絕對有此能耐，並保證只要在最正確的時機進行貨幣緊縮，絕對可以有效抑制通貨膨脹。第五章會說明，大家何以對聯準會缺乏信心。同樣地，不論是否合理，如果這些質疑蔓延，會使聯準會陷入困境：如果聯準會真的回復到「正常」的政策，也就是專注於

28 聯準會的資產（包括所持有的房貸、國庫券等）從2008年8月的0.9兆美元，大幅擴張到2009年12月的2兆美元。聯準會過去通常只會買進國庫券（短期公債）。但當聯準會試著影響長期利率及房貸利率時，它採行了有時被稱為「量化寬鬆」（Quantitative Easing）的政策，大量買進許多其他的金融產品。

控制短期利率，那麼，長期利率就可能上升。因而，即使它能夠將短期利率控制在低點，經濟復甦仍將受到影響。

然而，如果刺激經濟的錢是花在投資上，這些負面效應發生的可能性就將大幅降低，因為市場將意識到，這項振興方案將提升美國的經濟地位。如果振興方案的支出是花在投資上，國家資產負債表上的資產將與負債同步增加，因此，美國的債權人就沒有理由要擔心，也沒有理由要提高利率了。[29]

對赤字失控的焦慮讓大家開始關注問題真正的根源：美國無法堅持到底的政治風險，正如美國在大蕭條時期的情形，以及日本在1990年代經濟泡沫破滅後的情況。如果第一劑強心針之後，美國經濟並未如預期強勁復甦，美國政府是否能夠持續推出振興方案？那些從來沒有真正相信凱因斯經濟理論的人，會不會與國會中的「赤字鷹派」（deficit hawks）聯手起來，要求削減政府支出？我擔心他們會這麼做，果真如此，美國經濟要回復強勁成長，必然會受到延宕。

前進未來之路

布希及歐巴馬政府都低估了這次經濟衰退的嚴重程度。他們以為，為銀行提供金援就足以讓經濟復原、重啟信貸流量，並讓房市起死回生。歐巴馬的振興方案原本只是應付經濟復原之前的過渡時期。這些假設全都錯了：重整銀行的資產負債表並不會讓貸款業務自動恢

29 我們現在應該已經明白，市場並不是永遠那麼聰明。許多金融市場的人似乎只會注意政府資產負債表中的負債，而從不去看它的資產。

復「正常」。當房產泡沫破滅，一直支撐美國經濟的「舉債式消費」模式也崩潰了。即使房地產價格停止下跌，也不表示能回到原來的水準。於是大多數美國人的主要財產，若不是完全泡湯，至少也縮水大半。

目前的振興方案結束前，我們必須為第二輪的振興經濟支出做好準備。有些在第一輪振興方案中應做而未做的事（例如針對各州的稅收短缺提供協助），必須納入第二輪的振興措施。我們得準備好要在2011年進行更多的投資支出。就算到時未必會進行這些投資，但若不從現在開始準備，絕對會反應不及。如果現在做好準備，到時不需要的話，隨時可以刪節這些預算。不幸的是，歐巴馬及布希政府先前做的一些決策，恐怕已大大降低另一輪振興方案被通過的機會。歐巴馬「且戰且走」的策略可能帶來的不幸後果，已經慢慢浮現。

到頭來，舉債而來的振興經濟支出終究也只是一項短暫的權宜之計，尤其當許多國家（包括美國在內）都開始因債臺高築而感受到愈來愈多的壓力之際。批評家認為，美國只是從舉債式的民間消費轉成了舉債式的公共消費而已。雖然這種支出可以幫助我們的經濟進行長期成長所需的結構重整，但朝這個目標投入的資金實在太少，太多的錢則被花在那些只能讓我們原地打轉的事情上。

還有許多其他政策都足以取代舉債式消費所造成的泡沫、幫助支撐美國經濟。要讓美國的整體消費獲得穩固的基礎，我們需要進行大規模的所得重分配，讓金錢從那些有能力儲蓄的金字塔頂端的人手中，流向金字塔底層那些必須花掉自己所賺來的每一分錢以維持生計的人身上去。擴大累進稅制（progressive taxation，對金字塔頂端課以較

重的稅、降低金字塔底層者的繳稅負擔）不但可以達到這個目的，更有助於穩定經濟。如果政府可以藉著增加高收入美國人的稅收來支應政府的支出擴張（尤其在投資方面），美國的經濟也將得以擴張，這就是所謂的「平衡預算乘數」（balanced budget multiplier）。雷根時代紅透半邊天的供給面經濟學家（supply-side economists）堅稱，這樣的稅制將打擊就業及儲蓄，因此也將拖累GDP。但他們的理論（如果真的正確的話）只能應用於生產受制於供應的情況下，但我們現在的問題是產能過剩，因此，生產其實是受制於需求。

要強化全球消費，我們必須有一套全新的全球準備制度（global reserve system），這樣，開發中國家才可能花更多、存更少。[30]國際社會必須為貧窮國家提供更多協助，而中國則必須在降低儲蓄率上再加把勁。如果全世界願意提高碳價格（price of carbon，就是企業與家庭必須為排放溫室氣體付出的費用），我們就會有很大的誘因來改造全球的經濟。它將能夠激勵更多的創新及投資，以製造出更節能的房屋、廠房及設備。這些事情當然不可能很快就實現，但到目前為止，這些議題甚至還沒有真正被討論。

美國及全球經濟目前正面對三大挑戰。第一，重建穩固的總和需求，確保全球恢復完全就業。第二，改造金融體系，以便發揮應有功能，而非過去從事的種種高風險行為。第三，改造美國及其他世界經濟體，以便反映全球比較優勢及科技的轉變。本書撰寫之時，我們在這三方面都非常失敗。確實，由於我們一直專注於解決眼前的難題，

30 有關全球外匯系統及它為何必須進行改造的深入討論，請參見第八章。

針對這些根本問題的討論十分有限。本書最關切的問題是，我們目前為了解救自己免於落入懸崖所採取的種種措施，是否也將阻礙我們重回強勁的成長？正如銀行在進行貸款時所展現的短視行為，我們是否也同樣犯了短視的毛病？後果是否也將在未來一一浮現？

這些問題在金融界特別明顯，而他們正是這次風暴的核心。接下來的三章將專門探討政府為了解救及恢復金融體系的生機所採取的行動。下一章討論的是房貸市場。雖然歐巴馬總統已經意識到，只要數以百萬計的美國人依然面臨房屋被扣押的威脅，美國經濟要復原仍將困難重重，但他在這方面的作為實在太少了：房屋扣押的狂潮依舊持續，幾乎絲毫沒有減弱。振興方案或許未能完全符合需求，但它仍然可算成功。但我們完全無法給政府在房貸市場的行動打同樣的分數。而當我們檢討政府對銀行界的措施時（第五章及第六章），失望可就會更深了。

第4章
連環騙局・溺水家屋

美國房貸業者窮兇惡極的搶錢行為將以「二十一世紀初的大騙局」而永留青史。擁有自己的房屋一直是「美國夢」最基本的要素也是全世界的人共同的渴望。當美國的銀行及房貸公司開始向民眾強力兜售廉價的房貸時，許多人急於搶食這塊美味的大餅。[1]數以百萬計的人申請了他們根本還不起的貸款。當利率開始上升，他們失去了自己的房屋以及所有投入的資金。[2]

1 房產泡沫期間，超過四百萬美國人買了新屋，到了2009年第三季，擁有房屋的人口比例（67.6%）卻多於2000年（67.4%）。U.S. Census Bureau, Housing and Household Economic Statistics Division, "Housing Homeownership Vacancies and Homeownership: Second Quarter 2009, Table 5. Rates for the U.S.: 1965–2009," July 24, 2009, available at http://www.census. gov/hhes/ www/housing/hvs/qtr209/files/q209press.pdf.

2 從2001年到2007年之間，光是「有嚴重經濟壓力」的家庭數（半數收入用於償付房貸）就大幅增加了四百萬戶以上。Joint Center for Housing Studies of Harvard University, *The State of the Nation's Housing 2009*, June 22, 2009, available at http://www.jchs.harvard.edu/son/index.htm.

房產風暴掀起了美國及全球的連鎖反應。透過所謂的「證券化」過程，房貸被切割又切割、包裝再包裝，並轉賣給全球各種不同的金融機構及投資基金。當紙牌搭成的房子終於崩塌，許多老牌金融機構也全給拖下水，包括雷曼兄弟、貝爾斯登，還有美林證券。但是這場災難不僅席捲美國境內。許多證券化房貸被賣到世界各地，結果它們的毒性也殃及了遠至挪威、巴林（Bahrain，位於阿拉伯半島）及中國的各大小銀行及投資基金。2007年夏天，我在印尼央行舉辦的研討會中遇見一位印尼基金經理人，她為了讓客戶暴露在美國這麼大的市場風險中而深感自責。她解釋，因為這些金融商品都打著「美國製」的商標，所以她以為投資這些商品對客戶很有利，「美國的房貸市場規模那麼大，我們從來沒想過會有任何問題。」

過高的風險加上過高的槓桿化創造出「看來」很高的報酬率——而高報酬確實維持了一陣子。華爾街以為重新包裝這些房貸，轉賣到無數投資人手中，風險就可以分散——由於風險是如此之分散，應該很容易就被稀釋吸收。然而，將房貸證券化反而提高了風險性。那些促使問題迅速惡化的銀行卻認為這不完全是他們的錯。花旗集團董事長帕森斯（Dick Parsons）的說詞，最能代表銀行界的想法：「除了銀行之外，管理監督的鬆散與降低也難辭其咎。政府根本就是在鼓勵銀行將錢借給不符資格的人，而民眾也大膽申請了太多自己根本負擔不起的房貸或其他貸款。」

3 請參見Joe Weisenthal, "Dick Parsons: Don't Just Blame the Bankers," *Business Insider*, April 7, 2009, available at http://www.businessinsider.com/dick-parsons-dont-just-blame-the-bankers-2009-4.

帕森斯這樣的銀行高層竟然怪罪起貸款人去購買自己負擔不起的房屋。但許多貸款人根本不知道自己掉進什麼樣的陷阱。這種情況在次貸市場尤其嚴重，而次貸後來也正是這次大地震的震央。次級貸款是專門提供給那些無法符合「傳統抵押貸款」資格的人（例如薪水過低或收入不穩定的人）。銀行更不斷鼓勵有房子的民眾將自己的房屋當成「自動提款機」，反覆貸款。例如，卡納萊絲女士（Ms. Canales）的房子最近遭到了強制扣押的威脅，因為在過去六年裡，她用自己的房子進行了十三次「無須證明」的轉貸（"no-doc" mortgages），也就是那種不需要（或只需要極有限的）收入或資產證明的貸款。卡納萊絲女士說，「他們一直打電話來問我，『您的銀行裡需要不需要一些錢呀？』我當然說，『好呀，我的帳戶裡當然最好是有點錢呀。』」許多由業務人員代為填寫的貸款申請書，其實都隱藏了卡納萊絲女士實際的收入狀況。[4]某些問題貸款真的帶來「致命」的結果。[5]因為發現自己的房屋已遭法拍而導致自殺及離婚的情況，在全美各地時有所聞。甚至有些仍然在正常付款、繳稅的房貸戶也發現，他們的房子竟然已遭銀行公告法拍，而他們自己卻毫不知情。報紙上充斥的各種離奇故事或許只是一些特例，但這些故事卻

4 請參見Abby Aguirre, "The Neediest Cases: After a Nightmare of Refinancing, Hope," *New York Times*, November 8, 2008, p. A47.

5 請參見Peter J. Boyer, "Eviction; The Day They Came for Addie Polk's House," *New Yorker*, November 24, 2008, p. 48.

6 RealtyTrac, "US Foreclosure Activity Increases 75 Percent in 2007," press release, January 29, 2008, and "Foreclosure Activity Increases 81 Percent in 2008," press release, January 15, 2009, available at http://www.realtytrac.com/contentmanagement/.

觸動了美國社會的敏感神經：美國面對的不只是經濟危機，而且還伴隨著社會悲劇。數以百萬計的美國人失去了（或正面臨失去）自己的家園。根據一項估計，2008年有二十三萬人失去自己的房子，而2007年則只有一百三十萬戶房屋遭扣押。[6]穆迪信評旗下的經濟分析機構預估，2009年全美將有三百四十萬屋主面臨房貸違約的危機，而其中有兩百一十萬人恐怕會失去自己的房子；另有好幾百萬屋主則可能在2012年之前遭到房屋被扣押的命運。[7]銀行不斷說服民眾進行超額貸款，等於讓數以百萬計的美國人葬送了自己一生的積蓄。許多美國人在失去自己的房子的同時，也失去了他們對未來的夢想、孩子的教育機會，以及一個像樣的退休生活。

有些時候，似乎只有那些基層營業員才被當成罪魁禍首，但他們也一再宣稱，自己只是盡本分，公司的制度原本就鼓勵他們要盡量成交。他們信任自己的老闆，相信他們會嚴格審核申請資格。然而，有些基層人員還是很清楚未來會出現什麼樣的危機。早在2006年1月，加州一位房貸專員葳爾許（Paris Welch）就曾寫信給主管機關提出警

7 請參見Sonia Garrison, Sam Rogers, and Mary L. Moore, "Continued Decay and Shaky Repairs: The State of Subprime Loans Today," Center for Responsible Lending, Washington, DC, January 2009, available at http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/continued_decay_and_shaky_repairs.pdf; Editorial, "Holding Up the Housing Recovery," *New York Times*, April 24, 2009. p. tk; and Credit Suisse, "Foreclosure Update: Over 8 Million Foreclosures Expected," Fixed Income Research, December 4, 2008, available at http://www.chapa.org/pdf/ForeclosureUpdateCreditSuisse.pdf.根據美國「抵押貸款銀行家協會」（Mortgage Bankers Association）的統計，到2009年3月為止，延遲付款超過一個月或在2008年底前房屋已遭扣押的美國房貸戶，已達五百四十萬戶（將近12%）。請參見FBI, *2008 Mortgage Fraud Report*, "Year in Review," at www.fbi.gov/publications/fraud/mortage_fraud08.htm, pp. 11–12.

告：「要有心理準備，房貸違約、強制扣押，以及許多可怕的事件將一一發生。」一年之後，房市崩跌竟然讓她自己也丟了飯碗。[8]

最後，那些用來剝削窮人的金融工具也成了銀行和房貸機構的惡夢。證券化的流程為他們帶來了似乎無窮無盡的交易費用，而這些取之不竭的費用則創造出了前所未見的利潤，而前所未見的利潤更為他們帶來了聞所未聞的超高獎金與紅利。這一切讓銀行界的人目眩神迷，甚至完全盲目。他們或許覺得，這樣的好康實在太難以置信了——一點也沒錯。或許他們也覺得，這種好事不可能永遠存在因此最好趕緊努力搜刮——這光景確實也沒撐太久。有些人是直到整個制度崩盤後才發現死傷慘重。雖然有些金融高層的口袋確實受創頗深，但大多數的人卻因此而大發國難財，讓自己的口袋進帳好幾百萬（有些甚至弄到了上億美元的好處）。

然而，即使整個制度都崩盤了，卻也沒能阻止某些人的貪婪。當政府努力為銀行注資，希望能夠恢復信貸流量時，這些人卻拿這些錢來給自己發放前所未見的鉅額獎金！捅出了1000億美元虧損大漏子的九家貸放機構，經由「不良資產紓困方案」總計取得了1750億美元的紓困資金，但其中竟有330億美元用來發放紅利，而獲得100萬美元以上的人高達近五千人。[9]其他紓困資金則被用來發放股利。股利應該

8 請參見Matt Apuzzo, "Banks Torpedoed Rules That Could Have Saved Them," Associated Press, December 1, 2008.

9 在紐約州檢察長科墨（Andrew Cuomo, New York State Attorney General）的努力下，這份資料才得以公諸於世。負責紓困行動的美國財政部並未主動揭露這份資料。請參見Susanne Craig and Deborah Solomon, "Bank Bonus Tab: $33 Billion," *Wall Street Journal*, July 31, 2009, at online.wsj.com/article/SB124896815094085.html.

是與股東分享「利潤」的，但這些金融機構根本毫無利潤可言，它們分享的根本是政府的紓困基金。

危機發生之前幾年，聯準會一直讓利率維持在很低的水準。便宜資金本該是促進企業投資廠房及設備、帶動經濟強勁成長及長期景氣繁榮。但在美國及世界許多國家，低利率帶來的卻是房地產泡沫。這並不是市場「應該」有的反應。市場不是「應該」會將資金做最有效的利用嗎？但從歷史經驗看來，銀行不斷拿他人的金錢從事過度風險行為，並將資金借給那些完全沒有還款能力的人，而這種情況也一再引發房市泡沫。這正是金融機構需要監督管理的理由之一。

然而，1980至1990年代，以及本世紀初風起雲湧的自由化浪潮，使得限制不當放款（例如次貸市場的掠奪式放款行為）的各種努力一再受挫。[10]金融監理有許多重要功能，其中之一是防止銀行任意剝削貧窮或知識水準較低的民眾，另一個功能則是確保金融體系的穩定。[11]美國的金融主管機關卻把這兩種功能都給撤除了，也就等於是為銀行業者鋪了一條坦途，讓他們可以找出更多新方法來剝削購屋者，而這些購屋者多半是貧窮的首購族。美國的次貸金融機構創造出了一堆次貸產品，而這些所謂的「創新」全都是設計來為他們自己增加交易費用的。好的金融市場應該要能「有效」從事自己的業務，以較低的成

10 事實上，葛林斯班是以聯準會的力量，阻擋了一項對次貸業者加強監督的提案。請參見Greg Ip, "Did Greenspan Add to Subprime Woes?" *Wall Street Journal*, June 9, 2007, p. B1.

11 這張目的清單並不完整。許多其他的規範則是用來確保民眾擁有運用金融資源的管道、防止歧視、提升總體穩定度，以及強化金融業的競爭。許多這些規範並未受到撤除。

本來促成交易，也就是「低收費」。然而，雖然社會中絕大多數的人都不喜歡交易費用，但房貸業者（或更廣義的說——金融業者）卻樂在其中。他們靠此為生，因此當然會設法提高費用。

「傳統」銀行業務

金融創新出現以前，貸款機構是活在一個非常單純的世界裡。他們評估信用狀況、進行貸款、監督貸款人，確保他們依規定使用貸款、回收貸款並收取利息。當時，銀行業者及銀行的業務都頗為「無聊」。但這正是將錢信託給銀行的民眾希望的情況。民眾當然不希望有人拿他們辛苦賺來的錢去豪賭。這是一種信任的關係，大家相信自己交給銀行的錢一定收得回來。但過去一百多年來，銀行界出現過無數的擠兌風潮，存款人急著到銀行去提出自己的錢，因為他們擔心銀行的虧損會讓他們的存款不保。

1933年，也就是大蕭條期間，美國政府設立了聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC）來為民眾的存款提供保障，好讓大家在聽聞銀行碰到困難的傳言時，仍可以對自己的存款感到安心。一旦政府為存款提供保險，它就必須確保自己不致暴露在過高的風險之中，正如火險公司為了降低火災事件對它們造成的損失，一定會要求建築物都依照規定裝上撒水器一樣。政府則是以監管制度來確保銀行不致從事過當的風險行為，以維護存保制度的安全。

由於過去銀行都會保有自己所發行的貸款，因此，他們就必須非常小心。他們有足夠的誘因要確保貸款人具有償款的能力。為此，他們必須仔細查核借款人的收入狀況，並提供還款誘因。比方說，

如果銀行貸放的款項為實際房價的八成，如果借款人無法還款，他不但會失去自己的房屋，同時也將損失已經付出的20%頭期款，也就是他自己的資產。況且，房屋貸款金額超出房屋實際價格的機率並不高——除非房價狂跌20%以上。銀行業者非常清楚，「溺水屋」（underwater，實際房價水位低於房貸金額）的違約風險較高，尤其美國有一套特別的「無追索權貸款」（nonrecourse Loans）制度，也就是說，如果一位借款人未能償還貸款，最糟的情況就是失去自己的房屋。[12]提供貸款的機構拿不到更多的補償。這套制度運作得還算不錯。因為屋主得先付出20%的自備款才能獲得銀行貸款，因而有效阻止許多人購買自己無力負擔的房子。

然而，「創新精神」充沛的美國金融業卻經常忘記這些長久累積下來的基本準則。政府擔保的存款保險制度也為不良貸款及其他的風險行為提供了更大的推力（其實銀行界本身動力就很足了）。也就是說，如果銀行大膽冒險、因而虧空，政府會自動扛起損失，而如果銀行賭贏了，一切的好處全歸自己享用（這正是「道德風險」的典型範例）。當聯邦存保制度在大蕭條之初被提出來時，小羅斯福總統對其中所隱含的道德風險就非常擔心，甚至遲遲不願支持這項法案。然而，許多人卻告訴他，如果配合上足夠的金融監理措施，存保制度的風險即可有效控制。[13]日後，自由化大將們不僅完全忘了金融市場一直是不當風險行為的「累犯」，也忘了不良放貸的誘因及機會都會因存保制度施行而以倍數增加。最不可思議的是，就在五花八門的新金

12 並非所有房貸都屬於無追索權房貸，但實務上絕大部分房貸都不具追索權。

融商品不斷冒出頭來、金融冒險行為也急遽升高的當口，自由化跟著如火如荼推展開來。

銀行業會開始進行高風險貸款業務及其他風險性行為，還有其他原因。尤其是1999年，原本限制商業銀行及投資銀行跨業經營的「格拉斯—史蒂格法案」被廢除之後，大型銀行更是愈變愈大，最終「大到不能倒」，而大銀行對此心知肚明。他們知道一旦出問題，政府一定得出手相救。而這種情形也適用於完全沒有存款保險保障的投資銀行身上。第二，銀行業者根本就是受到了錯誤誘因的鼓勵，因而投入短視及高風險的行為。因為即使銀行真的倒了，他們手上還是握有大筆資金。他們完全料中了。

由於銀行使用的風險管理模型大有問題，也就是說，那些所謂的風險管理專家其實根本不清楚自己所冒的風險有多大，使得問題益發嚴重。在今天這個複雜萬端的世界裡，「先進」的銀行都希望能夠更精準地掌握自己所面對的風險；他們不願憑直覺或經驗來做判斷。他們希望知道，自己的某些貸款組合（或貸款業務中的某一部分）可能出問題（甚至危及整個銀行的生存）的機率。少數幾個項目出問題很容易解決，但許多問題同時出現的可能性，就得評估好幾項彼此相關的風險：失業率或利率的升高、房地產價格下跌。如果可以算出每一

13 然而，批評存保制度的人想法也不盡正確。他們認為，如果沒有存保制度，一切問題就都不會發生了。但存款人確實希望擁有存保制度，因為他們想要確保銀行能夠好好運用自己的錢。無論是有存保制度或沒有存保制度的國家，銀行都出過問題。確實，存款人哪有能力去評估像花旗銀行這麼的大的金融機構的風險程度？因為連花旗集團的高層及政府主管機關對花旗的風險評估，每天都會有很大的差異。

項風險發生的機率，以及交互影響的情況，就能估算出某一項貸款出問題的風險。若能估算出這種貸款中的（比方說）5%會出問題，那就更有意義了。這些計算模型還可以用來預測銀行可以從這些出問題的貸款中回收多少金額，也就是說，他們所扣押的房子可以賣到什麼價錢。以此為基礎，我們就能估算出這家銀行出問題的機率，以及它無法償還存款的可能性。類似的模型也可用來估計任何一批被證券化的貸款可能發生的損失，或是投資銀行以房貸包裝成的複雜證券的虧損機率。但這些模型只有在輸入的假設全都正確的情況下才有用。如果我們錯估了（例如說）房價下跌的機率，那麼，整個模型的結論也就全都錯了。

銀行不僅依賴這些模型來評估買進或賣出的金融商品，更以這些模型來管理銀行的整體風險。藉著所謂的「財務工程」，他們相信資金運用不會出錯，也不會超出主管機關容許的最大風險。諷刺的是，將資金做最有效運用的期待，卻反而成了金融危機的肇因，而金融危機則使得「真正」的資產（實質資產以及人力資產）都遭到大大的浪費。

這些錯誤的模型不見得都是意外的產物：扭曲的獎勵制度破壞了發展出健全風險管理模型的誘因。而且，雖然許多主導市場的人對自己的商業敏銳度及風險評估的能力都非常自豪，但他們卻完全無法評估自己使用的模型是否正確。他們多半是律師，對經濟模型中精密的數學運算毫無專業背景。

現代金融業與美好的往日時光之間，還有另一項重要的差別，而它正是銀行業創造大量利潤的原因。從前，銀行的主要利潤來自放款

存款的利差。這或許可以為一般商業銀行帶來一定的利潤，但卻不是暴利。然而，管制鬆綁以及銀行業文化改變之後，它們抓住每一個新的賺錢方式。最簡單的答案是：交易費用。

沒錯，許多以房貸為基礎的「創新金融商品」都具有一些基本特質：它們或許無法幫助借款人進行更好的風險管理，但卻是精心設計來分散銀行的風險，同時讓銀行獲取最多費用，而貸款人對這些手法通常一無所知。這些金融商品也常是設計來迴避金融監理及會計限制，於是銀行得以順利從事各式放款及冒險行為。

如果遭到誤用，原本設計來協助進行風險管理的創新商品可能反而擴大了風險，結果也確是如此。有些金融創新幫銀行隱藏了許多不當行為、將風險移出資產負債表；它們極度複雜、模糊，因此，即使主管機關相信金融監理有助維持經濟穩定，他們也會發現執行上愈來愈困難。

創新走上偏鋒：問題金融商品

金融界在經濟景氣時期所發明的各種房貸產品實在千奇百怪、罄竹難書。讓我們來看一個例子：全額房貸（100 percent mortgage），也就是說，銀行會借給貸款人相當於房屋價值百分之百（甚或超過）的貸款金額。百分之百的無追索權抵押貸款就是經濟學家所說的「選擇權」（option）。如果房屋的價格上漲，屋主可以賺到上漲的房價，但若房價下跌，屋主卻分毫無損，隨時把房屋鑰匙還給銀行，全身而退。這表示房子愈大，貸款人可能賺到的錢也愈多。結果是許多屋主大受誘惑，買下自己財力不能負擔的房子。但銀行無論如何都能賺到

交易費，當然沒理由阻止這種行為。

「優惠利率房貸」（mortgages with teaser rates，初期利率較低，但優惠期滿隨即調升利率的房貸）以及「氣球型房貸」（mortgages with balloon payments，利用當下低利優勢分期償還部分利息及本金，剩餘本金到期一次清償），都讓房貸機構有利可圖。由於這些貸款方式都會讓借款人必須一再重新申貸，而每次重新申貸都會產生新的費用，因此，貸款機構就有了一種新的賺錢方式。然而，當優惠利率期限結束後，房貸利率突然大幅上漲，許多借到最高點的家庭就必須開始面對龐大的還款壓力。如果貸款人在申貸之初向銀行詢問這種潛在風險，銀行通常會安撫他們，因為他們的房價一定會在優惠利率結束前就已大幅上漲，他們甚至可以因此再貸到更多的錢，用來買一部新車或來一趟全家度假之旅。

甚至還有一些貸款可以讓借款人自行決定每期要償還多少錢——有時甚至可以不必清償每個月的利息。這種貸款據說還有「負攤還」（negative amortization）的效果，也就是說，一年以後，借款人積欠的貸款金額，將比原始貸款還高。但同樣的，銀行會告訴貸款人，他們積欠的金額或許會更高，但房價的上漲絕對會超過他們現在所欠下的金額。正如主管機關及投資人應該對所謂的「百分之百貸款」有所質疑，他們也絕對應該質疑這些會讓借款人債務不斷增加，以及會迫使借款人一再融資的貸款。

新金融商品中最奇特的，就要算是「騙子貸款」（liar loans）了——貸款人根本不需要提出收入證明就可取得貸款。很多時候，營業員會鼓勵借貸人在收入金額上灌水，甚至直接替申貸者灌水，貸款

人多半要到貸款批准時才會發現這項「錯誤」。[14]和所有其他金融創新產品一樣，這一切都是為了一個目的：房屋愈大，貸款額就愈高，交易費用也就會愈多。沒人去想未來可能產生的問題。

所有這些「創新金融商品」都有一些共同的問題。第一，它們都假設房價會持續飆漲，因此貸款人很容易就能獲得再融資（refinance）。但從經濟學的角度來看，這簡直是個天方夜譚。事實上，大多數美國人的實質所得（扣除通膨後的實際收入）是處於長期停滯的狀態。2007年，美國的家庭收入中間值（median household income，即最高收入家庭的半數與最低收入家庭的半數的平均值），竟然比1999年還低了1%。[15]在此同時，房價上漲的幅度卻比通貨膨脹或實質所得高得多。2005年，美國的實質所得上升了1.4%，但實質住宅價格（real housing prices）卻上漲了12.3%。其結果是，對平均的美國家庭而言，房價上升與收入增加的比例從3.61提高為5.29，這也是從有這項數字以來（1991年開始）的最高點。[17]

不僅如此，美國的神奇房貸市場是建立在另一項假設上——當一

14 如果貸款人發現房貸仲介不實填寫了他的收入因而提出質疑，很快就被安撫，因為業者會說，一切只是形式而已。

15 U.S. Census Bureau, Current Population Survey, Historical Income Tables, Table H-6, http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/inchhtoc.html.

16 U.S. Census Bureau, Current Population Survey, Annual Social and Economic Supplements, and Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2nd ed. (Princeton: Princeton University Press, 2005)

17 The Federal Housing Finance Board Monthly Interest Rate Survey, Table 36, available at http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=252.

筆房貸需要再融資時，銀行都十分願意配合。這其實未必。利率可能升高、信用狀況可能緊縮、失業率可能上升——這些情形都是需要再融資的借款人可能面對的風險。

如果失業率突然升高，同一時間內將有許多人都得賣房子，這就會使房價驟降，並戳破整個房地產泡沫。這就是房貸市場中許多問題開始交互影響的時候了。如果屋主申貸的是百分之百房貸，賣房子也無法清償房貸，也不可能換一棟自己的收入可以負擔的小房子來解決問題，因為現有房子必然會遭到扣押。

聯準會主席葛林斯班原本應該負責保護美國免於過度風險行為之害，但他竟然鼓勵大家冒險。2004年，葛林斯班在一次如今已變得非常有名的演說中提到，房屋擁有者「如果使用『指數型房貸』（adjustable-rate mortgages，即房貸利率隨利率水準而變動的房貸），而非過去幾十年來流行的固定利率房貸（fixed-rate mortgages），應該可以省下好幾萬美元。」[18]過去，大多數美國人申請的都是長期的（二十年至三十年期）固定利率房貸，因此，一直到貸款還完，他們所付的房貸金額都將維持不變。這有一個很大的好處。由於屋主很清楚每個月要付多少房貸，就可據以規劃自己的家庭預算。通常，長期

18 Alan Greenspan, speech at Credit Union National Association 2004 Governmental Affairs Conference, Washington, DC, February 23, 2004.
葛林斯班後來曾經以他一貫拐彎抹角的說話方式（有時被戲稱為「聯準會式談話」（Fedspeak））來閃避未來可能遭到的批評：「根據市場分析師針對房貸『選擇權調整後利差』（Option-Adjusted-Spread，OAS）的估算，固定利率調整所帶來的成本效益約在0.5%到1.2%之間，使房屋擁有者每年稅後房貸金額提高了數千美元。」但他也特別提到，「若不是利率持續大幅提昇」，屋主也不會省下這些錢。

利率反映的是未來或預期利率的平均值，而市場預估的利率水準通常都與現有的利率水準差不多除非碰到不尋常的狀況。但在2003年，葛林斯班做了一件史無前例的事情，他把利率降到了1%。這也難怪市場未能預期到這個狀況。而與那些被固定利率房貸綁死的屋主比較起來，大膽採用指數型房貸的屋主當然也就獲利多多。然而，當利率降到1%，未來只有一個方向——上升。這就表示，所有採用指數型房貸的屋主未來要付的利息必然會增加，而且恐怕會增加不少。果然如此，因為到了2006年，短期利率已從2003年的1%，升高到了5.25%。

那些申貸超過自己能力所及的屋主，此時忽然得面對遠超預期的還款壓力。當大家都必須努力賣房子的時候，房價卻也因此而被拖垮。對那些申貸全額房貸的人而言，這表示他們不可能獲得再融資，也還不出積欠的貸款，更無法保住自己的房子。當房價持續下跌，接著衝擊申請了九成、甚至八成貸款的屋主。數以百萬計的屋主只好看著房子因房貸違約而被扣押。

事實上，葛林斯班等於是導引美國走上了一條高風險的道路。有些國家（例如土耳其）根本不准銀行提供指數型房貸。在英國，許多採指數型房貸的屋主每個月仍舊償付固定的還款金額，因此他們並不必面對付不出突然飆高的房貸，以及房屋遭強制扣押的難題。

當各式各樣的「房貸創新」合併使用，例如，當「負攤提」加上百分之百的「騙子房貸」，足以創造出一個具爆炸力的大禍害。正如我先前所說，只要銀行同意，貸款人申請再大筆的貸款對他們自己都不會有害處。而由於貸款金額愈大，房貸機構收取的交易費用也愈高，而且即使貸款人償還不了，對銀行也毫無損傷，貸款機構與貸款人的誘因居然變得完全一致。因此，只要不觸犯法令，他們都會想要最大的房子及最大的房貸金額。這就表示大家能負擔的房屋，以及房屋的價值都不實在。

如果貸款機構可以找到一家鑑價公司，願意將原本價值30萬美元的房子高估到35萬美元，那麼，他們就可以提供（比方說）32.5萬美元的貸款。在這種情況下，賣房子的人獲益、房屋仲介獲益、房貸機構獲益，甚至連屋主都沒什麼好損失的。沒錯，為了讓屋主覺得自己毫無損失，貸款機構甚至會提供他們一些回扣——讓他們享受零頭期款，甚至反而有錢可拿的「優惠」。[19]不幸的是（至少從貸款機構的角度而言），有些鑑價公司會堅持專業，拒絕在房價上灌水。但這個問題很容易解決：設立自己的鑑價公司。此舉還有另一項好處——創造一個新的費用來源。例如，富國銀行（Wells Fargo）旗下就擁有一家名為Rels Valuation的房產鑑價管理公司。事實上，要證明某項交易中有故意灌水的情形確實並不容易，尤其是在房產泡沫方興未艾、房價快速上漲的情況下。但這種做法卻有明顯的利益衝突問題，而它也是不當行為的重要誘因。主管機關應該很清楚這一點，並予以制止。[21]

許多購屋者都會找上房貸仲介（mortgage brokers）來協助他們取得市場上最低廉的房貸利率。房貸仲介「應該」幫助的，原本是那

19 例如：James R. Hagerty and Michael Corkery, "How Hidden Incentives Distort Home Prices," *Wall Street Journal Online*, December 20, 2007.

20 請同時參考Aubrey Cohen, "Rules Set to Cut Off Mortgage Originators from Appraisers This Week," *Seattle Post-Intelligencer Online*, April 29, 2009, available at http://www.seattlepi.com/local/405528_appraisal25.html.（富國銀行不是個案。）

些想要申請房貸的人，但他們卻常常可以從貸款機構取得回扣——明顯的利益衝突。房貸仲介很快就成了美國掠奪式貸款體系中不可或缺的一環。根據美國消費者保護團體「責任貸款中心」（Center for Responsible Lending）的研究，「透過房貸仲介取得次級貸款的屋主所獲得的利率，其實比那些直接找房貸機構申貸的屋主所獲得的利率還差。透過房貸仲介取得貸款的人，每借10萬美元必須多付的利息高達1.7萬美元到4.3萬美元不等。」[22]當然，這是在房貸仲介為借款人爭取到一筆好交易（原應如此）所應收取的1%～2%佣金之外的額外收益。更離譜的是，如果房貸仲介可以說服借款人申請風險性最高的房貸——附帶「提前清償罰則」（prepayment penalties）的指數型房

21 正當次貸大量增加的時候，一項調查顯示，來自四十四州的五百位不動產估價師當中，有55%表示自己曾受到壓力，要他們高估自己所經手的房地產價值。25%的人則表示，在他們所經手的鑑價案中，至少有一半以上受到了不當壓力的干預。請參見Glenn Setzer, Mortgage News Daily, April 27, 2005, available at www.mortgagenesdaily.com/4272005_Domos_Appraisal_Faud.asp.根據美國聯邦調查局對房貸詐欺的監視，2008年鑑價方面的詐欺案增加了36%，而房貸違約率及房屋扣押率最高的幾個州，正是詐欺案發生比率最高的地區。請參見FBI, *2008 Mortgage Fraud Report*。我預期未來可能出現大量訴訟案件，最明顯的例子就是貝爾斯登資產抵押證券（Asset Backed Securities）持有人所提出的集體訴訟，其中包括（例如說）房貸產權鑑價不實或相關資訊的隱匿。請參見"Cohen Milstein and Coughlin Stoia Announce Pendency of Class Action Suits…," *Market Watch*, September 11, 2009, available at http://www.marketwatch.com/story/cohen-milstein-and-coughlin-stoia-announce-pendency-of-class-actionsuits-involving-mortgage-pass-through-certificates-of-structured-asset-mortgageinvestments-ii-inc-and-bear-stearns-asset-backed-2009-09-11.

22 Keith Ernst, Debbie Bocian, and Wei Li, "Steered Wrong: Brokers, Borrowers, and Subprime Loans," Center for Responsible Lending, April 8, 2008, available at http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/steered-wrong-brokers-borrowers-and-subprime-loans.pdf.

貸——他們竟然可以因此而獲得最高的報酬率，而當貸款人申請再融資時，他們還能另外獲得回扣。同時，如果房貸仲介能夠促使借款人申貸利率較高的貸款，他也將能獲得更大的回扣。

警告標誌・視若無睹

大家早就知道金融界一直在從事這些坑人的勾當，而貸款人、購買這些房貸產品的投資人，以及主管機關也應該早就有所警覺。大家早就應該看出，房貸機構想賺的是交易費用：借款人必須不斷再融資，而在申請新的貸款時，新的費用也就產生了——清償原有貸款必須付出大筆罰款，申請新貸款也必須另付費用。這些費用將成為貸款機構的收益，而高收益就會推高貸款機構及其他金融業者的股價。誘因可以鼓勵創新，而金融界的誘因就是要創造能夠「立刻」帶來更多費用收入的金融商品，而非有助風險管理的產品。超高的費用與超高的利潤也應該是「事有蹊蹺」的一種警訊。對房貸機構（包括銀行）而言，還有另一種創新商品——證券化——會讓他們的日子更加美好，因為它可以讓金融機構收取更多的費用，而且「似乎」毫無風險。

證券化

如我先前所說，早期（也就是在證券化盛行的1990年代以前）當銀行還是銀行的時候，他們通常都會保有自己所貸放出去的貸款，因此只要借款人違約，銀行就必須自己承擔虧損。當一位借款人出問題或失業，銀行知道什麼時候應該延展借款人的還款期限，什麼時候必

須採取強制扣押的手段（他們通常不會輕易這麼做）。證券化發明之後，銀行開始將房貸一批批包裝起來賣給別的投資人，而這些投資人可能根本不清楚這些房子所在的社區。

證券化提供了一大好處——分散及分擔風險。社區銀行的貸款對象大多是社區民眾，因此，當城裡一家工廠倒閉時，社區裡許多人開始付不出房貸，而銀行也有倒閉風險。證券化之後，投資人可以購買一籃子房貸的股份，而投資銀行甚至可以將許多不同的房貸綁在一起，讓投資者的風險更為分散。按照證券化支持者的邏輯，不同地方同時出問題的機率並不高。但這種風險其實存在。很多情況下，分散風險並不是完美無缺的。正如本章前面所說，利率的調升就會帶來全國性的影響。[23]不僅如此，證券化還會創造出一些新的問題。其中之一是「資訊不對稱」（Information Asymmetry）：提供房貸的機構或銀行對於房貸的瞭解，通常都比購買房貸證券的人來得多。由於房貸機構並不必承擔犯錯的風險（儘管長期而言它們的名聲會受損），因此，他們努力做好貸款人信用評估的誘因就會大打折扣。

證券化的過程牽連甚廣。房貸機構創造了貸款，投資銀行將這些貸款重新包裝，轉變為新證券。銀行會以自己資產負債表外的特殊投

23 由於利率上升會造成全國性的問題，因此，各地的違約風險必然緊密相關。證券化問題更完整的分析，請參見，例如：Joseph E. Stiglitz, "Banks versus Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating Investment," in J. A. Roumasset and S. Barr (eds.), The Economics of Cooperation: East Asian Development and the Case for Pro-Market Intervention (Boulder, CO: Westview Press, 1992), pp. 15–38 (presented at Investment Coordination in the Pacific Century: Lessons from Theory and Practice Conference, University of Hawaii, January 1990).

資工具來保留部分的新證券，但大多數則會賣給其他投資人——包括退休基金。如果要買這些證券，退休基金的投資人必須確定這些投資標的有很高的安全性，而給予這些證券安全保證的信用評等機構此時就扮演了非常重要的角色。金融市場創造了一個誘因結構，於是這個食物鏈中的每一個角色都熱情參與了這一場大騙局。

整個證券化的過程靠的就是凱因斯的「鬥傻理論」（Greater Fool Theory），也就是說，一定有更多的傻瓜會買下自己手中的有毒房貸及一堆危險「證券」。全球化創造出了一個充滿傻瓜的世界：許多外國投資人完全不瞭解美國這種奇特的房貸市場，尤其是「無追索權房貸」。然而，無知並未阻擋他們瘋狂搶購這些證券。我們應該心存感激——若不是外國投資人買下這麼多的美國房貸，美國金融市場必須面對的問題，必然遠超過目前的規模。[24]

錯誤的誘因、錯誤的模型

那些負責評估金融商品安全性的信評機構絕對應該及時發現這些商品的風險性。如果他們真的克盡其職，早該看到房貸機構及投資銀行的獎勵制度及誘因有多誇張，並且做出極為保守的評估。

然而信評機構表現奇差。但我倒是一點也不訝異。因為這些信評機構長期以來的表現都很令人失望——早在2000年代初期安隆案及世

24 有些人的看法剛好相反，他們認為，正因為國外對美國房貸的購買需求極高，因此也助長了美國的房產泡沫，讓問題更加惡化。對我而言，美國國內對不良貸款的需求及錯誤的風險評估已經夠高了，即使沒有國外的需求，美國還是會有房產泡沫。事實上，如果沒有國外的需求，風險性產品的風險溢價將會更高，會吸引更多美國人購買。

界通訊集團（WorldCom Group）會計弊案爆發之前就已大有問題。1997年亞洲金融風暴期間，許多人指責信評機構，認為他們助長了危機爆發前的泡沫。直到危機發生前幾天，他們給予像泰國這些亞洲國家的外債評等仍然極高。當他們撤銷這些評等（將泰國連降兩級、打入不宜投資的評等）時，他們等於逼迫退休基金及其他信託基金必須立即出脫泰國債券，因而也造成了泰國及其他國家市場及貨幣的全面崩跌。在亞洲金融風暴及這次的美國金融危機中，信評機構顯然老在「狀況外」，不但未能提供正確的資訊、協助市場做出正確的投資決策，而且總在出事的那一刻才發現有點不對勁。這時也來不及阻止退休基金進入原本就不應涉足的投資領域。

要檢討信評機構種種令人失望的表現，我們也必須回到誘因的問題。就和其他領域一樣，信評機構的獎勵制度也是極度扭曲。他們有自己的利益衝突——付他們錢的正是那些創造出相關證券，並要求他們給予評等的銀行。包括穆迪、標準普爾（Standard & Poor's）在內的這些信評機構或許不瞭解風險為何物，但他們卻非常瞭解誘因。他們的誘因就是去取悅那些付錢的人。信評機構之間的競爭則讓問題更加惡化：如果一家信評機構不肯理想結果，這些投資銀行立刻可以找別家來做。這根本就是向下沈淪。[25]

讓問題更加複雜的是，這些信評機構竟然發現了增加收入的新方法：提供顧問服務，教大家如何取得較高的評等（包括令人垂涎的

25 這就是為什麼某些自由市場派的人所提出的另一項「改革」——以增加信評機構的家數來增加競爭——其實將使問題更加惡化（除非配合其他改革一起進行）。

AAA級評等）。他們教導投資銀行如何獲得優質評等，然後又以給予好的評等來再賺一筆。聰明的投資銀行當然很快就知道如何美化自己的證券組合。

剛開始，房貸包裹（mortgage bundles）被切割成各種等級的分券（Tranches）。所有收到的房貸還款都會先進入「最安全」或「等級最高」的分券。在那個分券全部獲得清償後，錢就開始進入第二個分券，依此類推。只有在所有上層的分券都獲得清償後，錢才會開始進入最低層的分券。然而，一些金融天才卻發現，如果出現一些極特殊的情況（例如，最低層的分券貸款違約率超過50%）時，最高層的分券可以將一部分收入先分到最低層去，而最高層的分券依然可以維持AAA的評等。由於他們認為那些極端情況發生的可能性極低，這項「保險」將不致影響最高層分券的AAA評等，然而，如果設計得當的話，它將對最低層的分券評等十分有利，因此，他們很快就開始將不同的分券編織成超級複雜的網絡。但如此一來，當那種（應該是）千年僅見的狀況真的發生時，擁有AAA評等的那些上層分券就無法獲得所有應得的還款金額。簡而言之，損失將被分散到所有的分券，而非只集中在最低層的分券。

他們所使用的模型還有其他問題。他們所謂的「一生僅見」的事件，其實每十年就會發生一次。[26]根據他們的標準模型，1987年10月

26 投資銀行及信評機構所用的模型一般的假設都是「對數常態分配」（lognormal distributions），也就是大家所熟悉的鐘型曲線（Bell-shaped curve）的一種。但事實上，他們應該用的是肥尾分配（"fat-tailed" distributions），也就是說，稀有事件發生的機率要比「對數常態分配」來得高。

19日發生的那種股市大崩盤，每二十億年才會發生一次——比整個宇宙存在的時間還長。[27]然而，十年之後，也就是1997～1998年的亞洲金融風暴中，一生僅見的事件又再發生了，而這次風暴還拖垮了「長期資本管理公司」（Long-Term Capital Management，簡稱LTCM）。這個上兆美金的對沖基金是由剛剛才以「選擇權定價理論」（valuing options）獲得諾貝爾經濟獎（1997年）的休斯（Myron Scholes）與莫頓（Robert Merton）所成立的。他們的模型也顯示其中有根本的錯誤存在，而其原因也與其他人的情況大同小異。[28]顯然，金融市場總是學不會教訓，那些運用這些模型的人也都不看歷史。如果他們真的看了過去的歷史，他們就會發現，泡沫破滅及危機都是經常發生的事。日本是最近一個受到房市泡沫重擊的主要經濟體，而且也因此承受了十年以上的經濟停滯。挪威、瑞典和芬蘭也都在1980年代末期和1990年代初期經歷了由房市泡沫所引發的金融危機。

在目前的危機及之前的亞洲金融風暴中，太多人（尤其是主管機關及機構投資人）都將他們的責任「外包」給了信評機構。主管機關的責任原本應該是要評估，比方說，銀行或退休基金是否涉入了不當

27 請參見 Mark Rubinstein, "Comments on the 1987 Stock Market Crash: Eleven Years Later," in *Risks in Accumulation Products* (Schaumburg, IL: Society of Actuaries, 2000).

28 例如說，在休斯與莫頓的模型中，他們使用的是「機率分配」（probability distribution），但這將低估「稀有事件」（"rare" events）發生的機率。然而，不只這種技術性的假設是錯的，這些假設背後的基本經濟理論也是錯的。他們忽略了歷史上屢見不鮮的流動性危機（liquidity crises）發生的可能性，這些危機與資訊不完全及資訊不對稱（imperfect and asymmetric information）的問題有關，而這也是他們的模型中所忽略的事。

的風險之中，因而損及他們善盡管理人義務的能力。基金經理人對於那些將金錢信託給他們的人負有重要的義務及責任。但主管機關及基金經理人實際上都讓信評機構為他們負起了決策的責任。

新世界・舊資訊

支持新金融商品的人（也就是所有因新商品而獲利的人——從製造出有毒房貸的貸款機構，到把這些房貸不斷切割、包裝成新證券的投資銀行，到為這些證券提供安全標章的信評機構），都宣稱他們正在徹底改造美國的經濟，而這也正是他們自認應當享受高薪的理由之一。這些新金融商品極為複雜，分析師甚至得用專業電腦模型（technical computer models）才能加以評估。但若真正要評估它們的風險，分析師必須知道（比方說）某些證券跌價超過10%的機率。另一種充斥於當時的專業上的不一致性則是，在進行這些評估時，他們使用的竟然是過去的資料，這意味著當他們宣稱自己發明的新商品正在徹底改造美國經濟的同時，他們的假設卻似乎在暗示：一切都沒有改變。然而，與他們的短視行為非常一致的是，他們並沒有回溯到太久以前的資料。如果他們回溯的時間夠長的話，他們一定會發現，房地產的價格真的會下跌，而且許多地方可能會同時下跌，而且這些新崛起的「創新型房貸」的違約率，其實遠高於傳統房貸。

重新談判

如果證券化所帶來的麻煩還不夠的話，另一個問題更在過去幾年內讓情況變得更為棘手。與在地社區擁有長久、穩固關係的地方銀

行，通常會在借款人碰到困難時善待他們。只要給借款人一些寬限的時間，借款人重新還款的機會就會大為提升，這些銀行通常會允許借款人展延還款期限。但身在千里外的房貸證券持有者卻與社區卻毫無關連，也不擔心自己是否可以保有好的名聲。紐約時報財經版的一則頭條新聞就凸顯了這個問題。一對阿肯色州的夫婦向銀行借了1000萬美元來擴充他們所擁有的一家健身中心。[29]當他們開始趕不上還款期限時，他們的貸款就以34%的低價被賣給了一位房貸投機客。這位投機客限這對夫婦必須在十天內清償所有貸款，否則就要強制扣押他們的財產。這對夫婦願意立刻償還600萬美元，並保證一賣掉健身中心後，就會立刻再償還100萬美元。但這位投機客看到的是強制扣押健身中心後，能獲得更大利益。這樣的情形對貸款機構不利、對貸款人不利、對整個社區也不利。唯一得利的，就是投機客。

證券化也讓貸款人在碰到困難時更不容易獲得重新談判的機會。尤其是在扭曲的誘因帶來了扭曲的放貸方式之後，困難發生的頻率確實很高。[30]由於房貸被一再轉賣，而「友善的社區銀行」也消失了之後，管理貸款（收取每月的還款、將錢分配給各個不同的貸款持有人）的責任落到了一個新的角色身上——房貸服務公司（mortgage services）。由於貸款持有人擔心貸款服務公司對借款人的態度不夠強

29 請參見Eric Lipton, "No Easy Workout," *New York Times*, April 17, 2009, p. B1.

30 證券化使得重新談判益發困難，這也是另一項市場人士及主管機關應該注意到的問題。由於證券化的緣故，1990年代亞洲金融風暴時，重新談判及重整債權的難度，遠比1980年代初期的拉美債務危機時高得多。拉美危機時，主要債權人可以同坐一桌進行談判，但在亞洲金融風暴中，沒有一個地方可以容得下動輒數量龐大的債權人。

硬，因此，這些投資人就設立了許多限制，讓貸款的重新談判變得更加困難。[31]而這也造成了金錢的驚人浪費，同時為許多社區帶來了不必要的傷害。

通常，身負重債的屋主都會有第一順位抵押貸款（first mortgage，例如房屋價值的八成），以及第二順位抵押貸款（second mortgage，例如另外的一成五）。如果有一種可以貸到房屋價值九成五的「單筆」房貸，但卻不幸碰到房價下跌兩成的狀況，或許最好的方法就是減計房貸（write-down，即調降房貸金額），以反映房價下跌的事實，而這也可以讓貸款人有個新的開始。但由於一般人都有兩個貸款，減計的做法通常會讓第二順位的貸款承受最大的損失。因此，對第二順位的貸款承作機構而言，最好的做法就是拒絕貸款重整（restructure，又稱「重組」）因為如果市場還有一絲絲反彈的機會，他還有可能拿回一點點借出去的錢。提供第一順位貸款及第二順位貸款的機構對於重整的興趣（以及他們願意接受的重整條件）卻有很大的差異。而金融系統則又為這團混戰再添加了一項複雜的因素：房貸服務公司。任何房貸重整工作都由房貸服務公司負責執行，但他們也常是第二順位貸款的持有人，因此，重整工作就出現了明顯的利益衝突。這意味著法律訴訟勢不可免。即使是在房貸這項最基本的金融產品上，我們的金融天才竟然也能創造出這麼糾纏不清的狀況，讓解決問題變得異常棘手，確實只能讓人無言以對。

31 請參見statement of Sheila C. Bair, Chairman, Federal Deposit Insurance Corporation, "Possible Responses to Rising Mortgage Foreclosures," Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, DC, April 17, 2007.

更遺的是，美國政府在回應這次危機時，竟然還為銀行提供了「拒絕」重整房貸的誘因。例如，重整房貸會讓銀行必須立即將這些房貸認列為損失，而若不進行重整，巧妙的會計作業卻可以讓這些房貸繼續苟延殘喘一陣子。這也難怪布希及歐巴馬政府虛應故事的房貸重整計畫會如此失敗了。[32]

拯救房貸市場

由於金融界的問題其實是源自於不良房貸，我們或許會認為，負責解決問題的人一定會先從房貸問題下手。但他們並沒有。隨著經濟衰退從2008年底一路持續到2009年初，預期將遭強制扣押的房屋數量也一路不斷增加。原先以為高估的數字——約五分之一的房貸在「水位下」——卻成了保守的估計。[33]

強制扣押的問題來自兩種不同的貸款戶：真的繳不出房貸的人，以及那些選擇不繼續還款的人。要區別這兩種人，其實並不容易。有些人其實是付得出貸款，但這卻會讓他們在財務上承受極大的痛苦。經濟學家一向相信人是理性的動物、知道如何為自己打算。對許多美國人而言，當房價來到水位下時，最好的選擇其實是讓房子被扣押。由於美國大部分的房貸都是「無追索權房貸」，因此，貸款人只要將房屋鑰匙交還給貸款機構，自己就不再有任何額外的責任。比方說，

32 我將在第五章中深入說明為何歐巴馬政府所設計的銀行紓困模式，竟然降低了重整房貸的誘因。

33 請參見First American CoreLogic, Negative Equity Report, December 2008.某些情況下，房價下跌將可能導致五分之二以上的美國房貸最終難逃溺水的命運。

瓊斯先生目前住在一棟值三十萬美元的房子裡，但他之前獲得了四十萬美元的貸款，他每年要付的貸款金額為三萬美元。如果讓現有的房子被扣押，他可以直接在附近找到另外一棟價值三十萬美金、和原先一模一樣的房子，而他每月要繳的貸款金額卻可以立刻減少四分之一。當然，在危機肆虐之時，瓊斯先生或許無法順利取得貸款，但他卻可以先租房子住。（由於他的房屋資產已完全泡湯，他反正可能也付不出新房子的頭期款。）而大部分地區的房租此時也都被迫降價，即使瓊斯先生真的有足夠的積蓄可以付頭期款，等到市場穩定下來再行動也是比較好的選擇。對於違約，瓊斯先生可能會稍有遲疑，因為他擔心這樣拍屁股走人，是否會對自己的信用狀況造成不良影響。但因為當下違約的人實在太多了，這個紀錄的影響必然有限——要怪也應該怪銀行不當放款，而不是怪無辜的貸款人呀。反正，每個人都有一個價碼，當繼續付貸款所造成的犧牲實在太大時，房屋扣押就成了許多人最好的選擇。

2009年2月，歐巴馬總統終於提出了一個處理房屋扣押問題的方案（Home-owner Affordability and Stability Plan）。他無疑是朝正確的方向踏出了重要的一步，卻不足以防止房屋扣押繼續大量增加。他的計畫對於降低還款金額確實有所助益，但是在減計民營銀行溺水房貸的「本金」方面卻沒任何幫助——這麼做是有道理的。[34]因為如果房貸進入重整（減計房貸），銀行等於必須承認他們承作了大量不良房貸，並想辦法填補資產負債表上的大洞。（最大的房貸虧損破洞是出現在布希任內國有化的房利美及房地美，這表示打銷壞帳必須由納稅人買單。）[35]

房貸問題處理起來之所以複雜，一部分的原因是出在公平性：許多沒有從事任何不當借貸的納稅人認為，政府沒理由要他們為別人所犯的錯誤付出代價。這也是為什麼許多人都認為，貸款機構應該負起最大部分責任的原因。正如我先前說過的，貸款機構有更大的資源來進行風險評估，但他們卻沒有做到自己被付高薪所應盡的責任，因此他們當然必須付出最多的代價。但事實上，許多眼睜睜看著自己房屋資產幾乎完全泡湯的貸款人，或許才付出了最大的代價。

但政府卻沒有朝這個方向去做。銀行的影響力幾乎主導了美國財政部的每一項決策。而在這個問題上，銀行界和財政部的利益也很一致：減計房貸本金就表示銀行必須承認損失，而讓銀行帳上的大洞更為透明，就表示銀行需要籌募更多的股本。然而，銀行很難自行達到這個目標，因此他們就會需要政府注入更多的資金。但政府也沒有錢，而且因為在銀行重整計畫中犯下了那麼多的錯誤，政府恐怕也很難再說服國會批准更多的支出。

34 這項計畫提供給房貸服務公司及投資人的資金與提供給貸款人的資金差不多。在貸款人可以保持五年正常還款的「成功」房貸重整中，政府將把貸款人的還款金額從收入的38%降為31%，而政府則將補償貸款機構因為還款金額降低所造成的損失中的一半，同時並提供4000美元給房貸服務公司、5000美元給貸款人。銀行則必須自行吸收超過貸款人收入38%以上的降低還款損失。（試想，如果一位屋主擁有40萬美元的貸款，而貸款利率為6%，五年之後，貸款機構將收到1.1萬美元，這要比房貸服務公司和貸款人所收到的錢加起來還多。）但這個計畫對失業者毫無幫助。有幾個州政府（例如賓州）決定自行為這些失業者提供貸款。

35 聯準會的行動直接降低貸款利率，貸款條件延展至四十年也降低期付金額，另外只付利息不償還本金的方式，導致氣球貸款愈吹愈大。這種貸款模式是點燃此次危機的主因，潛藏問題也成了未來的負擔。

所以，在歐巴馬發表了振奮人心的演說、強調美國必須正視房貸問題之後，他卻把這個問題踢得更遠了一些——眼不見為淨。房貸重整計畫的成果報告也頗令人沮喪：到2009年9月底，全美兩百七十萬筆不良房貸中，只有四十八萬七千筆（18%）獲得了重整，而且還只是試行而已。[36]事實上，不是每一筆不良房貸都可以獲得政府的協助，也不是每一筆重整的貸款都可以避免遭強制扣押的命運。即使歐巴馬政府自己所提出的房貸修改計畫的金額，也未能符合房地產專家認為，要避免住宅市場承受過大壓力所需的資金挹注（少了一半，甚至不止）。[37]

有幾種方法可以處理房屋扣押的問題，例如在減計房貸的同時，也對貸款機構進行紓困。若不是有預算上的限制以及對道德風險的憂慮，這樣的一個計畫將可以讓大家都很高興（當然，除了一般納稅人之外）。貸款人可以繼續住在自己的房子裡，貸放機構可以避免資產負債表上出現大洞。知道政府將負責解決銀行資產負債表上的風險，也可有效舒緩信用緊縮的情況。但政府真正的挑戰應該是：如何能在不對銀行紓困的情況下，成功地解救百萬家庭免於失去房屋，這樣才能讓銀行自行承擔未能善盡評估風險的責任所帶來的後果。

要阻止違約洪潮氾濫，就必須提升貸款人繼續償付貸款的能力及

36 請參見U.S. Department of Treasury, "Making Home Affordable Program: Servicer Performance Report through September 2009," September 2009, available at http://www.treas.gov/press/releases/docs/MHA%20 Public%20100809%20Final. pdf.

37 請參見U.S. Department of Treasury, "Making Home Affordable Program: Servicer Performance Report through July 2009," August 2009, available at http://www.treas.gov/press/releases/docs/MHA_public_report.pdf.

意願，而其關鍵則是降低每期的還款金額。要達到這個目標有四種方式：第一，延長還款期限，也就是加重貸款人未來的負債；第二，幫助他們償付每期的貸款；第三，降低貸款利率；第四，減少需償付的貸款金額。

銀行當然比較喜歡第一種方式，也就是以拉長償付期限來重整貸款，並額外加收一筆重整貸款的費用。這種方式可以使讓他們不損失一分一毫，而且還能賺到更多的費用及利息。但對整個國家而言，這卻是最不利的一種選擇，因為它只是推遲了算總帳、面對現實的日子。這也是銀行一再與那些還不出外債的開發中國家玩的把戲，但這樣做的結果，就是幾年後再掀一波國際債務危機。當然，對銀行而言（尤其是對他們現有的主管而言），能夠將不良貸款延期就已夠令他們滿意了。因為他們目前所面臨的是生死存亡的關頭，因此，就算只是讓他們喘過這一口氣，對他們而言，也已大大夠本了。

屋主破產保護令（Homeowners Chapter 11）

對整個國家而言，最好的選擇應該是降低房貸的本金，因為這可以降低違約的誘因，同時意味著水位下房貸戶的數量會減少。但對銀行而言，這卻表示他們必須向現實低頭——他們必須承認，原先承作的房貸是以泡沫撐起來的高房價為基礎，而這也將終結他們回收全額房貸的美夢。就社會觀點而言，這當然比較有道理。

銀行是在進行一場賭博。如果他們不肯重整房貸，房市恢復的機會就會很渺茫——非常渺茫。如果房市恢復景氣，銀行的情況當然會好得多——至少比現在的情況好一些。對他們而言，即使這只能讓

他們多撐一段時間，但因競爭減少（許多銀行已不幸早夭）而提升的利潤，或可抵銷他們之前的損失。但這為社會帶來的代價卻很高。由於房屋遭扣押的可能性升高，房價繼續下跌的機率就會比房價回穩的機率高很多。對每一個人而言，強制扣押的成本都很高——對銀行而言，法律成本很高；家庭與社區所必須承受的成本，當然就更不用提了。強制扣押的標準程序要求房子必須完全清空，而失去房子的人通常都會感到十分憤怒——尤其當他們覺得自己根本就是遭到了掠奪。空屋毀損的速度很快，並將帶來社區房價的快速下跌。有時空屋甚至會被人占用，或成為進行不法勾當的場所。無論如何，附近的房價一定會下跌，因而也會出現更多的水位下房貸戶，並造成更多房屋遭扣押。最後，這些空房通常都會遭到拍賣，而即使房價已經縮水，銀行卻還是可以回收到一部分資金。

我們很容易理解，為什麼銀行會想運用自己一切的政治影響力，去抗拒任何形式的本金減計計畫（不論是政府方案、自願性的方案，或最不幸的——被法院以破產法強制執行）。某些紓困方案顯然已經讓政府成了銀行虧損的隱形保鏢。也就是說，銀行的損失將由納稅人來承擔，而銀行則可以坐享好處——如果不對問題房貸進行重整，而房市卻奇蹟式的恢復了，銀行當然可以獲利豐厚，而即使市場未能恢復，銀行的損失因而更為慘重，反正納稅人還是會扛起所有的虧損。所以，歐巴馬政府等於給了銀行更多的理由去賭一把。

2009年3月發生的會計作帳方式的改變，則使情形每下愈況。[38]這些改變容許銀行繼續保有問題貸款（impaired Loans，即借款人已開始拖欠還款的貸款）而即使市場認為它們成為壞帳的可能性非常之高，

但銀行仍不必減計它們的價值。這些改變背後的期待是，這些問題貸款將可順利持有至到期日，只要借款人能夠順利度過這段艱困時期，銀行將得以全額回收貸款。[39]

由於銀行極度抗拒減計房貸本金，要誘使他們就範，政府或許必須祭出「屋主破產保護令」，也就是為比較貧窮的屋主提供快速債務重組，這是仿效為無法履行債務責任的企業提供緩衝的做法。破產保護令的基本思維是，一家企業繼續運作，對於企業員工及其他利益相關者十分重要。企業經營階層可以提出一套企業重整計畫讓法院審核。如果法院認為重整計畫可行，企業就可以快速免除所有或部分債務，也就是讓企業獲得重新起步的機會。「屋主破產保護令」的基本思維則是，為美國家庭提供重新開始的機會，和讓企業擁有重生機會同等重要。強迫一個家庭搬出自己的房屋，對任何人都沒好處。

2005年4月，美國改變了破產法，這項改變讓屋主更難以撤銷自己的債務。沒錯，要撤銷因購買房屋而產生的債務，比起撤銷其他債務（例如購買遊艇）還要困難。由於布希政府通過了許多的法令修

38 "Determining Fair Value When the Volume and Level of Activity for the Asset or Liability Have Significantly Decreased and Identifying Transactions That Are Not Orderly," FSP FAS 157-4, April 9, 2009, available at: http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175818748755&blobheader=application%2Fpdf.

39 銀行界指稱，許多拖欠房貸的情況都是暫時性的，因此他們拒絕減計房貸是有道理的。但從統計數字看來，這根本是一派胡言：拖欠還款（即使只是被列為暫時性拖欠）的房貸未獲清還的可能性，比正常房貸高出許多，正當的會計作業將可以清楚反映這個事實。這個情形在現今這麼慘烈的經濟狀況下尤其明顯，而水位下房貸的情況就更嚴重了。

改，這項法案的名稱（「防止濫用破產法暨消費者保護法案」，the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act）竟已變得與它的實質意涵完全相反。民眾因債務而被扣發的錢可高達薪水的四分之一。因此，當美國人的薪水（尤其是那些被銀行肆意掠奪的窮人）已低到如今這個地步時，意味著許多人將淪為貧困階級。[40]

歐巴馬政府希望改變2005年的這項嚴酷的法案，銀行界當然極力反對——居然也成功了。[41]銀行業者認為，更寬容的破產法將導致更多的違約，同時也將促使利率升高，但他們完全沒提到的是，2005年的法案通過後，貸款違約率其實大幅提昇，而且多半是非自願性的違約。[42]大多數的違約情況都是因為家庭遭逢變故所造成的——某位家人突然生病或是有人失業。[43]銀行反對的另一個理由是，改革破產法將使那些因為看到房價不斷上漲而進場的投機客大發一筆橫財。但這項批評令人十分不解，因為金融市場上幾乎每個人都在進行投機行為，而且即便如此，政府還是大方對銀行進行了紓困。

40 當薪資因為償付債務而遭扣押時，雇主必須將扣發的錢直接交給債權人。

41 一位替多家銀行公會擔任遊說工作的人告訴紐約時報，共和黨人通常會請「具有金融背景的政治金主及說客從不同的角度來檢視這些法案」，看是否能夠影響政府決策。請參見Editorial, "Holding Up the Housing Recovery," *New York Times*, April 24, 2009, p. A26.

42 房地產的壞帳沖銷率（charge-offs）從2005年4月以前（即「防止濫用破產法暨消費者保護法案」通過前）的0.08，一路竄升到2009年第二季的2.34。請參見Federal Reserve, "Charge-Off Rates: All Banks, SA," Federal Reserve Statistical Release, available at http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/chgallsa.htm.

43 請見David U. Himmelstein, Elizabeth Warren, Deborah Thorne, and Steffie Woolhandler, "Illness and Injury as Contributors to Bankruptcy," *Health Affairs*, vol. 24 (January–June 2005), p. 63.

解決這個問題有一個很容易的方法，而且會讓屋主的破產保護令與企業界的破產保護效果更相近——讓股本持有者（即股東）損失其股本價值，而讓債券持有者成為新股東。在房屋的問題上，屋主所擁有的就是「股本」，而銀行則是債券持有者。根據屋主破產保護令，「債務換股權」（debt-for-equity swap）將可使屋主所欠的貸款被減計，然而，一旦房子售出，大部分的收益將歸貸放機構所有。那些以獲取資本利得（capital gain，即房屋價差）為主要目標的投機客，當然會覺得這種解決方式對他們很不利——這就是經濟學家所稱的「自我選擇機制」（self-selection device）。

但透過屋主破產保護令，大家就不必再經歷冗長的破產程序，民眾也得以免除自己的部分債務。房屋將被視為一個單獨的公司。這項緩衝作法應該要提供給所有年收入低於某個限度（例如說，15萬美元），以及「非家庭」及「非退休」財富（non-household, non-retirement wealth）低於某個限度（或許可依年齡來決定）的家庭來應用。[44]房屋必須先經過鑑價，而貸款人的債務金額將被減計至鑑價後的九成（原因是，如果貸放機構還是決定扣押房屋，借方將得支付一筆不小的費用。）[45]

低利貸款

在百分之百貸款、變動利率（variable-rate）、糖衣房貸、氣球型

44 應該設立更縝密的標準來決定哪些家庭可以獲得緩衝救濟，例如，以每月房貸償付金額與月收入的比例作為取決的標準。

貸款、負攤提，以及騙子貸款（本章前面所提過的所有花招）的誘導下，許多美國人竟然落得必須將每月收入的四到五成孝敬給銀行。[46]若再加上信用卡的利息，這個比例就更高了。許多努力償付貸款的家庭都必須犧牲所有其他支出，然而，只要一項意外家庭開支（小如汽車拋錨，大如家人生病），就可能讓家庭立刻陷入困境。

透過聯準會，美國政府一向以極低的利率將錢借給銀行。那為什麼不能利用政府籌募低利資金的能力，來為遇到困難的屋主提供低利貸款呢？舉例來說，如果有人借了一筆30萬美元的貸款，而其利率為6%，即使不償還本金，他每年仍得付出1.8萬元（0.06×$30,000），或每月1500美元的利息。但政府現在幾乎可以用零利率來借到錢，如果以2%的利率將錢轉借給房貸戶，他們每年所付的利息可以立即降為6000美元，也就是減少了三分之二。如果有人年收入只達貧窮線的兩倍，也就是每年3萬美金左右，這就能讓他的房貸壓力由稅前收入的六成立即降至兩成。對很多人來說，收入的六成是完全無法負擔的壓力，但兩成應該就沒問題了。而且，除了寄發貸款申請通知書所

45 還有許多其他方法可以為美國家庭提供緩衝救濟。任何策略都必須將相關損失分配到銀行、屋主，以及政府的身上。如果政府減計了房貸、對減計所帶來的大部分資本利得予以課稅、利用這個程序來健全銀行的體質，並在過渡期間為銀行提供必要的資金協助，最後的結果將大致相同。基本原則是：（1）讓屋主能夠繼續居住在自己的房子裡是一件非常重要的事，但前提是減計的房貸加上少許的協助，可以使他們負擔得起這麼做。房屋扣押對家庭、社區而言，代價都很高昂，同時也將加重房價下降的壓力；（2）銀行或貸放機構必須承擔起不良放貸行為所帶來的大部分損失。

46 請參見U.S. Department of the Treasury, "Making Home Affordable," March 4, 2009, available at http://www.treas.gov/press/releases/reports/modification_program_guidelines.pdf.

需要的那一丁點成本之外，政府每年從這筆交易上足足可賺進6000美元。如果每年只需付6000美元，貸款戶多半能夠正常還款，但若得付1.8萬，他們可能就真的就無能為力了。

不僅如此，由於房屋免遭強制扣押，房地產價格就可獲得支撐，而社區也會因此受益。這種作法可以讓每一個人都獲益——當然，除了銀行以外。政府可以在募款（風險幾近於零）及收取利息上獲益，而這也正是政府提供學生貸款及其他一些政府貸款的原因之一。然而，保守派人士卻堅稱，政府不應該參與這類金融行為（當然，為銀行提供資金的行為除外）。他們認為，政府對信用評估並不在行。但這理由顯然也十分缺乏說服力，因為銀行界在信用評估及房貸設計的表現簡直是慘不忍睹，甚至差一點就把整個國家經濟搞垮。當然，他們在掠奪式行為上的表現倒是十分優異，但這絕不構成大家鼓勵他們的理由。

銀行本身也非常抗拒這項提議，理由也很容易瞭解：他們不要政府來跟他們搶飯碗。但這卻也帶來了另一項好處：如果銀行不能再以剝削窮困的美國人來賺他們的「容易錢」，或許他們就會回頭去從事自己的正經生意——為新創事業及擴張現有企業提供貸款，而這才是他們原本就該做的事。

增加房屋自有比率的方案

支持發行次貸的人認為，這些金融創新可以讓許多美國人有生以來第一次成為房屋擁有者。許多人確實成了屋主——但為時極短，而且還為此付出了極高昂的代價。事實上，這一波風暴過後，擁有房屋的美國人會比風暴前還少。[47]我相信，增加民眾房屋擁有率的用意良善，但除了獲利豐厚的房貸仲介、房貸承作機構及投資銀行之外，這套市場路線的效果顯然很差。

目前，許多人認為政府應該為中低收入者提供「暫時」的房貸協助。但許多人也質疑，長期而言，美國房產資源的分配是否恰當、是否對收入較高的屋主比較有利？美國的房貸利息及房地產稅都可以享受稅額抵減的優惠。這種作法造成的結果是，政府等於為屋主承擔了很大一部分的房屋貸款。在紐約，政府幾乎為高收入的納稅人負擔了將近一半的房貸利息及房地產稅。但諷刺的是，那些最需要協助的人卻享受不到這些優惠。

一種最簡單的解決方式，就是將現有的房貸及房地產的扣抵稅額改成單一比率的現金扣抵（cashable tax credit，或是「可變現的稅額扣抵」）。更好的做法則是採取累進稅額扣抵（progressive tax credit），讓窮人可以享有比富人更高的稅額扣抵率。單一稅額扣抵比率將對每個人都提供相同的協助。假設政府為房貸利息提供25%的稅額扣抵，這就表示我們之前提到的那個每年付6000美元房貸利息的家庭，將可以再獲得1500美元的稅額扣抵。目前，那個家庭可獲得的扣抵金額約在900美元左右。相對而言，一個擁有百萬豪宅的高收入家庭可獲得的扣抵稅額高達每年3萬美元，也就是說，他們每年可以從政府手中

47 參見注1。到了2009年第三季，自有住宅比率與2000年大致相同，但每四名貸款者就有一名的房屋價值低於貸款數字，許多人可能沒幾個月就面臨住屋法拍的命運。Ruth Simon and James R. Hagerty, "One in Four Borrowers Is Underwater," *Wall Street Journal*, November 24, 2009, p. A1.

拿到相當於一個貧窮家庭一整年的收入。這可真是一份大禮。若實行新的稅額扣抵制度，豪宅主人從政府手中取得的優惠仍然很大（1.5萬美元），但它至少已經減調了一半。減少對高收入美國人的補助，將可以貼補政府對美國窮人的補助。25%的稅額扣抵將會讓許多美國人的購屋能力大為提升。

當然，這種提案一定會遭到高收入家庭及靠興建豪宅牟利的建商的反對。目前，他們的聲音的確比較占上風。但現有的制度確實既不公平又沒效率，因為它會讓窮人購屋的實際價格比富人還高。

新房貸

不論金融業如何宣揚自己的創新能力，但他們一直都未能以任何創新方式，將美國窮人所承受的風險，轉移到那些比較有能力承擔風險的人身上去。例如，在可變動利率房貸制度下，忙著討生活的美國貧窮階級根本不清楚自己每個月要付的貸款金額會是多少。然而，即使是可變動利率房貸，只要容許它的還款年限也能夠變動，貸款人每個月要付的還款金額就可以固定下來了。

丹麥的房貸市場就為貸款人提供了許多選擇，而丹麥人也靈活運用了這些貸款長達兩個世紀以上。丹麥的房貸違約率極低，而標準化的產品也使得貸款機構間產生了健全的競爭，並有效降低了房貸利率及交易成本。讓丹麥得以享有低違約率的另一個原因，就是嚴格的金融監管——貸款人最多只能貸到房價八成的款項，而承作機構也必須負擔第一次的虧損。美國制度創造出了「負資產」的風險，並變相鼓勵了投機炒作，丹麥的制度卻是設計來防範負資產的產生及遏阻投機。[48]由於丹麥的制度透明度高，購買房貸債券的投資人也因此得以清楚瞭解每一家房貸機構信用評估的品質如何。

美國政府過去必須一再擔負起創造新金融商品的責任，以滿足民眾真正的需要。當這些金融商品經過驗證之後，民間業者就會開始積極介入。目前的危機或許代表了政府必須再一次採取行動，因為私部門完全未能做到自己該做的事。

由於私部門犯了那麼多的錯誤，政府幾乎無法防止水位下房貸戶的大量湧現。然而，並非所有的溺水屋都必須遭到強制扣押。雖然環境中有足夠的誘因讓這些貸款落入違約狀況，但一般民眾都很在乎自己的信譽。這就是為什麼本章中所提到的那些方案或許可以有助解決問題，因為只要能夠保住自己的房子、付得起每期的房貸，大部分的人都會選擇戮力以赴。

還有其他的方案可以降低違約的誘因。雷根總統主政時期的白宮經濟顧問委員會主席費爾德斯坦（Martin Feldstein）就建議，將（比方說）20%的房貸金額轉換成政府提供的低利貸款。[49]但政府提供的將不會是無追索權的貸款，也就是說，貸款人將必須負責償還所有從政

48 在丹麥的房貸制度中，當承作機構發行一筆房貸的同時，也將產生一筆房貸債券，屋主可以隨時償還自己的房貸（房貸債券也同時減低）。但在美國的制度中，當利率升高，加上隨之而來的房價下跌的風險，「負資產」發生的機率就會很高（正如我們所經歷的情況）。在丹麥的制度中，當房價下跌，房貸債券的價值也會跟著降低，屋主因而也將比較容易償還自己所欠的房貸。這就能夠防止負資產的發生。事實上，丹麥的房貸債券會鼓勵房貸戶在利率上升時進行再融資，而美國的房貸卻只會在利率下降時才促使屋主進行再融資。

49 請參見Martin Feldstein, "How to Stop the Mortgage Crisis," *Wall Street Journal*, March 7, 2008, p. A15.

府手中取得的貸款。但也正由於民眾不會（或無法）不償還政府的貸款，他們也比較不可能不償還銀行的無追索權貸款。這將可以降低違約的情況。如此一來，貸方就將獲益。這項建議其實是送給貸款機構的一份大禮，而這項禮物大半是以屋主的利益為代價，因為他們會被誘使以自己的無追所權貸款去交換有追索權的貸款。如我之前所說，擁有無追索權的貸款就像擁有一種選擇權——房價上漲，貸款人可以賺得房價的差額；房價下跌，他可以不必負擔全部的風險（將房屋鑰匙交給銀行就了事）。從無追索權貸款轉換為有追索權的貸款就代表放棄這種選擇權。最可能的情況是，對金融事務毫不熟稔的貸款人恐怕並不清楚自己手中選擇權的市場價值，而只會看到每期還款金額減少的機會。基本上，政府等於協助銀行獲得了雙重好禮——除非銀行自己跑去告訴貸款人，他們手上的選擇權有多值錢。

然而，只要稍微修改一下這個方案就可以更加降低房屋扣押的可能性，同時也可以避免讓房貸機構白白享受好處。政府可以鼓勵貸款機構以合理的價格向貸款人買回他們的選擇權（這麼做可以降低銀行本身及市場所承擔的風險），並鼓勵屋主利用這筆（或大部分的）進帳來減低自己剩餘的貸款金額。[50]我們就以一棟價值30萬美元，但也申貸了30萬美元，因而極可能落入水位下的房子為例。如果銀行將其中6萬美元轉換為有追索權的貸款，而假設屋主的「選擇權」值1萬美元，這將可以稍微減輕屋主的負擔——每月利息可以減少50美元。如果要讓這筆交易對銀行及屋主都更划算，政府可以用2%的利率接

50 參與這項贖回計畫的貸款機構必須放棄所有提前清償的罰金。

下這筆6萬美元的貸款（因為降低違約率對每個人都有利）。如果再加上25%的稅額扣抵，這位屋主的貸款負擔將從每年1.8萬美元降至1.125萬美元。這對所有人都是多贏的局面。減少償還金額將可以降低房貸違約率。而要求銀行清理資產負債表的原因之一是，它能降低銀行虧損的不確定性，使銀行可以開始提供更多新的貸款。這套方案足以做到這一點，但並不是藉由將銀行的損失轉移到納稅人身上，而是藉由協助屋主償還貸款。這正是「向上滴流經濟學」（the trickle-up economics）的一項範例（幫助一般民眾，就可以幫助到銀行），而非政府一直嘗試的「向下滴流經濟學」（trickle-down economics），也就是期待藉由為銀行紓困，使得房屋擁有者及整個經濟都可因而受益。

我認為，如果政府能夠採行本章的方案，房屋扣押的問題很快就會煙消雲散。遺憾的是，歐巴馬政府卻決定延續布希的政策，將大部分的資源用來為銀行紓困。即使他們將大把資金注入銀行，房貸市場的烈焰卻仍不斷升高，這也使得銀行在未來幾個月、甚至幾年內，注定要面對更多、更嚴重的問題。我們將在下一章中看到，政府所設計的紓困模式其實阻礙了房貸重整，也未能讓銀行重啟放款業務（銀行紓困的原始目標），並使得美國必須背負更大的債務。

第5章
美式世紀搶案

經濟學家好稱銀行制度是經濟的心臟，負責將資金引入最需要的地方。2008年秋天，美國銀行體系瀕臨崩盤，放款數量幾近枯竭，政府立即介入紓困。其實，當時應是好好思考如何建立一個真正有效的金融制度，讓資金以最有效率的方式導引到最有需要及最具生產力的地方。一個好的金融市場應該是要能幫助家庭及企業有效管理風險，同時提供一套快速且成本低廉的還款系統。然而，美國前後兩任總統採取了一連串行動來協助金融系統脫困，但卻未能思考危機過後，美國真正需要的金融制度應該是何樣貌。他們的行動並未解決銀行體系的結構性問題，有些甚至讓問題更加惡化。結果這從灰燼中重生的新制度，能給國家的服務又好多少，誰也不確定。

美國政府努力解救銀行業時，應該想到責任歸屬的問題。把國家拖進這個大泥沼的銀行業者，本應為錯誤付出最大的代價。然而，他們卻可以全身而退，同時還搜刮了上百億美元，甚至更多，因為華府掏錢紓困實在大方。資本主義對不公平有很高的容忍度，而且，很

多人對於不公平之所以存在，還有一套說法：這樣才能激勵大家努力往上爬。按照每個人對社會貢獻的多寡來給予獎賞，應該可以帶來更有效率的經濟發展。然而，那些在房地產泡沫期間大撈一筆的人，並沒有幫助整個社會變得更有效率。他們或許讓銀行業一時獲利豐厚，但那些收益根本是海市蜃樓。最後，卻是全世界承擔慘痛的代價。如果個人獎勵無法與社會福祉掛勾，資本主義根本就行不通。但這卻是二十世紀末至二十一世紀初「美式金融資本主義」的真貌。

本章會詳述兩位總統如何處理這一次的金融危機、他們原本該怎麼做，以及未來的後果會如何。全盤後果或許還不完全清楚，但幾乎可以確定的是，歐巴馬和布希總統所犯的錯誤，是歷來所有民主政府所犯最昂貴的錯誤之一。[1]美國政府所擔保及提供的紓困金額，將近全國GDP的80%，大約是12兆美元。[2]當然，不是所有的擔保都會成為虧損，因此納稅人的損失可能低於此數。然而，除了政府公布的這些數字之外，還有很多隱藏性的「大方送」。例如，聯準會就承擔了大量劣質抵押品並買下許多房貸產品和金融交易，這幾乎絕對會為納稅人帶來鉅額損失（至少、至少也會讓納稅人承擔極高的風險）。政府的紓困行動還有許多其他形式，例如，以幾近零的利率將錢借給銀行，而銀行則以這些錢來繼續賭博，或以較高的利率貸放給企業。

1 或許在經濟代價的規模上唯一可以與這次危機處理相比擬的，就是美國決定參與伊拉克戰爭。請參見J. E. Stiglitz, *The Three Trillion Dollar War: The True Costs of the Iraq Conflict*（New York: W. W. Norton, 2007）.

2 請參見Mark Pittman and Bob Ivry, "Fed's Strategy Reduces U.S. Bailout to $11.6 Trillion," *Bloomberg News*, September 25, 2009.

很多企業（或個人）都很需要這種零利率貸款，而且也能生出可觀利潤，不會輸給那些「成功」的銀行。對銀行而言，這可真是一項超級大禮，但這一切納稅人都看不到。[3]

金融危機剛爆發的時候，布希政府決定他們不僅要救銀行，還要連銀行業者及股東一起救。政府提供金援的方式非常不透明——或許就是為了不讓社會大眾完全瞭解到底送出了什麼大禮；也或許是因為許多負責紓困的人原本就來自銀行界高層，而不透明正是他們做生意的方式。[4]布希政府不贊成對接受龐大紓困的銀行進行任何控管或限制，宣稱控管將干擾自由市場經濟的正常運作（難道上兆美元的紓困就符合市場經濟的原則？）。這些決策在後來的幾個月中帶來完全

3 當貸款利率為零，什麼把戲都變得出來。比方說央行規劃了一套銀行再注資計畫，把錢借給A銀行，A銀行則把錢借給甲基金，而甲基金則又回頭將錢投資於A銀行的股票。於是，我們有了一家資本健全的銀行，而且還可以大大讚揚市場的神奇能力。但這把戲實在太明顯了。好吧，換個方法。A銀行可以貸款給甲基金，而甲基金則投資B銀行，B銀行又把錢借給乙基金，乙基金則再投資A銀行。兩種投資方式的效果其實差不多，但這麼一來卻完全解決了利益衝突的問題。事實上，銀行的再注資（例如透過退休基金的投資）很可能只是一種理性（或非理性）的衝動，只因為投資者認定銀行的股價被低估了。然而，資金的注入仍然會在這個體系中的某個地方顯現。就算不是顯現在貸款量增加，也可能是顯現在（比方說）為另一波資產泡沫提供動能。

4 政治也在這件事上參了一腳。如我先前所說，政府紓困的方式以及銀行本身的行徑都意味著，政府或銀行要再向國伸手要錢，根本就是一件不可能的事。強生與佛格森（Robert Johnson and Tom Ferguson）指出，透過不同的政府機構暗中對銀行進行補貼，其實是布希政府在總統大選前那幾個月中，想要掩飾問題（金融危機及對銀行利益輸送）的主要手段。他們希望阻止危機在大選前爆發開來，而他們也差一點就成功了。請參見Robert Johnson and Tom Ferguson, "Too Big to Bail: The 'Paulson Put,' Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown, Part I: From Shadow Banking System to Shadow Bailout," *International Journal of Political Economy*, vol.38, no. 1（2009）, pp. 3–34.

可以預期的後果。銀行高層的行為完全符合資本主義制度——只考慮自身利益。這就意味盡其所能為自己也為銀行股東取得最多金錢。布希及歐巴馬政府犯了單純的錯誤：誤以為銀行自己的利益，並符合國家的利益。明知銀行在危機發生前幾年的行徑還犯這個錯誤不可原諒納稅人的錢遭如此濫用引起公憤，使得銀行愈來愈難獲得援助，但這也使得政府在處理問題時，行事愈來愈不透明，而方法也愈來愈沒效率。

歐巴馬沒有採取任何新作法，這也不特別令人意外。但這也許是他整體策略的一部分：藉由平和一致的行動來讓市場產生信心。但這個策略的代價很高，歐巴馬政府打從開始就沒有對美國到底想要或需要一個什麼樣的金融制度提出質疑，因為無論從政治或經濟來看，那些問題會令很多人不自在。銀行業者當然不願承認銀行界有「根本性」的問題，事實上，他們根本不想承認任何失敗。自由化的推動者以及他們背後的政治人物當然也不願意承認，他們一直信奉、鼓吹的經濟理念竟然會敗得如此淒慘。他們一心想回到2007年之前的那個世界，只要這裡修修、那裡弄弄，進行一些「小調整」，就能回到危機發生之前，儘管那個世界並不完美。但我們需要的絕不只是小調整而已。美國的金融體制不可能、也不應該「回到從前」。我們之前就需要金融改造，如今更需要，而且不是隨便拉皮整修門面而已。例如，金融制度已經變成了一個龐然大物，必須縮減規模，而且有些部分必須縮減得比其他地方多。

歐巴馬政府或許終會找到正確答案——或許本書出版之時就已出現，但到目前為止，改革的不確定性已經讓美國付出很大代價。解

救金融體系所造成的龐大債務會限制未來幾年的經濟及社會發展計畫。的確，數月的紓困造成鉅額赤字，成了縮減健保改革規模的藉口。2008年夏末，銀行表示需要上千億美元來紓困時，銀行界的赤字鷹派好像突然全都放暑假去了，對於赤字規模的憂慮全都拋諸腦後。但正如我和一些人所預測的，當他們發現政府似乎已經不可能再對銀行撒錢時，大家好像全都又度完假回來了，重啟反對政府增加支出的論調——無論這些支出會有多高的報酬率。（好笑的是，紓困行動剛開始時，銀行界宣稱政府這種「投資」將獲得極高的報酬率。但危機發生之前，若是以此說法來推動任何社會、科技，以及基礎建設的投資，銀行可不買帳。現在，那些送給銀行的錢，納稅人顯然已經不太可能拿得回來了，而納稅人所承擔的風險也不太可能獲得任何報償了——但銀行借錢給別人時，可不會忘了要求那種報償。）

美國金融制度的傾頹

金融界成功與否的終極審判，是要看其利用資金配置及風險管理，為一般民眾帶來了多少好處。不管美國金融界對自己的創新能力如何自吹自擂，我們還是不清楚他們所謂的「創新」對美國的經濟發展或廣大民眾的生活水準，到底有多少貢獻。上一章中，我曾經提到為他們民眾提供購屋資金的這項最簡單的任務。金融界應該利用自己的聰明才智去發明一些金融商品來協助民眾進行風險管理（例如因利率變動而產生的風險等）。金融界的人應該非常瞭解風險，因為這是他們享受高薪最主要的理由之一。但神奇的是，深以瞭解市場、風險、效率為傲的銀行及他們的主管機關，卻顯然不知風險為何物。他

們原本應該要將風險從比較無法承受的人（例如比較貧窮的屋主）身上轉移到其他地方去，然而，這些「金融創新」卻反而為這些貧窮的屋主製造了更多的風險。

這本書裡面充滿了我只能稱之為「智識的不連貫」（Intellectual incoherence）的例子。比方說，如果市場真有效率，屋主從固定利率房貸轉為浮動利率，「平均而言」應該不會有太大差別，唯一應該有的差別是承擔利率變動風險的人會不一樣。然而，聯準會主席葛林斯班卻鼓勵民眾採用浮動式利率的房貸。葛林斯班相信浮動利率房貸極有效率（當然，這也是它們不需要任何控管的理由之一）。他同時認為，平均而言，屋主將可因浮動利率而省下不少錢。沒有風險概念的屋主會聽從他的建議並不難理解，但那些所謂的金融專家也會被誤導，就比較令人難以想像了。

以真實的表現（也就是金融界對整體經濟及家庭福祉的貢獻，而不是那些虛假的利潤數字及費用）來衡量，金融界的表現顯然非常失敗。確實，即使光以「長期利潤」來衡量（必須把因房地產泡沫破滅而引起的龐大損失也算進去），金融界的表現也是一敗塗地。騙子貸款、成數百分之百貸款，或是浮動利率商品大量蔓延，這絕對不是聰明之舉，這些產品來自極糟的點子，在許多國家根本被禁止。它們是「不瞭解」市場基本原則（包括「資訊不對稱」及「不完全資訊」的風險，以及市場風險的本質）的產物，也是忘記或忽視經濟學理論及歷史教訓的產物。

更廣泛來看，要連結所謂的金融創新與經濟挫敗之間的關係，真是太簡單了。然而，要指出金融創新與生產力提升之間有什麼明顯的

關係，那可不太容易。我們的金融體制中確實有一小部分，也就是創業投資公司（venture capital firms，其中大部分都在美國西岸，而非紐約）確實為新創企業提供資金以及管理的協助，在促進經濟發展扮演了非常關鍵的角色。同時，社區銀行、信用合作社，以及為消費者及中小企業提供資金的地方銀行，也都發揮了重要的功能。

驕傲宣稱自己已脫離「倉儲業」（意即貸款業務），並成功進入「運輸業」（將結構複雜的證券重新包裝，賣給不疑有他的顧客）的大型銀行，在創造實際就業機會方面其實少有建樹。他們有興趣的是超大型、上兆美元的企業購併，以及當購併企業出問題時，將它們的資產打散掏空。雖然他們在創造就業機會及打造新創企業上沒有任何建樹，但他們卻以自己最在行的「削減成本」，摧毀了不少工作機會。

金融業的失敗不僅限於後來引發了金融風暴的風險管理及資金配置不當，他們也未能為窮人提供必要的協助，害他們必須求告於所謂的「發薪日貸款」（Payday Loan）以及支票貼現。雖然美國的科技日新月異，金融業也未能提供這個國家應該擁有的、物美價廉的電子付費系統。

金融系統表現如此失敗的原因很多，想要重整這個體系，我們就必須先瞭解這些問題。在前面幾章中，我們提到過五個金融體系之所以失敗的原因。

第一，誘因的影響很大。但在我們的制度中，社會福祉與個人利益之間卻一直有很大的衝突。除非能讓雙方的利益趨於一致、緊密結合，否則市場機制將無法有效運作。這也說明了為什麼有那麼多金融

界所引以自豪的「金融創新」，最後卻都走岔了路。

第二，有些金融機構已經變成「大到不能倒」的怪獸，而且救起來代價高昂；有些甚至也已經變得「大到管不了」（too big to be managed）。AIG接受政府紓困後，受邀擔任AIG執行長的李迪（Edward Liddy）就曾說，「當我接受了這項求援的邀請，於2008年9月加入AIG之後，我很快就發現了一件事：AIG的整個結構實在太複雜、太龐大、太模糊了，要把旗下那麼多的事業體放在同一個企業架構下進行有效管理，實在太困難。」[5]

第三，大型銀行已經遠離單純的銀行業務而進入了證券化的領域。證券化確實有其優點，但卻須嚴格管理，但這是金融體制中人及推動自由化的人都未能認清的一件事。[6]

第四，商業銀行一心想要仿效其他金融機構，從事那些高風險、高報酬的「高階金融」（high finance，意指結構複雜的鉅額融資），但商業銀行的業務原本就應該很無聊。那些想要賭博的人應該到賽馬場、拉斯維加斯或大西洋城才對。在那些地方，你知道自己的錢有可能一去不返，但當你把錢存進銀行時，絕不會希望在需要用到時才發現可能已經拿不回來了。太多商業銀行業者似乎都得了「對沖基金紅眼症」（hedge fund envy）。但對沖基金並沒有政府提供的保險，商業

5 請參見Edward M. Liddy, "Our Mission at AIG: Repairs, and Repayment," *Washington Post*, March 18, 2009, p. A13.

6 將近二十年前，也就是在證券化剛萌芽的階段，我曾預測證券化極可能會以災難收場，因為投資者將會低估資訊不對稱、物價下跌，以及不同的風險彼此牽連的程度所可能造成的問題。

銀行卻有。這是兩種完全不同的行業，而太多商業銀行業者都忘了這一點。

第五，太多銀行業者忘了，自己也應該是個負責任的公民。他們不該去掠奪那些最窮困、最沒有能力保護自己的人。美國人信任銀行業者，以為他們這些社會中流砥柱應當都具有最起碼的道德良知。但整個國家被貪婪掌控時，無情噬血的心態當道，於是對社會中最弱勢的人進行冷酷的掠奪。

紓困的假象

正如我們在前面幾章中所提到的，「破產」是資本主義的基本元素。企業有時會失去償債能力，而財務重整就成為許多產業必須面對的殘酷事實。美國很幸運，因為我們擁有破產法中的「破產保護令」（Chapter 11），可以有效幫助企業重新開始。破產保護令就被航空業者一再引用，因此飛機可以照飛，工作機會和企業資產也得以受到保護。股東通常會失去一切資產，而債券持有者則成為公司的新股東。新的經營團隊接手、債務負擔解除，航空公司就得以重新啟航。政府在其中所扮演的角色微乎其微，因為破產法院會負責讓所有債權人都獲得公平待遇，並確保經營階層不會在這段期間上下其手、侵吞公司資產。

銀行卻有一點不同：由於政府為銀行存款提供了保險，因此政府的權益也牽涉其中。我們在上一章中提過，政府為存款提供保險的原因，是要維持金融體制的穩定，以確保經濟的穩定。然而，如果一家銀行碰到困難，基本的處理程序依舊大同小異：股東失去一切，而債

券持有者則成為銀行新股東。通常，債券的價值都大到足以讓整件事情順利落幕。例如，當花旗銀行接受政府紓困時，這個總資產兩兆美金的美國第一大銀行所發行的長期債券，金額就高達3500億美元。[7]由於花旗並沒有強制性的資本支出（obligatory payments with equity），因此，當時若進行以債換股，花旗就不必支付動輒百億計的債券利息，而這也將使花旗的處境較為有利。這種情況下，政府的角色就與一般企業破產時沒什麼兩樣。

然而，有時某些銀行的經營績效是如此之差，以致銀行的資產竟不足以償還存款戶的存款。這正是1980年代末期的儲貸危機（Savings and Loan debacle，以前台灣通稱為「美國信貸危機」）及此次危機中的情況。而在這種情況下，政府就必須介入，以信守對存款人的承諾。因此，政府就成了銀行的實質擁有者（有時只擁有部分），但政府多半會盡快將銀行脫手，或找其他人來接手。但由於破產銀行的債務大於資產，因此政府通常得付錢請別人來接手，也就是由政府來填補破產銀行的資產缺口。這個程序就稱為接管（conservatorship）。[8]由於銀行股權轉換通常都在無聲無息中就已完成，因此，除非有人透過新聞得知，否則一般存款戶或其他銀行客戶都無從得知曾經發生什麼事。

7 當今銀行的法律架構極為複雜，有些銀行是由金融控股公司所擁有。目前，政府只有權力強制銀行進入接管程序，卻對控股公司鞭長莫及，而權力的限制也成了政府未能妥善處理一些問題金融機構（如雷曼兄弟、貝爾斯登）的藉口之一。因此，許多人都有個共識，未來最急切需要的改革之一，就是強化政府在這方面的管轄權。

8 有時銀行的資產總值雖然低於它欠存款人的金額，但一家新的銀行或許會願意為了它的客戶群而花錢接手。即使被接手的銀行在信用評估上表現不佳，但它仍具有身為既存銀行、每天都能開門營業的價值。

有些時候，當接手銀行一時無著，政府就可能得暫時接管銀行的運作。（那些反對銀行接管行動的人為了詆毀這種傳統的做法，常將政府的作為稱為「國有化」。歐巴馬也曾表示，這種做法不符合美國的傳統。但他搞錯了，接管才是傳統的作法（包括其他方法暫時行不通時，由政府短暫接手），而政府大量搬錢給銀行才真是前所未有。[10]事實上，由於那些遭政府暫時接管的銀行最後也終將脫手，於是還有人將這個過程稱為「前私有化」（preprivatization）。

長久以來的經驗告訴我們，當銀行面臨倒閉的風險時，銀行主管通常會做出一些可能會讓納稅人承受更大損失的行為。例如，銀行可能會從事一些賭注極大的行為，如果賭贏了，他們可以坐收利益；賭輸了，那又如何？他們反正是死路一條。這就是為什麼我們的法律會規定，當一家銀行的資本過低時，它就應該被迫關閉或進入接管程序。銀行的主管機關不會等到所有錢都不見時才採取行動。因為他們希望確保，當一位存款人將提款卡插入自動提款機，而提款機顯示「存款不足」時，那是因為存款人自己的帳戶裡存款不足，而不是因

9 歐巴馬在接受ABC新聞網節目「夜線」訪問時表示，雖然國有化在瑞典頗為成功，但對美國卻不是好的選擇，一部分原因是「美國有不同的傳統」。Terry Moran interview with President Obama, *Nightline*, ABC News, transcript, February 10, 2009.

10 銀行界幾乎每個禮拜都發生接管的情況，但沒有人會對此大驚小怪。光是2009年的前十個月，美國就有106家銀行倒閉。請參見Dakin Campbell and Michael McKee, "US Bank Failures Exceed 100 for Year, First Time Since 1992," *Bloomberg News*, October 24, 2009.即使大型銀行也可能發生倒閉的情形。1984年，當時全美第六大銀行伊利諾大陸銀行（Continental Illinois）就被迫進入接管程序（國有化），然而事情一切如常。幾年之後，伊利諾大陸銀行再度被民營化。

為銀行的資金出了問題。當主管機關發現一家銀行資金水位過低時，他們會通知這家銀行必須去籌募更多的資金。如果銀行無法符合主管機關的要求，主管機關就會採取以上所提到的那些行動。[11]

當2008年的金融危機波瀾初起之時，政府當時應該堅守資本主義的原則，強制進行一次金融重整。因為金融重整（給金融機構一個重新開始的機會）絕非世界末日。[12]沒錯，金融重整很可能是跨進一個嶄新世界的契機。在這個新世界中，獎勵制度可以調整得更好，貸款業務也可以有新的活水湧入。如果當時政府真的如以上所說的方式，強制銀行業進行一次徹底的金融重整，納稅人的錢可能就不必被動用，甚至政府都可能免於介入。這樣的改造將可提升這些金融機構的整體價值，因為它降低了銀行倒閉的可能性，可以省下破產程序所需的昂貴費用。這也表示，如果原始股東被迫退場，而債券持有人成了這些金融機構的「新老闆」，進行重整給他們帶來的長期效益將會比銀行生死未卜（它們能否存活下來或政府的紓困規模及條件都不明）的情況要好得多。[13]

11 如何評估銀行資產及負債的價值是一個重要的問題。這件事的原則很清楚，執行起來卻非常複雜，因為在經濟危機期間要評估資產的價值其實是有其特別的困難。

12 由於政府投入了太多的資金，因此它必須在金融重整上扮演積極主動的角色。即使是在航空公司的破產案中，法院通常也會指定某人來監督整個重整的流程、確保債權人的利益受到應有的保護。破產重整的流程通常都可以很平順地完成。

13 稅賦卻可能會讓重整變得更複雜。當債券持有人成為新股東時，他們當然得承擔起較大的風險。如果他們不願承擔這麼大的風險，他們也可以用自己的股份來交換一些比較安全的資產。

參與重整的債券持有人還有另一項好處（根據銀行的邏輯的確如此）。銀行聲稱市場低估了他們資產負債表上的房貸和其他資產的價值。或許此言非假，但也可能並非事實。如果事實並非如此，要求納稅人去承擔起銀行犯錯所帶來的虧損，當然毫無道理。但如果銀行所言屬實，那麼債券持有人可就會因重整而意外得利了。

歐巴馬政府一直強調，這些大型金融機構不只大到不能倒，而且還大到無法進行財務重整（或如後文所說：「大到無法解散」），也大到無法遵循一般資本主義的規範。大到無法進行財務重整的意思是，如果銀行面臨倒閉，只剩一種金援救得了：納稅人的錢。也就是根據這種新鮮未經驗證的說法，幾千億納稅人的血汗錢就這樣丟進了金融體系。如果美國的大型銀行真的大到了無法解散，等於對我們的銀行制度產生了一種意義極為深遠的暗示，而我們的政府至今未能承認這項暗示。例如，如果債券持有人其實是因為這些金融機構大到無法進行財務重整而受到政府的擔保，這不就表示，市場經濟其實根本無法對這些銀行進行有效的規範。銀行就算資格不符也能以低利取得資金，因為提供資金的人知道，反正是納稅人埋單，如果政府為這些大銀行提供擔保（不論是明著來還是暗著做），這些銀行等於不必為自己的決定承擔風險，於是風險就落到社會全體，而這也將導致社會資源的錯置。大到無法重整的銀行仍可取得低利資金，整個資本市場就產生了扭曲。大銀行擴大並擠壓小銀行的空間，因為這些規模較小的競爭對手無法享受到政府的擔保，大銀行因此就能輕鬆霸占市場。現在事情應該很清楚了吧，這些大到無法重整的銀行，當然也無法與那些遵循市場規則的「一般銀行」一樣地運作。

我根本就覺得，銀行「大到無法重整」的相關討論都只是一種詭計，一種好用的陰謀，基礎就是「製造恐慌」。就像布希以911事件以及人們對恐怖行動的恐懼來遂行其道，布希及歐巴馬政府底下的財政部則是以915（雷曼兄弟破產日），以及人們對另一波危機的恐懼為工具，為那些差點搞垮全球經濟的美國金融業者及銀行大亨搜刮財富。

另有說法是，如果當初聯準會和財政部出手解救雷曼兄弟，一切都不會發生了。歐巴馬政府顯然聽進其中暗示：如果沒把握，寧可大方紓困，而且手筆愈大愈好。如果出手小氣，可能就會撿了芝麻、掉了燒餅，因小失大了。

但這卻是對雷曼事件的錯誤解讀。[14]如果雷曼兄弟沒倒，一切就

14 那些支持「大到無法解散」（too-big-to-be-resolved）這個新說法的人聲稱，如果讓另一家大型機構倒閉，就可能帶來另一個類似的危機。然而，雷曼兄弟倒閉真正的問題，其實是處理的程序太過混亂。政府危機處理失敗的第一個藉口是，市場原本有充裕的時間可以採取適當的行動。畢竟，大家至少從春天起就一直預期雷曼兄弟會出問題。話又說回來，即使市場明顯未按政府期望的方式運作，政府對市場的信心卻依然堅定不移。後來，失敗的藉口又變成，政府沒有合法的權限來採取任何行動。然而，這個藉口沒兩天就被拆穿了，因為政府立即採取強力行動有效地將AIG國有化、為AIG這個全美國最大的保險集團紓困。這確實有一點過度延伸權力——聯準會原本只對商業銀行有管轄權，對保險公司並沒有。而更有力的一項批評則是，聯準會和財政部其實有很充裕的時間來搞清楚自己究竟需要什麼樣的法定權限。如果他們覺得自己沒有足夠的權限來保護美國經濟（以及全球經濟）必須要有的金融穩定性，他們就有責任要向國會要求相關的權限。有趣的是，雖然財政部在雷曼兄弟的經驗中學到了錯誤的教訓，但他們卻未能從早先與IMF聯手處理印尼金融風暴，但卻搞垮了印尼經濟的經驗中汲取教訓。在關閉十六家印尼銀行之後，美國財政部宣布將有更多銀行會遭關閉，而他們未來也只會提供有限的存款保險。毫不意外地，恐慌立即出現，民營銀行的資金迅速逃往民間。事實上，向大眾昭告其他銀行也會出問題，等於加速了問題的產生，這是一種自我實現的預言。

沒事的說法，根本是無稽之談，因為雷曼兄弟的倒閉不是因而是果，來自不良放貸行為以及鬆散的金融管制。不管雷曼兄弟有沒有獲得紓困，全球經濟早就已經走向危機。正如我先前所說，危機發生之前，全球經濟是因房地產泡破以及過度舉債消費而得以苟延殘喘。但那個遊戲已經玩完了，早在雷曼垮台之前就已經玩完了。但雷曼兄弟的倒閉無疑加速了反槓桿化的過程，因為它將原本暗自化膿的問題搬到了檯面上，也就是銀行根本已不知道自己的淨資產為何，而他們也根本無法得知道自己放款對象的資產狀況。[15]短期而言，更有條理的處理程序或許可以降低這次危機處理的成本，但「反事實史觀」（counterfactual history，也就是「事後諸葛」之意）本來就行不通。有些人相信及早吃藥、解決問題有益身心，慢慢處理問題則曠日廢時，容易造成更大的損失。但話說回來，銀行逐漸完成資本重整的時間，或許會早於銀行虧損浮上檯面的時間也說不定。從這個角度看，以作假帳來暫時掩飾虧損（就像這次危機以及1980年代儲貸危機發生時的情況）所能達到的效果，或許真的比吃退燒藥、減緩病徵還要多一些；降低體溫或許真的能夠有助身體康復。第三個看法則認為，雷曼的倒閉其實救了整個金融體系。因為若不是雷曼倒了，要為銀行紓困爭取到政治力量的支持，恐怕要困難得多了。（事實上，即使雷曼倒了，銀行爭取紓困時依然阻力不小。）

即使我們同意，讓雷曼倒閉是個錯誤，但布希及歐巴馬做法是在9月15日雷曼倒閉之後，立刻為銀行界開出了一張空白支票。而在雷曼倒閉前，鮑爾森、柏南奇，以及蓋特納所選擇的做法則是任由雷曼倒閉，然後再祈禱千萬不要出任何差池、但願一切順遂。但在這兩種做法之間，其實還有許多不同的選擇。政府當然有責任解救存款戶，但這並不表示政府可以慷納稅人之慨，一併解救銀行的債券持有人及股東。如我先前所說，處理破產的標準程序應該是解救銀行、由股東承擔起損失，然後由債券持有人成為銀行的新股東。雷曼兄弟並沒有政府負責擔保的存款，它是一家投資銀行。然而，它還是握有一項幾乎和存款相同的東西。雷曼透過「貨幣市場基金」（money market funds）所持有的商業票券向「市場」借了許多短期資金，而貨幣市場基金的功能其實和銀行差不多（投資人甚至可以用貨幣市場基金的帳戶來開支票）。這也就是為什麼金融體制中牽涉到貨幣市場及投資銀行的這一部分，常被人稱為「影子銀行體系」（The Shadow Banking System）。它之所以產生，一部分是為了迴避真正的銀行體系所受到的金融管制（金管的目的是要確保銀行體系的安全與穩定）。雷曼兄弟的倒閉為影子銀行體系引起了一陣解約潮，一如真正的銀行體系在政府提供存款保證之前所曾發生的擠兌潮一樣。為了解決解約風潮，政府竟也開始為影子銀行體系提供保險。

那些反對銀行在碰到困難時應進行重整（接管）的人說，如果債券持有人不能獲得「完全」的保障，銀行的其他債權人（那些提供短

15 雖然一般大眾或許還不曉得這些問題（部分原因是財政部長鮑爾森的故意掩飾，我在後面會說明），但事實上，早在2007年初，金融危機就已開始成形。2007年8月，當幾個大型基金接連出狀況之後，社會大眾第一次產生恐慌情形。當投資人開始發現「不動產抵押貸款擔保證券」（Mortgage-backed securities, MBS，或簡稱「抵押擔保證券」）隱含的問題時，這些市場也開始出狀況。問題反彈回銀行界只是遲早的事。2007年底，早在雷曼兄弟倒閉前一年，美國經濟其實已進入衰退。

期資金，但未受到政府擔保的人）將在重整前夕逃之夭夭。但這樣的結論有違經濟邏輯。如果那些債權人腦袋清楚的話，他們一定知道銀行受到接管後穩定性大大提升，加上債權換股權，好處不少。如果他們過去放心將資金放在銀行裡，現在應該更願意這麼做。政府如果不信任這些精明的投資人，也可以為這些投資人提供擔保，但絕對應該向他們收取保費。結果是，布希和歐巴馬政府不但決定對銀行股東紓困，同時也提供了擔保。那些極力要求政府應該對股東及債券長期持有人大方提供協助的人立刻閉嘴。

金融重整將出現兩大輸家。銀行高階主管幾乎都得捲鋪蓋，他們當然不會太高興。銀行股東當然也不會很高興，因為他們什麼都沒了。但這就是資本主義中所謂的「承擔風險」。「虧損」正是他們在景氣榮景享受超高報酬的同時也必須承擔的風險。[16]

解救金融體系的初期行動

美國政府原本應該遵循資本主義的原則、重整那些需要紓困的銀行，而非毫無節制的提供資金（儘管有些銀行事後確實償還了政府的金援）。然而，布希和歐巴馬政府卻都做了相反的決定。

當危機在2007年底到2008年初爆發之後，布希政府和聯準會每一次的紓困行動作法都不盡相同，實在讓人看不出他們的行動有任何的原則或規劃。這等於是在經濟不確定性上又加上了政治不確定性。在

16 進行財務重整時，也可以丟出一些甜頭：為現有股東提供一些認股權證，如果銀行真的撐過來了，他們也可享有一些價值回升的空間。

某些紓困行動中（例如貝爾斯登），股東得到了部分援助，而債券持有人則受到了完全的保護。另一些行動中（例如房利美），股東失去一切，而債券持有人則受到了保護。還有另一些紓困行動（例如華盛頓互助銀行，Washington Mutual），股東及債券持有人則幾乎一切泡湯。在房利美的紓困行動中，政治考量似乎凌駕一切（原因是擔心惹怒中國，因為中國是房利美最大的債券持有人），任何看不出符合經濟原則的處理方式。[17]雖然有人經常以「系統性風險」（systemic risk，簡言之，即足以影響整個系統的風險）來解釋為何有些金融機構可以獲得紓困，有些卻不行，但很清楚的是，在危機發生前，聯準會和財政部對於系統性風險根本毫無概念，而即使危機一路擴大，他們對其內涵依舊一知半解。

政府有些早期紓困行動都是透過聯準會來進行，而這也使得聯準會採取了它幾個月之前料想不到的行動。聯準會的主要責任是商業銀行，負責監管，並由政府提供存款保險。危機發生之前，許多人堅稱投資銀行既不需要聯準會的資金，也不需要商業銀行的那種監管，因為他們根本不會造成任何系統性風險。他們負責的是有錢人的資金管理，而有錢人絕對有自我保護的能力。但突然之間，政府竟採取了企業福利政策史上最慷慨的措施，將安全網擴張到了投資銀行身上。然後，它又將安全網擴張到保險公司身上，也就是AIG。

17 房利美剛開始是一家政府贊助的機構，它在1968年完成民營化。政府從來沒有為房利美的債券提供擔保。如果有的話，它的債券報酬率應該會和國庫券一樣低。曾經有謠言指稱，美國政府高層曾向中國保證，這些債券具有政府的擔保。但若如此，美國民眾就得付出很高的代價，才能包庇這些未經授權的保證。

到了2008年9月底，這些透過聯準會所進行的「隱性紓困」顯然已不足以應付愈來愈吃緊的狀況，布希總統必須向國會求援。財政部長鮑爾森送錢給銀行的原始計畫，被批評者諷為「現金換垃圾」（cash for trash）。根據鮑爾森的計畫，政府將運用「不良資產紓困方案」中的資金，買下銀行的有毒資產並帶來流動性，同時清理銀行的資產負債表。當然，銀行業者根本不覺得政府在清理垃圾上有何特殊專長。他們之所以想要把有毒資產丟給政府的主要原因是，他們希望政府會不著痕跡為銀行再注資（recapitalization）。

真正讓大家開始覺得事有蹊蹺，是鮑爾森向國會提交了全長三頁的「不良資產紓困方案」，而其中將給予財政部長一張7000億美元的空白支票，而且這筆龐大資金的使用可以不受國會的監督或司法的審查。身為「世界銀行」（World Bank）的首席經濟學家，我對這種花招可是非常熟悉。如果這等情事發生在第三世界國家身上，我們一定知道未來即將發生什麼事——龐大的資金將從納稅人手中被「重新分配」到銀行及其黨羽手中。世界銀行一定會威脅將立即切斷所有的援助。我們不可能忍受民眾的錢遭如此濫用，而且還不必接受正常的制衡與監督。許多保守派的評論家就指稱，鮑爾森的提案根本違憲。他們認為國會不可能輕易放棄自己的監督責任，任由鮑爾森決定如何運用這些資金。

有些華爾街人士抱怨，媒體根本稱這項方案為「紓困」，意在打擊社會士氣。他們希望用「復甦計畫」，聽起來比較樂觀、委婉。鮑爾森則以「問題資產」（troubled assets）這個溫和的名詞來取代「有毒資產」。他的繼任者蓋特納則進一步將有毒資產美化為「舊有資產」（legacy assets）。

2008年9月29日，當國會進行第一輪投票時，「不良資產紓困方案」以二十三票之差在眾議院被否決。法案遭否決後，布希政府決定舉辦一次「大拍賣」。他們基本上等於是直接問每一位投下反對票的眾議員，政府要給他們的選區多少經費，才能讓他們改投贊成票。對原始提案投了反對票的三十二位民主黨議員及二十六位共和黨議員，在修正案投票時改變了心意。2008年10月3日，「不良資產紓困方案」在國會過關。國會議員之所以改投贊成票的原因，當然還包括了對全球性經濟崩盤的恐懼，以及修正案中確實增加了一些加強監督的條款。但是，對許多眾議員而言，改投贊成票也給他們自己帶來了明顯的利益：修正案中為這些國會議員的選區提供了高達1500億美元的特別稅條款（special tax provisions）。[18]沒有人說收買國會議員會是件便宜的事。[19]

華爾街對於由政府出面收購不良資產的方案當然頗感欣慰。誰

18 請參見David Herszenhorn, "Bailout Plan Wins Approval; Democrats Vow Tighter Rules," *New York Times*, October 3, 2008, p. A1.

19 後來通過的法案中所涵蓋的補助包括：豁免兒童用的木箭所必需支付的39分錢貨物稅（由奧勒岡州參議員提出，並為奧勒岡一家木箭製照商帶來了20萬美元的好處）；為「NASCAR極限房車大賽」（NASCAR為「全國運動汽車競賽協會」，National Association for Stock Car Auto Racing的縮寫）的賽車場提供七年的成本回收期，這比國稅局認為恰當的數字少了一半以上（這項補貼總值為1.09億美元）；修改波多黎各及維京群島蘭姆酒相關的貨物稅條款（補貼總值1.92億美元），為在美國拍攝電影（包括成人電影）提供獎勵金（十年總計4.78億美元），以及增加對「羊毛研究信託基金」（Wool Research Trust Fund）的資助款，好讓它能提供更多贊助金給羊毛製造商及養羊場。請參見"Spoonful of Pork May Help Bitter Economic Pill Go Down," CNN.com, October 4, 2008, and Paul Waldie, "Bill Larded with 'Goodies' for All," *Globe and Mail*, October 3, 2008, p. B1.

不願意以高價將自己的垃圾丟給政府？銀行當時是可以將這些資產放在公開市場出售，但賣到的價錢恐怕不會讓他們太高興。當然，也有些資產是市場不會碰的，因為那些所謂的資產，根本就是隨時會爆掉的負債，可以像小精靈（pacman，早期電腦遊戲）一樣，把政府的錢給吃光光。例如，2008年9月15日，AIG說他們有200億美元的資金缺口。第二天，他們的虧損卻一口氣擴大到890億美元。不多久，趁大家不注意的時候，政府又給了AIG更多的錢，使得AIG的紓困金額總計暴增為1500億美元。又不多久，紓困金額又擴大到了1800億。當政府終於接管AIG之時（政府接收了AIG將近八成的股權），或許它確實接收了一些資產，但這些資產中卻隱藏了更多的負債。

最終，鮑爾森的原始計畫被全盤否定，因為要為成千上萬的個別資產一一訂價，並完成收購手續，簡直是一件不可能的任務。而且，那些不想讓銀行拿錢拿過頭的人所施加的壓力，終於也使得那些有毒資產必須以透明的拍賣機制，獲得應有的訂價。但大家也很快明瞭，要把成千種不同的資產以拍賣方式處理掉，根本就是惡夢一場。時間也是一項關鍵，進行拍賣曠日廢時。更何況，如果拍賣以公平方式進行，資產價格必然不高，銀行的資產負債表勢必出現缺口。經過幾個禮拜的強力奮戰，一直堅持原始計畫是最佳方案的鮑爾森突然在2008年10月中放棄了這項計畫，並開始醞釀下一套方案。

下一個提案是「注資」（equity injection）。鮑爾森認為給銀行更多資金、為銀行進行再注資有幾項重要原因。第一，如果為銀行注資，銀行或許就會有能力開始為民眾及企業提供更多貸款。另一個原因則是來自1980年代的經驗：銀行資本不足將對整體經濟構成威脅。

三十年前，美國儲蓄暨貸款協會（Savings and Loan Association，S&L，簡稱儲貸機構）面臨了與目前銀行非常類似的問題。1970年代末到1980年代初，當利率突然升高來對抗通膨時，儲貸機構手中的房貸價值因而大幅下降。但銀行是以民眾的存款來承作這些房貸而房貸價值大跌，銀行欠存款戶的金額卻沒有改變，那些儲貸機構事實上都已經破產。

然而，當時的會計作業卻讓他們得以拖延面對最後審判的日子。雖然他們不必減計房貸價值來反映市場現實，但他們付給存款戶的利息仍高於他們從房貸收取的利息，因此，許多儲貸機構出現了嚴重的現金流量問題。有些儲貸機構以「持續成長」來「解決」問題，也就是類似龐氏騙局（Ponzi scheme）的做法，開發新存款來償付原有的存款或利息。只要沒人戳破真相，一切沒事。雷根總統決定以放寬金融法規及擴大放寬會計準則來幫這些儲貸機構苟延殘喘，讓他們得將「誠信」（goodwill），也就是未來的獲利，算做是自己的資產。

那些儲貸機構其實早已成了「僵屍」。他們有絕對的誘因要尋求波士頓學院（Boston College）凱恩教授（Ed Kane）所謂「置之死地而後生」的機會，[20]如果循規蹈矩，他們絕不可能爬出自己掘的墳墓，但若大膽冒險，或許還有起死回生的機會；即使這一把賭輸了，他們原本就是死路一條，也沒什麼好損失的。[21]容許僵屍銀行繼續苟活，

[20] 請參見Edward J Kane, *The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?* (Washington, DC: Urban Institute Press, 1989), and Edward J. Kane, "Dangers of Capital Forbearance: The Case of the FSLIC and 'Zombie' S&Ls," *Contemporary Economic Policy, Western Economic Association International*, vol. 5, no. 1 (1987), pp. 77–83.

並放寬管制，讓他們能夠冒更大的風險，只是徒然增加後來收拾殘局時所必須付出的代價。

「賭博」（也就是冒過當的風險）和「詐欺」只有一線之隔，這也就難怪1980年代的金融醜聞會一個接一個爆發。或許這也是我們在當前危機中見到了那麼多賭博行徑和詐欺行為的原因。[22]

銀行注資方案的贊成者（包括本人在內）都犯了一個錯誤。我們以為注資行動是以正確的方式進行，也就是說，納稅人付出的資金將獲得合理報償，而銀行也會受到必要的監管。資金確實大量注入了銀行體系進行紓困；當銀行表示需要更多資金時，更多的錢又再注入。納稅人得到的是優先股（preferred shares）以及一些認股權證（warrants，即購買股票的權力），但在這場交易中，納稅人其實吃了大虧。如果我們拿納稅人所獲得的待遇，與幾乎同一時間內，高盛給巴菲特的條件相比[23]，或者與英國政府為英國的銀行提供紓困所獲得的條件相比，美國納稅人顯然上當了。如果由華爾街來進行這一筆交易，他們要求的條件絕對大幅優於納稅人的條件。

21 請參見George Akerlof and Paul M. Romer, "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1993), pp. 1–73.

22 當時，整個金融危機所耗費的成本估計約達1600億美元（這在當時可是難以想像的數字，以現今價值算來，它大約為3130億美元）。由於1993年的經濟復甦，政府後來確實得以回收不少的資金，但那些計算方式通常沒有計入完整的機會成本。請參見Federal Deposit Insurance Corporation, "An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s," Washington, DC, 1997, available at http://www.fdic.gov/bank/historical/history/.

23 巴菲特投入了50億元，而他所得到的是50億元、殖利率為10%的永久優先股，外加50億元高盛股票的認股權證，每股價格為115美元，比市場價格低了8%。2009年11月，高盛股價來到每股170美元。巴菲特以一年多一點的時間，從提供給高盛的資金上賺進了幾近六成的利潤。

更慘的是，即使納稅人已經成了某些銀行的「大股東」，布希以及歐巴馬政府手下的財政部卻仍不願對這些銀行進行監管。[24]美國納稅人付出了幾千億美金，卻連銀行怎麼花這些錢都無由得知，更別提要對銀行花錢方式提出意見了。這也和英國的銀行紓困不同，英國人至少在紓困的同時，也進行責任追究：原有的管理階層被開除、紅利及獎金受到限制，同時也實施了鼓勵貸款的新制度。[25]

相對而言，美國銀行界卻獎金照領、股利照發，而且連重啟貸款的樣子都懶得假裝一下。「放更多款？」2009年初，紐奧良的惠特尼國家銀行（Whitney National Bank）總裁霍普三世（John C. Hope III）就毫不避諱對著滿屋子的華爾街分析師說：「我們絕不可能按照政府的想法去改變經營模式或放款政策。」[26]

華爾街不斷得寸進尺、為自己爭取更好的條件，因而也使得納稅

24 金融界利用「恐懼」來說服布希及歐巴馬政府不要對他們進行任何管控，一如他們利用恐懼為自己的債券持有人及股東爭取到了完全的保障。他們的講法是，如果政府對於提供給銀行的資金進行管控，他們就無法募集到民間資金（彷彿這些成本高昂的「民間」資金具有特別的魔力、足以確保金融市場順利運作一般）。然而，由於政府拒絕進行管控，卻使得這些銀行更為虛弱，因為大筆資金都被用來發放獎金股利，讓銀行更加搖搖欲墜，也更沒有吸引力。
我先前提到，要求銀行必須進行適當注資的理由是，這將可以改善銀行的誘因，因為如果銀行有了更多的資本，當他們進行高風險投資時，就可能產生更多的損失。但歐巴馬和布希政府似乎犯了一個基本的錯誤：銀行的民間股東才不擔心政府是不是會遭受更大的損失，因為承擔風險的又不是他們的資金。由於政府的放任，銀行當然會繼續保持一貫行徑—即使銀行財務已風雨飄搖，獎金、股利當然還是要大方發送。

25 由於英國面對的問題實在太嚴峻了，因此英國的貸款業務依然不振。

人因承擔龐大風險而獲得合理報償的可能性愈來愈渺茫。當然，有些銀行確實努力償還了自己收到的紓困金。鮑爾森最早提出的無恥要求（給他一張7000億美元的空白支票，而且如何運用這筆錢還可不受國會監督或司法審查）至少帶來了一項好處：國會組成了一個獨立的監督小組，而它也讓大家見識到了這些紓困行動對美國的納稅人有多麼不公平。在第一波紓困行動中，納稅人每送給銀行一塊錢，只能換回當時只值六毛六分錢的相關證券。而在後來的紓困行動中，尤其是針對花旗銀行及AIG的紓困，納稅人的損失可就更大了，因為每給出一塊錢美金，納稅人只能拿回四毛一。[27]美國國會預算處（Congressional Budget Office，簡稱CBO，另譯為「國會預算局」、「國會預算辦公室」等）是一個不分黨派的獨立機構，負責對政府計畫進行成本評估。2009年3月，國會預算處提出估計，如果「不良資產紓困方案」中的7000億美元被全數使用的話，納稅人付出的淨成本將高達3560億美元。[28]也就是說，政府所能回收的錢將不到一半，而納稅人所承擔的風險則也不可能有任何回報。2009年6月，國會預算處仔細審查「不良資產紓困方案」已花出去的3690億美元後發現，政府的虧損金

26 請參見Mike McIntire, "Bailout Is a Windfall to Banks, if Not to Borrowers," *New York Times*, January 18, 2009, p. A1.

27 Congressional Oversight Panel, "Valuing Treasury's Acquisitions," February Oversight Report, February 6, 2009, available at http://cop.senate.gov/ documents/cop-020609-report.pdf.

28 Congressional Budget Office, "A Preliminary Analysis of the President's Budget and an Update of CBO's Budget and Economic Outlook," March 2009, available at https://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10014/03-20-PresidentBudget.pdf.

額將超過1590億。[29]

整個銀行紓困行動充滿了不誠實。銀行界（以及放任整個問題醞釀、爆發的主管機關）一直希望假裝這次危機只是大家的信心及銀行的流動性出了點問題而已。缺乏流動性的意思是，沒有人願意繼續借錢給銀行。銀行界自認沒做過任何錯誤決策、以為自己的本質仍然很健全，而且它們的資產「真實價值」仍超過負債。然而，雖然銀行對自己顯得信心滿滿，但對彼此顯然毫無信心，因為他們之中並不願意借錢給同業銀行。

美國銀行界的問題絕不只是缺乏流動性而已。[30]多年以來所從事的不負責任的行為，包括不當放貸及在衍生性金融商品市場上的賭博，已經使得一些（甚至很多）銀行實質上破產。多年的不透明會計

29 Congressional Budget Office, "The Troubled Asset Relief Program: Report on Transactions through June 17, 2009," June 2009, available at http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10056/06-29-TARP.pdf.

30 一家銀行（或任何企業）具有償債能力，但卻缺乏流動性，意思是指它的資產仍大於負債，但它卻無法取得足夠的資金。當然，如果銀行的資產「明顯」大於負債，它通常應該不會無法取得資金。然而，銀行之所以相信自己仍然具有償債能力，是因為他們希望相信自己的資產價值（尤其是房貸）其實是高於市場的認定。但問題是，銀行所擁有的資金大多是客戶的「活期存款」，也就是他們必須擁有足夠的資金以支付客戶隨時決定領回時的需要。然而，銀行卻常將這些資金拿來進行長期投資（例如房貸），一心以為不可能出現大批客戶在同時間要求領回存款的情形。但如果真的大家都在同一時間要求領回自己的錢，銀行就得快速賣掉自己的資產，而當他們這麼做時，資產的價值通常會有所虧損。也就是說，如果銀行能夠獲得一些緩衝時間，它就仍然具有償債能力，如果得不到緩衝時間，它就得在一夜之間賣掉手上的資產。碰到這種違規情況，聯準會就應該有所行動。聯準會必須評估這家銀行是否真如自己所宣稱，只要多一點緩衝時間，它就能夠出售資產來換取所需的資金。只有在聯準會確認答案是肯定的時候，它才應該為這家銀行提供所需的流動性。

作帳以及用來欺騙主管機關及投資人的複雜金融商品，也已對銀行本身造成嚴重傷害，因為連銀行自己都搞不清楚它們的資產負債狀況。如果連它們都不知道自己的資產是否具備償付能力，它們如何確保貸款對象的體質？

不幸的是，對美國經濟發表幾篇信心喊話，並無法真正重建大家的信心。布希政府及銀行界一再宣示，美國經濟基礎穩固、基本面健全，但卻完全不敵一個接著一個的壞消息所帶來的無情打擊。他們所說的話已沒人相信了，只有行動才能取信於民。然而，聯準會與財政部的行動卻又一再打擊大家的信心。

2009年10月，IMF指出，全球銀行體系的虧損已達3.6兆美元。[31] 但金融界願意承認的金額遠小於這個數字，其餘部分則諱暗不明。每個人都知道那些損失存在於整個銀行體系之中，但沒人知道究竟藏在哪裡。

鮑爾森的計畫既未能重啟貸款業務，也未能重建社會對銀行的信心，但歐巴馬政府對於要以什麼東西來替代它，卻也是舉棋不定。經過幾個禮拜的打混之後，歐巴馬政府終於在2009年3月宣布了一項「政府與民間合作投資計畫」（Public-Private Investment Program），用「不良資產紓困方案」中的750億到1000億左右的資金，加上來自民間投資者的資金，共同買下銀行的有毒資產。[32] 這項計畫的用語具有強烈的誤導性。它形容這是一種政府與民間的「合作」關係，但這種合作關係卻很不多見，因為政府出資將高達92%，但卻只能獲得一半的利潤，並得承擔幾乎全部的損失。政府將以「無追索權貸款」的方式，借給民間投資人（對沖基金、投資基金，甚至還包括銀行，也就等於是幫助銀行去購買彼此的資產）它們所需要出的絕大部分資金，[33] 因此，這些資金只能靠它們所買下的資產來擔保。如果民間業者買下的證券或房貸，價值低於它們向政府所借的錢，民間業者就可以走上違約之路，讓政府（而非民間業者本身）來承擔最大的損失。

31 請參見International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks," Washington, DC, April 2009.

32 請參見U.S. Treasury, "Treasury Department Releases Details on Public Private Partnership Investment Program," March 23, 2009, available at http://www.treas.gov/press/releases/tg65.htm.

實際上，歐巴馬政府等於是採行了一套與原先的「現金換垃圾」沒什麼差異的政策。這種作法就等同於政府雇用了一家私人垃圾處理公司，讓它買下大批垃圾，在裡面翻出有價值的東西之後，再把剩下的垃圾丟回給納稅人處理一般。而且這個計畫彷彿也是設計來讓垃圾處理公司大賺一筆的，因為只有那些財政部精心挑選出來的華爾街俱樂部成員，才得以參與「競標」。我們可以確定的是，這些從國家經濟中為自己搾走那麼多金錢的金融大戶，是絕不可能為了公益而「免費」提供服務的。

歐巴馬政府希望宣稱，「政府與民間合作投資計畫」是為市場提供流動性的必要做法。他們認為，缺乏流動性將對房價產生抑制作

33 支持這項計畫的理由是，它可以「清理」銀行的資產負債表。但如果甲銀行買了乙銀行手中的資產，結果就會變成甲銀行「被污染」，而乙銀行則變乾淨了。這顯示「官民合作投資計畫」的真正理由，或許只是要隱匿政府為銀行提供的資金。

用，因而也就會對銀行的資產負債表造成傷害。然而，缺乏流動性並非最主要的問題。如果問題只出在流動性，很簡單：政府只要為銀行提供資金就好，根本不必要求貸款保證。所以，真正的問題其實是，銀行界在房產泡沫期間進行了太多不良放貸、槓桿化程度太高，它們把自己的資本都虧掉了，因此需要把它補回來。

政府自以為藉由「政府與民間合作計畫」買下這些資產，就可以達到由市場來決定這些「有毒資產」（包括所有的房貸以及用這些房貸創造出來的證券）的價值。他們希望以市場的神奇魔力來達成為有毒資產「定價」（price discovery）的目的。但事實上，市場並沒有為有毒資產訂定價格，而是把它們當成選擇權來進行一場單向的賭博。但市場定價與賭博之間並沒有太大的關係。民間投資者其實是得以在好的房貸上獲利豐厚，但將不良房貸所造成的損失再丟回給政府。

假設一筆資產在一年之後有50%的機會可能變得一文不值，而另外50%機會則可能變成200美元。這筆資產的平均「價格」就是100美元。若不計利息，它將是這筆資產在公開市場上可以賣到的價錢（也就是這筆資產的「價值」）。假設財政部將組成的合作投資基金願意以150元買下這筆資產，這個價格就比這筆資產的真實價值高出了50%，銀行當然會喜不自勝地將它賣出。這個情況下，民間投資人只要拿出12美元，而政府則必須拿出剩下的92%的成本，也就是12美元的基金加上126美元的擔保貸款，總共138美元。

一年之後，如果這筆資產的價值變成零，民間投資人的損失是12美元，而政府的損失則高達138美元。如果到時這筆資產變成200美元，政府和民間投資者將平分扣掉126美元擔保貸款之後所剩下的74

美元。在這種樂觀估計之下，民間投資者將以12美元賺進超過本錢兩倍的利潤（37美元），但承擔了138美元風險的納稅人也只賺到了37美元。

但納稅人損失的錢恐怕還不止於此，理由有三：第一，逆向選擇（Adverse Selection）的問題。由於銀行可以選擇它們想要出售的貸款和證券，它們必然希望賣掉手中最差的產品，尤其是那些它們認為市場價格高於實際價值的產品。然而，市場很可能會發現這個現象，因而刻意降低自己願意付的價錢。結果是，只有政府承擔起足夠的損失，才能扭轉這種「逆向選擇」。有政府在背後吸收所有損失，市場就不會介意銀行是否藉由賣出最差的資產來「欺騙大眾」。

一開始，銀行及其他可能的民間投資者（對沖基金及其他金融機構）愛極了這個計畫。銀行只會賣出那些它們想賣的資產，因為反正穩賺不賠。民間投資者也可以大撈一票（尤其是政府對那些擔保貸款只收取極低的利息）。政客也愛死了這個計畫，因為當這個法案最後到期時，他們很可能已經離開現有的職位了。但這正是這個計畫的問題所在：大家要到多年以後才會知道，這個計畫到底對政府的資產負債表造成了什麼樣的影響。

然而，許多銀行及民間投資者後來卻決定放棄這個美夢。因為他們擔心，如果他們真的因此大撈一票，整個政府體制及社會大眾絕不會放過他們，而且會想出方法讓他們吐出這些不當得利。這些民間投資者也知道，他們起碼還是得接受國會的強力審查——就像那些接受了不良資產紓困方案資助的金融機構一樣。當會計規則改變、容許銀行不必減低資產的帳面價值時（也就是假裝那些有毒資產仍然和黃金

一樣寶貴），這套計畫的吸引力又更減少了。因為即使這些銀行可以用較高的價錢賣掉資產，他們還是得認列損失，因此他們就必須募集更多的資本。他們寧可延遲算總帳的日子。

有些金融市場人士認為這套方案是一個「三贏計畫」。但事實上，它卻是個二贏一輸的提案：銀行贏、投資者贏，而如果這項計畫對銀行有利，納稅人就一定輸。正如一位對沖基金經理人寫信給我時所說的，「對納稅人而言，這簡直是一樁奇慘無比的生意，但我一定會確保我的客戶可以從中獲得最大的利益。」

如果這個策略有這麼多的問題，它的吸引力到底何在？事實上，這套計畫根本就是華爾街的最愛，機巧、複雜、不透明，而且可以將龐大的資金轉進市場。它可能可以讓政府不必再向國會伸手要錢來解決銀行的問題，而且它也可以讓政府避免「接管」的程序。

計畫推出幾個月，它的效果卻未能符合政府的期待。幾個月之後，這項接手不良放款（"legacy" loans）的計畫就和許多其他計畫一樣被廢止了，而接手不良證券（legacy securities）的計畫也遭到大幅縮減。這項計畫最可能產生的結果是，不論剩下的舊有證券計畫能帶來多少利益，它的代價一定非常高。原本可以提供給銀行的錢，將落入民間投資者的口袋。以雇用一家民間垃圾處理公司而言，政府真是付出了太高的價碼。[34]

為何紓困行動注定失敗？

這些代價高得離譜的紓困計畫連「重啟貸款業務」這項最主要的目標都未能達成。[35]而導致這些計畫失敗的主要原因，就只是幾個基

本的經濟原則。

第一個原則：「物質不滅定律」（conservation of matter）。當政府買下有毒資產時，相關的損失並不會消失，就像政府為花旗的虧損擔保時，這些虧損也不會憑空消失一樣。它們只是從花旗銀行的資產負債表上，轉到了政府的資產負債表上。也就是說，真正的問題是出在「分配」上：由誰來承擔這些虧損？這些虧損會從金融體系轉到社會大眾身上嗎？在一個零和的世界裡（也就是某些人的獲益必然是建立在另一些人的損失上），對銀行股東或債券持有人有利的一樁交易，就等於對納稅人不利。這就是那些打算購買銀行有毒資產的計畫最根本的問題（不論是單項購買或包裹交易）：買貴了，政府就得承受龐大的損失；買便宜了，銀行帳上的缺口就會變得巨大無比。

討論有毒資產時所使用的隱喻，使得問題更添混淆。大家常說，政府必須藉著除去有毒資產，來幫助銀行「清理」它們的資產負債表。這種說法好像是把有毒房貸比擬成了一顆爛蘋果——它會使旁邊的蘋果也一起爛掉。但一項有毒資產只是銀行認列損失的一筆資產而

34 「政府與民間合作投資計畫」還有幾項優點，例如，它可以讓政府免於某些責難，包括以過高的價錢買下某些銀行的資產，但同時間又在不實行任何管控的情況下送錢給銀行（這種作法確實奇怪，但它卻似乎是歐巴馬的核心構想）。然而，這個計畫也有一些缺點，而它們也在政府及聯準會努力提振經濟的過程中不斷惡化。降低房貸利息原本是為了要穩定房貸市場，但它卻間接助長了「逆向選擇」，也就是那些留待「官民合作投資計畫」收購的舊房貸中所包含的有毒資產（也就是那些無法獲得再融資的資產），比例變得愈來愈高。

35 很明顯地，送進銀行但卻立即被當成股利、獎金發出去的錢，並未讓銀行重啟貸款功能。但發剩的資金或許可能發揮了一些效果，意思是，雖然整體放款金額並未擴大，但它原本可能會縮得更小。好好規劃的紓困方案應該可以讓政府資金發生更大的效用。

已，它並沒有傳染病。

「污染者付費」（Polluter-Pays Principle）是從環境經濟學中借用的一項原則，它為「誰應該負責承擔虧損」提供了很好的指導原則。它不只是公平性的問題，同時也關乎效率。美國銀行界以有毒資產污染了全球經濟，因此，基於公平與效率的原則（同時也是基於遵守遊戲規則的要求），它們就必須自己負擔清理的成本（不論是立刻或是在未來，而且或許是以賦稅的形式來承擔）。這不是美國銀行界第一次接受紓困。銀行紓困的問題不斷重複發生。也就是說，整個國家經濟一直在大量補貼這個產業。

向銀行徵稅——例如對所有「不良」外部因素（"bad" externality）徵稅，不但可以增加政府稅收，更可在同時間改善經濟效率。課徵這類的稅收要比對許多有益的事情（例如儲蓄或工作）課稅有道理得多，而且設計這類的稅制其實非常簡單。銀行界宣稱，增加銀行的稅賦成本將傷害他們吸引民間資金的能力，並有礙金融體系恢復健康。他們再一次運用了「製造恐懼」的伎倆。在他們看來，甚至連討論這個問題都可能帶來傷害。問題是，不對它們徵稅（免除他們承擔虧損的責任）將對經濟造成扭曲。而且，即使民間不願對銀行提供資金，因而必須由政府提供更多暫時性的資金挹注，這也絕不是世界末日。只要能夠藉由取得債券或股權等方式，從銀行未來的獲利中獲得足夠的補償，就可以處理這個問題。事實上，民間投資者原本就無法有效要求銀行遵守紀律、負起責任。同時，經濟終究是會復甦的，只要經濟復甦，這些資產極可能會為政府帶來不錯的獲利。

將虧損在國家經濟中挪來移去或許像是一種零合遊戲，但如果搞得不好，它卻可能會變成一場負和賽局（negative-sum game），也就是納稅人的損失會大於銀行股東的獲利。正如我一再強調的，誘因的影響很大。紓困行動必然對誘因造成扭曲。放貸的人如果知道他們不必為自己所犯的錯誤承擔後果，他們在信用評估及風險貸款上的表現必然每下愈況。這也是我一再提到的道德風險。我們對於一次紓困將可能引來另一次紓困的擔憂似乎成真了，而我們的政府也已成了「紓困之母」（mother of all bailouts）。不僅如此，政府紓困的方式似乎也使得事情更加扭曲，同時也可能加劇了經濟的崩盤。例如，如果一家銀行（例如：花旗銀行）的虧損有政府負責擔保，它就沒有太大的誘因要去進行房貸的重新談判。而如果它能延後處理問題，或許它手中的房貸價值也有機會回升（雖然機會很小），而它也就可能保住自己所有的利潤。如果不幸因為延遲處理問題而使得虧損擴大，它還是有政府可以替它處理善後。

還有另一種原因會讓忽視誘因的代價變得異常高昂。銀行和它們的主管有足夠的誘因將政府的錢拿來大發獎金與股利。他們當然知道政府給錢的目的是希望他們重啟貸款業務；納稅人絕不是因為太愛銀行家而為銀行紓困。他們也知道這麼做會使得銀行更虛弱並引發社會憤怒。但古話說得好：一鳥在手勝過雙鳥在林，他們知道自己銀行無法存活下來的機會並不小。他們個人的利益不但離整體經濟的利益愈來愈遠，也離美國納稅人（也就是他們最重要的「金主」）愈來愈遠。但布希和歐巴馬政府卻決定忽略這種明顯的利益衝突、不對銀行如何使用紓困金進行任何管控。

經濟學上還有一項關鍵原則：往者已矣、來者可追、永遠向前

看。如果政府不要把錢浪費在拯救這些早已證明自己無德無能的銀行上，它原本可以將7000億美金留給那些體質依然健全而且管理良好的銀行，甚至可以用其中一部分資金來設立一些新銀行。以一般12：1的槓桿比例，這些資金將可以創造出8.4兆的新信貸（new credit），遠比美國經濟復甦所需的多。即使政府沒有採取這麼戲劇化的手段，他們也可以用部分的錢來創造新的貸放機構，再用一部分來為新的貸款提供部分擔保，以吸收它們的不確定性。如果能夠根據經濟衰退的狀況來量身打造「部分擔保貸款」，那就更有意義了。也就是說，如果經濟持續衰退（持續衰退並不是任何人的錯），政府就可以提供更多的協助。[36]一種更前瞻、更創新的做法則是應該將資金以更低的成本貸放給一般民眾，而不是像美國政府這樣，拚命買進市場上的有毒資產，或是把更多的錢送給那些證明自己在風險評估及信用評估上都徹底失敗的銀行，然後希望他們能夠良心發現、重啟貸款業務，或祈禱他們能夠像變形金剛一樣，表現得與危機前判若兩人。

另一項基本經濟原則與我們討論過的景氣刺激方案的設計（第三章）非常類似：花錢應該有目標，政府必須把錢導引到最能提振經濟的地方去。如果政府沒有任何預算限制，它當然可以毫無顧忌地向銀行撒錢。在那種情況下，為銀行再注資顯然很簡單。然而，當資金

36 那些設計紓困計畫的人顯然沒有好好思考決定信用流量的關鍵因素。事實上，這些考量應該是任何貨幣理論的核心。其他因素也會影響貸款業務，而其中之一就是風險。當經濟困境持續加深時，風險狀況當然也會愈加惡化。這也是我之前的一本著作的核心主題之一。請參見B. Greenwald and J. E. Stiglitz, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*（Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2003）.

有限時，我們就必須確保每一分錢都花在刀口上。「不良資產紓困方案」之所以沒有達到提振貸款功能的目標，原因之一就是政府把大部分的錢都給了大銀行，而許多大銀行多年來早已將業務重心從貸款給中小企業移轉到別處去了。如果政府的目標是要創造就業機會（甚至只是保住現有的工作機會），他們就應該把更多的錢提供給中小企業，因為它們才是絕大多數工作機會的來源。如果我們希望能夠將更多資金導入中小企業，我們就應該讓錢進入小型銀行及社區銀行。

但政府卻對那些犯了最多錯誤的大型銀行一擲千金，而有些大銀行根本沒有什麼貸放業務（有些甚至完全沒有）。對AIG的紓困尤其愚蠢。當時有人認為，如果政府不對AIG紓困，那些向AIG買了信用違約交換的公司可能會出問題。信用違約交換就像是為某些企業買的壽險。但送錢給AIG卻是將錢導入最需要的地方的一種笨方法。布希和歐巴馬政府顯然都採取了不同形式的「滴漏經濟學」理論：撒足夠的錢進AIG，有一些自然會流到需要它的地方。或許如此，但這種做生意的方法成本實在太高。當AIG的資金流向終於公諸於世時，大家也終於發現，流進經濟體系中重要機構（systemically significant institutions）的錢根本少之又少，但這卻是那些要求對AIG紓困的人先前最主要的訴求。[37]

相同地，也有人擔心，如果政府不對AIG所有的債權人紓困，有些保險公司和退休基金將遭受重大損失。[38]而它們被認為是「具有特別社會價值」的債權人（"socially worthy" claimants）。然而，如果將這些會流到民間債權人手中的錢，直接用來補強美國的社會安全體系（Social Security system），避免社會安全預算遭到進一步的削減，效果

可能會好得多。我們到底應該尊重誰的利益？是與政府有社會契約的廣大民眾，還是那些做了錯誤投資決策的人？如果我們必須解救退休基金和保險公司，我們就應該直接這麼做，好讓政府的每一分錢都能直接到達那些需要它的團體手中。花二十塊錢對投資人紓困，好讓其中一塊錢能夠流到有困難的退休基金手中，這種做法根本說不通。

最後一項應該可以為紓困計畫提供方向的原則，也與景氣刺激方案的設計原則十分類似：紓困計畫應該要能夠幫助金融體系更有效地發揮它原來應有的功能。我不只一次提到，紓困行動在這一點上十分失敗。例如，我們的金融體系中有一部分對推動新創事業或協助中小企業擴張版圖特別有貢獻，但政府的紓困資金並未大量導入到那些部分。我也說過，政府的紓困行動使得我們的金融體系更為集中，讓「大到不能倒」及「大到無法管理」的問題更形惡化。

這次的紓困計畫及1980至1990年代，以及二十一世紀前幾年的無

37 請參見Mary Williams Marsh, "AIG Lists Firms to Which It Paid Taxpayer Money," *New York Times*, March 16, 2009, p. A1.我們事後終於明白為什麼政府一直不願公布給AIG的錢都流到哪裡去了。全美最大的受益者就是高盛，但它卻宣稱沒有這些資金它也活得很好，而且他們根本就沒有造成什麼系統性風險，卻也開開心心收下了政府給130億美元的大禮。其他幾個主要受益者則是外國銀行。如果這些銀行倒閉將造成系統性的影響，它們的政府應該也會不吝於對它們紓困。美國等於是為其他有錢國家（法國、德國）提供了外援，而不是把錢送給那些更需要它的貧窮國家。而這項「外援」的金額高達3700萬美元請參見U.S. Department of State, "The US Commitment to Development," Fact Sheet, Bureau of Economic, Energy and Business Affairs, July 7, 2009, available at http:// www. state.gov/e/eeb/rls /fs/2009/113995.htm.）

38 對這項政策持批評態度的人則擔心，當銀行債券風險變高時，退休基金或許早已將它們賣給了對沖基金及其他投機客。果真如此，保護銀行的債券持有人不就變成是送一份厚禮給對沖基金的投機客嗎？

數紓困行動都一樣，它們向銀行釋放了一個強烈的訊息：不要擔心不良放貸，因為政府會負責處理善後。紓困計畫與它原有的目標完全背道而馳。紓困計畫應該是要幫助銀行負起自己該付的責任、獎賞循規蹈矩的人，並讓那些恣意冒險的銀行破產、倒閉。然而，那些在風險管理上表現最糟的銀行，反倒從政府手中得到了最多的金援。

政府以「保護自由市場經濟」為名所創造出來的，根本不是真正的市場。雖然歐巴馬政府迴避掉了接管的做法，但他們所做的事卻比國有化更糟。他們創造出了一種「偽資本主義」（ersatz capitalism），也就是將利潤私有化、把虧損社會化。大家對紓困計畫「不公平」的印象（事實也是如此），也就是對銀行家太慷慨，而一般老百姓所付出的代價也高得太離譜，更使得危機處理變得異常困難。大家已經認定，這次危機所造成的最大傷害，就是使得民眾對金融體系完全失去了信心。然而，政府處理危機時未能遵守公平原則，更讓社會對政府也信心盡失。政府對危機的回應方式，使得美國的經濟復甦走上了一條比原本更漫長、也更困難的路。當然，目前的情況絕對比採行另一種策略——什麼都不做，要好得多。什麼都不做極可能會將整個國家直接推下大蕭條的懸崖。

如果不再發生任何不幸的狀況（當然未來還是有許多可能的問題，例如商業不動產），銀行或許可以逐漸完成資本重整。雖然銀行業的貸款業務非常有限，但在聯準會將利率保持在幾近於零的水準，以及銀行業目前競爭有限的情況下，只要向貸款人收取較高的利率，銀行業事實上也能有不錯的獲利。但這當然會抑制企業的擴張及就業機會的增加。我們最樂觀的期待是，銀行注資的速度會比問題出現的

速度快。那麼，我們就真的有可以「且戰且走」了。

聯準會成為銀行金主

要完整討論金融紓困的問題，就不能不提到聯準會。在我之前提過的大部分紓困行動中，聯準會都扮演了重要角色。為了解救銀行家及銀行股東，以及為了刺激經濟復甦，不僅美國政府進行了龐大的支出，以貸款金額來衡量，聯準會的資產負債表也在幾個月之內增加了一倍，從2008年9月的9420億躍升到2009年9月的2.1兆以上。[39]

當危機逐漸擴大，葛林斯班也從創造「大穩健時期」（Great Moderation，葛林斯班統領聯準會的十八年期間，全球經濟所出現的長期平穩發展）的大英雄，一下子被打成了引發危機的罪魁。民意對他的繼任者柏南奇卻比較仁慈。2009年8月，當歐巴馬總統宣布他將續聘柏南奇擔任聯準會主席時，他將柏南奇說成是解救美國金融體系免於崩潰的功臣。但他並沒有提到，柏南奇也是把金融體系帶到崩潰邊緣的人（這一點並不令人意外）。我在第一章中說過，柏南奇上任後一直任由泡沫持續擴張。「葛林斯班撐盤」（Greenspan Put），也就是向市場保證，如果有任何問題，聯準會一定出手相救，也延續為「柏南奇撐盤」（Bernanke Put）。這項保證助長了泡沫的發展及過當的風險行為。而當泡沫破裂時，柏南奇果然也說話算話。

2007年夏天，當危機剛剛浮出檯面時，聯準會和歐洲央行立即為

39 請參見Federal Reserve Bank, Table H.4.1, "Factors Affecting Reserve Balances," Washington, DC, available at http://www.federalreserve.gov/releases/h41/.

市場注入了龐大的流動性。8月的前兩個禮拜，歐洲央行為市場注資2740億美元，而聯準會則於2007年8月初為市場注入了380億美元。[40]自此之後，聯準會一直在後續的紓困行動中扮演積極的角色。[41]聯準會完全未阻止銀行從事風險行為，以防野火燎原，他們說這些行為並不會造成任何系統性的影響（systemic effect）。然而，當大火竄起之後，聯準會毫不遲疑地就丟出數十億納稅人的錢去為金融界注資。[42]（如果聯準會認為投資銀行在金融體系中具有一定的重要性（systemically important），而它卻沒有監管這些投資銀行的權限，它就應該向國會要求必要的監理權。但聯準會沒有去向國會要求這項監管權力也不足為怪，因為聯準會根本就是自由化理念的支持者。）傳統上，聯準會是以購買或出售國庫券（即短期政府公債）來發揮自己調節市場的功能。當聯準會買進國庫券時，它就等於將資金注入市場，而這通常就會讓利率下降。當聯準會出售債券時，情況則剛好相反。政府公債幾乎毫無風險——只要美國政府不倒，它們就毫無風險。聯準會也可以直接貸款給銀行。藉著提供資金，它讓銀行能夠將錢貸放給其他人。

40 European Central Bank, Monthly Bulletin, September 2007, p. 33, available at http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200709en.pdf, and Federal Reserve Bank, Table H.4.1, "Factors Affecting Reserve Balances," Washington, DC, August 16, 2007, available at: http:// www. federalreserve.gov/releases/h41/20070816/.

41 聯準會在貝爾斯登破產後才立即擴充自己「終極金主」的功能，這件事為他們引來了不少的批評。因為如果聯準會的這個動作提前一兩天，或許貝爾斯登根本就不會破產了。

42 技術上而言，聯準會確實是一個獨立的機構。然而，大家對聯準會的信心並不是建立在它那不起眼的幾十億資本上。大家都知道，聯準會的背後其實是美國政府在撐腰。聯準會所有的獲利都會進入財政部，而它的虧損也全都由財政部負責買單。

但當聯準會借錢給銀行時，它通常會要求擔保品（也就是國庫券）。因此，聯準會並非一般定義的銀行，因為它不必進行信用評估。但身為銀行的主管機關，它應該在銀行付不出錢給存款人時強制銀行關門，或要求銀行想辦法取得必要的資金。聯準會被稱為銀行的「最後放款人」（lender of the last resort），因為有時資產狀況沒有問題的銀行也會出現流動性不足的情況，它們或許剛好無法在需要的時候順利取得現金，這時，聯準會就會為它們提供流動性。

當危機不斷擴大，而聯準會也不斷為市場注入龐大流動性時，這也使得利率降到了零。聯準會的目的當然是希望防止事態擴大、確保金融體系不致崩盤。但不令人意外的是，低利政策並未讓經濟重新點火，因為企業並不會因為可以取得比較便宜的資金就貿然進行投資。而且此時又出現了另一個問題：為銀行提供那麼多資金並沒有促使它們貸放更多的錢出去。銀行緊抓著錢不放，因為它們自己也需要流動性，對它們而言，這可不是對外放款的時候。[43]

貸款業務凍結，聯準會又開始扮演起新的角色，它從「終極金主」搖身一變，成了市場上的「一線金主」。大型企業通常並不是透過向銀行貸款來取得資金，它們通常會「直接從市場借錢」，也就是利用商業票券來取得資金。但當票券市場也結冰時，就連奇異電子（GE）這種一向令人仰之彌高的企業巨人，也都無法從市場上借到錢了。有些情況下，企業巨人（就像奇異）之所以借不到錢，其實是

43 七十五年前，凱因斯就曾討論過一個類似的現象，他將之稱為「流動性陷阱」（Liquidity Trap），也就是說，為經濟注入再多資金也沒有用，因為每個家庭都會緊緊抱著自己的錢。現在，政府把錢給了銀行，他們同樣緊抱不放。

因為它們自己旗下也有公司或部門參與了不良放貸行為。當市場不願買進這些大企業的商業票券時，聯準會卻大力捧場。但這麼一來，聯準會就從銀行的金主變成了整個國家的金主。我們看不出聯準會真的瞭解什麼叫風險評估，因為這與聯準會過去九十四年來所從事的業務可是完全兩碼事。

聯準會為了幫助銀行死裡逃生所採取的行動，可能反而傷害了貨幣政策原本的目的——重啟貸款業務。聯準會竟然開始付利息給銀行存放在它那裡的準備金，這真是掩人耳目、為銀行暗渡陳倉的好方法。但這麼做卻也等於變相鼓勵銀行把錢繼續存在聯準會，而不是拿出去放款。（聯準會事後也等於承認了這個問題，因為他們後來曾說，萬一碰到通膨的威脅，聯準會可以藉由提高銀行準備金的利息來減少銀行的貸款量。）

為了讓證券市場能夠重新啟動，聯準會（在財政部的支持下）嘗試了各種擔保計畫並決定自己進場買入證券（包括「定期資產抵押證券貸款工具」，Term Asset-Backed Securities Loan Facility）。然而，聯準會在做這些事情時卻忽略了一個基本問題：證券市場之所以失控，一部分的原因就是證券化所依據的計算模式大有問題。在這些模式並未進行任何調整的情況下，我們真的應該對於重新啟動這部大機器感到緊張才對。[44]

44 聯準會很有本事地讓全國的房貸餘額幾乎全進了它的資產負債表。政府幾乎擔起了所有的信用風險（利率降低時，房貸再融資是由聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration, FHA）、房利美及房地美負責），而聯準會則承擔了所有的利率風險。我之後會提到，到最後，反正所有的成本都是由納稅人來承擔。

通貨膨脹的風險

今天，當美國債臺高築，而聯準會的資產負債表也巨幅擴充時，全世界開始擔心未來是否將出現通貨膨脹。中國總理就公開表示，他擔心中國借給美國的1.5兆美金是否可能因通膨而貶值。他和中國民眾不希望看到自己辛苦賺來的錢逐漸縮水。美國有明顯的誘因要利用通膨來解決自己所欠下的債務，或許不是以非常戲劇化的超高通膨，而是（比方說）以十年、6%左右的溫和通膨來達到目標。這將消蝕掉美國外債三分之二的價值。[45]美國自稱絕不會做這種事，而央行官員似乎也的確有抗拒通膨的特殊基因。聯準會說他們一定會小心處理美國的經濟走勢，必要時會以減低流動性來防範通膨。但只要看一下聯準會最近幾十年來的紀錄，大家恐怕無法對聯準會的能力有那麼大的信心。

只要失業率依舊居高不下，我們要面對的就不只是通膨的風險，通貨緊縮同樣是個威脅。通貨緊縮是一項非常嚴重的風險，因為當薪資及物價下降，家庭與企業可能會無法順利償付欠款，貸款違約率上升、銀行受創則又將引發新一波的經濟衰退。聯準會其實是面對了一個兩難的困境。如果他們在經濟尚未穩定復甦之前，不小心讓流動性降得太快，經濟將落入更深的衰退，而如果降低流動性的動作做得太

45 事實上，要以通膨來減少政府的債務並沒那麼容易，因為政府大部分的負債都是短期的，因此，當通膨的憂慮升高，政府必須付的利息也會同步增加。但我們確實應該擔心一種風險：如果因為對通膨的憂慮而使得利率升高，但通膨卻未發生，這時，我們將得為通膨付出代價，但卻又無法撈到債務減少的好處，也就是說，我們的債務將因利率升高而更加擴大。

慢（尤其美國目前流動性的規模是如此之龐大），通膨的擔憂恐怕就會不幸成真。

這項平衡特技將有極高的難度，因為貨幣政策通常要花好幾個月時間才能充分發揮效果，而這也就是決策者常說，他們必須在通膨真正成形「之前」就採取行動的原因。這意味著聯準會必須在幾個月前就預估到未來經濟的走勢。但聯準會在這次危機中所展示的預測能力實在很不好看。[46]即使聯準會的預測紀錄良好，沒有人會對「這一次」的經濟復甦模式真正有把握，因為這次的衰退在許多方面都與過去的經驗大為不同。例如，聯準會資產負債表上盡是比過去品質差很多的資產。聯準會過去之所以一直以買賣國庫券來調控經濟，就是因為國庫券的市場很大。聯準會可以輕鬆買進、賣出價值上百億的國庫券，來把資金注入或抽出市場。聯準會在這次危機期間買入的資產，市場可就小得多了。聯準會是可以賣出這些資產來吸收市場資金，但如果他們動作太大，這些資產的價格就會下跌，因而會讓受創已深的納稅人再度承受重大虧損。（比方說，到了2009年中，聯準會已對絕大多數的房貸提供了融資或擔保。他們很成功地將利率保持在極低的水準——比許多人的估計低了大約0.7%。這對支撐房市非常重要。但聯準會早已宣布，這項計畫必然會告一階段。這就表示房貸利率將會上升，因此，如果以過去的低利率發行固定利率房貸的話，金融機構必然會產生龐大的虧損。許多民間金融機構非常清楚這一點，因此它

46 例如，聯準會曾經提出預測，美國經濟將在2008年春季（也就是經濟崩盤之前幾個月）步上復甦之路。前一年，它也曾表示，次貸的問題已完全獲得控制。

們早已不再發行房貸，因為大家都不願承擔損失。事實上，聯準會原先等於是以政府資金「排開」了（crowding out）民間金融機構。一旦這些措施終止，即使聯準會不打算賣掉手中的房貸，他們勢將承擔極大的資金虧損；而當經濟復甦、利率回升之後，聯準會的損失將更嚴重。而如果聯準會想要賣掉手中龐大的房貸，他們必須承受的損失可就更嚴重了。沒有任何聰明法子可以讓聯準會免於面對這項現實。因此，聯準會所能採取的最佳策略，就是讓一切更不透明。）[47]

然而，還是有一些創新方法可以處理這個情況。例如，聯準會就曾提過，如果經濟復甦力道過強，他們可以利用提高銀行存放在聯準會的準備金利息，來抑制銀行的貸放業務。但這是過去比較沒有嘗試過的政策工具。沒有人可以精準掌握銀行準備金利率調升2%的效果。更何況，這麼做對政府而言代價實在太高。在政府赤字快速擴大的情況下，聯準會的確無法忽視這種代價。

如果聯準會拿捏得「剛剛好」，他們或許可以讓經濟不致面對通膨，也不必再度落入衰退。但我對此不敢抱太大期望。我認為，經濟再度落入衰退的風險要比出現通膨的可能性大，原因是，在危機出現

47 或許聯準會會宣稱，如果他們一直持有這些房貸至到期之日，聯準會就可以避免承擔任何損失（但他們還是得承擔那些違約房貸所造成的虧損）。然而，聯準會將只能賺取很低的利息。而低利正是民間投資者只願低價買進這些資產的原因。如果聯準會必須像民間投資者一樣，使用「按市值計價會計準則」（Mark-to-market Accounting Rules，或稱「公平市價會計準則」），他們就必須認列因高價買入房貸所產生的損失。但他們不會。而那些與機會成本相關的損失大概也永遠不會為人所知。但由於聯準會所有的獲利都會轉入財政部，因此，聯準會獲利少就表示大家要繳的稅會增加，或是政府未來的負債將會升高。

之前，聯準會已清楚顯示他們比較傾向華爾街的思維，而非美國主流社會的想法。聯準會的紓困行動亦復如此。我覺得他們維持這種思維模式的機率極高。[48]

市場可能有助方向的調整，但卻不見得是朝穩定經濟的方向調整。如果市場對通膨有所疑慮，長期利率就會上升，而這就會抑制經濟的發展。抑制的效果有兩種。直接而言，它將降低長期投資的需求；間接而言，銀行將傾向保有長期政府公債，因而減少貸款業務。[49]但過去的經驗顯示，我們並沒有太多理由相信市場可以正確調整自己的反應。而這更將增加聯準會回應市場的難度，因為他們不但得預估未來的通膨率及市場對通膨預期的反應，他們還得對付市場對任何聯準會的行動所會採取的反應。[50]根據過去行為進行推論恐怕無法為我們提供

48 也有人對此提出相反的看法。他們認為，由於聯準會知道自己是製造這次危機的元兇，因此，在經濟正將復甦之際，他們一定不希望自己又被看成是把經濟推入另一波衰退的罪魁禍首。

49 銀行會保有長期政府債券的部分原因是會計及銀行法規中有一些缺陷。銀行法規一向將長期債券視為安全資產，即使（比方說）利率上升有可能會造成債券價值萎縮。事實上，如果通膨預期升高，這種情況就會產生。另外，法規也容許銀行將長期利率列為「收入」，而且不必計入任何因債券價格下降所可能產生的虧損風險。（如果市場運作一切正常，那麼短期利率與長期利率之間最大的差別就是價格下跌的預期）。請參見《狂飆的十年》。

50 最重要的當然是企業在投資方面的反應，而這將取決於兩項因素：他們對實質利率的看法（也就是，如果他們認為通膨正在加劇，利率上升對他們的影響可能就會比較有限），另一項因素則是信用限制（credit constraints）。我們很容易可以看出，文中所提到的情況勢必造成經濟波動。市場一定會對通膨預期有所反應，而這就會造成長期利率的上升，經濟也會因而趨緩。當聯準會稍微鬆懈時，通膨預期將更嚴重。基本上，金融市場對於聯準會是否能夠有效處理這次危機非常缺乏信心，但大家對聯準會反應不足的恐懼（會帶來一波通膨），顯然遠大於反應過度。

可靠的預測，因為現有問題的規模根本史無前例，而市場中人也清楚這一點，因此，他們對政府的行動所採取的反應也可能不同於以往。某種程度而言，過度槓桿化的問題似乎已經從私部門蔓延到了公部門（聯準會及財政部）。作為回應危機的短期措施，這或許還說得通，然而降低整體經濟過度槓桿化（負債）的問題卻依舊存在。

聯準會應有的行動與治理

聯準會在這齣驚悚劇的每一個段落中都扮演了關鍵的角色，從危機的創造到鬆散的金融監管、到寬鬆的貨幣政策，一路延續到泡沫破滅後失敗的危機處理。[51]聯準會的預測與政策也頻頻失靈。本章大部分的篇幅都放在雷曼兄弟破產後，聯準會設計錯誤的紓困計畫所帶來的種種後果。但大家很自然會問：我們要如何解釋這一連串的失靈呢？一部分的答案與一些奇特的理念有關，包括聯準會對於市場可以自主運作的信念。而且由於市場可以自主運作，因此他們並沒有必要對市場進行監管，也沒有必要擔心泡沫的出現。為什麼這些奇怪的理念竟然會對聯準會產生這麼大的迷惑力？一部分的答案就出在聯準會的治理方式上。

飆漲的資產價格代表華爾街正在舉行一個歡樂大派對。一般人都會認為，聯準會應該坐鎮派對現場，確保大家不要玩過頭（尤其是第二天早上一定有人得清理現場）。但聯準會前後兩任主席葛林斯班和

51 請參見David Wessel, *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*（New York: Crown Business, 2009），書中對聯準會所採取的各項行動有極精闢而詳盡的說明及評價。

柏南奇都不願破壞大家的興致，所以他們就得編造一堆荒謬的理由來說明為什麼自己應該呆坐一旁、什麼也不做。他們的理由包括：根本沒有泡沫這回事；即使有泡沫，也沒有人可以得知泡沫的存在；聯準會沒有任何工具可以讓泡沫慢慢消氣；而且，反正等泡沫破了以後再來清理，反而會比較有效。（我將在第九章一一說明這些謬論哪裡有問題。）

聯準會之所以得以恣意妄為的原因之一是，他們並不必直接對國會或政府負責。聯準會不必得到國會的批准，就可以把上千億納稅人的錢暴露在風險之中。這也正是前後兩任政府都轉向聯準會尋求奧援的原因之一：他們希望藉此來迴避民主程序（即國會的監督），因為他們知道自己的許多行動將無法獲得民意的支持。

全世界的央行總裁大都堅持央行應獨立於政治程序之外的信念。許多新興獨立國家卻很難接受這種想法。因為大家一直告訴他們民主有多重要，但當事涉對全體國民的福祉影響最大的總體經濟及貨幣政策時，大家卻又告訴他們，這些問題太重要了，因此不能任意交由一般民主程序來決定。支持央行獨立最主要的論點是，只有超然獨立才能提升央行的「公信力」（credibility），因為這樣央行就不必屈從於民粹式的擴張性需求，因而就可以降低通膨的風險、讓經濟更穩定。

在這次危機中，一些必須直接承擔政治責任的央行總裁，表現得要比許多獨立運作的央行總裁好得多，或許這是因為他們可以比較不受金融市場的影響力左右。巴西和印度都沒有完全獨立的央行，而它們也是在這次危機中表現較好的國家。相反地，歐洲央行及聯準會則名列表現較差的名單當中。

經濟政策事關取捨——有得必有失，而這樣的取捨不能完全交由技術官僚處理。技術官僚可以決定使用哪一種電腦程式來處理資訊，但貨幣政策卻事涉通貨膨脹與失業率之間的取捨。債權持有人擔心通膨，勞工關心的則是就業機會。有一陣子，一些經濟學家認為，長期而言根本無所謂取捨可言，因為失業率太低自然會增加通膨的壓力。但他們錯了。即使他們的想法無誤，我們也無法精準掌握可能引發通膨的失業率（nonaccelerating inflation rate of unemployment），而這也意味著政策將會影響到由誰來承擔風險的問題。即使長期而言經濟政策不致造成誰得誰失的問題，它仍會產生短期的得失問題。

暫不論大家對央行獨立性的看法如何，有一件事大家的看法應該都一致。當一個國家的央行開始進行大規模的紓困行動、讓社會大眾的錢承擔重大風險時，他們就必須面對直接的政治責任，而他們的行動也必須以透明的方式進行。我先前曾經提到政府經由「不良資產紓困方案」暗地提供大禮給銀行界的問題（而且是完全不該給的禮）。事實上，經由聯準會給出去的錢就更不透明了，其中包括透過對AIG的紓困而流進AIG及外國銀行的130億美元（聯準會是在國會強大的壓力下才公布了這項資訊）。其他聯準會的紓困行動（例如貝爾斯登的案子）也同樣不透明，納稅人至今仍不清楚自己到底承擔了多大的

52 貝爾斯登的紓困行動非常複雜，因為聯準會是以一筆非常龐大的無追索權貸款（有擔保品，但價值不詳）的方式，將錢借給摩根大通，幫助它把貝爾斯登買下來。聯準會似乎將在擔保品上承擔極大的虧損。2009年11月4日，聯準會已經登記了將近10%的虧損。請參見Federal Reserve Statistical Release H.4.1., Factors Affecting Reserve Balances, September 24, 2009, available at http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/.

風險。[52]

不幸的是，大多數的央行總裁都出身銀行界，而銀行界的傳統就是建立在保密。一些較具學術背景的央行總裁，例如英國央行總裁金恩，就一直倡議央行作業應更透明公開。甚至還有人認為，更透明的資訊將有助提升市場效率——減少出乎大家意外的事情。柏南奇剛上任時也曾大力鼓吹提升透明度，但正當大家對透明度的要求愈來愈高的時候，透明的範圍卻愈縮愈小，而大家很快就會瞭解其背後的原因。一段時間之後，大家愈來愈明白，原來保密是為了隱藏錯誤決策。只要保密的問題存在，我們就不可能擁有真正有效的責任民主。[53]

聯準會的治理問題已經夠糟了，但在這次紓困計畫中角色特別吃重的紐約聯邦儲備銀行（Federal Reserve Bank of New York）情況甚至更糟。紐約聯儲銀行的主管是由它的理事會所遴選出來的，而理事會成員則是由紐約地區的銀行及企業代表所組成。在紐約聯儲銀行的九位理事中，有六位是由銀行界自行遴選出來的。迪蒙（Jamie Dimon）是紐約聯儲銀行的理事之一，同時也是2007年至2009年「提名暨公司治理委員會」的成員，而他正是摩根大通集團的總裁兼董事長兼執行長，而摩根大通剛好又是紐約聯儲銀行大方紓困的最大受益者之一。[54]如同我在第二章中所說，紐約聯儲銀行想要「自我監理」的想法原本就十分啟人疑竇，而當它要在規劃紓困方案（也就是會讓納稅人的錢

53 我先前曾經提到，聯準會宣稱自己不必接受「政府資訊公開法」的限制。2009年2月26日，眾議員朗保羅（Ron Paul）向國會提出一項法案，要求聯準會的運作必須更透明。請參見Declan McCullagh, "Bernanke Fights House Bill to Audit the Fed," *CBS News.com*, July 28, 2009. Since then, support for such an audit has been growing.

承擔極大風險的方案）上擔當重任時，它的自我監管能力當然就更讓人憂慮了。

雖然身在華府的聯準會受到了比較多的監督、承擔責任的壓力也較大，但它在紓困行動中所扮演的角色卻也更令人不安。當紓困行動的成本愈來愈高，而銀行的不當行為也愈來愈明顯時，它成了布希及歐巴馬政府欽點的政策工具。透過聯準會進行的紓困行動及借貸方案到底金額有多大、成本有多高，以及慷慨大方送的贈禮名單究竟有何內幕，都還有待日後揭曉。

結語

美國解救銀行體系的一連串行動簡直就是荒腔走板、問題百出。部分原因是，有些原本就應該為造成這次危機負責的人（也就是那些推動自由化的人、那些未能盡忠職守的主管官員，以及那些投資銀行家），竟然又被請來負責解決危機。這也難怪這次危機處理會變得如此之漏洞百出，因為這些人在解決危機及創造危機時所採用的，根本就是同一套邏輯。金融界一直以來都在從事高槓桿、不透明的黑箱交易，許多交易甚至被移出了資產負債表之外。金融界一直相信，將資

54 摩根大通也是貝爾斯登紓困案中的受益者。另外還有一樁公司治理瑕疵的事件：費德曼（Stephen Friedman）在2008年1月成了新任的紐約聯儲銀行主席，但他同時也是高盛證券的董事會成員，自己還握有大批高盛股票。基於明顯的利益衝突（包括讓他賺進300萬美元的股票交易），費德曼終於在2009年5月辭職下台。請參見Hagan, "Tenacious G," op. cit., and Kate Kelly and Jon Hilsenrath, "New York Fed Chairman's Ties to Goldman Raise Questions," *Wall Street Journal*, May 4, 2009, p. A1.

產挪來移去、重新包裝就可以創造新的價值。然而，要用來幫助美國脫離這場亂局的策略，竟然也都建立在這些相同的「原則」上。有毒資產從銀行手中被送進了政府手裡，但這並不會讓它們的毒性降低。資產負債表外、不透明的擔保，竟然成了財政部、聯邦存保、聯準會運作時的共同特質。高槓桿操作（明的或暗的）也成了私部門和公部門共有的特徵。

更嚴重的是公司治理的問題。美國憲法給了國會監督政府支出的權力。但聯準會卻在明知自己所收進來的擔保品如果成了不良資產，納稅人就必須買單的情況下，進行了許多這樣的交易。無論這些行動是否合法，它們的意圖就是要迴避國會的監督，因為他們知道，美國民眾將不會願意撒更多錢給那些為國家帶來這麼大的傷害、行徑如此囂張惡劣的人。

事實上，美國政府所做的事情，甚至比讓金融制度「回到從前」更糟。它根本是讓「大到不能倒」的銀行變得更壯大；它也為大家介紹了一種新觀念——「大到無法解散」（too-big-to-be-financially-resolved）；它使道德風險的問題更加惡化、它給未來的世代留下了巨大的債務、它讓美元蒙上了通膨的陰影，同時，它還讓美國人對於國家制度中最基本的公平正義原則產生了懷疑。

人都會犯錯，央行官員也一樣。有些觀察家建議美國應改採一套簡單、有清楚規範的方式來制訂政策，例如「貨幣主義」（monetarism）及「通貨膨脹目標化制度」（Inflation Targeting，指中央銀行直接以通貨膨脹率為貨幣政策的標的）[55]，因為這樣可以降低人為錯誤的風險。認為市場可以自主運作，因此政府不應加以干預的

想法，結果卻帶來政府有史以來最大規模的市場干預行動。遵循過度簡化的法則的結果，則是聯準會必須以自由心證的方式採取大量行動，而其程度與規模遠超過歷來所有央行。它必須在沒有任何指導原則的情況下，對每一家銀行做出攸關生死的判決。

多位評論家稱這些大規模的紓困行動及政府對經濟的干預行為是「具美國特色的社會主義」（socialism with American characteristics），並以之與中國的「具有中國特色的市場經濟」相比擬。但正如我的一位中國朋友所指出的，這個說法並不正確，因為社會主義應該是要「照顧」人民，美國式社會主義並未做到這一點。如果政府的資金能夠用來幫助那些即將失去自己房屋的民眾，這個說法或許就還算正確。但以現有的情況來看，它頂多只能算是「美國式企業福利主義」（Corporate Welfarism American-style）的擴大版而已。

這次危機也讓美國政府擔當起了一個新的角色——「終極風險承擔者」（bearer of risk of last resort）。當市場面臨崩潰邊緣時，所有風險都被轉移到了政府身上。原本設計來保護個人的社會安全網，竟然擴張到了企業身上，因為政府相信，如果不這麼做，後果難以想像。安全網一旦擴張出去就很難收回。企業界瞭解到，如果它們大到一定的程度，而且它們的倒閉將對經濟造成足夠的威脅，或是他們有足夠政治影響力的話，政府就會為他們承擔起失敗的後果。這就是為什麼我們一定得阻止銀行的規模變得過大。

55 「貨幣主義」（monetarism）認為央行應以固定利率來增加貨幣供給；「通貨膨脹目標化制度」（Inflation Targeting）認為，當通膨率超過某個目標值時，央行就必須提高利率。

美國的政治體制還是有機會可以重建一些民眾的信心。沒錯，華爾街過去是用他們的力量及金錢買到了自由化，以及緊接而來的、人類史上最慷慨的紓困行動。沒錯，政府是未能重整金融體制以降低另一次危機出現的機會，或是強化那些真正發揮金融體系應有功能（創造工作機會、風險管理，以及資金配置）的那些金融部門。但是，他們還是有機會重建金融監管制度、改正過去所犯的錯誤。這件事必須立刻著手、盡速完成，因為那些曾經被迫承擔金融業所捅下的漏子的一般納稅人，很有可能會在經濟復甦之後就對金融重整失去了熱度，而銀行界卻有極大的誘因繼續為自己爭取最大的自由，好讓他們未來仍舊得以繼續大撈特撈。由於金融系統的結構已經變得比從前更為脆弱，而政府一連串的紓困行動也使得道德風險的問題更加惡化，重建金融監管制度的必要性當然就更為重要了。

下一章，我將討論「金融體系重整大戰」中的下一場戰役——金融管制之戰。

56 參見David Wessel, *In Fed We Trust*, op. cit.

第6章
貪婪時代・小民受害

歷史上，每當景氣繁榮告終、經濟衰退出現時，銀行過度的涉險行為、詐欺行為，以及利益衝突都會一一浮出檯面，這次危機也不例外。上一次景氣大繁榮之後，出現了1930年代的「經濟大蕭條」，為了解決這些潛藏問題，策劃「新政」的有識之士制訂出了一套新的金融管理架構。[1]然而，等到雷根擔任總統之時，歷經大蕭條時期的政界耆老多已凋零，沒有人向當政者示警，而當時也沒有人能從歷史中汲取教訓。世界已經改變了，於是金融界的神奇小子們自認與舊時代

1 1932年3月4日，美國參議院銀行暨貨幣委員會（Committee on Banking and Currency）成立了一個「佩科拉委員會」（Pecora Commission）來調查1929年股市大崩盤的原因。佩科拉委員會挖掘出了銀行及其附屬機構所進行的大量濫權、詐欺行為。根據這些發現，美國國會於1933年通過了「格拉斯—史蒂格法案」（Glass-Steagall Banking Act of 1933）及「證券法」（Securities Act of 1933，其中為提供不實的證券相關資訊的金融機構制訂了懲處規範），並於1934年通過了「證券交易法案」（Securities Exchange Act of 1934），並據此成立了「美國證券交易委員會」（U.S. Securities and Exchange Commission，SEC），以管理美國各證交所。依循這個例子，美國國會於2009年5月成立了「金融危機調查委員會」（Financial Crisis Inquiry Commission），針對這次的危機展開調查。

的金融前輩大不相同。他們以為自己更聰明，更懂得運用科技，「科學」的進步讓他們更瞭解風險，同時也幫助他們發明出不少新的風險管理商品。

其實房貸本身及走向證券化並未出現哪一項重大缺失，而是隱含了太多各式各樣的問題，美國銀行界也是如此。這些缺失中只要一項就足以引發嚴重後果，而它們彼此交互作用時，當然變得具有強大的毀滅性。不僅如此，整個金融體系中竟然沒有人先行示警，投資者（他們應該好好看管自己的金錢）、基金管理人（他們應該看好別人委託給他們的金錢），以至主管機關（社會大眾將整個金融體系都交給他們監管）都未能恪盡職責。

自由市場理論不僅讓舊有管制遭到撤除，同時也對二十一世紀金融市場的新挑戰（包括衍生性金融商品所潛藏的危險）採取了完全放任的態度。美國財政部及聯準會不僅未主動提出任何金融監理要求，他們甚至悍然（有時甚至是粗暴的）抵抗其他人的金融監理提議。1990年代，美國「商品期貨交易委員會」（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）主席波恩女士（Brooksely Born）就曾呼籲加強金融監理，而紐約聯儲銀行於1998年決定對「長期資本管理公司」（Long-Term Capital Management，LTCM，上兆美元的破產案幾乎拖垮全球金融市場）進行紓困，使得這項呼籲變得尤其急迫。然而，財政部長魯賓、副手桑默斯，以及葛林斯班卻堅決抗拒，而且成功地守住了他們的反對立場。[2]為了防範未來的主管官員突然醒悟，又要對金融市場進行監管，金融界於是展開大力遊說，並成功立法（「商品期貨現代化法案」，Commodity Futures Modernization Act of 2000），確保

衍生性金融商品未來也不受法令規範。

在這場拉鋸中，金融市場人士運用的依舊是那套幫助銀行業取得鉅額紓困，以及讓葛林斯班獲得連任的相同伎倆：製造恐懼。[3]他們希望大家相信，如果衍生性金融商品受到監管，大家所熟知的資本主義經濟將土崩瓦解，市場也將出現難以想像的大規模動盪，而且無法有效管理金融風險。那些堅信市場強韌性的人，這時顯然又覺得市場其實弱不禁風，因為即使只是稍稍提及金融規範的改變，就足以讓市場不支倒地。[4]

本書付梓之時（2009年底），也就是金融海嘯出現幾乎兩年之後，政府在改革金融管理制度上依舊著力甚少。當然，政府一定會對此有所著墨，但我們幾乎可以確定，它一定會比所需要的少太多。它或許能夠使我們成功「矇混過關」，但絕不足以防範未來危機再現。更令人瞠目結舌的是，即使在這種情況下，自由化依舊持續挺進。安

2 請參見Manuel Roig-Franzia, "Credit Crisis Cassandra" *Washington Post*, May 26, 2009, p. C1.

3 由於葛林斯班的經濟理念與柯林頓總統極為不同，許多人都很訝異他竟然能夠獲得總統續聘為聯準會主席。儘管柯林頓的財經團隊十分反對葛林斯班續任，但葛林斯班在柯林頓政府中的支持者（許多人當時仍對他十分崇敬）就利用大家對於市場動盪可能影響經濟復甦的恐懼心理，來獲取總統的支持。

4 當我擔任柯林頓政府的「白宮經濟顧問委員會」主席時，我與所有美國的金融管理最高負責人（包括葛林斯班及財政部長魯賓等）同屬一個小組。即便那時候，大家已經看出衍生性金融商品可能會帶來極大的危險。然而，即使風險如此之大，掌理金融制度的自由化大將（聯準會、證管會，以及其他相關人等）卻仍決定袖手，因為他們擔心任何行動都可能會抑制金融體系的「創新」能力。他們似乎認定，發生問題之後再來善後，可能比當下就先「扼殺」經濟來得好，這理由和他們不願及早戳穿房產泡沫完全相同。

隆案發生後所制訂的「沙賓法案」（Sarbanes-Oxley Act）[5]，目的就是要強化公司治理、保護投資人，但此法案的功能卻被大幅削弱。金融業者極端聰明，不論國家制訂出什麼樣的法規，他們一定會找出方法來規避相關管制。這就是為什麼相關法規必須完整而有彈性。魔鬼藏在細節裡。在法規異常複雜，而主管機關又被自己管轄對象「俘虜」的情況下，「細節」就可能為銀行繼續從事不軌行為提供最好的機會。這也是為什麼相關法規必須簡單、透明，而監管架構也必須設計得足以防止金融市場對法規的制訂擁有過多的影響力。

監理之必要

這次的危機充分顯示，金融界一再強調的「自我管理」（我認為是自相矛盾）根本行不通。我們已經看出，銀行在評估風險上完全一敗塗地。然而，當葛林斯班終於承認自己的做法確有瑕疵時，他卻推說那是因為銀行界未能照顧好自己的利益。[6]他無法相信，銀行竟然甘願涉險並危及自己的生存。顯然，他也未能瞭解到金融業獎金之

5 沙賓法案的第404條後來被廢止。這條法案原先規定，市值7500萬美元以下的中小企業必須對企業內部財務控管情況提出報告，而這對投資者的信心極為重要。美國前證管會主席李維特（Arthur Levitt），就曾稱此條款為保護投資人的「聖杯」，具有神聖不可侵犯的重要性。在這個條款被廢除後，李維特則說，「任何投票贊成廢除此條款的人都將背負起戕害投資人的罪名。」請參見Floyd Norris, "Goodbye to Reforms of 2002," *New York Times*, November 5, 2009, p. B1.

6 2008年10月23日，葛林斯班在「眾議院監督暨政府改革委員會」（House Oversight and Government Reform Committee）所舉辦的「金融危機及聯邦主管機關的角色」（The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators）聽證會中說，「我犯了一項錯誤—我誤以為企業機構，尤其是銀行及其他金融機構，基於追求自身的利益，一定最能夠保護股東及自己所持有的公司資產。」

高，就是鼓勵大家盡量冒險。

即使銀行有能力管理自己的風險，也無法解決系統性風險的問題。即使整個金融體制中並沒有一家擁有系統性風險的大型銀行存在，但受到「從眾心理」（herd mentality）影響，如果所有的銀行都採取一致性的行為，系統性風險依然有可能產生。這一點特別重要，因為目前大家都將討論的焦點放在如何規範具系統性風險的大型金融機構上。規範超大銀行當然非常重要，但絕非充分條件。

如果所有的銀行都使用相同的精算模型（models），那麼，只要這個模型中出現一項瑕疵，就可能導致所有銀行都出現錯誤的放款行為，而且是在同一時間進行。這次危機中所發生的情況正是如此。所有銀行都認為房市並未真正泡沫化、房產價格不會跌，利率不會上升，而即使利率上升，借款人應該也還是可以正常償付貸款。這種賭注極端愚蠢，而情勢不如他們預期時，不但「大家」一起出問題，連「系統」本身也掛了。

如果只有一家銀行出問題，需要出脫某些資產，這基本上頗單純。但當許多銀行都出現同一種問題，而大家都必須出脫某些種類的資產，資產價格就會下降。銀行所能得到的資金，將比自己的預期少得多，而問題的嚴重性就會成等比級數升高。銀行本身的模型將無法察覺到這種不同銀行的行為所產生的交互影響或連鎖反應，而這種問題也不會在自我管理機制中被揭露。然而，一個稱職的主管機關應該要注意到這個問題。

正常情況下，大多數的市場都能順暢的獨立運作。但當外部因素出現時（也就是一個機構的行為足以對其他機構造成傷害時），情況

就大不相同了，而金融市場中基本上就充斥著外部因素。金融市場崩盤一再讓社會及經濟蒙受極大的損失。當銀行從事過當涉險行為時，存款保險制度的存在就等於是迫使納稅人承擔極大的風險，因此，政府有責任確保那些受存保制度保護的銀行不恣意冒險。麻州威廉斯學院（Williams College）的卡皮歐教授（Gerald Caprio）曾經與我在世界銀行共事，他曾說，全世界有兩種國家，一種是擁有存保制度，而且自己很清楚，另一種則是明明有存款保險制度，自己卻渾然不知。我們在這次危機中已經清楚看到，當國家處於危機狀況時，不論有沒有存款保險制度，政府都會出手為銀行紓困。如果政府必須負責收拾善後，它就必須竭盡所能防範意外發生。

在這本書中，我一再強調「倒剝洋蔥」（peeling back the onion）的重要性，也就是找出每一個錯誤背後的原因。市場失靈的原因當然少不了巨大的外部因素。我也一再強調誘因的不一致性，也就是銀行業者的高額獎金與其他人及社會整體的利益並不一致。雖然金融市場的主要社會功能之一是蒐集、評估及散布訊息，但購買資產的人卻苦於資訊不完全之害。金融市場之於資訊不足者也占盡優勢，而他們也充分運用了這項能力占盡社會的便宜。

這次危機發生之前，葛林斯班與那些鼓吹政府應盡量減少金融管制的人認為，金融市場應交由金融業自我管理，政府只需要專注於保護一般小投資人。在此同時，更有愈來愈多的人認為，投資人必須為自己的投資行為負責。[7]即使金融界的掠奪式放款行為已昭然若揭，許多人還是認為，每個人都應該為保護自己的權益負起責任。但是，大家的想法現在已大幅改變，因為這些大有問題的自由化理論已經讓

太多人付出慘痛代價，而且問題已蔓延全球。自由化論者聲稱自有化所能帶來的大量創新，只不過是幻夢一場。這一章中，我將討論為何金融體制的運作未如預期，以及金融界最需要進行的一些重要改革，包括改善獎勵制度及透明度、限制過當涉險行為、減少「大到不能倒」的銀行數量，以及針對某些最有問題的金融產品（包括衍生性金融商品），採取一些必要措施。

錯誤的誘因

多數銀行從業人員並非生來就比別人貪婪。他們或許只是擁有更多的機會及誘因來獲得個人好處，但過程中不免傷害別人的利益。當個人利益與社會整體目標一致時，當然一切都很完美，但當大家的利益不一致時，這局面就不太好看了。在市場經濟中，大家的誘因通常都很一致。例如，在一個充分競爭的市場中，鋼鐵公司多製造一噸鋼鐵，就可以多獲得一噸鋼鐵售價的回饋。對鋼鐵的使用者而言，他們必須為額外的一噸鋼鐵所付出的代價，就反映在這噸鋼鐵的售價上。相同地，製造這一噸鋼鐵的成本，也正是鋼鐵製造過程中所需原料（例如鐵礦沙、燃煤等）的價值，則是反映在這些原料的價格上。這也就是為什麼當一家公司擴大利潤時，理想上，它也應該會擴大整體社會的福祉（也就是最終產品對社會的價值與其製造成本之間的差異）。然而，在金融市場上，誘因卻受到了扭曲，而且扭曲得非常離

7 葛林斯班甚至不認為美國有制訂反詐欺法的必要。前商品期貨交易委員會主席波恩曾轉述葛林斯班的談話：「我們並不需要反詐欺法，因為如果交易員涉嫌詐欺行為，他的顧客一定會發覺這個問題，並且不再和他做生意。請參見注2。

譜。

股票選擇權是許多銀行主管最重要的薪資來源之一，而這正是一種典型的扭曲誘因。在金融界，獎金是許多人最主要的薪資來源，而獎金則是按照個人為公司帶進的收入（交易費用）來計算。支持獎金制度的人認為，這項制度可以促使銀行主管努力工作。但這項說法其實很有問題，因為金融機構的主管常常在公司虧損時，還為自己爭取到高額獎金。結果是，薪資收入與工作表現根本沒什麼關連。這次危機中，許多創歷史虧損紀錄的公司，他們的主管卻依然能夠領取數百萬、甚至上千萬的獎金，這正是問題的明證。有些公司甚至將「業績獎金」改稱為「留才紅利」（retention bonus，就是對那些願意忠於公司的人才所給予的獎金）。總而言之，不論公司表現是好是壞，這些人的收入都高得離譜。[8]

許多曾採用業績獎金制度的產業，都已廢除這種方式了。如果採用以「業務量」為根據的獎金制度，多數的人都會交出稍稍略過最低標準的劣質產品。畢竟，他們的收入是取決於業務量，而非工作品質。這個現象在整個金融體系中極為普遍，尤其在這次危機中我們看得更為清楚：房貸仲介只管招攬業務、愈多愈好，誰管這些貸款未來是否能夠獲得清償。投資銀行利用有毒房貸，無所不用其極的創造出

8 美國銀行界2008年所發放的獎金數額，最能夠說明這種不管銀行業績表現而大發紅利、獎金的情況。這一年，美國銀行業創下史上最高的虧損紀錄，但銀行界卻仍發放了高達330億美元的獎金與紅利，也幾近史上最高紀錄。九家銀行中有六家發放的獎金紅利甚至超過了它們全年的獲利。請參見Susanne Craig and Deborah Solomon, "Bank Bonus Tab: $33 Billion," *Wall Street Journal*, July 31, 2009, p. A1.

各種複雜的金融商品，因為這是他們的收入來源。

以股票選擇權為報酬的企業主管有絕對的誘因來炒高公司股價，包括創意會計手法（creative accounting）。公司股價愈高，他們受益愈多。他們知道，利潤「數字」愈好看，公司的股價也就愈高；他們也知道，矇騙市場其實不難。提升獲利數字最簡單的方法之一，就是在資產負債表上玩花樣：一手把潛在損失移出資產負債表，一手則全力在費用收入上灌水。投資人及主管機關應該早有經驗：1990年代末期的網路泡沫化中，多起醜聞案的慣用手法就是作假帳。[9]

在金融界的「高績效」獎勵制度中，銀行主管與銀行同甘卻不共苦。因為發放根據是短期業績，而非長期表現。

沒錯，金融界有絕對的誘因去冒險，尤其是那些帶有一絲災難的可能性且帶來高報酬那種風險。如果能讓災難可能發生的時間點盡量往後延，那就更美妙了。某些交易的淨收入甚至可能是負數，但這種結果通常得等到出事以後才會有人發現。現代財務工程成了創造這類金融產品的重要工具。

舉例來說，假設某一項安全的資產可以為我們帶來5%的投資報酬率，但金融界的奇才卻設計出了一種有九成機會可以帶來6%報酬率的產品。於是，他們就以20%的差別神奇地打敗了大盤。然而，剩下的一成機會卻可能讓投資者的資產價值完全泡湯，因此，這項產品

9 一些銀行主管辯稱，銀行調高獲利數字只會讓股東獲益。雖然有些股東確實因此獲利，但其他股東卻因而慘賠，尤其是那些相信財報並決定繼續持有銀行股票的人。最後，真相必定浮現，銀行股價必然下跌，有時甚至重挫（就像花旗銀行的例子）。

的預期（平均）報酬率變成了-4.5%，遠低於安全資產的5%報酬率。雖然這項產品確實有讓投資人喪失所有預期報酬的可能性，但由於平均而言，每十年中只有一年可能產生報酬泡湯的狀況，因此，在災難發生前還有長長的十年，可以讓這些金融奇才盡情發揮他們那種（看似）能夠打敗市場的神奇能力，同時為自己帶來極豐厚的收入。

弔詭的是，對我們這些經濟學者而言，這些錯誤誘因所引發的災難，甚至給我們一絲安慰，畢竟，我們的模型精準預測了這些過當風險行為及短視行徑的發生。然而，我們在「實體經濟」（real economy，經濟中真正具生產力的部分，而非股票市場操作的結果）中卻很難找到任何與這些金融創新有關的正面效益。最後，一直扮演烏鴉的經濟理論終於沉冤昭雪，個人報酬與社會所得到的回報之間的不一致性清楚顯現：金融業享盡超高報酬，但從事的卻是惡名昭彰的冒險行為，並為整體經濟帶來了毫無報酬可期的風險。

公司治理

這種讓誘因變得不一致的獎勵制度對股東不利，對整個世界也不利。在2004至2008年的中，許多主要銀行的淨利（net profit）都是負數。[10]假設一個人在2005年投資了100美元於花旗銀行的股票，到了2008年底，他的股票市值將只剩13.9美元。

10 以全美九大銀行來說，2004年初到2007年中的獲利總計達3050億美元。但從2007年7月起，這些銀行所減計的貸款及其他資產的價值，也剛好超過這個數字。請參見Louise Story and Eric Dash, "Banks Are Likely to Hold Tight to Bailout Money," *New York Times*, October 16, 2008, p. A1.

然而，這套獎勵制度卻對銀行主管十分有利。而且，即使有些銀行主管愚蠢到保留了銀行股份，但就算扣掉這些「紙上富貴」之後，許多銀行主管仍然非常富有，有些甚至變得家財萬貫。

他們之所以能夠如此肆無忌憚地攫取財富，主要原因就出在銀行的公司治理。美國（以及許多其他國家）的企業只有在名義上是掌握在股東手中，但實際上，它們多半是由企業主管所把持，而且主要是為企業主管的利益服務。[11]尤其在一些股權極度分散的企業裡，經營階層通常能夠自行選任許多董事席次，而他們所指派的董事，當然也最能夠為他們的利益效力。董事會決定經營階層的薪資，而「公司」則為董事們提供優厚的待遇，這真是個兩全其美的親密關係。

安隆醜聞案發生之後，為了改善公司治理的問題，美國國會通過了常遭不實毀謗的的「沙賓法案」，並於2002年7月正式生效。它原本應該是一項頗為嚴格的法律，但企業經營派人士聲稱，沙賓法案將為企業帶來許多不必要的負擔、阻礙企業的發展。我則曾抨擊，沙賓法案的要求其實還不夠嚴謹。[12]因為它未能有效處理不當獎勵制度。它並未要求企業必須以清楚透明的方式，來揭露自己所發放的股票選擇權。[13]現有的會計原則實際上是在鼓勵股票選擇權的運用，因為它

11 「委託書爭奪戰」（proxy battle）及企業收購可以對銀行經營階層竄改營收的作為，產生某些制約作用。但也有許多經濟文獻解釋了為何這種作用其實有限。

12 請參見《狂飆的十年》。

13 廣受敬重的前證管會主席李維特後來認為，沙賓法案未能妥善規範股票選擇權的問題，是他任內最嚴重的錯誤之一。請參見Arthur Levitt, *Take On the Street: How to Fight for Your Financial Future*（New York: Random House, 2002）.

不但可以讓企業付出高薪，而且還不必讓股東知道其真實價值。根據物質不滅定律，企業主管得享高新，必然得有人承擔這項成本。發放股票選擇權的成本就是其他股東的股權遭到稀釋。

企業主管有足夠的誘因及工具，設計出犧牲他人圖利自己的薪資獎勵制度，這件事應該是無人不知。但我不懂的是，為何企業股東對此似乎茫然不覺。公司治理的瑕疵或許讓股東無法直接糾正經營階層的不當行為，但投資者應該仍然有能力去「處罰」那些以稀釋他們的股權來提供獎勵制度的公司。他們應該要求經營階層改變，但他們卻沒這麼做。[14]

對策：獎金必須與長期表現一致

減少經營階層從事利益衝突、短視、過當風險行為的機會，是非常重要的改革行動，原因很簡單：如果銀行主管確實有從事不當行徑的誘因，他們就得大費周章才能迴避相關規範。根據長期表現敍薪、確保銀行主管不僅與股東同享利潤，也必須共同承擔損失，是一項非常簡單的改革，也可能會使問題獲得大大改善。如果企業要採行「獎金制度」（incentive pay），它就必須是貨真價實的獎金制度，也就是說，經營階層所獲得的獎金，必須與企業的長期表現相連結。[15]

要有效處理投機、扭曲的獎勵制度，公司治理也必須有所改革：

14 投資者未能對銀行主管示警的原因之一，或許是他們自己也同樣陷入了華爾街式的「泡沫心態」。更何況，我們有什麼理由期待投資者會比華爾街那些所謂的專家更瞭解風險是怎麼回事？他們對華爾街信任有加。大家都等著看華爾街要花多久時間才能讓投資者重拾信心。

要使經營階層對企業所有權人負起更直接的責任。[16]企業股東應該在薪資制度上有更多的決定權，而企業帳目也應該清楚顯示有多少薪資是以股票選擇權或其他更隱匿的方式發放出去。一項讓公司股東對經營階層的薪資擁有不具拘束性投票權（a nonbinding vote）的法律，竟然會引起企業界的群起頑抗，或許正足以說明公司治理目前的惡劣光景。[17]股東或許是名義上的企業所有人，但他們竟然連決定公司主管薪資的權力都沒有。

缺乏透明度

一般對金融市場的詬病，總是將缺乏透明度列為首位。基本上，透明度就是「資訊」。每次危機出現，大家總會發現許多透明度的問題。如果大家知道華爾街的投資績效這麼差，應該沒有人會不斷把錢丟進去。大家希望擁有的資訊和真正的透明度之間，其實有很大的差

15 1993年的一項稅法條例造成了一項意外的結果：政府對與績效無關的高薪得以課徵一種特別稅，而這也可能激出了那些為掩人耳目而設置的績效獎金制度（performance pay）。這種績效獎金制度並未設定標準來評估所發放的獎勵是否真與績效有所掛勾。

16 是否應該公開與股票選擇權相關的資訊所引發的爭辯，正足以說明雙方在利益上的衝突。股東當然希望知道股票選擇權的發放如何稀釋了自己的股票價值，但企業界（其實就是企業主管們）當然強力抵抗資訊的公開（也就是要求股票選擇權的發放更透明），因為他們知道，如果股東瞭解了自己的股票價值是如此地遭到稀釋，他們一定會誓死反對這那些鉅額的獎勵。

17 「股東對經營者報酬之表決權法案」（Shareholder Vote on Executive Compensation Act）獲得美國眾議院的表決通過，並於2007年4月送進了參議院。但這項法案在參議院遭到了擱阻，以致從未能真正成為法律。請參見Tomoeh Murakami Tse, "'Say-on-Pay' Movement Loses Steam," *Washington Post*, May 6, 2008, p. D1.

距。當然，沒有人可以在做投資決策前，得到所有自己想要的資訊。但金融市場的功能就是要盡量挖掘出與投資相關的資訊，並以這些有限的資訊為依據，做出風險與報酬的判斷。

在我看來，透明度的問題根本就是「欺騙」的問題。美國銀行業一直積極從事於欺騙行為：他們將風險移出銀行的資產負債表，因此沒有人可以有效地評估它們的價值。這種欺騙行為的規模簡直令人難以置信：雷曼兄弟在倒閉前一刻還提出報告說自己擁有260億美元的淨資產，但實際上，他們的資產負債表上卻有一個幾近2000億美元的大洞。[18]

如果市場運作得宜，擁有較高透明度的銀行（以及國家），應該可以用較低的成本取得資金。市場上「應該」有鼓勵這種透明度的誘因，因為它很符合蒐集、分析、揭露相關資訊的成本效益。但自主管理的市場顯然無法為大家提供適當的透明度，因此才需要政府介入，「規定」大家必須揭露必要的資訊。[19]

沒有「好」的（正確、充足）的資訊，市場就無法正常運作。而要提供好的資訊，就必須要有一套好的會計制度，大家才能針對這些資訊進行「有意義」的分析。當然，世界上並沒有一套完美的會計制

18 請參見Jonathan Weil, "Lehman's Greatest Value Lies in Lessons Learned," Bloomberg.com, June 11, 2008, and Jeffrey McCracken and Alex Frangos, "Lehman Considers Spinoff of Remnants," *Wall Street Journal*, May 14, 2009, p. C1.

19 就透明度而言，真正重要的是銀行主管的誘因。而很難落實他們的誘因與股東的利益並不一致。這層誘因使得銀行管理階層很難落實透明度。請參見Aaron Edlin and Joseph E. Stiglitz, "Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies," *American Economic Review*, vol. 85, no. 5 (1995), pp. 1301–1312.

度，這也就是為什麼會計制度會在這次危機中引發這麼多爭議。[20]今天，爭議的焦點集中在「按市值計價」（marking to market，也就是以市場價格來認定一家企業的資產價值）。

有些金融市場人士將一切問題都歸咎於「市值計價會計準則」（mark-to-market accounting）：如果他們不必據實申報自己手中所持有的放款有無法獲得清償的問題，那麼，他們的帳目就會好看多了，而大家也就不會覺得有問題了。怪哉，一向對「市場發現」（price discovery）或「市場定價系統」（market pricing system）的神奇魔力極為推崇的市場基本教義派，突然彷彿都對市場失去信心。當他們手中的房貸及複雜的金融商品因市場定價系統而出現價格大幅滑落的情形時，他們堅稱這些並非「真正的價格」，也就是說，這些價格未能反映他們手中資產的真正價值。當然，當房產泡沫正盛的時候，他們從未提出過這些問題，因為市價高就代表他們可以領取的獎金也高，而銀行持有的資產價值高，也可以讓他們從事更多的貸放業務。當然，當讓他們得以領取巨額獎金的「利潤」突然化為泡影時，他們也沒打算退還自己所領的獎金。

事實上，商業銀行之前根本不必以市價來表現手中「長期資產」的價值。2009年3月之前，他們都只需減計「不良」房貸的價值，也

20 大約十五年前，柯林頓政府的成員（包括魯賓）以及國會成員（包括參議員李伯曼）以政治力量脅迫原本應該獨立運作的「財務會計準則委員會」（Financial Accounting Standards Board，FASB）不得強制要求企業適當管制自己的股票選擇權，此舉令我十分失望。但這次危機中所發生的情況，才更令人驚駭，因為一些國會議員竟然要求FASB同意銀行的要求並降低會計標準，否則他們將在國會中否決FASB的決定。

就是那些幾乎已經確定無法清償的房貸。然後，在另一項拉低透明度的行動中，銀行甚至被賦予了不必減計某些不良資產的權限。[21]這個作法讓一些銀行得以呈現高出許多的獲利數字。也就是說，他們的計價方式從「按市場計價」變成了「按希望計價」。

（這不是銀行界第一次使出轉移焦點、混淆視聽的做法。危機過程中，銀行除了得以從「市值計價會計準則」脫身之外，他們又提出了禁止拋空〔short sales〕的要求。拋空的意思就是投資人預期公司的股價將下降。當許多投資人都認定某一家公司的表現不如理想，而願意降價拋售股票時，公司的股價自然會下挫。由於可以拋空，投資人就有足夠的誘因要去發掘企業及銀行的詐騙及不當貸放行為。有些人甚至認為，在嚇阻銀行的不良行為上，拋空所發揮的功效甚至遠大於主管機關。但正如我所說的，在這次危機中，銀行界〔尤其是信仰市場機制的人〕似乎對市場都失去了信心。他們希望支持者可以藉著買入銀行股票來表達他們對銀行業的信心，但他們卻不願讓反對他們的人藉著拋空來表達自己的失望。）

銀行界對任何事都過度樂觀，而且他們有絕對的誘因要維持自己的樂觀心態。危機一路展開，但他們一心希望這只是一股「非理性的悲觀」在作祟：只要大家重建信心，市場價格馬上就會回升。遺憾的是，經濟學實在無法支持這種看法。市場信心當然很重要，但在信心、感覺、慾望及憎惡的背後，往往是很重要的現實因素。基本上，

21 「財務會計準則委員會」於2009年4月2日投票批准了這項改變。請參見Floyd Norris, "Banks Get New Leeway in Valuing Their Assets," *New York Times*, April 2, 2009, p. B1.

這次危機背後的現實非常單純：受到房市泡沫的激勵，銀行為許多完全沒有還款能力的人提供了太多房貸。市場價格絕非完美，但大體而言仍是最能反映資產價值的一種資訊。我們絕無理由讓銀行主管來決定資產的價值。他們有絕對的誘因要扭曲相關的資訊，況且這些資訊有可能會讓銀行已被掏空的事實公諸於世。

然而，由於金融法規設計不良，「市值計價會計準則」也可能會擴大週期性震盪的規模。如我所言，即使多了許多新的有毒金融產品，這次危機和過去的危機在本質上並沒太大差別，它們都是因房地產擔保品價格膨脹所造成的信用過度擴張。在經濟景氣時期，資產泡沫會使得資產價格變得過高。由於貸款人「似乎」變得比較有錢了，銀行就得以貸放更多的資金給他們。景氣繁榮時，貸款違約率降低、銀行利潤提升，因此他們就可以貸放更多的資金出去。然而，當市場進行「自我修正」時，價格開始下降、違約率升高，銀行也不再能夠（或不再願意）像以前一樣進行大量貸款。當銀行緊縮貸款，經濟就會受創，結果就會造成更多的不良貸款，而資產價格也進一步下跌。「市值計價會計準則」可以讓銀行產生較高的紀律：當銀行的房貸總值因違約率增加而下降時，銀行就會知道自己不像以前那麼有錢了，而這就代表銀行不是得緊縮貸款，就是得籌措更多資本。但在經濟衰退期間，籌措資金並不容易。因此，表面看來，「市值計價會計準則」似乎會導致貸款業務更大的波動。

但是，問題並不是出在市值計價會計準則上，而是這套準則運用的方式。主管機關應該在景氣時期降低銀行貸款金額與資產的比率，以防市場過熱及泡沫化，在衰退期則應提高貸款比率。[22]

市值計價會計準則還有另外一些問題，但同樣也很容易修正。其中之一是，這套準則的支持者其實將它衍伸過度、未能注意到它的極限，包括某些會計資訊被運用的方式。例如，根據市值計價會計準則，銀行也必須根據市值來計算他們的負債。因而，當市場覺得某家銀行即將出問題時，銀行的債券價值就會下跌，而銀行竟得以因此計入一筆資本利得（record a capital gain）。這簡直荒謬至極——由於大家認為某家銀行將會倒閉，竟然可以讓這家銀行看來好像賺了錢。對於一家擁有活期存款的銀行而言（也就是存款人可以隨時領走自己的存款），大家當然希望它能夠保守估計自己的資產，大家也希望知道它是否具有足夠的償債能力。如果將資產變現（當然只能以市價賣出），它是否能夠獲得充足的資金？[23]

在上一章中，我們看到了不良會計作帳方式如何讓儲貸銀行隱藏化膿的傷口、苟延殘喘，於是大幅增加了日後紓困的成本。在2008年的危機中，藉由放寬會計準則，政府似乎正領我們重蹈覆轍。我們只能期望這次所下的賭注能夠僥倖成功。或許我們真的可以僥倖過關，但失敗的機會恐怕更大。[24]

在這次危機中，迴避市值計價會計準則還會帶來一項特別不好的

22 允許銀行在景氣繁榮時期調降放款與銀行資本的比率，而在景氣衰退時期提高貸放比率，一般稱為「反循環資本適足標準」（countercyclical capital adequacy standards）。這樣的監理方式有時也被稱為「總體審慎監理」（Macro-prudential regulations，又稱「宏觀審慎監管」）。

23 在這種情況下，完全的「市值計價會計準則」將可以成為股東預期（平均）報酬（expected〔average〕return to shareholders）的指標，也就是承認他們償還給債券持有人的金額，平均而言將低於原先的承諾。

結果：它將使得銀行更不願意重整它們手中持有的房貸，因而延宕了經濟發展迫切需要的金融重整。[25]因為如果銀行拖延房貸的重整，房地產的價格「或許」有幸得以回升，因此這些房貸就有機會可以獲得清償（當然，房價也可能不回升）。又或許，在拖延的同時，它們所獲得的費用收入[26]以及鉅額的利差（政府提供的資金利率與銀行放款利率之間的差距），也可以為它們爭取到足夠的空間，讓它們得以在必須面對現實之前，及時解決虧損的問題。[27]

對策：虛報盈餘列入犯罪行為

政府決定在2009年4月份放寬會計準則，絕對是一項錯誤。政府必須再次重申對「市值計價會計準則」的堅持，但在細則及其使用方

24 其他會計制度問題也會扭曲行為模式。儲貸銀行危機之後，銀行當然被要求要提高資本水準（這個情況目前也再度發生），由於長期政府公債被視為安全資產，如果銀行持有這種債券，資本的要求就會降低。當這些長期政府公債的報酬率遠高於存款利率或短期政府公債時，銀行就可以將這些高報酬列為收益（即使高報酬率也反映了市場預期債券價格將會下降，也就是銀行可能產生資本損失）。這種有利的會計制度使得銀行的資產產生了變化，長期政府公債持有率開始提升、放款比率下降，因而也間接導致1991年的經濟衰退。請參見史迪格里茲的《狂飆的十年》。

25 事實上，原有（2009年4月之前）的會計準則其實也並沒有那麼嚴格。因為它並未強迫銀行以市值計算所有的資產，而只是必須減計「不良」資產，也就是已進入違約狀況的貸款。這種作法很有道理，至少比讓銀行業行使自由心證，隨意決定說「嗯，如果我們的氣夠長，可以繼續持有這些資產，或許我們能夠撐過去也說不定」。但事實上，所有證據都顯示，這麼做將會讓更多房貸出現問題—除非出現大型紓困。政府的房貸計畫確實派上了一些用場，但卻規模不足—顯然不足以支撐「按希望計價」（marking to hope）的新制度。

26 負責執行重整的房貸公司尤其具有扭曲的誘因。藉著拖延房屋拍賣的時間，他們或許還可以為自己賺取更多的費用，但這些錢其實都是攫取原始貸款人。請參見第四章。

法上卻也必須更謹慎的規範。如果某家銀行希望公開說明為何他們對自己的評價比市場樂觀，他們大可自由表述，如果投資者願意相信他們的說法，大家當然也就都無話可說了

以做假帳來隱瞞投資人（虛報盈餘），應該和隱瞞稅務機關（短報收入）一樣，都列為犯罪行為。過去那些「資產負債表外」的把戲不能再被容許。如果無法完全杜絕以股票選擇權來獎勵主管，那些繼續這麼做的銀行就必須持有更多資金，並承擔更高的存款保險費率。最最起碼，它們也必須完全揭露股票選擇權發放的資訊。金融主管的紅利絕不是天上掉下來的禮物，它們是從銀行股東口袋裡挖出來的錢。

最後，如果透明度要有意義，它就必須是全面性的。如果有些管道還是隱身暗處，所有的妖魔鬼怪自然都會湧向那些管道。全球資金有很大一部分都是透過像開曼群島（Cayman Islands）之類的洗錢天堂來漂白的。開曼群島並不是因為氣候特別適合銀行家而成為一個兩兆美元的金融中心。[28]它們都是刻意創造出來的「管道」，以便協助洗錢、逃稅、躲避法規，以及其他相關的非法活動。911恐怖行動之

27 還有更嚴重的問題：不使用按市值計價的會計準則使我們的經濟暴露在未知的風險之中。非按市值計價的會計準則為所有的銀行提供了賭博的誘因。假設一家銀行可以在帳上保持資產原始買進的價值，除非它真的賣掉這筆資產，否則帳上永遠不會出現虧損。因此，銀行就有很大的誘因要去買進一些高風險的資產，其中有些會漲、有些會跌。它們很容易就可以用出售價格上漲的資產、保留價格下跌的資產來製造帳面資產價值的假象。如果銀行只需要將廣泛交易的資產（widely traded assests）以市值計價，它就有誘因要去買進那些非廣泛交易的資產，因而讓它有更大的空間去從事不透明的會計作業。也就是說，不僅帳面價值可以被用來當作扭曲資產真正價值的工具，它也會使不良的會計制度得以扭曲放款及投資、鼓勵過當的涉險行為及購買較難計價的資產。

後，美國政府成功地打擊這些洗錢天堂，讓它們不再成為恐怖組織的金庫，但卻未能畢其功於一役，將這些地方所有藏污納垢的功能一併消滅。[29]

複雜性——透明度之外的大問題

和透明度一樣，複雜性也在這此危機中扮演了極關鍵的角色。金融市場創造出了如此複雜的產品，即使他們把這些產品所有相關細節都公諸於世，也沒有人能完全瞭解其中風險。銀行自己當然握有所有相關的資訊與細節，但也未搞清楚自己的財務風險。

這些複雜金融商品的價格並非由市場來決定的，而是一些電腦模型計算出來的結果。但不管這些電腦模型有多精密，它們根本不可能納入所有相關的資訊。[30]事實證明，許多非常重要的元素根本都未被

28 請參見 .U.S. Government Accountability Office （GAO）, "Cayman Islands: Business and Tax Advantages Attract US Persons and Enforcement Challenges Exist," Report to the Chairman and Ranking Member, Committee on Finance, U.S. Senate, GAO-08-778, July 2008.

29 近年世界各國在打擊避稅天堂上大有進展。最近的全球二十國高峰會（G-20）也指出，未來或許還會出現更多的斬獲。然而，在「自動交換資訊」（Automatic exchange of information）這個最重要議題上，各國所做的卻仍有限。而且，雖然大家多將重心放在避稅的問題上，銀行財務保密在其他方面的誤用（例如保護獨裁國家元首的貪污所得等）著力也不夠。不僅如此，過去大家多半將打擊銀行保密的重心放在境外小島上，但根據「租稅正義聯盟」（Tax Justice Network）最新的一項銀行保密指標顯示，美國、英國、新加坡都躋身行為最不檢點的國家之列。請參見Michael Peel, "Leading Economies Blamed for Fiscal Secrecy," *Financial Times online*, October 30, 2009, and Tax Justice Network, "Financial Secrecy Index," available at http://taxjustice. blogspot.com/2009/10/from-fina.html.

30 這正是我在蘇聯解體時所寫的另一本書*Whither Socialism*（Cambridge, MA: MIT Press, 1994）中的主旨之一。

納入這些模型之中。這些模型計算出來的「結果」，必然取決於事先輸入的假設及資料（請見第四章）。例如，如果未能將價格下跌及因此可能引發的違約風險列為重要變數，電腦模型就會計算出非常不準確的結果。正確的情況應該是，當違約的可能性大幅提升時，價格也將出現明顯的改變。

我們甚至不清楚，這些新的金融工具是否真有必要。因為我們的金融體制中原本就有許多可供分散風險及進行風險管理的產品。希望擁有高安全性的人可以直接購買政府國庫券。願意承擔一點風險的人可以投資企業債券。股票的風險就更高一些了。某些風險（例如火災或關鍵人物的過世）可以藉由保險的方式來處理。我們甚至可以管理油價上漲的風險。這些新的風險管理產品被標榜為「微調型風險管理」（fine-tuning risk management）。理論上，它們應該是要協助大家提升風險管理的效能，甚至降低交易成本。但實際上，它們其實是讓大家能夠以更少的資金，去從事規模更大、風險更高的賭博行為。

這些電腦模型的另一個目的，則是要增加（例如說）不良次貸被列為AAA、AA等較高等級產品的比例，也就是藉由不斷切割、包裝房貸而增加獲利。要是少了這種現代煉金術，那些不良房貸都會直接落入F等級。這就稱為「邊際評等」（rating at the margin），而其結果當然製造了更高的複雜性。

如我們先前所見，銀行根本不喜歡透明度。一個完全透明的市場將會帶來極高的競爭性，而競爭愈激烈，費用及利潤就會愈低。金融市場故意創造了一堆複雜的商品，目的就是要在法律容許的範圍內，盡量降低透明度。複雜性可以讓交易費用提高，銀行因而也可以靠增

加交易費用來過活。有了量身打造的金融產品（相對於標準規格的產品），客戶就比較難進行價格比較，而銀行間的競爭也會因而降低。這套伎倆確實維持了一段時間，而其功能也只是為銀行創造了較高的利潤。然而，金融界也正是因為如此的複雜性而兵敗如山倒。沒有任何證據顯示，因這些複雜的金融商品而提升的風險管理效果，有可能彌補整體經濟及納稅人因此而受到的傷害於萬一。

肆無忌憚的冒險行為

1999年11月12日，美國國會通過了「金融服務現代化法案」（Financial Services Modernization Act，又稱「葛蘭姆法案」，Gramm-Leach-Bliley Act of 1999）。這是金融業費時多年、花了2億美元遊說費用之後終於達成的結果，而其目的就是要減少金融業所受的監管。在參議員葛蘭姆（Phil Gramm）領軍之下，這項法案完成了所有大銀行長久以來的夢想——廢除格拉斯—史蒂格法案（Glass- Steagall Act）。

1930年代經濟大蕭條之後，小羅斯福政府積極回應兩大問題：造成大蕭條的原因為何？如何避免大蕭條再現？他後來所採行的金融管制架構造福了美國及全世界，為經濟帶來了前所未見的長期穩定與繁榮。1933年頒佈的格拉斯—史蒂格法案就是這一套管理架構的基石。它使商業銀行（從事貸款業務）與投資銀行（負責債券與股票銷售）分立，以避免銀行同時從事股票發行以及貸款業務時所會產生的明顯利益衝突。

格拉斯—史蒂格法案還有另一個目的：確保受社會所託、管理一般民眾金錢的商業銀行，不致從事與投資銀行類似的高風險行為（投資銀行的主要目標是為有錢人增加財富）。不僅如此，為維繫民眾對銀行的信心，格拉斯—史蒂格法案中也規定，政府必須為商業銀行所吸收的民眾存款提供保險。由於財政部的公家資金也承擔了風險，政府當然希望商業銀行能夠保守行事。而保守絕非投資銀行的作風。

大蕭條時代的法令或許不見得完全適用於二十一世紀的金融業，但我們需要的是法令的修改（而非全面廢除），來讓既有的法律體系適應新的產業現實（包括衍生性金融商品及證券化所帶來的新的風險）。但是，面對那些依然憂心於金融產業早年所曾引發的問題（因而促成了格拉斯—史蒂格法案的誕生）的人，贊成廢除格拉斯—史蒂格法案的人所給予的回應基本上是：「相信我們」。他們說自己會在內部築起完全無法跨越的「防火牆」（Chinese walls）以隔離商業銀行與投資銀行的業務、確保不會發生利益衝突的問題。然而，幾年之後所發生的多起會計醜聞案證明了，他們所築的防火牆顯然低到隨便抬個腿就能輕易跨過。[31]

然而，廢除格拉斯—史蒂格法案最嚴重的後果其實是來自一些間接的影響。例如，法案廢除後，投資銀行與商業銀行再度得以合併經營，然而，投資銀行的文化卻取得了主導地位。銀行業產生了只有靠高槓桿、高風險才可能達到的高利潤心態。格拉斯—史蒂格法案的廢除還帶來了另一項後果：一個大銀行當道、競爭減少、集中性大幅提

31 在擔任白宮經濟顧問委員會主席期間（1995至1997年），我曾極力反對廢除格拉斯—史蒂格法案。身為經濟學家，我當然相信經濟誘因的力量。我曾指出，如果那些希望廢除格拉斯—史蒂格法案的人真的在金融機構中築起了所謂的防火牆，那麼，所謂的「範疇經濟」（economy of scope）的優點（也就是將商業銀行和投資銀行合併經營的優點）當然也將喪失大半。

昇的金融體系。葛蘭姆法案通過後，美國前五大銀行的市占率從1995年的11%，遽增到今天的40%。[32]過去，美國銀行體系的特色就是高度競爭，這是經由數量龐大的各式銀行為不同的社群及各種利基市場提供不同服務所形成的結果。到了2002年，大型投資銀行的槓桿比竟然高達29：1，也就是說，資產價值只要下降3%，這些銀行就會倒光光。美國證券管理委員會（Securities and Exchange Commission）竟然決定袖手旁觀，並一再強調自我管理的優點。也就是說，他們相信銀行能夠有效地約束自己。這真是個奇特的想法。然後，在2004年的一項引發高度爭議的決定中，證管會似乎又給了銀行業更大的自主權，而某些銀行也將槓桿比又拉高到了40：1。主管機關似乎也和投資銀行一樣，認定電腦模型將可以帶來更好的風險管理。[33]

對策：立法限制風險性產品

要解決過當風險行為非常簡單，直接加以限制，或設計獎勵措施以抑制銀行從事這類行為的誘因。不允許銀行利用獎勵制度來鼓勵過

32 請參見美國聯邦存款保險公司2009年10月15日存款概況，http://www2.fdic.gov/SOD/sodSummary.asp?barItem=3

33 有些人（例如前證管會官員皮卡德，Lee Pickard）認為，2004年所進行的法規修訂，正是管理失靈的核心問題。證管會堅稱這項新的法規「強化了監督的功能」。如今回頭看，這麼多投資銀行出了這麼多嚴重的問題，顯然證明證管會的說法根本不具說服力。請參見Julie Satow, "Ex-SEC Official Blames Agency for Blow-up of Broker-Dealers," *New York Sun online*, September 18, 2008.要瞭解相反的意見，請參見the speech by Erik R. Sirri, Director of SEC Division of Trading and Markets, on April 9, 2009, available at http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch040909ers.htm.

當風險行為、要求更高的透明度都可以達到很好的效果。要求那些從事高風險行為的銀行必須提高銀行準備金，並支付更高的存款保險費也同樣有效。但我們需要的改革不只這些。槓桿比必須加以限制（按照景氣循環調整），風險性特別高的產品也必須受限（例如接下來會討論的「信用違約交換」）。

眼看全球經濟遭受如此重創，聯邦政府顯然必須重新制定一套類似格拉斯—史蒂格的法案。政府其實別無選擇：任何和我們的商業銀行一樣得享政府安全網保障的機構，它們所能冒的風險都應該受到嚴格的限制。[34]商業銀行與投資銀行跨業經營所會產生的利益衝突及其他問題實在太多了。廢除格拉斯—史蒂格法案所能帶來的「好處」顯然根本不存在，而廢除它的代價更是遠超那些原先就反對廢除法案的人的想像。那些大到不能倒的銀行問題尤其嚴重。一些投資銀行的行徑更是讓迅速重建格拉斯—史蒂格法案益顯重要，因為它們已再次證明，賭博（也就是投資銀行所謂的「交易」）正是投資銀行最主要的獲利來源。2008年秋天，所有主要投資銀行都很樂意地將自己轉變為「商業銀行」，這個情形應該讓人心生警惕，因為他們顯然看到政府準備送出大禮了，而且他們相信，自己的冒險行為不致因此受到太多的限制。他們現在可以直通聯準會，以幾近於零的利率取得政府手上的資金；他們知道自己已經受到安全網的保護，但他們仍然得以繼續

34 有些人甚至提出了一種極端的觀點，稱為「狹義銀行」（narrow banking）。也就是說，接受民眾存款的銀行只能投資於類似國庫券之類的高安全性金融商品。一般商業銀行的功能（例如貸款給中小企業）對於市場經濟的良好運作極為重要。我相信，中小企業貸款與支付系統的結合，可自然產生極佳的綜效。

進行高風險的交易、絲毫不受影響。這種情況完全不應該存在。

大到不能倒

我們已清楚看到，所有美國的主要銀行都已經大到不能倒，而且，他們自己也知道，因此，他們也就正如經濟理論所預測的一樣，開始大冒其險。如我在第五章所說，布希和歐巴馬政府似乎傳達了一個新的概念：有些銀行已經大到無法解散（無法進行財務重整）。也就是說，他們認為這些銀行已經大到無法用正常的程序來處理——強迫股東承擔損失，讓債券持有人變成新的股東。結果，政府決定介入、為這些債券持有人及股東提供免費的保險。此舉無異破壞了所有的市場規範。

要處理大到不能倒的銀行，其實有一種很簡單的方法：將它們分割。如果它們已經大到不能倒，它們應該也已大到不應該存在了。要容許它們的存在，唯一的理由應該是，它們的分割將會造成規模經濟或範疇經濟（economies of scope，即多角化經營）的損傷，也就是說，這些大型機構的經營綜效其實比小型機構高出許多，如果限制它們的規模，將會造成極大的損失。但我完全看不出有這種情況。沒錯，證據顯示情況恰好相反，這些大到不能倒、大到無法用財務方式解散的金融機構，根本也已經大到無法管理了。它們的競爭優勢是來自於壟斷的力量以及隱藏性的政府補貼。

這並不是一種過激的想法。英國央行總裁金恩也說過幾乎一模一樣的話：「如果有些銀行被認為是大到不能倒……那它們就真的是太大了。」[35]前聯準會主席伏克爾在一份2009年1月出版的報告中也說

道：

許多自營性質的資本市場活動，以及認為這些交易應該保有隱密性的想法，都影響了投資人以及債權人所應享有的透明度……這些風險的嚴重性、潛在的波動性及相關的利益衝突，都極難以衡量及控制。事實上，任何解決方案都必須認知到這些問題。經驗告訴我們，在壓力之下，資金及信貸資源（credit resources）都將被移作彌補虧損之用，也因而削弱了對客戶利益的保障。客戶與投資人之間複雜而無可避免的利益衝突有時會變得非常尖銳。而且，由於這些自營交易（proprietary activities）都是由政府監管的金融機構所進行，而且它們也不必完全承擔自己所造成的虧損，因此，它們與那些必須完全「自食其力」的金融機構之間，當然就存在著非常明顯的不公平競爭。由於銀行業存在著這麼多的風險、潛在的利益衝突以及複雜性，就算是最盡心竭力的董事會以及最優秀的管理團隊，他們真有可能完全瞭解並掌握這麼多樣且複雜的業務嗎？[36]

伏克爾特別強調一項針對享有政府存款保險制度保障的大型銀行所需的關鍵改革：限制自營交易（proprietary trading）——以自有資金進行賭博，但其實心裡明白，若是出了什麼差錯，政府的保護網就在後面。這些風險根本沒有理由彼此糾結、牽連。當大型銀行愈來愈大時，其他的問題也跟著出現：有些大型銀行擁有許多可以讓它們據

35 請參見之前提過的2009年6月17日的演說。

36 請參見 Group of Thirty, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, January 15, 2009, available at www.group30.org/pubs/recommendations.pdf.

以牟利的「內線消息」。尤其，它們知道市場中許多人在做什麼，因此就可以利用這些資訊，以犧牲別人的利益來圖利自己。由於它們創造了一個不公平的競技場，他們不僅扭曲了市場，同時也破壞了大家對市場的信心。不僅如此，他們在信用違約交換及其他類似的「類保險」金融商品（"insurance-like" products）上，也擁有極不公平的競爭優勢。AIG的倒閉增加了大家對「交易對手風險」（counterparty risk）的重視，也就是保險提供者也可能會出現違約問題。但這也為大型銀行創造了一項重大的優勢，因為大家都知道這些信用違約交換其實有政府負責擔保。這也就難怪大型銀行承作的信用違約交換在市場上會佔那麼大的比率了。

這一切造成了一種極不健康的結果：和競爭對手相比，大型銀行擁有極大的競爭優勢，但這並不是來自它們自身的實力，而是政府擔保所造成的扭曲。一段時間以後，我們可能會擁有一個愈來愈扭曲的金融體系。

大型銀行對美國經濟所展現的活力並沒有太大的貢獻。將金融業中許多不同業務結合在一起的「綜效」曾備受稱頌，但結果證明是幻夢一場，最明顯的就是後來出現的管理失靈及利益衝突。簡言之，分割這些金融怪獸只有好處、沒什麼壞處。它們身上那一堆糾結不清的業務——保險、投資銀行，以及任何不屬於商業銀行核心功能的業務，都應該一一切割出去。

分割的過程或許會很緩慢，而且可能會出現許多政治阻力。即使達成了規模限縮的協議，執行時也可能出現誤差。這就是為什麼我們應該採取一種「三管齊下」的策略：對大到不能倒的金融機構進行

分割、嚴格限制所有大型金融機構所能從事的業務，訂定一致的存款保險及資本適足率要求，以建立起一個公平的競爭平台。由於這些金融機構可能為社會帶來較大的風險，因此，它們必須有較高的資本水準，並付出較高的存款保險費。[37]所有先前討論過的金融規範都應該更嚴格地應用在這些金融機構身上。它們尤其不可以制定任何鼓勵員工（尤其是主管）過度涉險或採取短視行為的獎勵措施。[38]這些限制或許將使它們的獲利降低，但本該如此。它們過去所賺取的高獲利，根本就是以美國納稅人的錢去豪賭所換來的。

大到不能倒的銀行應該被強迫要回到「無聊」的傳統銀行業務。金融體系中有太多其他機構可以負責那些高風險的業務。這些機構規模較小、冒險性較強、不受存款保險制度保障，也不會大到一旦倒

37 要求謹守本分的銀行一起承擔那些大到不能倒的銀行所造成的龐大損失，是非常不合理的。這麼做完全不符公平效率原則。在聯邦存保公司為銀行債券持有人提供擔保的情況下，所有的存款大眾，包括那些把錢存在好銀行裡的人，等於都被迫要共同承擔那些大膽投機的銀行所造成的虧損。這些大到不能倒的銀行應該自行承擔虧損，例如，它們的收益、股利發放、獎金，以及債券的利息支出等，都必須被課徵特別稅。（如果我們能夠確保不對債券持有人進行紓困，特別稅就可以不必課徵。但在目前的情況下，特別稅必不可免。）
在本書付印之時，大型銀行仍然堅拒特別稅。他們宣稱一定表現良好、不會要求政府協助，而且要他們為其他未能做好風險控管的銀行付出代價實在不公平。我們的建議是要對那些需要紓困的銀行課徵特別稅。但我要說的重點是，當一項紓困行動發生時，政府通常都得丟錢進去，而且有剩餘的錢可拿回來的機會甚小。這次紓困行動中政府必須承擔的虧損就足以證明這一點。正如我曾指出的，政府近年來被迫一再對銀行紓困，因此，除非政府施展的金融規範強大到足以確保銀行倒閉不再出現，否則，在此之前，他們就必須對大到不能倒的銀行課徵特別稅。這顯然是經營金融業的人必須付出的代價。根據公平與效率的原則，銀行本身（而非一般納稅人）應該付出這項代價。

38 沒有人應該被允許從事「資產負債表外」的行為。我將在本章後半段說明一種風險性特別高的產品—信用違約交換，以及它們應該受到什麼樣的監管。

閉，就會拖垮整個經濟。

當老羅斯福總統於1901年12月要求制訂反托拉斯法時，他其實是基於對某些政治力量的疑慮，以及對市場的扭曲所趕到的不安——確實，沒有證據顯示，老羅斯福對壟斷可以如何扭曲資源配置的經濟學分析有任何涉獵。即使這些大到不能倒的銀行並不具備哄抬價格的力量（現代反托拉斯分析中的關鍵要素），它們仍然應該進行分割。事實上，這些大型銀行有能力阻止那麼多國家迫切需要的金融監理改革，其實就已證明了它們的力量有多強大，同時也凸顯了對它們採取行動的重要性。

對於為何任由雷曼兄弟倒閉，聯準會和財政部長鮑爾森事後提出的藉口是，他們並沒有法律權限可以採取任何其他行動。他們宣稱，由於雷曼兄弟瀕臨崩潰的情況早已眾所皆知，他們深信市場擁有足夠的時間可以採取必要的自我保護措施。但基於相同的理由，如果他們自認沒有足夠的法律權限來處理雷曼的問題，他們也應該有充足的時間可以向國會要求相關的權限。就在雷曼破產之後兩天，他們對AIG所採取的史無前例的救援行動，足以證明「缺乏法律權限」只是他們在先前的藉口（雷曼的倒閉將不致造成整個金融體系的威脅）破滅之後，當下僅能想到的另一個藉口。雷曼兄弟破產傳聞甚囂塵上長達數月，但金融體系顯然並沒有為這個可能的危機做任何準備，而更讓人不解的是，聯準會和財政部似乎也都渾然不覺。

但是，為聯準會及財政部提供「解散」（resolve）那些一旦倒閉就可能連累整個經濟的金融機構所需的權限，仍然是一項必要的改革。雖然如此，這項改革仍無法解決真正的問題——那些「大到無法解散」的金融機構依然存在。給予聯準會及財政部相關的權限，也無法回答「該採取什麼樣的行動與對策？」這個最根本的問題。如果這些金融機構真的大到無法解散，或他們得以欺瞞政府——相信他們真的大到不能倒，那麼，不管政府擁有什麼樣的法律權限，恐怕也只能任由他們擺佈，而政府僅剩的「解決方案」，也就只是用納稅人的錢來幫助它們繼續運作。

然而，問題恐怕不像表面看來那麼簡單。這些銀行不只規模太大，他們還彼此糾結不清。大家擔心，即使只是一個規模較小的機構（如貝爾斯登）發生問題，也可能引發一整串的連鎖反應。關係複雜到無法解散的金融機構也和大到無法解散的機構擁有一樣的競爭優勢。（「衍生性金融商品」就是讓金融機構之間的關係變得如此糾結不清的金融創新之一，詳後述。）

政府需要的不僅是「解散」金融機構的權限，而是採取預防性行動的權限。政府必須能夠防範「大到不能倒」、「大到無法解散」、「關係複雜到無法解散」的金融機構的出現。當銀行變得太大時，政府必須擁有另一種選擇，而不是「只能」做它宣稱自己唯一能做的事，也就是無限度地撒錢給銀行、為銀行股東和債券持有人提供完全的保障。[39]

39 建議銀行應擬定「生前遺囑」（living wills），為倒閉預作準備、交代所有交易應如何處理，是往正確方向邁進的一步，但這種作法顯然還不足以完全解決問題，因為很多狀況可以在幾小時內產生劇烈變化，而一些在危機前看來似乎頗為完備的計畫，在危機發生時卻可能窒礙難行。

危險的創新：衍生性金融商品

金融市場很有創新能力，但他們的創新卻未定會為國家帶來更穩定、更具生產力的經濟體質。他們有強烈的誘因要去創造複雜而不透明的產品，例如「擔保債權工具」（collateralized debt instruments，CDOs），以及將房貸重複切割、包裝成證券，再將證券重複切割、包裝成更複雜的產品。[40]當玉米、黃金、原油或豬肉等期貨已無法提供足夠的冒險機會時，「合成式金融商品」（synthetic products）應運而生，也就是以商品原物料（commodities）為基礎的衍生性金融商品。然後，在一陣興奮忙亂的創新之後，「以合成式金融商品為基礎的合成式金融商品」問世了。我們從來不清楚這些新金融商品對經濟體系中的風險管理究竟有何貢獻，但它們顯然為金融界創造了更多進行風險交易及賺取豐厚費用的機會。

衍生性金融商品是金融界的人最引以自豪的產物。事實上，這個名稱就反映了它們的本質：它們的價值是由其他的資產衍生而來的。如果有人對下週一某一檔股票的價格將高於十元下一個賭注，這就是一種衍生性產品。如果有人對下週一某一檔股票的價格將高於十元的賭注發生的機率再下賭注，這就成了一種以衍生性商品為基礎的衍生性商品。這種產品的創新與發明簡直可以源源不絕。然而，衍生性商品也是一把雙面刃。一方面，它們可用於管理風險。如果西南航空擔心油價上漲，他們可以藉著在期貨市場以特定價格買進六個月後交貨的石油，來管理油價上漲的風險。現在，西南航空也可以利用衍生性金融商品為油價上漲「買保險」。而衍生性金融商品的交易費用或許確實會比舊式的避險方法（例如在期貨市場買賣石油）低一些。

但另一方面，正如巴菲特所指出，衍生性金融商品也可以變身為大規模毀滅性武器，就像它們對AIG所做的。它們不但毀了AIG，也把大半的經濟都給拖下了水，因為AIG為其他銀行提供了「保險」，也就是一種稱為「信用違約交換」（credit default swaps）的衍生性金融商品。

只要不常發生理賠的狀況，保險可以是一門很好賺的生意。尤其短期而言，更是可以獲利多多。保險公司可以收取高額保費，而只要它所保險的意外事故不發生，一切就都太美妙了。AIG以為自己能夠財源滾滾而來，畢竟，像貝爾斯登或雷曼兄弟這種大型投資銀行的倒閉機率能有多高呢？而即使它們真有可能產生經營不善的風險，反正政府也一定會先出手相救。

壽險公司知道如何精算自己的風險。它們或許無法確知某一個人到底會活多少歲，但是，由於（比方說）美國人目前的平均壽命為七十七歲，因此，如果一家保險公司承保了一大批背景各異的美國人，它就可以很有把握的預估，受保人的平均壽命應該與此相去不

40 本書無法盡述金融界所創造的名目繁多、超級複雜的金融工具，以及它們到底有哪些問題。但有一種稱為「標售利率型證券」（Auction-Rate Securities；ARS）的金融商品特別引人矚目。顧名思義，這種證券的利率是經由每週一次的標售（拍賣）來決定的。但在2008年初，標售活動完全停止，而高達3300億美金的市場也整個凍結。雖然有太多證據顯示，那些販賣這種證券的華爾街金融機構顯然涉及違法，但透過法律程序（尤其是集體訴訟）來討回公道，十分曠日廢時，以致一般投資人都得自認倒楣、承擔損失。請參見Gretchen Morgenson, "A Way out of the Deep Freeze," *New York Times*, November 8, 2009, p. B1.

遠。不僅如此，壽險公司還可以依職業、性別、收入等項目，取得不同族群平均壽命的相關資訊，並據此預測一位要保人可能的壽命。[41]不僅如此，除了少數的例外狀況（例如戰爭或流行性傳染病），多數的風險都是「獨立」的，也就是說，某一個人的死亡與其他人的死亡並無直接關連。

預測一家企業倒閉的風險和預估一個人的壽命可就大大不同了。因為它不是天天發生的事。而且正如我們所看到的，一家企業的風險其實和其他企業高度相關[42]。AIG以為自己非常瞭解風險管理，但其實不然。它承攬的信用違約交換業務讓它必須在同一時間付出龐大的款項，而即使是世界第一大保險公司也無法擁有那麼多的資金。由於買保險的人希望保險公司一定有能力付款，因此當（例如說）某些受保的債券價格下降時（也就是市場認為某些企業倒閉的風險升高時），他們就會要求保險公司必須提出足夠的資金（擔保品）。AIG就是因為提不出這些擔保款項因而導致一命嗚呼。

信用違約交換在這次危機中扮演了一個非常邪惡的角色，原因說明如下。如果未能事先妥善評估提供保險的公司是否真有履約能力，購買的人並不是在買保險，而是在賭博。但有些賭博實在太奇怪了，

41 這種情況並不適用於房貸查封。保險公司在承保時通常會排除這種關聯性風險。

42 個人壽險與企業壽險之間另有一個重要差別：資訊不對稱的程度。在個人壽險方面，保險公司和要保人都可以取得平均年齡等相關資訊。要保人或許會有多一點的資訊優勢，因為他知道自己是否涉足一些可能危及自己生命的危險行為。但在企業倒閉方面，企業對於自己發展前景的瞭解，要比保險公司深入得多，因此，當保險公司要求的保費太高（也就是高估了企業倒閉的可能性），企業就可能不會投保。這個情況就稱為「逆向選擇」。

而且還會形成錯誤的誘因。在美國及其他多數國家，如果某甲和某乙沒有任何經濟利益關係（稱為「保險利益」，insurable interest，另譯為「可保利益」），他是不得為某乙投保身故保險的。一位妻子可以為丈夫投保壽險；一家企業也可以為它的關鍵人物投保壽險。但如果某甲為某乙投保，但兩人卻沒有任何關連，這就創造出了一種最不正當的誘因：某甲將可因某乙的提早死亡而得利。

相同的道理，如果一家金融機構針對雷曼倒閉買了保險，它就有很大的誘因要看到雷曼關門大吉。[43]任何一家（或幾家）規模夠大的金融機構都擁有威力強大的武器，足以操控市場，金融市場愈複雜，他們的火藥也就愈充足。信用違約交換的市場很小，因此，要把市場價格壓低（代表破產的可能性提高）並非難事。而這就足以引發一連串的連鎖反應。由於股票價格也將下挫，因此，若有人做空這檔股票（即預期股價下降），就會因此獲利；做多的一方則將虧損。或許雷曼兄弟也擁有許多和AIG類似的契約，使得它必須提出更多的擔保品。由於許多銀行都擁有不受存保制度保障的存款，這就足以引起它們的解約潮（在雷曼的案例中，幾乎所有相關金融機構都不受存保制度的保障）。而雷曼就可能必須面對流動性的危機，它的倒閉風險也因而真的提高了。藉由信用違約交換對一家公司進行攻擊，根本就是一種自我實現式的預言。

43 就和金融市場所做的其他荒唐事一樣，當它們想要管理風險時，結果卻可能適得其反。由於製造了盤根錯節的利益衝突及法律關係，它們創造出了更大的風險。當政府為A銀行提供資金去併購B銀行時，它可能同時得為兩家銀行紓困，因為當B銀行破產時，A銀行可能必須為B銀行代償大筆金額給第三方。

衍生性金融商品還以另一種方式擴大了這次的危機。大型銀行未能從衍生性產品部位獲利。假設A銀行決定拿1000美元與B銀行賭第二年的油價將上漲15美元。結果，第二個禮拜，A銀行就決定取消這個賭注。取消賭注最直接的做法就是付出一點費用、結束雙方的權利義務關係。但這也未免太簡單了一點。於是，他們決定另外安排一樁交易：如果第二年油價上漲15美元，B銀行就要付1000美元給A銀行。如果第二年油價果然上漲，兩樁交易相抵、誰也不欠誰，而其結果就和取消了之前的交易相同。但這個結果只有在兩家銀行都不出問題的情況下才成立。兩家銀行都未意識到「交易對手風險」的重要性，也就是兩家銀行都有不幸破產的可能。如果A銀行不幸破產，而油價還是上漲了15元，那麼，B銀行依舊欠銀行1000美元。然而，A銀行卻因此不欠B銀行半毛錢，更精確地說，應該是A銀行仍然欠B銀行1000美元，只是它可能根本付不出錢來。也就是說，這兩樁交易不一定可以彼此抵銷。

當我們問道，這兩家銀行為何不直接取消交易，反而要進行這種抵銷性的交易，而且還可能導致數兆美元的曝險部位，他們的答案是，「我們根本沒想到雙方會有違約的可能性。」然而他們卻針對大型銀行進行了信用違約交換，而信用違約交換的前提就是這些銀行有違約的風險。我們的金融市場上真是充斥了智識的不連貫（intellectual incoherence），這又是另一個例子。

銀行應該是風險管理專家，而他們管理的風險中也應包括交易對手風險。但顯然有些銀行並沒做好風險控管的工作。這就是為什麼AIG的破產差一點就拖垮了整個金融體系。許多銀行認為，既然自己

已經（向AIG）買了保險、迴避了許多的市場風險，因此，他們就可以進行更多的風險性交易。也就因此，AIG的倒閉使他們產生了極高的曝險部位。主管機關也誤以為他們的整體風險仍在掌控之中，而且「買保險」也讓它們可以承受更大的風險，因而容許了他們進行更多涉險行為。如果沒有AIG的保險（以及其他金融機構提供的類似「保險」），主管機關應該就會要求銀行提出足夠的資本，以證明他們確實可以承擔自己所面對的風險。如果他們無法提出足夠的資金，他們就得減少貸款，因而使得經濟衰退更加惡化。

當你買保險時，你一定希望自己死亡的時候，保險公司依然健在。美國對壽險業的法律規範相當嚴格，但對金融機構為了進行風險管理而購買的保險卻毫無規範可言。事實上，如我們所見，美國的金融市場一直堅決抵抗任何的監管。[44]

危機之後，許多人企圖從這些風險商品裡撈回一點，但卻碰到了很大的問題。多數衍生性金融商品都是「量身定做」的，也就是每一種商品都不同於其他商品。有些情況下，為了應付某些特殊的風險，這麼做確實有道理。但在多數情況下，提供這種量身訂做的產品真正的原因，其實就是要增加銀行的收費。標準化的產品競爭通常非常激烈，也就是說，利潤很低。如果銀行可以說服客戶購買量身訂製的商品，他們就可能提高收益。然而，很少人真正考慮過「解開」

44 金融市場及主管機關都應該注意到這些風險，因為它們早在十年前的亞洲金融風暴中就已顯明。南韓銀行以為它們對自己所面對的風險已做好了風險控管，例如，藉著匯率變動（exchange rate changes），他們以為自己已迴避了某家香港企業所可能帶來的風險。然而，它們購買保險的保險公司本身卻破產了，結果它們還是得自己承擔起所有的風險。

（unwinding）這些複雜產品的困難度。

至今，大家仍在爭論，創造出幾兆美元衍生性金融商品背後的動機到底是什麼。表面上的理由當然是「提升風險管理的效果」。例如，購買公司債的投資人希望降低企業破產所可能帶來的風險。這個說法乍聽之下好像有點道理。但是，如果一個人想要買沒有信用風險的債券，他就應該去買政府公債。就這麼簡單。任何人購買一家公司十年期的公司債，基本上就是在進行一項信用評估。他必須判斷，公司債比政府公債高出的那些利息，是否值得他去承擔那家公司可能會倒閉的風險。[45]

衍生性金融商品背後到底有何玄機？這問題有幾個可能的答案（其中沒有一個足以顯示衍生性商品對整體經濟表現有所貢獻）。正如我先前所說，答案之一是收費。第二個答案則是「法規套利」（regulatory arbitrage）：藉著宣稱已將風險轉嫁他人，銀行因此得以再吸收更多風險。轉嫁風險所帶來的利益（尤其是因法規而獲得的利益）與購買衍生性商品的成本比較起來，顯然划算許多。難道這些銀行都笨到完全不瞭解「交易對手風險」嗎？或許他們瞭解，只不過，他們也知道政府顯然低估了這項風險，因此，法規套利所能帶來的短期利益變得實在太誘人，即使是讓銀行的前途冒點風險也是值得。

這個問題還有第三個解釋：華爾街一向被形容為富人的賭場。

45 透過債券市場的價格，我們可以大致評估違約的可能性。如果資本市場真如許多人所宣稱的那麼有效率，我們就不會需要「信用違約交易」這項商品，而銀行也就不可能因為發行這些商品而獲取幾十億的費用收入。信用違約交易市場有其必要，但正如我們所看到的，它也帶有極大的風險性，尤其是它吸引了許多投機客進場，對風險評估的差異進行投機交易。

公司債的投資者所獲得的額外利潤，代表他們對違約的可能性下了判斷。如果我認為自己比市場聰明，我當然願意以自己的判斷來下賭注。華爾街的人都相信自己比別人聰明，或至少比平均水準聰明。信用違約交換等於在賭場裡另闢了一個高風險賭桌。法律規定成年人可以從事賭博行為，即使這種賭博是建立在每個人都自認比別人聰明的不理性心態上！但沒有人可以被允許以別人的利益來賭博，而金融機構內的賭博行為正是以別人的利益為賭注，尤其是那些大到不能倒的銀行更是如此。

對策：嚴格規範衍生商品

由於衍生性金融商品確實可以成為很好的風險管理工具，因此它們不應該被完全禁止，但卻絕對必須好好加以管理，以確保不遭誤用。衍生性金融商品必須擁有完全的透明度、充分的市場競爭，以及足夠的「利潤」（margin）來確保下賭注的人可以履行自己的義務。更重要的是，衍生性金融商品不得讓整個金融體系都受到威脅。要達到這些目標，必須做到幾件事：信用違約交易及某些特定的衍生性金融商品必須在交易所（exchanges，又稱集中市場）進行買賣，並限定於某些具有「可保利益」的情況。除非有完全的透明度，否則AIG將不會是最後一個慘劇。例如說，不僅整體部位（gross exposure）的相關資訊必須公開，個別部位（each position）的資訊也必須公開，市場才能有效評估交易對手風險。然而，僅要求標準化的衍生性金融商品必須在交易所或清算中心（Clearing Houses，又稱「結算所」）進行買賣並不夠。這些交易所必須有適足的資本（adequately capitalized），否

則，當不幸的情況發生時（例如房產泡沫破滅）政府就得再度進場善後。然而，有些產品的複雜性及風險性極高，即使是有心恪盡職責的主管機關也難以確定資本是否適足。而未來的主管機關也有可能會像過去的主管機關一樣，比較注重金融界的利益，而非整體經濟或納稅人的利益。但我們有個簡單的補救方法：要求交易所的所有市場參與者都必須負起共同及連帶賠償責任。也就是說，所有參與在這個交易所的人必須在納稅人拿出任何一毛錢之前，先將自己的身家都掏出來賠。（我覺得這項規定或許會讓整個市場消失，而這正足以證明這個市場只是因為具有吸引公眾資金來支持它的能力而得以存在。）

現在大家討論最激烈的一個問題是，量身訂做的「店頭市場」商品（"over-the-counter" products）是否應該被允許。目前，一般的看法是，雖然政府正積極鼓勵銀行要從事集中交易的標準化產品，量身訂做的產品仍有其存在的必要。然而，當店頭市場產品被使用時，它們背後必須有足夠的資本來支持，而且必須擁有相當的透明度。但引人擔憂的是，主管機關可能又會被「俘虜」，或他們又將屈從於減少透明度的壓力（「企業機密」是最常被引用的理由）。在較透明的「交易所衍生性金融商品」與較不透明的「店頭市場衍生性金融商品」之間，銀行當然會選擇後者——除非店頭交易必須提出的資金水準高到一定的程度。簡言之，如果交易所買賣與店頭買賣衍生性商品都被允許存在，我們就有可能再度經歷那些使我們落得如此悽慘下場的情況。

落入虎口的貸方

事實證明，金融體制無法被信任，它所提供的金融商品也無法真正滿足社會大眾的需要。金融市場中的風險是如此之複雜，以致銀行本身都無法有效管理，我們又怎能期待一般老百姓做到有效的風險控管？在許多領域中，我們已經清楚看到，要投資人自行承擔風險是行不通的。理由很簡單，一般人所擁有的資訊不足，資訊不對稱的問題太嚴重。這就是為什麼政府必須制訂（例如說）食品安全法規或對藥物進行管制。[46]銀行及其他金融機構尤其會佔那些教育程度較低的人的便宜。它們以各種方式對這些低知識水準的人進行掠奪。有些方式我們已討論過，有些我很快會提到。銀行的惡行劣跡已十分明顯，消費者保護團體也不斷提出立法的要求，希望能夠禁止這些掠奪行為。但到目前為止，掠奪性的金融機構依然得以成功阻擋這些立法要求。

我們需要的是一個「金融產品安全委員會」（Financial Products Safty Commission）。[47]這個委員會的任務之一，就是要確認哪些金融

46 普利茲小說獎得主辛克萊（Upton Sinclair）於1906年出版的經典名作《屠場》（The Jungle），對美國屠宰業及肉品業的污穢、殘忍、罔顧大眾健康提出了強烈的控訴，使得美國人對美國的肉品產生了強烈的不信任感，以致於肉品業者必須乞求政府進行肉品檢驗。當時的人根本不相信民間業者提出的品質保證。同樣的，一般民眾根本無法評估一家銀行的財務狀況，以決定是否將自己的錢存進那家銀行。我們有很好的理由不要相信民間機構對銀行所進行的財務評等，尤其那些評等機構基本上都是拿銀行的錢辦事。這類的資訊是經濟學家口中所稱的「公共財」（public good），因此也印證了應由政府負責提供的論點。

47 歐巴馬政府已建議要成立一個「金融商品委員會」（financial products commission）。本書付梓前，國會尚未通過這項提案，但「眾議院金融服務委員會」（House Financial Services Committee）卻已去除了其中幾項關鍵條款，並將絕大多數的銀行都排除在監管範圍之外。

產品在哪些情況下是適合一般民眾持有的。

競爭不足：抑制創新

過去二十年來，除了努力想要利用衍生性金融商品市場來搜刮錢財之外，銀行也花了很多時間來讓民眾對負債上癮。我們已經看到銀行如何誘惑一般民眾申請自己根本還不起的房貸，但1980年以後蓬勃發展的信用卡業務，本質上或許更為邪惡。[48]銀行發明了一大堆新方法來提升自己的收益。如果有人延遲還款，他們不僅得付滯納金，而且利率也會提高，銀行甚至會在付款期限之前就開始加收利息。

然而，最狡猾的一種費用就要算是對那些接受信用卡付帳的商家所收取的「刷卡處理費」。由於發卡機構以各式各樣的回饋、獎勵辦法來引誘用卡人以刷卡來進行消費，許多商家不得不開始接受信用卡，否則他們的生意就可能流失到那些接受刷卡消費的競爭者手中。威士卡（Visa）和萬事達卡（MasterCard）非常瞭解這一點，也知道它們可以藉此壓榨商家。如果銀行向商家收取產品金額2%～3%的費用，大多數的商家多半都會選擇接受，而非讓生意流失。銀行收的刷卡處理費是否太高（事實上，現代科技已使得交易成本變得微不足道），並非問題所在。真正的問題是，市場上根本競爭不足，因此，銀行才得以如此蠻橫囂張。為了確保市場機制「無法」正常運作，銀行不但要求商家不得告知顧客刷卡消費的實際成本，同時也要求他們

48 1980年，56%的美國成人擁有一張以上的信用卡。2001年，這個比率上升為76%。請參見"Debt Nation," *NewsHour with Jim Lehrer*, PBS, April 18, 2001, available at http://www.pbs.org/newshour/extra/features/jan-june01/credit_debt.html.

不得對刷卡消費的客戶收取任何額外的費用。威士卡和萬事達卡同時要求商家不得「歧視」任何信用卡。也就是說，只要商家接受了威士所發行的一種信用卡，他就得接受所有威士發行的信用卡（商家必須為不同的威士卡付出高低不同的處理費）。[49]簡言之，獨佔優勢讓他們確保信用卡市場中不會出現價格競爭。如果商家得以轉嫁刷卡處理費到消費者身上，持有人就會發現信用卡的交易成本其實並不相同，因而會去選擇成本效益最佳的信用卡。[50]但威士卡和萬事達卡卻得以讓價格機制完全短路、不為消費者所知。

如果政府能有夠效執行競爭相關法規，這一切都不會發生。金融自由化更使得這些違反競爭法則的信用卡業務顯得特別令人垂涎。過去曾經有「高利貸取締法」（Usury laws）可以限制銀行利率的上限。這種法律可以追溯到聖經時代，而且在許多其他的宗教裡也都有悠久的歷史，因為它是用來對付歷史更為悠久、專門欺壓窮人的高利貸行業（它常被稱為世上第二古老的行業）。但現代的美國卻將高利貸的危險教訓完全拋諸腦後。由於利率超高，即使有一定比率的人無法償還借款，信用卡行業還是大有賺頭。對銀行來說，直接把信用卡交到所有會呼吸的人手中，顯然比揮汗進行信用評估、謹慎判斷哪些人信用好、哪些人信用不好來得簡單許多。

49 威士卡與萬事達卡與其他信用卡（如AE卡與大來卡）不同，原因是它們實際上操縱在銀行手中，普及率已高到商家不敢不接受它們，否則將流失顧客。

50 當然，商家可以（而且確實是）將這些成本轉嫁到了顧客身上，但反正所有顧客都得付費，不論他們用的是現金、轉帳卡、信用卡，或無限卡。支付系統市場（也就是以上這些選擇）根本已完全被扭曲。

由於威士及萬事達這兩大信用卡／轉帳卡（debit card）系統基本上是掌握在銀行手中，而銀行也非常樂於享受信用卡所帶來的龐大利潤，他們其實有足夠的誘因來扼殺任何高效率的電子支付系統。他們的行動非常成功。我們可以想像一套有效的電子支付系統會長什麼樣子。在每一台收銀機上，商家都有一套即時辨識系統（今天就存在），可以判定這張信用卡是否遭到盜用、持卡人的「帳戶」裡是否有足夠的資金可以支付消費的金額，而消費金額也可以立刻從持卡人的帳戶轉入商家的帳戶。這一切只需要幾分錢美金就可以辦到。有些持卡人或許會向銀行申請一個信用額度，讓他們得以用合理的利率來超額消費。其他人則可能希望節制自己的消費：知道銀行將對超額消費收取極高的利息，他們可能並不想要這種「透支」的服務。不論是否附有信用額度，這套支付系統都可以流暢而順利地運作。如果將這套有效的支付系統與信用系統連結起來，簡直就是皆大歡喜——當然，銀行除外，因為它們將失去許多費用收入。[51]

我們的金融體系很清楚如何去剝削貧窮的美國人，但卻完全不曉得如何為大家提供滿意的服務。在發展較成功的非洲國家波札那（Botswana），我曾看到銀行如何遍訪貧窮村莊，以便為窮苦的村民提供最基本的金融服務。即使是最貧窮的美國人，收入也比波扎納人高出許多（波扎納的人均收入至今只有1萬3604美元）[52]然而，在美國比較貧窮的地區，許多人都得求助於支票借款，而他們必須付出的費用，有時甚至高達兌現金額的兩成左右。[53]支票兌現是個龐大的產業，而這也是另一種剝削窮人的方式。[54]

美國金融市場最赤裸裸的貪婪，就表現在他們不斷運用政治影響力，去維持現有的學生貸款計畫（college student loan program）。這是另一個官民合作的最佳範例——由政府承擔風險，民間業者坐享利潤。政府為學生貸款提供擔保，所以這些貸款根本是零風險，但那些承作學生貸款的金融機構卻對學生貸款收取利息，彷彿這些貸款真有清償的風險一般。沒錯，找民間金融機構「合作」，而非自行貸款給學生，十年下來，政府就得多付出高達800億美元的金額，這可真是送給金融業的一份慷慨大禮呀。[55]白白送出這麼大筆的金錢，當然會

51 真正有效率的支付系統，其核心概念是將支付功能與信用功能分開，也就是使用者分別支付兩種不同的費用。希望以低廉代價進行交易的人應該可以只選擇支付功能，但市場也應該提供一種低廉而有效率的方式，讓消費者可以「加上」信用的功能。單純的「轉帳」交易所應付的成本（包括對顧客的收費及對商家的收費）應該遠低於目前的水準。
澳洲最近就進行了一項溫和的改革，容許商家對顧客收費，以反映刷卡為商家帶來的成本，並限制信用卡公司對商家收取剝削式的超高費用，而它帶來的正面效果一如預期。
請參見 Reserve Bank of Australia, Media Release, "Reform of Credit Card Schemes in Australia," August 27, 2002, available at http://www.rba.gov.au/MediaReleases/2002/mr_02_15.html. For a review of the benefits, see Reserve Bank of Australia, "Reform of Australia's Payments System: Conclusions of the 2007/2008 Review," Sydney, Australia, September 2008.

52 請參見 World Bank, World Development Indicators 2008, GDP per capita, Purchasing Power Parity (that is, adjusted for differences in costs of living), revised edition, Washington, DC, April 16, 2008.

53 全美只有二十四個州設定了支票兌現服務的收費上限。請參見 Matt Fellowes and Mia Mabanta, "Banking on Wealth: America's New Retail Banking Infrastructure and Its Wealth-Building Potential," Metropolitan Policy Program at Brookings Institute, Washington, DC, January 2008.

54 美國國會甚至得通過一項「社區再投資法」（Community Reinvestment Act）來逼迫銀行貸款給弱勢族群。一旦被迫進行貸款之後，銀行立即發現這些貸款其實有利可圖。正如我在第一章中所提到的，弱勢族群的違約率事實上比其他領域的違約率都來得低。

引來貪污腐敗。事實正是如此。金融機構會跑去勾結學校行政主管並提供賄賂，好讓他們能夠在學校推銷自家的貸款。事實上，連哥倫比亞大學這樣的名校都難逃貪污的侵蝕。然而，貪污其實是從創造這套學生貸款計畫的政治制度上開始的，而且這項計畫至今依然健在。

徒法不足自行

金融業需要規範，但落實規範則有賴於堅守現行法規的執法者。這些執法者應該是法規失靈後可能受害的那群人，而不是可望從中獲得好處的人。[56]所幸在工會、非政府組織以及學術機構中就有許多金融專家；他們不需要具備華爾街的歷練便能具備相關專業。看看衍生性金融商品的相關討論，就知道銀行界儘管已占盡便宜，仍不忘驅除波恩（Brooksely Born，美國前「商品期貨交易委員會」主席）這種人的影響力，奪走了執法的權力。我們必須認清主管官員所承受的壓力

55 政府找民間業者承作學生貸款而必須付出的額外金額引自於D. Kalcevic and J. Humphrey, "Memo: CBO March 2009 Baseline Predictions for the Student Loan and Grant Programs," March 20, 2009, available at http://www.cbo.gov/budget/factsheets/2009b/education.pdf.

56 請參見Karen W. Arenson, "Columbia to Pay $1.1 Million to State Fund in Loan Scandal," *New York Times*, June 1, 2007, p. B1.

57 許多經濟學及政治學的文獻都說明了主管機關如何經常被它們的監管對象所「俘虜」。正如我們在上一章中所見，紐約聯儲銀行對銀行業的監理方式，等於就是讓銀行業進行自我監理。但問題同時也出在心態上（即「認知上的俘虜」）。主管機關的心態應該不同於他們所監理的對象。他們必須思考的是「哪些地方可能會出問題」，而他們也應該在問題稍現端倪時就立即採取行動，尤其他們應該知道，是其他人（尤其是納稅人）必須為收拾爛攤子付出代價。

（也就是阻止他們使用監管權的壓力），以及任命葛林斯班這種完全不相信金融監管的人所可能帶來的風險。我們必須好好「整頓」我們的金融體系，確保它擁有透明的監管制度，而且監理主管完全沒有疏忽職守的空間。甚至某種程度的責任重疊都是值得的（就像企業競爭的監管權一樣）[58]，因為犯一個錯誤的代價，可要比重複執行監管所花的成本高出太多。要擁有一個有效的管理制度，我們必須擁有多重的主管機關：金融市場中的每一個專業領域都要有專門的機關監管（保險市場、證券市場、銀行），還有另一個主管機關必須負責監督整個金融體系的穩定度，另一個則負責監理金融商品的安全性。

要為未來設計一套監管架構當然會引起許多爭論，但到目前為止，所有的爭論都仍只限於地盤之爭。歐巴馬政府所提出的最奇怪的一項提案，就是要賦予聯準會更多的權力。聯準會在危機前的作為簡直是一敗塗地，但沒錯，我們還是要給他們更多的權力。這又是一種獎勵失敗（rewarding failure）、粉飾太平的做法：銀行業出了點「小問題」，所以，儘管他們已經把自己的那一點錢都給敗光了，還是按照他們的意思，多給他們一點錢去試試身手吧；聯準會之前也出了點小問題，所以，儘管他們連先前那一點權力都沒能好好運用，我們還是多給他們一些權力吧。

58 我們同時擁有私部門的監管（透過民事訴訟）與公部門的監管；我們有聯邦階層的監管與州政府階層的監管；在聯邦階層，執法的責任則同時掌握在司法部及美國聯邦貿易委員會（Federal Trade Commission；FTC）的手中。

金融體制及金融監理之外

在這一章及上一章中，我說明了許多金融界的錯誤行徑，以及他們如何得逞。我一再仔細敍述金融體系中的諸多問題，因為它們真的是無所不包、罄竹難書。但是美國經濟的問題絕不僅止於金融體系，也不僅止於金融監理的失敗。

我已經提到，在公司治理及鼓勵企業競爭這兩大領域裡，政府在法令設計及執行上有明顯的缺失。然而，問題也不僅限於這兩個領域。2005年，美國國會通過了「防止濫用破產法暨消費者保護法案」（這項法案的名稱與它的實質意義剛好相反）。銀行界當時積極推動這項法案過關，因為它可以為銀行業提供更多剝削借款人的機會。當銀行不斷要求政府為它們紓困的同時，他們卻也堅決反對政府為窮人提供任何協助。而當它們完全對自己的道德風險完全視而不見時，他們卻也不斷堅稱，為那些受了誤導而申請了貸款的普羅大眾提供還款緩解的協助，將會形成一種錯誤的誘因。確實如此，但它的效果卻是經由銀行奇糟無比的信用評估品質而顯露出來的。

在新破產法的庇護下，銀行似乎覺得可以借款給任何人。有家目前正仰賴政府援助的大銀行曾打出一個響亮的廣告詞：「一出生就合格（qualified at birth）」。每個青少年都有接不完的信用卡申請的邀請電話，許多家庭欠下大量的卡債貸款，而這幾乎成了一種「奴隸契約」，因為他們在未來的日子裡，都得不斷為還款而努力工作。用來支付滯納金、高得離譜的利息以及循環利息的錢，占每月收入的比率愈來愈高，許多人似乎永無脫身之日。許多人可能一輩子都得被扣繳四分之一的薪水。金融界的人應該很希望我們能夠回到「孤雛淚」那個賣身契合法的年代，但由於環境不允許，他們最多只能弄到這項2005年的新破產法。這項新法案也讓貸款機構敢於承作風險更高的房貸，這或許也是法案通過之後，有毒房貸突然大增的原因之一。

一套更能符合美國價值觀的破產法，不僅能夠為那些債務沉重的家庭提供一個喘息的空間，也能夠改善市場的效能、促使銀行提高信用評估品質。銀行界抱怨說，廢除2005年的破產法將使利率升高。果真如此，大家也就認了吧。美國人已經借錢借過了頭，也讓整個社會及全世界都付出了極大的代價。若能出現一種鼓勵儲蓄的誘因，或許也是好事一樁。

稅賦制度也必須為美國今日的慘況負起一些責任。許多人說，稅制可以反映一個社會的價值觀。美國稅賦制度中非常奇怪的一點是，它對從事賭博的投機者十分慷慨，對辛勤工作、養家維生的人卻反而比較嚴苛。資本利得在美國稅制中所承擔的稅率要比薪資所得的稅率低許多。這麼做毫無經濟上的理由。沒錯，為了更重大的利益，我們的社會或許應該鼓勵某些風險性較高的投資。例如，我們或許希望鼓勵一些開創性的創新，尤其是在一些有助公共利益的領域，例如氣候變遷或醫療保健等。在這種情況下，政府確實應該降低這類投資收益的稅率（任何形式的收益，不論是資本利得或是企業收益）。然而，房地產投機顯然不是社會希望獎勵的項目之一，因為不論政府是否提供租稅獎勵，土地永遠會在那裡。

正向創新遭到壓抑

批評者認為，一套新的、更強硬的管理制度將會扼制創新。但正如我們所見，許多金融體系中的創新，都是設計來規避那些用以確保金融體制透明度的會計準則、金融體制穩定度及公平性的法規，以及用以確保所有公民都能公平負擔稅負的法律制度。不僅如此，我們的金融體制不但未能以創新來協助一般民眾提升風險管理的能力，反而不斷抵制那些可以提升公眾福祉的創新。

當我在柯林頓總統任內擔任白宮經濟顧問委員時，我就曾極力建議政府發行「通膨連動債券」（Inflation-indexed Bonds）。因為那些為三、四十年後退休生活而儲蓄的人，一定會擔心通膨的風險，而這種擔心非常有道理。我們目前的通膨率很低，但高通膨的時代並不罕見，有人也預期很快將再出現通貨膨脹的情況。許多人都希望對抗通膨風險，但市場上並沒有這樣的產品。白宮經濟顧問委員會建議政府發行通膨連動債券，以協助民眾對抗通膨的風險。政府有責任將物價穩定度維持在一個合理的水準。如果政府未能維持物價的穩定，它就必須要承擔起後果。

華爾街的人反對這項提議，因為他們認為購買通膨連動債券的人將持有這些債券直到退休。我倒認為這是一件好事，畢竟，大家為什麼要不斷買進賣出、把錢浪費在交易費上？但這對華爾街可不是件好事，因為他們的目標就是要提升收益，而他們的收益必須從源源不斷的交易費而來。

再舉一個例子。阿根廷發生金融危機之後，阿根廷政府不知道

自己有能力償還多少外債，因此他們想出了一項有趣的創新。阿根廷政府不想以超過自己能力的方式來償債，因為這將在幾年後引發另一波債務危機。因此，他們提出了一項「經濟成長連動債券」（GDP-indexed bond）的想法。如果阿根廷的國家整體收入增加，他們就能多還一些債務。這麼一來，債權人的利益就與阿根廷的利益完全一致，而他們也會努力協助推動阿根廷的經濟成長。但華爾街同樣極力抗拒這項GDP連動債券。[59]

事實上，監理制度較健全的金融體制也將能夠產生更有意義的創新，也就是能將金融市場的創新能量導引到提升多數民眾生活福祉，例如發展出我先前描述過的那種高效能的電子支付系統，或是我在第四章中提到過的那種更好的房貸制度。創造出一個能夠真正發揮功能的金融體系，是重整美國經濟非常重要的一步。這次危機有可能成為一次轉機——不只對金融體制，同時也是對美國的整體經濟。

到目前為止，我們在重整金融體制以及重新設計金融監理架構上，表現得都還不如理想。如果回到危機前的那套金融制度，我們的國家繁榮就毫無指望。但這只是美國在後危機世界中所面對的許多挑戰之一。下一章將討論美國應該採取的行動與對策，以及這次危機在我們應該採取的行動與對策上所提供的重要教訓。

59 金融市場抗拒創新的例子所在多有。幾年前，一些經濟學家想出了透過拍賣（標售）來出售國庫券的好方法，因為這個方法能夠降低交易成本、提高交易的透明度，同時可以確保政府在自己的債券上獲得較高的收益。然而，某些華爾街人士再度抗拒。原因非常明顯：華爾街並不想擴大政府的收益，他們想要擴大的是自己的收益。同樣的，透過原有的黑箱作業，他們可以賺到的錢當然也比較多。

第7章
新資本主義秩序

2008年秋的全球經濟瀕臨崩潰，複雜精密的金融市場以自由落體之勢迅速崩解。看過那麼多的危機，我很清楚這種崩跌很快就會終止。但接下來呢？我們無法也不能回到從前了。失去的工作一去不返；金融危機前的美國中產階級已經過了一段苦日子，之後會是什麼光景？

這次危機使得美國與世界許多地區疏忽了必須處理的長期問題：健保、能源與環境（特別是氣候變遷）、教育、人口老化、製造業衰退、功能失調的金融部門、全球失衡、美國貿易與財政赤字。當國家忙於處理眼前的金融危機時，這些問題可不會消失，而且正逐漸惡化。但是處理這些長期問題的資源卻大幅縮水，這都是因為政府危機處理不當，尤其是把財源浪擲於拯救金融體系。美國國債占GDP的比率，從2000年的35%飆升到2009年的幾近60%，而且即使依據歐巴馬政府的樂觀估計，下一個十年的債務將增加9兆美元，這個數字在2019年依舊會增加至70%。[1]

經濟不會自行重整，這個重責大任落在政府頭上。那是當前第二輪面臨的重要變革：這次金融危機顯示，金融市場不會自動無誤的運作，且這個市場不會自我修正。但這次的教訓是更大規模的，超出金融市場的範疇。政府擔負一個很重要的角色，而雷根—柴契爾的「革命」玷污了那個角色。縮減政府角色的錯誤政策，反而導致政府必須擔負超乎所有人預期的更大角色，規模甚至超過羅斯福「新政」時期。我們現在必須重建社會，在政府與市場兩個角色中取得良好平衡。更均衡的社會可以促成更有效率且更穩定的經濟。

這個章節裡，我列出這些雙重且相關的當前要務：重建政府與市場之間的均衡，以及重建經濟，哪些事情必需先做好。其中包括政府在重建當中的角色，想成功轉變美國，我們該往哪裡去，對於國家的角色，我們都需要有更清楚的願景。

美國面臨的問題與許多已開發工業國家類似。雖然很多國家在拯救銀行方面做得還算不錯，但仍面臨振興經濟（大多是成功的）的後果，國債占GDP比率明顯升高。對某些國家來說，連帶是人口老化，使情況更為嚴重；對大多數國家而言，健保部門的問題就沒那麼急

1 這些數字是公開持有債務佔GDP的比率。由國會預算局（Congressional Budget Office）依最合乎實際的情形推算，估計2019年的債務佔GDP比率將增加到87%。如果包含所有的債務（不僅是公開持有的債務），依據歐巴馬政府的樂觀估計，2019年的債務佔GDP比率將超過100%。參看Office of Management and Budget, "Budget of the US Government, Fiscal Year 2010, Updated Summary Tables, May 2009"; Budget of the United States Government: Historical Tables Fiscal Year 2010, "Table 7.1—Federal Debt at the End of Year: 1940–2014," Washington, DC, available at http://www.gpoaccess.gov/USbudget/fy10/index.html; and Congressional Budget Office, "The Long-Term Budget Outlook," June 2009, http://www.cbo.gov/ftpdocs/102xx/doc10297/06-25-LTBO.pdf.

迫。沒有一個國家能輕鬆應付氣候變遷的挑戰。幾乎所有國家都面臨經濟重整的課題。

經濟重整勢在必行

關於未來的一點實話

雖然美國在來年仍可能是世界上最大的經濟體，但多數美國人的生活水準可不會像像二次大戰之後那樣年年提高。[2]很多美國人一直生活在輕鬆借貸的美好世界，但這個世界已經終結，不會也不該再回來了。美國人以及整個國家，必須面臨生活水準下降。國家財政透支，許許多多家庭也面臨生計透支。

泡沫經濟掩蓋了實質經濟狀態未達應有水準的事實。偏重GDP數字就是個誤導，這在第十章會進一步說明。對許多族群而言，未來的經濟展望已顯露疲態：現今的三十餘歲男性，中等收入，他們的薪水遠遜於三十年前的同樣族群。[3]多數美國人的薪水在十年間始終停滯不前。在這十年的頭幾年，儘管許多人知道薪水陷入停滯，甚至負成長，他們仍像是活在美國夢裡那樣浪費。受到房市泡沫影響，他們增加眼前的消費，以為仍能享受舒適的退休生涯，提供小孩良好教

2 從1950年到1973年，平均每人國民所得增加59%，而中等每人國民所得（居於中間的那些所得）增加41%。U.S. Census Bureau, *Historical Income Tables—People*, "Table P-4. Race and Hispanic Origin of People (Both Sexes Combined) by Median and Mean Income: 1947 to 2007," available at http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/p04.html.

3 參看Julia B. Isaacs, "Economic Mobility of Men and Women," in R. Haskins, J. Isaacs, and I. Sawhill (eds.), *Getting Ahead or Losing Ground: Economic Mobility in America* (Washington, DC: Brookings Institution, 2008).

育，期望未來有更遠大的榮景。但泡沫破滅，美夢成了泡影，在此同時，美國人在經濟與醫療更加欠缺保障，大約15%的人完全沒有醫療保險。[4]一些其他指標也指出更加不對勁的地方：2007年，美國監獄人犯占人口的比率最大，是許多歐洲國家的十倍。[5]

還有一堆其他的問題持續未解。全球暖化使得經濟必須翻新改造，需要龐大的投資。如今，美國必需彌補布希時期廢弛的施政。基礎建設年久失修，紐奧良的海堤潰決及明尼蘇達的橋梁崩塌，就是最佳明證。而且，美國雖然有世界上最好的、一流的大學制度，小學與中學教育體系裡的一般學生表現，卻低於平均水準。學生在數學與科學方面的表現，比大多數工業國家的平均水準要差。[6]結果是，許多工人無法因應二十一世紀全球競爭的挑戰。

美國經濟需要重整，該如何重整還不是很清楚，但很明確的是，這需要很多資源，也會耗費政府公共支出。資源必須從過大的部門（如金融與房地產），以及太羸弱的部門（如製造），重新分配至永續成長前景較佳的部門。

4 Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor, and Jessica C. Smith, "Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2008," U.S. Census Bureau, September 2009, available at http://www.census.gov/prod/2009pubs/p60-236.pdf.

5 Roy Walmsley, "World Prison Population List. 7th edition," International Centre for Prison Studies, School of Law, King's College London, 2007.

6 在科學素養量表（science literacy scale）及數學素養量表上，美國十五歲學生的分數比經濟合作與發展組織（OECD）成員國家的平均分數要低（科學方面，57個國家中，22個國家的平均分數比美國高；數學方面，31個國家的平均分數比美國高，只有20個國家較低）。在科學素養方面，分數在最低級（第一級）及最低級以下的學生百分比，美國的百分比高於OECD的平均。Baldi, Jin, Skewer, Green, and Herget, *Highlights from PISA 2006*, op. cit.

不對勁的不只是金融危機

其他章節裡已經說明，多年來美國人靠著一個接一個的泡沫過活。此外全球面臨嚴重失衡，美國政府向其他國家借貸的額度已達GDP的6%，但同時政府其實應該存錢支應未來幾年來自嬰兒潮的大量退休人口所需的資金。[7]

每個國家都在努力仿效美國，但就算複製成功了，整個世界恐怕也無法支撐。美式消費行為在環保上無法永續，然而美國人仍持續購買體積愈來愈大的耗油汽車。整個汽車工業的預估獲利能力，都得靠著美國人持續這種消費習慣才能辦到。

美國經濟其他部分有很大比例是以無法永續的方式運作，包括一些最成功的部門在內。美國經濟最賺錢的部門之一是能源、煤與石油，這個部門釋放到大氣的溫室氣體，即使僅依據最確鑿的證據，都可證明會導致大規模的氣候變遷。[8]

經濟重整的核心部分，必然涉及製造業經濟轉型至服務業經濟。1990年代初，新的服務業創造出新工作，但其品質就引起爭辯。美國是否創造了一堆漢堡廚師來取代製造業的熟練工匠？仔細審視數據資料，顯示服務業工作有很大一部分是好工作，薪水很高，而且這些服務業的高薪工作，大多在金融業，金融業就要成為美國經濟的新根基了。但這引起了一個疑問，諸如金融業這種不過是達成目的的手段，怎麼能成為新經濟的重心？我們早就該認清，金融業比重過大就表示應該有哪個地方出問題了。在這次危機之前的幾年，金融業大約占了所有企業獲利的40%。[9]

7 嬰兒潮世代包含生於1946年與1964年之間的七千九百萬美國人。在美國，迄2030，年紀在六十五歲以上的人數預料將增加50%以上，占人口的比率將從2010年的13%上升到2030年的20%，其後至少有數十年都將維持在20%以上。2010年之後，嬰兒潮時代老化將急速增加政府開銷：社會保險年金支出增加預料將加速，從2008年的5.1%增加到2018年的6.4%。老年醫療保健制度（Medicare）與醫療扶助制度（Medicaid）的支出會增加得更快，每年在7%到8%之間。Medicare與Medicaid的總支出，從2009年到2018年，預計將達兩倍以上，而同期間GDP成長的速度，預計只有其一半。U.S. Census Bureau, Population Division, "National Population Projections—Projections of the Population by Selected Age Groups and Sex for the United States: 2010 to 2050," August 14, 2008, and Peter Orszag, "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2008 to 2018," statement before the Committee on the Budget, U.S. Senate, Washington, DC, January 24, 2008.

美國不能自外於世界

所有關於美國未來走向的願景，都必定會成為全球願景的一環。這次全球衰退是一記良性的警鐘，提醒我們是糾結而無法分開的。今日世界至少面臨六項關鍵的經濟挑戰，其中有些是相互關聯的。這些挑戰十分棘手難纏而且病根深植，顯示美國在經濟與政治體制面臨的困境必須放在全球的架構來處理。我們欠缺正式機構來指出問題所在，針對解決問題提出看法，遑論採取適當的具體行動了。

8 2006年能源支出佔GDP的8.8%。參看 Energy Information Agency, "Annual Energy Review 2008, Table 1.5: Energy Consumption, Expenditures, and Emissions Indicators, 1949-2008," June 26, 2009, available at http://www.eia.doe.gov/emeu/aer/overview.html. Among America's largest companies are ExxonMobil （no. 1）, Chevron （3）, ConocoPhillips （4）, and Valero Energy（10）. "Fortune 500," *Fortune Magazine online*, 2009, available at http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/.

9 參看 Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table, "Table 6.16D. Corporate Profits by Industry," available at http://www.bea.gov/National/nipaweb/SelectTable.asp. 除了這些豐厚利益之外，還有很大筆數量的紅利報酬（就幾個銀行來說，數量幾乎相同）。

最誇張的問題就要屬全球供需之間的鴻溝。全世界的產能處於低度利用，但卻有極大的需求未獲滿足。最嚴重的就是人力資源，除了本次衰退直接造成全球高達2.4億失業人口之外，還有數十億的人沒有受到教育，未能充分利用潛能，即使他們有受教育，也沒能充分發揮在工作上。[10]合適的工作是構成個人自尊的重要環節，這方面的失衡帶給社會層面的損失遠大於產出的短少。

環境方面最大的挑戰，當然就是氣候變遷。環境資源本已稀有，但卻被當成免費一樣的濫用，結果所有的價格都扭曲了，而且情況非常嚴重。在前面的章節裡，我們見識到扭曲的房價如何扭曲經濟；這次危機顯示了「修正」房價的陣痛效應，因為已經拖了太久沒有修正。環境價格的扭曲也會產生如此嚴重的後果；因為重要資源以無法永續的方式被浪費殆盡。「修正」已無可避免，拖延只會加重付出的代價。

我們所稱的全球失衡，也會傷害全球穩定。這世界有一部分是奢侈度日，消耗大於生產；另一部分則是生產超過消費。兩者像在跳探戈。這本來沒什麼好特別擔憂的，不過是市場經濟的一部分。令人憂心的是，美國一直向其他國家大量借貸，單是2006年就超過8000億美元，這種方式撐不了多久。而且這許多失衡狀況可能會瞬間釋放，一團混亂，並且造成匯率大幅波動。[11]這次危機發生的情況顯然就是如此，然而失衡狀態依然持續。尤其讓人頭痛的是，美國此刻應該是為

10 國際勞工組織，"Global Employment Trends Update, May 2009," International Labour Office, Geneva, Switzerland. 2009, available at http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/documents/publication/wcms_106504.pdf.

嬰兒潮世代存錢，而不是借錢。

G-20（二十國集團）會議曾提案採取協同合作的總體經濟對策，即美國增加儲蓄，而中國減少儲蓄，如此一來，就可以在維持全球經濟強健的情況下，減緩失衡的情況。這個提案的立意很不錯，然而每個國家的政策還是要看本國的國內施政步調而定。

美國縮減消費要比中國擴大消費來得容易、也較快。這樣的情況似乎正在發生，只是美國2009年快速成長的家戶儲蓄被增加更快的政府債務給抵消了。[12]但美國消費縮減會削弱全球的總體需求，那麼就更難看到全球強勁復甦。

長期來看，那麼多國家為了支應復甦計畫，借了那麼多的錢，這可能導致利率大幅上升。一些嚴重負債且無力增加賦稅的國家，可能會面臨財政危機。未面臨危機的國家依然會面臨困難的抉擇：看看美國，國債就快要逼近GDP的70%左右，即使是以5%這樣溫和的利率，償還利息就要吃掉GDP的3.5%，大約占政府稅收的20%，因此增稅、刪減支出，甚至二者並行就無可避免，碰上這種局面，通常被縮減的就是投資，這就使未來產出的減少。

從另一方面來看，較高的利率對儲蓄多的國家大有幫助。看看中

11 美國2006年經常帳赤字為8040億美元，之後微幅下滑至2007年的7270億美元，及2008年的7060億美元。Bureau of Economic Analysis, U.S. International Transactions Accounts Data, Table 1, September 14, 2009, available at http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls.12. 美國家計收支從2006年淨借款超過1兆美元，變成2008年最後一季儲蓄2790億美元。同期間，政府借款從3350億美元增加到接近2.2兆美元。 Federal Reserve, Flow of Funds Accounts of the United States, Table F.1, Washington, DC, March 12, 2009, available at http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm.

國，如今坐擁超過2兆美元的外匯存底，如果利率是5%，本身就會產生1000億美元的收入。單看美國付給中國的錢，利率約1%，美國只要付給中國150億美元。利率5%的話，依照中國持有1.5兆的美國公債計算，美國就必須支付中國750億美元利息。

這次金融危機導致投資崩盤，儲蓄行為自然便遭到檢討。傳統上，儲蓄是一種美德，而且我認為現在仍然是美德。因此G-20倡導消費的決議很可能帶來誤導。[13]當然，大家都希望開發中國家的人民能提高生活水準，進而帶來更多消費、更多醫療保健服務、更多教育機會等等，然而，這個世界正面臨龐大的經濟需求：重新調整以迎接全球暖化的挑戰；四成人口仍然過著一天不到兩美元的生活，亟需大舉投資為他們創造機會。這是個金融問題，如何善加利用儲蓄，幫助那些殷切需要的地方。

第四個挑戰，我稱之為製造業困局。製造業長久以來都是一個特定發展階段的巔峰，是開發中國家脫離傳統農業社會的途徑。傳統上，製造業的薪給不錯，也是二十世紀歐洲與北美中產階級社會的中堅。過去數十年來，生產力成功提升卻顯示了一個現象，即便製造業成長，就業機會依舊減少，而且這個趨勢可能會持續。

第五個挑戰是貧富不均。全球化對全世界所得與財富分配，產

13 鼓勵中國增加消費有另一方面的誤導：即使中國會增加自己的消費，但從美國的進口未必會增加。中國可能、也應該增加國內的服務，例如教育與健保。但認為中國增加消費將可輕易解決龐大的美國貿易赤字，則是一種謬論，跟主張人民幣升值有同樣效果者類似。美國不會因此開始生產成衣與紡織品；美國會直接從中國轉往其他開發中國家購買。全球貿易失衡可能會更加惡化：雖然中國願意將其貿易盈餘再轉借給美國，其他開發中國家卻未必那麼樂意。

生了複雜的影響。中國與印度已拉近了與已開發國家的差距，而過去的四分之一世紀裡，與非洲的差距則在增加，但這期間，中國對大宗物資的需求促成非洲（拉丁美洲亦然）7%的破紀錄成長。這次金融危機終結了這個溫和繁榮的短暫年代。而即便是在這個溫和繁榮的時期，赤貧依然沒有消除：世上最窮人口的財富與最富有人口的財富相較，幾乎從任何角度來看，都是天差地遠。仍然有近十億的人口，一天的生活費用不到一美元。

世上大多數國家的貧富差距愈來愈大，而造成這全球性現象的推手之一，就是全球化。[14]這個問題必須解決，不僅是出於人道考量，而是貧富不均也促成了現今的經濟不景氣：貧富不均擴大造成全球總需求不足的問題，因為需要的人沒有錢，全都流到那些錢多到花不完的人手上。

最後一個挑戰是穩定。金融愈不穩定，問題愈大。儘管全球金融機構據說已有改善，而且管控經濟的知識愈來愈豐富，經濟危機發生的頻率卻愈來愈高，且規模更嚴重。

這些因素林林總總，但互相影響；有些問題會造成其他問題的惡化，針對某個問題的對策，同時卻可能干擾其他問題的解決方案。例如，金融危機造成失業率升高，迫使全球工資下跌，而且技能最低的工人最可能失業。在美國，中下階層的財產多半就是自己的房產，現在唯一的資產已化為烏有。東亞金融風暴之後，許多開發中國家都儲

14 在已開發國家的影響是不證自明的：無技能工人必須與世界上其餘地方的低工資工人競爭。參看《世界的另一種可能》。

備高額的外匯存底，也是全球失衡的原因之一。這次金融危機對開發中國家造成的衝擊，可能會促使它們增加更多的外匯存底，全球失衡也會更為惡化。貧富不均擴大與儲備更多外匯，兩個問題加起來，可能會加重全球總需求不足的問題，削弱全球的經濟。

從更為廣大、長遠的眼光來看，全力消除貧窮並迎戰全球暖化，從中創造的需求就足以吸納全世界的產能，且綽綽有餘。[15]貧窮人口消費愈多，包括那些中國的窮人，富裕人口消費愈少（尤其是美國），可以降低全球失衡的程度。

要達成這個新願景，需要一個可永續的「新經濟模型」——不再重視過度消費人口的物質需求，而創新活動的方向也需要調整。以全球規模來看，世上的創新發明多半是針對節省人力，說到節約自然資源及環境保護的創新實在太少，因為目前的市場價格並未反應出資源的稀有程度。在節省人力上，我們極為成功，於是失業成了世上許多地方的大問題。但我們對節省自然資源的努力卻乏善可陳，因此我們面臨環境崩潰的危險。

美國面對的長期挑戰

世界面臨的問題，也同樣衝擊美國，而且有些情況在美國特別嚴峻。美國不僅有一般的「製造業困局」，還加上產業外移相當嚴重，就是隨著相對競爭優勢移轉，生產功能從美國移到中國或其他地方。

15 例如，全球致力推動高價的碳排放政策（比如說，一噸80美元），從此以後，公司與家戶就有強烈的誘因去投資，以增加它們的「碳」效率。

要適應這個經濟結構的轉變，不會是件容易的事。競爭力流失的領域比起新領域更容易見到工作流失，更難創造新工作。我在許許多多受到全球化衝擊的開發中國家，就見到這種情況。而且多數工作來自中小企業與新創公司，此時要是少了有力的金融部門提供融資，更不可能創造出新工作。而如今，美國還面臨一個困難：結構重整需要人們搬遷。但許多美國人已失去絕大部分，甚至是所有的房產。就算他們想在其他地方重起爐灶，賣掉目前的房子可能連新屋的訂金都付不出來。保持機動是美國過去成功的特點之一，未來可能看不到了。

美國跟世界很多其他地方一樣，也面臨貧富不均日益擴大的問題，然而在美國，其程度已是四分之三世紀以來僅見。[16]美國也需要適應全球暖化，但美國長久以來一直是（直到最近）溫室氣體的最大排放者，總量與人均量都是，如此一來，想要減少排放就必需做更大的調整。[17]另外，美國還人口老化的問題，入不敷出的同時還必須儲蓄以備退休。

美國也面臨一連串部門性問題。絕大部分的製造業瀕危不振。看起來最成功的金融業則是華而不實，建立在錯誤的基礎。能源部門有很大部分在環保上難以永續，即便是進軍酒精再生能源市場，也因企

16 頂層1%及5%的工資所得比重，在1980年代末已超越了先前的高峰，1998年更創歷史新高。Thomas Piketty and Emmanuel Saez, "Income Inequality in the United States, 1913–1998," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, no. 1 (February 2003), pp. 1–39, figure IX.

17 2006年，中國超過美國成為最大的排放者。參看 Elisabeth Rosenthal, "China Increases Lead as Biggest Carbon Dioxide Emitter," *New York Times*, June 14, 2008, p. A5.

業遊說而走偏了，無法跟巴西這樣的新興市場國家競爭。為了競爭，美國政府提供補貼，有時一加侖超過一美元，再加上課征巴西糖基酒精關稅，一加侖超過五十美分！[18]能源工業應該致力於自然環境保育，它反而遊說爭取外海探油權。

以平均水準來看，美國低效率的健保部門，與其他先進工業國家的健保體系相較，耗費較多，效果卻較差。某些第三世界國家的醫療品質甚至不比美國差。只是美國在頂級領域所提供的醫療健保是無與倫比的。[19]另外，美國有個效率極低的教育部門，受到許多新興市場國家的進逼，但在高等教育，美國大學又是傲視群倫。[20]

當我們思索美國長遠的未來願景時，就一個經濟學家來說，首先自然會想到，美國長期的競爭優勢是什麼？要如何達成？對我來說，長期的競爭優勢立基於美國的高等教育機構，以及從這些教育機構具備的優勢取得先進的科技。美國經濟中，說到世界級領導人才占的比

18 參看Wallace E. Tyner, "The US Ethanol and Biofuels Boom: Its Origins, Current Status, and Future Prospects," *BioScience*, vol. 58, no. 7 (July/August 2008), pp. 646–653. 有一項廣泛的共識認為，即使玉米基（corn-based）乙醇有任何環保效益，也非常的小。批評人士也指出，補貼玉米基乙醇有抬高食用穀物價格的風險。

19 古巴降低已經很低的嬰兒死亡率，每千個活產嬰兒夭折數降至7.2個，與美國的平均數相同，且是華府特區的一半。Molly Moore, "The Hemorrhaging of Cuba's Health Care; Doctors without Data, Patients without Drugs: U.S. Embargo, Economic Crisis Cripple a Showcase System," *Washington Post*, February 23, 1998, p. A12.

20 例如，韓國頂尖的十五歲學生在OECD的PISA測驗（Programme for International Student Assessment）上，得分遠超過OECD的平均水準，而美國同等級學生的表現則低於OECD的平均水準。Organisation for Economic Co-operation and Development, "OECD Briefing Note for the United States," *PISA 2006: Science Competencies for Tomorrow's World*, December 4, 2007, available at http://www.pisa.oecd.org/dataoecd/16/28/39722597.pdf. 另請參看本章註釋6。

重，沒有哪個部門能超越教育部門；美國大學吸收了全世界頂尖人才，其中很多都定居美國。讓美國擁有競爭優勢的頂尖大學中，沒有一個是營利性的機構，將希望寄託於營利機構，可能搞錯對象了。

然而，單靠高等教育並不足以訂定具體的美國經濟策略，我們必須想出一套辦法，創造出高薪的中產階級工作，這種工作曾是美國的骨幹，在製造產業式微時流失了。其他國家如德國，建立了具競爭力的工業與製造業部門，有堅實的學徒制訓練做基礎。或許是美國應該思考的方向。

明理的人對這些問題可能會有不同的答案，但在因應這次金融危機的慌亂中，美國政府犯了錯誤。美國在「產業政策」（政府塑造經濟結構的政策）上為汽車與金融部門紓困的錢，比任何國家歷來投入的都要多，在將錢投入之前，應該要先檢討上述這類的問題。

錯誤的起步

這些挑戰大部分都已列為美國以及全世界的重要工作。不過，某些因應挑戰的對策，包括這次衰退期間的作為，其實走錯方向。其中之一就是前面討論的金融部門未能大幅精簡來滿足社會需求。政府反倒把錢撥給了製造這次問題的部門。

金融市場還企圖說服政府採取錯誤對策來處理老年人口問題：將社會福利制度（Social Security）私有化。只要每年從管理基金當中，搾取1%以上的費用，私有化就成了收取管理費的新財源，也是從老年人口獲利的新機會。在英國，一項針對英國公共退休金部分私有化影響的研究顯示，退休金會被交易費用吃掉40%。[21]金融部門希望交

易費用愈多愈好，而就退休人士的角度來說，則是費用愈低愈好。今天，大多數美國人都覺得幸好他們拒絕了布希總統將公共保險制度部分私有化；若非如此，美國老人的處境會更加淒涼。

過去美國不斷提倡全球化及全球競爭的好處。基礎經濟學即說明其中的道理：美國必須強化自己的相對優勢，聚焦於自己相對較強的領域。中國在很多領域的競爭力已超越美國，這不只是靠低技能的廉價勞工，很多其他國家的低技能勞工更廉價。中國結合了高儲蓄及教育水準不斷提升的勞動力（2002至2008年間，中國高等教育各層級的研究生數目擴增了四倍），[22]並大量投資基礎建設，運用低成本的生產與現代的物流，確保美國消費者需要的大量貨品可以及時交貨。儘管大多數美國人難以承認，但美國在很多領域已失去技術領導地位，包括「舊」經濟中重要的鋼鐵與汽車工業；美國也不再是最有效率的生產者，也不再生產最好的產品。美國在製造業的許多領域裡，不再具有相對優勢。一個國家的相對優勢會改變；「動態的」相對優勢才是重要的。東亞國家就察覺到這點。四十年前，韓國的相對優勢不是生產晶片或汽車，而是稻米。韓國政府決心投資於教育與科技，轉變相對優勢，提升人民的生活水準。結果成功了，而且促成社會與經濟

21 參看Mamta Murthi, J. Michael Orszag, and Peter R. Orszag, "The Charge Ratio on Individual Accounts: Lessons from the U.K. Experience," Birkbeck College Working Paper 99-2, University of London, March 1999.

22 參看Yao Li, John Whalley, Shunming Zhang, and Xiliang Zhao, "The Higher Educational Transformation of China and Its Global Implications," National Bureau of Economic Research Working Paper 13849, Cambridge, MA, March 2008, available at http://www.nber.org/papers/w13849.

轉型。韓國及其他國家的經驗，對美國是個教訓及反思：美國長遠的動態相對優勢應該是什麼？該如何達成？

國家的角色

二十一世紀全球經濟的大哉問，國家的角色應該是什麼？本章稍早提到，要達成重整經濟的目的，政府角色的分量需要加重。這些改變不是個別獨自產生的，它們未來也不太可能這樣。但市場機制可以在「傳達」上擔當最重要的角色，例如，建構新的綠色經濟。的確，光是要確保將長期環境資源的稀少性正確反映到價格上，這麼一項簡單的改變，就要走很長遠的路。

可惜許多落伍的想法阻礙人們思考國家的正確角色，在美國尤其如此。有句流傳甚廣的格言節錄自潘恩（Thomas Paine）的主張：「管得最少的政府，就是最好的政府。」共和黨選舉的傳統智慧就是，減稅可以解決一切經濟病痛，稅率越低，成長率越高。然而瑞典的每人平均所得位居最高之林，而且從廣泛的福祉衡量標準來看（例如聯合國發展計劃的指數），以相當大的幅度超越美國。[23]平均壽命是八十點五歲，比美國的七十七歲高。瑞典前財政部長曾跟我解說成功的基本道理：「我們有高稅率。」

當然不是高稅率本身即直接導致高成長與高生活水準，但瑞典懂得國家必須量入為出的道理。如果要有好的健保、教育、道路與社

23 聯合國開發計劃署的「人類發展指數（human development index, HDI）」將平均國民所得與教育及健康的量測標準結合。依據2009年的人類發展報告，瑞典的HDI排名第七，而美國排名第十三。

會保障，這些公共服務就必須付費，自然就需要高的稅賦。顯然，一個國家必須好好地用錢，不論我們談的是私有部門，還是公共部門，都是如此。瑞典公共部門用錢管控得很好；美國的私有金融部門則做得一塌糊塗。國家必須謹慎提供的誘因，有陣子瑞典的稅率也許太高了一點，且它的扶助體制有點太大方了，因此它兩者都做了調整。但瑞典發現，好的社會扶助體制能夠協助個人適應改變，因此使他們更願意接受改變，以及承受那些造成改變的力量，例如全球化。瑞典造就了沒有保護主義的社會保護，他們受益於隨之促成的經濟與社會開放。較佳的社會保護結合好的教育與職業再訓練，使他們的經濟可以更有彈性、更快地適應衝擊，維持較高的就業水準。高就業率與較佳的社會保障，讓個別的人民更願意冒點風險；設計良好的「福利國家」扶植出「有創新力的社會」。

不必然都是如此。「保姆國家」會使誘因的效果打折扣，包括那些鼓勵冒風險及創新的誘因。取得適當的平衡也許不容易。北歐國家成功的原因之一是，它們不曾陷入先入為主的意識形態，例如市場總是有效率或政府總是無效率。這次的金融大崩盤，以及私有部門導致的大規模資源錯置，應該提醒了持這種偏見的所有人。然而，如同我們在第五章中看到的，對破產銀行「國有化」的擔憂，阻礙了政府介入的時效與效果，美國與英國皆然，徒然耗費了千百億美元納稅人的錢。在美國，像社會主義、私有化及國有化等帶有情緒性觀念包袱的字眼，讓人難以清晰思考。

西蒙（Herbert Simon）曾以現代公司實際上如何運作的開創性研究，贏得1978年的諾貝爾經濟學獎，他指出，現代資本主義與公營企

業之間的差異被過度誇大。兩種組織中的個人都是為別人工作。可用來激勵經理與工人的誘因架構都一樣。他是這麼寫的：

> 大部分生產者是員工，不是公司的老闆……從古典經濟學理論的制高點看得很清楚，除了在老闆管得到的範圍內，他們沒有為公司追求最大利益的道理……此外，在這方面，營利公司、非營利組織與政府組織之間，沒有什麼差別。他們要誘導員工為組織目標賣力，都面臨相同的問題。與目標不同的組織相較，追求最大利益的組織應該較容易（或較難）產生這種激勵作用，這是毫無理由的成見。從新古典的假設前提來看，在一個組織經濟體中，靠利益激勵的組織會比其他組織更有效率，不必然是個定論。如果在經驗上確實如此，就必須引用其他的真理來解釋。[24]

我在第一章裡曾有評論，十九世紀資本主義的模型不適用於二十一世紀。大部分大公司並非只有一個老闆，而是有很多股東。今天，主要的差別在於，一種狀況的最終所有者（「股東」）是透過各種公共機關來經營的民眾，而另一種狀況的「股東」是透過各種金融中介者（例如退休基金與共同基金）來經營，自己幾乎沒有控制權。[25]在

[24] Herbert Simon, "Organizations and Markets," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, no. 2 (1991), p. 28.

[25] 在兩種組織型態中，公司管理團隊都可看作是公共財，意思是，如果公司管理的好，所有股東都可獲益。在兩種組織型態中，這種公共財都有監督不足的風險。也許是因為在政府經營的企業中，這個問題較明顯，故常常用制度性的措施來處理這個問題，以防止發生濫權的最壞情況。

兩種安排狀況之下，都有所有權與控制權分立而引起的嚴重「機關」問題：那些決策者既不承擔犯錯的代價，也不收取成功的報償。

公部門與私部門都有效率高與效率低的公司案例。南韓與臺灣的國有鋼鐵廠，都比美國的私有鋼鐵廠有效率。高等教育仍是美國最成功的部門之一，正如我已提示過的，所有第一流的大學若非國有，就是非營利性質。[26]

當前的危機迫使美國政府在經濟上擔當了前所未見的重任。過去抨擊政府干預（尤其是批評政府大量舉債）的那些人，這次大都保持沉默。但對其他人來說，布希大舉解救銀行背叛了共和黨保守主義的信條。就我來看，這似乎只是過去四分之一世紀以來從未休止的另一次擴張（而且規模很大），也就是美國正在建立一個企業福利國家，擴大並強化企業安全網。然而一般百姓的社會保護卻趨向弱化。

雖然數十年來，關稅（進口貨的租稅）已經降低，還有很廣泛的非關稅障礙保護美國企業。美國保證減少補貼農業後，布希總統在2002年將之加倍：農業每年受到的補貼達數十億美元。2006年，兩萬七千位富裕的棉花農夫一年分享二十四億美元，那個計畫違反國際貿易法，傷害了數百萬非洲、南美洲及印度的貧窮農夫。[27]

一般人可能會以為，石油業看起來獲利無限，不致於找政府協助；然而貪婪是無限的，而且金錢可以買到政治影響力：石油業獲得

26 注重職業訓練的營利學校，擅長運用欺騙的手法，畢業生常感到失望，因而不願償還學生貸款。學生貸款壞帳率高的學校，柯林頓政府曾想要取消它們的資格，但這些私立學校遊說反對。它們知道若是失去政府保證貸款的資格，就要關門大吉了。

大量的租稅補貼。2008年共和黨總統候選人麥侃曾提到，布希的第一個能源法案就沒有讓任何遊說人士失望。[28]礦業也收到千百億美元的隱藏性補貼；它們在政府擁有的土地採礦，實質上等於免費。2008年與2009年，美國的汽車與金融產業都加入接受政府補貼的長串產業。

美國許多最成功的產業也有政府的影子。近年來，奠立那麼多發展榮景基礎的網際網路，也是由政府資金創建的，最初的雛形瀏覽器Mosaic，就是政府資助的。Netscape將之商業化，微軟卻利用壟斷勢力粉碎Netscape，全世界法院均已裁定為公然濫用壟斷的惡行。

儘管這些年提供美國企業的補貼達數千億美元，[29]但跟最近給金融產業的錢相比，還是小巫見大巫。在前面的章節中，我談到一再大規模解救銀行的行為，當今的解救行為就是其中規模最大的。正如我在解救行動初始所預期的，這次解救行動已成為史上極短期間內，最大的財富重分配行動之一。

27 參看Environmental Working Group, "Farm Subsidy Database," available at ttp://farm.ewg.org/farm/progdetail.php?fips=00000&yr=2006&progcode=cotton&page=conc. 2009年八月，世界貿易組織的上訴委員會裁決，巴西可以針對美國的違反行為，施加最高八億美元的報復性貿易障礙。參看 World Trade Organization, "WTO Issues Arbitration Reports in US-Brazil Cotton Dispute," August 31, 2009, available at http://www.wto.org/english/news_e/news09_e/267arb_e.htm.

28 "Statement of Senator McCain on the Energy Bill," November 19, 2003, http://mccain.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=PressOffice.Speeches&ContentRecord_id=9259EB94-5344-435F-B4D8-37F7BF6DAA77.

29 我在經濟顧問委員會擔任委員兼主席的時候，我們彙整了一個企業福利表單，並將我們的表單與其他人彙整的表單做比較，其中包括保守派的智庫。有趣的是，透過IMF提供給銀行的協助，在許多表單裡都名列前茅，而IMF是銀行紓困的要角。這甚至是在IMF對亞洲、俄羅斯與拉丁美洲的大銀行提供紓困協助之前，所做的比較。

那麼，政府應該做什麼？

過去三十五年來，經濟學家對市場運作良好與不好的時機，有了更深的瞭解。大多可歸諸於誘因：市場何時提供正確的誘因？私有報酬何時與社會報償一致？政府如何能協助調整，使兩者一致？本書前六章即闡述金融市場的那些誘因是怎麼未調整成一致的。

經濟學家已條列出幾種市場失靈起因，亦即社會與私有誘因不一致的情況，可以解釋大部分重要的市場失靈情形。條列的項目包括獨占、外部因素與資訊不完全。當前的政治辯論有個現象相當諷刺，「左派」必須擔當積極角色，設法讓市場照應有的方式運作，例如，通過並執行反托拉斯法，確保競爭；通過並執行資訊公開法，確保市場參與者至少較能獲得資訊；以及經由通過並執行污染法及金融產業法規（第六章談到的那些），以侷限外部因素造成的後果。

「右派」聲稱，所有要做的就是確保財產權，以及執行契約。兩者都是必要的，但還不夠，而且掀起其他爭議，例如，有關財產權的適當定義與範疇。所有權並未賦予不受限制、隨心所欲的權利。擁有土地並未賦予地主污染土地下面地下水的權利，甚或是焚燒樹葉，那可能會污染空氣。

維持充分的就業與穩定的經濟

因此，讓市場運作就是國家的責任之一。市場失靈、未依該有的方式運作，最明顯的表現就是週期性的失業與產能閒置，以及彰顯資本主義的衰退與蕭條。1946年通過的就業法正式確認，維持充分就業

的經濟是一項國家目標，也是政府必須擔負的責任。

這個責任該怎麼履行最好，頗有爭議。保守主義者盡可能縮減政府的角色。儘管市場本身可能無法保證充分就業，他們仍盡量限縮政府干預的範圍。弗里曼（Milton Friedman）的貨幣主義學派，想要以機械式的規則來約束中央銀行，即貨幣供給依固定比率成長。當上述嘗試不成，保守主義者轉而尋求另一個簡單的規則：訂定通膨目標。

然而，當前的危機已顯示，市場失靈可能很複雜，且牽連甚廣，不是那麼容易修正，而且說實在的，遵行機械式規則可能會使情況更糟。造成這次危機的問題當中，有一項就是低估風險的代價。要政府強令市場正確為風險訂定價格，也許不太可能，但是，誠如我在第六章所解釋的，可以設計規範，限制市場錯誤定價造成的損害。[30]

促進創新

有些貨物光靠市場自己運作，會出現供應不足的現象。這些貨物包括公共財，它們的利益可以由社會全體共享，其中有些是很重要的創新發明。美國第三任總統傑弗遜（Thomas Jefferson）曾說，知識就像蠟燭：當一根蠟燭點亮另一根，它自己的光並不會熄滅。意即限制知識運用是很沒效率的。[31]這種限制的代價在基礎科學特別嚴重。但如要免費傳播知識，政府必定要承擔責任資助知識產出。這就是為什

30 如果市場低估風險價格的原因與扭曲的獎勵有關，政府可以設法影響獎勵的結構，從而間接地影響風險的定價。

31 想要取得市場產生的知識，可能非常沒效率，那就是原因。有些時候，可以順利取得（就是透過專利制度），但運用市場機制可能要很高的社會成本。

麼政府在推動知識創新擔當關鍵的角色。

美國有些最成功的事蹟，就是源自於政府支持的研究，通常是政府或非營利大學的計畫——從網際網路到現代生物科技都有。十九世紀時，政府在農業的顯著進步方面，擔當重大的角色；在通信領域亦然，政府鋪設了巴爾的摩與華盛頓之間的第一條電報線路。政府甚至在社會創新方面亦扮演重要的角色，像是政府的擴大住屋計畫，但公部門的努力卻遭私部門近來的剝削行為而玷污了。

透過專利制度限制知識的使用，可望誘導私有部門創新，雖然這樣增進了私有方面的報酬，但社會方面的報酬則降低了。設計良好的專利制度試圖從中取得適當的平衡，提供創新的誘因，卻不會過度限制知識的使用。如同我在本章稍後解說的，現行的智慧財產權制度有很大的改善空間。

然而，在金融市場方面，問題卻是智慧財產權欠缺有效的保護。任何人推出的成功新產品，很快就被模仿了。因此，這是一個雙輸的命題：如果一個新產品不成功，就不會有人模仿，但公司後來會賠錢；如果成功了，就會被模仿，於是利潤很快就遭受侵蝕。

結果，創新不是為了改善顧客福祉或經濟效率，而針對不易被模仿，或是即使被模仿，但仍然可以賺錢的目的。因此，騙子貸款與高利的信用卡費用之類的「創新」應運而生，儘管迅速遭到複製，仍然可以賺得龐大利潤。另一方面，衍生的及其他複雜的金融商品，不容易被模仿，越複雜就越難以模仿。大部分複雜、店頭市場交易的衍生金融商品，是由極少數機構發行。競爭少意即利潤高。換言之，市場力量在驅使產品複雜化方面扮演了關鍵的角色，產品太過複雜，以致

削弱了市場的功能。

提供社會保障及保險

政府在社會保障方面擔當重要的角色，個人面臨的許多重大風險是由政府提供保險，例如失業與殘障。有些案例，例如年金保險，私部門終於跟隨政府的腳步，但私部門這麼做，卻耗費了大量資源試圖尋找風險較小的對象，而這種是不具社會效益的。社會也許覺得，先天性心臟病患者應該受到協助，包括支付手術費用。但私人保險公司要確保不會陷入支付帳單的困境，因此會盡可能挑出有風險的對象。[32] 這也是政府持續在這些保險市場擔當重要角色的原因。

預防剝削

有效率的市場仍然可能產生社會無法接受的結果。有些人可能收入不足餬口。在競爭的市場裡，工資是由供需的交集來決定，沒有所謂「均衡」工資就是可以過活的工資。政府不時就會設法「修正」市場的所得分配。

此外，市場是毫無人性的，不論從什麼角度都是如此。市場參與者可以毫不猶豫利用當下的優勢，或是利用其他參與者當下的弱勢，占盡便宜。在暴風雨當中，有車的人可以協助其他人逃避洪水，但他

32 經濟學家投入相當多的心力，去瞭解一些關如的重要保險市場，大多與資訊問題有關（尤其是資訊的不對等）。參看M. Rothschild and J. E. Stiglitz, "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, no. 4 （November 1976）, pp. 629–649.

們也許會依「市場可承受的價格」收取服務費。一心要找工作的工人，不會抗拒去安全與衛生條件低下的公司工作。政府無法防止所有型態的剝削，但可以縮減它的範圍：這也就是為什麼全世界大多數先進工業國家政府都採行高利貸法（限制放貸利息的法律），並訂定最低工資及最高工時的法律，設定基本的工作安全與衛生條件，以及努力限制壓榨性的貸款。

私人企業只要有機會就會盡力降低競爭，也善於按部就班利用不合邏輯的道理及消費者的「弱點」。菸草公司知道產品會成癮、致癌及導致一堆副作用也照賣不誤，甚至否認所有醫學報告。他們知道，癮君子會接受「科學上還待證實」的說法。

房貸抵押設計者與信用卡公司利用許多人起碼會有一次延遲繳款，以很低的初期利率吸引他們；一次延遲償付後的利率就會大幅增加，拿來彌補初期的低利率也綽綽有餘。銀行鼓勵顧客簽訂高費率的透支額度，因為顧客極少檢查帳戶餘額是否透支。[33]

改變中的政府角色

國家的適當角色因國家而異，也因時代而異。二十一世紀的資本

33 企業剝削的行徑不勝枚舉。有個保險公司銷售針對致命疾病的人壽保單—它知道，其業務員將可怕死亡疾病留下的遺孀形容得徬徨無助，只消不到半天的時間，就可輕鬆賣掉保單，即使精算的風險微不足道。美國藥物食品管理局前主管David Kessler從食品飲料業當中提供的實際案例，參看 David Kessler, *The End of Overeating: Taking Control of the Insatiable North American Appetite* (Emmaus, PA: Rodale, 2009), and *A Question of Intent: A Great American Battle with a Deadly Industry* (New York: PublicAffairs, 2001).

主義不同於十九世紀的資本主義。從金融部門得到的教訓，同樣適用於其他部門：雖然羅斯福「新政」的法規不見得適用於今日，但亟需的不是急就章、大規模的法規鬆綁，而是有些地方要加強，有些地方要放鬆。全球化與新科技開啟了新的全球壟斷的可能性，其財富與權勢之大，是十九世紀末工商業鉅子無法想像的。[34]如我在第一章中提到的，由於所有權與控制權分立，以及大部分凡夫個體的財富名義上由別人代理、卻被別人管控的現實，產生了代理機構的問題，使得在公司治理方面更加需要更好的管理法規。

美國經濟的其他變革，可能也需要有更大的政府角色。許多先進的工業化經濟體已變成創新經濟體的情形，對市場本質有深遠的啟示作用。舉例思考一下競爭的問題，競爭是任何經濟體不可或缺的動力。以鋼鐵市場為例，輕易就可以查明是否有競爭存在，如果沒有競爭，會有很好的既定方法來解決這個問題。

然而，生產創意跟生產鋼鐵不同。在生產傳統貨品時，私有報酬與社會報酬相當一致的，但在創新方面，社會報酬與私有報酬卻可能有甚大差異。有些創新的社會報酬甚至是負面的，例如香菸。

私有部門擔心，自己能享受多少創意的價值，反倒不在意社會的整體報酬。結果是，市場可能花太多錢在某些研究，例如模仿成功的專利藥品，跟著開發雷同產品。若如政府的支持，做基本研究並用在窮人疾病上的會很少。

34 亞當・史密斯意識到這個危險，現代反托拉斯法的目的，就是設法維持市場的競爭性，並防止反競爭行為的濫用。

在專利制度之下，創新的私有報酬在於能否成為第一；創新的社會報酬則在於能否比預期提早上市。與乳癌有關的一項基因研究，可說明這個戲劇化的差異。有項全球性研究，想要將全部的人類基因組解碼，但由於那些基因可能有市場價值，有人要搶在前頭。有家公司Myriad獲得乳癌基因的專利；這項訊息比預期早了一點問市，但Myriad堅持收取昂貴的基因檢測費用，在這專利獲承認的那些區域，可能有數以千計的患者抱憾而終。[35]

簡言之，二十一世紀的創新經濟中，政府可能必需擔當更重要的角色——建立基礎研究，為宏偉大業奠基；形塑研究的方向，例如，透過補助與獎賞將研究導向國家需要的方向；以及建立更均衡的智慧財產體制，使提供的誘因可讓社會獲得更大的利益，而無需付出附帶的代價，包括專利壟斷的代價。[36]

上個世紀末，曾有個（錯誤的）預期，有一個領域，政府干預的必要性日漸消失：有些人認為，在新的、創新的經濟裡，經濟週期已是過去式。新的資訊科技顯示，企業可以將庫存控制得更好。此外，經濟結構已改變了，從製造移往服務，庫存對製造業很重要，對服務業則不然。如我在前面提過的，製造業現在只占美國GDP的11.5%。[37]

35 Claude Henry, *Patent Fever in Developed Countries and Its Fallout on the Developing World*, Prisme No. 6 (Paris: Centre Cournot for Economic Studies, May 2005), and Andrew Pollack, "Patent on Test for Cancer Is Revoked by Europe," *New York Times*, May 19, 2004, p. C3.

36 專利制度甚至可以阻礙創新的腳步。例如，它抬高了研究最重要資源（知識）的價格，並將眾多專利搞得錯綜複雜，每個創新者都擔心侵害到別人的專利。參看《世界的另一種可能》第四章。

然而，2001年的經濟衰退顯示，美國在光纖及其他投資上仍然有花費過度的情形，而且這次的衰退顯示，仍然會在房產上花費過度。經濟泡沫及其後果發生在當下的二十一世紀，就跟十八、十九與二十世紀的經濟泡沫一樣。

市場不是完美的，政府也不是。對有些人來說，結論就是不再寄望於政府。市場會失靈，但政府失靈更可怕。市場也許會造成貧富不均，但政府造成的貧富差距也許更嚴重。市場的效率也許不夠好，但政府的效率更差。這一套主張似是而非，而且提出選擇命題是錯誤的。除了採取某種形式的共同行動來解決問題外，沒有選擇的餘地。上次試行無管制（自由）銀行的國家，是獨裁者皮諾奇特（Pinochet）統治下的智利，而那是個災難。跟美國一樣，智利的信用泡沫破了。大約所有貸款的30%成了呆帳，智利花了四分之一世紀才還清這次實驗失敗造成的債務。

美國會有所管制，正如政府會花錢在研究、科技、基礎設施及某些型態的社會保護上。政府會實施金融政策，也會提供國防、警察、消防及其他基本公共服務。當市場失靈的時候，政府會介入收拾殘局。既然知道是如此，政府就必須盡可能地預防災難發生。

接下來的問題是，政府該做什麼？政府該做到什麼地步？以及政府該如何去做？

每個賽局都有規則與裁判，經濟的賽局也一樣。政府的關鍵角色

37 Bureau of Economic Analysis, Industry Economic Accounts, GDP by Industry Accounts, "Value Added by Industry as a Percentage of GDP," April 28, 2009, available at ttp://www.bea.gov/industry/xls/GDPbyInd_VA_NAICS_1998-2008.xls.

之一就是，訂定規則與提供裁判。規則就是治理市場經濟的法律。裁判則包含監管機構與法官，協助執行與解釋法律。舊的規則，不論從前運作的好不好，都不是適合二十一世紀的規則。

社會必須要有信心，規則制定要公平，裁判也要公平。在美國，太多的規則是由金融人士為金融人士制定的，而且裁判也是片面的。出現片面的結果也不足為奇。政府要是當初照著規則走就好了，而不是半途改變策略，送了空前的大禮給金融部門。

到了最後，對這次濫撒錢唯一能做的檢驗，就是透過民主程序，但民主程序戰勝的機會要看競選獻金與選舉進程的改革而定。[38]有些老話仍然符合事實：花錢的人說了算。金融界在兩黨都花錢，他們說了算。如果那些大到不能倒、大到不能解散或大到無法管理的銀行，也是競選獻金大戶，老百姓能期望通過解散大銀行的管理法規嗎？甚至，我們有辦法限制銀行從事風險過大的行為嗎？[39]

對付這次危機——以及預防未來的危機——政治比重不下於經濟

38 如果政府規定電視與廣播電台提供候選人免費時段，將可減少競選經費的需求。澳大利亞規定必須投票的制度，減少花錢催票的需要。

39 數據來自聯邦選舉委員會，由Center for Reponsive Politics彙編，顯露政治行動委員會與證券投資公司員工在2008年選舉期間，提供1.56億美元政治獻金。高盛、花旗集團、摩根大通、美國銀行與瑞士信貸，在那段期間共提供2270萬獻金，並花費2500萬美元在遊說活動上。 Center for Responsive Politics, "Lobbying Database," available at http://www.opensecrets.org/lobby/index.php and "Heavy Hitters," available at http://www.opensecrets.org/orgs/list.php?order=A.眾院農業委員會主席彼得森（Collin C. Peterson），負責監督期貨市場的交易，直言是：「這地方是那些銀行開的，我會告訴你們問題出在哪裡，它們砸的錢是次多團體的三倍。」 Gretchen Morgenson and Don Van Natta Jr., "Even in Crisis, Banks Dig in for Battle against Regulation," *New York Times*, June 1, 2009, p. A1.

比重。面對特殊利益團體與國家整體矛盾的需求，如果國家不做這些改革，我們即面臨政治麻痺的危險。若真要避免政治麻痺，很可能是向未來舉債來資助今日的紓困，或是在今日建立最起碼的改革，將更大的問題留待以後去解決。

今日的挑戰是要建立「新資本主義」。我們已見過舊資本主義的失敗，但要建立這個新資本主義將要靠信任——包括華爾街與社會大眾之間的信任。我們的金融市場曾經讓我們失望，但少了它就不能運作。我們的政府令我們失望，但我們沒它就做不了事。雷根與布希的法規鬆綁政策是基於對政府的不信任；布希與歐巴馬試圖將我們從法規鬆綁的失敗中解救出來，是基於恐懼。當工資降低、失業增加，銀行紅利卻暴漲，或是企業福利加強了，企業安全網擴大了，普通老百姓的福祉卻被削減，都使得貧富差距變得更顯著，增加了苦痛與憤怒。一個苦痛與憤怒的、恐懼與不信任的環境，簡直不是一個展開漫長辛苦重建工作的好環境，但我們沒有選擇：如果我們要重建持續的繁榮，我們需要一套新的社會契約，以我們社會所有要素之間、老百姓與政府之間，以及這一代與未來世代之間的信任為基礎。

第8章
從全球復甦到全球繁榮

當經濟危機從美國快速傳遍全世界，顯然需要一個全球協調一致的復甦對策與計畫。然而各國一開始自顧不暇，而負責維持全球經濟體制穩定的國際機構，未能防範這次的危機。如今，它們將再次面臨失敗：它們沒有能力策劃必要的共同對策。經濟全球化已使得世界更加相互依存，增加了共同行動與共同合作的必要性，但迄今尚無有效的方法來這麼做。

全球化有缺陷，從經濟振興措施的規模、金融政策的作為、紓困與擔保的布局、保護主義的升高、以及對開發中國家的協助等等，這些缺陷都現形了。這個世界在建立全球性監管體制方面，正面臨困境，這些問題還會持續出現。

目前的危機有風險、也有轉機。如果不採取行動將全球金融與全球經濟管好，未來會有更多、甚至更嚴重的危機。而且，當各國設法保護自己，以免受到無節制的全球化傷害，它們會採取行動降低開放的程度。全球金融市場會因而分裂成片段，損害全球整合可獲取的好

處。對許多國家來說，全球化的方式受到了操控，尤其是金融市場全球化，造成的風險很龐大，報償卻有限。

第二個相關的風險，關係到經濟學專業領域裡對市場效率爭論不休的意識形態（下一章有更充分的討論）。在世界上許多地方，這項爭論不僅是學術上的，也是生存的問題：對於什麼樣的經濟制度最適合它們，有熱烈的辯論。當然，美國式的資本主義已展現出它處理巨大問題的能耐，但美國拿得出幾千億美元來收拾殘局，貧窮國家則不能。目前顯現的種種將會影響未來幾年辯論的發展。

美國仍是最大的經濟體，但世界看待美國的方式已改變，而中國的影響力有增無減。這次危機之前，美元就已不再是良好的保值標的，美元價值浮動且下跌。如今，飆升的美國債務與赤字，以及聯邦儲備體系鈔票印個不停，加重侵蝕對美元的信心。這對美國及其地位有長期的影響，且目前已激起建立全球金融新秩序的需求。如果能夠建立一套嶄新的全球儲備體系，以及更廣義的，管理全球經濟體系的新架構，那會是這次烏雲背後透出的一絲光明。

早在這次危機初期，先進工業國家就體認到，它們無法單獨處理這次的問題。G-8是一個包含八大先進工業國家的集團，它們每年集會商討解決世界性的問題，我總覺得太了不起了。這些所謂的世界級的領袖認為，他們可以解決全球暖化與全球失衡之類的大問題，卻無需邀請其他國家的領袖積極參與討論。這些缺席國家幾乎代表全球一半的GDP，以及80%的世界人口。2007年在德國舉行的G-8會議，其他國家的領袖受邀參加午宴，而且排在彙總先進工業國家意見的聯合公報發布之後。好像這些國家的意見僅供參考，客氣應付就好，實際

上不用納入任何重要決策。當經濟危機爆發後，情況很清楚，舊的集團無法獨力解決。2008年11月，在華盛頓舉行了G-20會議，包括像中國、印度與巴西等新興國家，舊機構過氣的態勢已至為明顯。[1]全球經濟治理的新體系會是什麼模樣，未來數年內可能還不會明朗，不過態勢很明顯，尤其2009年4月倫敦舉行的G-20第二次集會，在主辦的英國首相布朗（Gordon Brown）策動下，所有重大的全球經濟決策，都為新興市場經濟保有一席之地。這事件本身就是一項重大的改變。

失敗的全球對策

開發中國家已成為全球經濟成長的引擎，至少自1990年代初以來是如此，它們占了全球GDP成長的三分之二以上。[2]但這次危機中受創最重的卻是開發中國家。顯然除了中國之外，多數國家都乏資源進行大規模紓困或推動龐大的振興方案。全球社會體認到，全世界都一起「深陷其中」：美國拖其他國家下水，但這些國家的衰弱也威脅到美國復甦的能力。

即使是全球化的世界，決策仍是由國家來制定。每個國家都是考量其行動的利益與代價，未顧及到對其餘世界的影響。例如振興計畫的支出，其利益在於增加就業或擴張GDP，代價則是增加負債與

1 G-20集團國家會議的構想來自法國總統沙克吉，他曾希望在紐約舉行會議，由聯合國來主辦。布希總統想必是察覺到，如他不趕快行動，歐洲將主導這項會議，因此在華府召集了這項會議。

2 International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington, DC, April 2008, p. 24.

赤字。就小型經濟體而言，有很多增加的支出是源自境外增加的所得（比方說，某些政府計畫的結果），用來買進口的貨品，不過，即使是大國，也會有大量溢出到其他國家的效果。[3]換個說法，「全球乘數」（每花一塊錢，全球經濟產出增加的幅度）要比「國家乘數」大得多。由於全球的效益大過國家的效益，如果各國不協調彼此的危機對策，單一國家的振興方案規模會顯得太小，從而全球的振興方案規模也會太小。像愛爾蘭這樣的小國家，尤其沒有興趣花錢推動振興方案；反倒是樂於搭其他國家的振興方案「便車」。[4]

更壞的情況是，每個國家都想要設計為自己攫取最大利益的振興方案。各個國家都會去找那種「肥水外流」他國最少的支出方式，購買當地生產的貨品與服務。結果不僅全球的振興規模小於預期，效果也較小——亦即成本效益較差，而且跟全球振興方案協調好的情況相較，復甦力道較不足。

更嚴重的是，許多國家為了鼓勵將錢花在自己家裡，會訂定保護措施。以美國為例，在振興法案中制定「買美國貨」條款，要求買美國生產的貨品，但後來為了符合規定，用了一套看似合理的說法，即不適用於國際協議有防止這種歧視的情況。但美國在政府採購方面大

3 這些是發生在許多國家的外部因素實例。如同我不斷強調的，外部因素無所不在，且很重要。外部因素充斥的時候，市場自己是無法順利運作的。

4 愛爾蘭的國防部長說過同樣的話：「從愛爾蘭的角度來看，最好的財政振興方案就是貿易夥伴已在推動的那些方案。它們的方案最終都將增加對我們出口的需求，我們無須付出任何代價。我們需要做的，就是確定將自己準備好，充分利用貿易夥伴行動方案帶來的機會。Willie O'Dea, Minister for Defense, "Why Our Response to Crisis Isn't Wrong," *Sunday Independent*（Ireland）, January 4, 2009.

多是跟已開發國家有這樣的協議，實際的意思就是，振興方案的資金用於購買富有國家的貨品，但不能買貧窮國家的，然而窮國卻是這次「美國製造」金融危機的無辜受害者。[5]

以鄰為壑的政策行不通，原因之一是會招來報復。例如，加拿大的城市正採行「不買美國貨」條款。這鼓勵了其他國家模仿，現在也不只美國實施這種保護措施。G-20國家領袖承諾不會實施保護主義之後才幾個月，其中十七國就將之拋諸腦後。[6]在今日的世界裡，這種保護條款是無效的，因為很難找到絕對的美國製產品。因此，很多美國公司如果不能證明它們的鋼鐵及其他產品全是美國製，就不能參與標案，競爭因而減少，成本費用就升高了。

制定振興計畫不是全球對策唯一的瑕疵領域。我前面提過，大部分開發中國家沒有資源可以資助自己的振興計劃。2009年在倫敦舉行的G-20會議，提供國際貨幣基金額外的資金，這機構傳統上負責協助國家因應危機。G-20找出其他幾種增進IMF提供資金能力的方法，例如透過出售黃金，以及發行新的特別提款權（special drawing rights, SDRs），這是一種特別的全球性貨幣，稍後會討論。廣告式的頭版頭條寫著，大約一兆美元，令人印象深刻。

5 為了廣泛討論這些條款，以及在這次危機中，提供給銀行與其他企業的貿易協助，有潛在的扭曲性效果，參看 Trade Policy Review Body, "Overview of Developments in the International Trading Environment—Annual Report by the Director-General," World Trade Organization, WT/TPR/OV/12, November 18, 2009, available at http://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/min09_e/official_doc_e.htm.

6 Elisa Gamberoni and Richard Newfarmer, "Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends," Trade Notes No. 37, International Trade Department, World Bank, Washington, DC, March 2, 2009.

很不幸，這些方案有些問題，立意是很好。首先，提供給IMF的資金極少流到最貧窮國家手上。確實，西歐國家提供資金的目的之一是，希望IMF可以協助問題多而複雜的東歐國家。西歐國家無法協議出最好的協助鄰國方式，因此將責任移轉給IMF。第二，許多貧窮國家才剛從龐大債務中浮出頭來，當然不願承接更多的債務。富裕國家應該以補助的方式提供資金，不須要償還，而不是提供短期的IMF貸款。有幾個國家如德國就表態支持這個方向，將振興方案的部分用於協助貧窮國家的。但那是例外，不是常規。

選擇IMF作為提供資金的機構，本身即問題重重。IMF在這次危機的預防不僅欠缺作為，而且推動解除管制，包括資本與金融市場自由化，這項政策促成這次危機，而且使其快速傳遍全世界。[7]此外，IMF推動的這些及其他政策，而且它的運作方式，的確令人厭惡，對許多亟需資金的貧窮國家，以及對擁有大批流動資金且可用來協助最

7 資本市場自由化，允許熱錢得以在一夜之間快速進出，災難隨後就到，這是造成1997-1998年東亞金融危機的關鍵因素。我曾對資本市場自由化有特別嚴厲的批判，因為代價（龐大風險）很清楚，卻看不到任何利益。一夜之間進出的錢不能用來蓋工廠。最後，IMF終於逆轉其態度，IMF首席經濟學家Ken Rogoff招認，至少在很多實例當中，沒有任何證據顯示，資本市場自由化帶來更高的經濟成長，卻有一些證據顯示，它使得一些國家更不穩定。參看 Prasad, Rogoff, Wei, and Kose, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries," op. cit.
金融市場自由化的重要主張之一，容許外國銀行在其國境內自由營運，於是美國銀行可以「輸出」優良的銀行作業，使經濟成長更快更穩定。結果並不是這樣。諷刺的是，在自由化時代衝擊美國以前，美國國內少有全國性銀行，擔心從紐約與其他金融中心來的大銀行，會吸光內陸的存款，卻不用於地方性投資。放款需要資訊，好的放款者認識他們的借款人，如果放款者在紐約，他們就比較傾向放款給紐約的公司。這些限制使得美國金融體系有個獨特的現象，有大量的地方及社區銀行，即使在今天，仍有七千多家。這些銀行不僅放款給中小企業，也是美國動力的來源之一。

貧窮國家的亞洲與中東國家來說，兩方都厭惡IMF的作為。一位開發中國家的央行官員跟我分享他與各國的共識：國家可能要死到臨頭，才會轉向IMF求助。

我對IMF有第一手的觀察，我了解某些國家不願向IMF借錢。在過去，IMF提供資金的條件非常嚴苛，實際上使得受困國家的衰退更加嚴重。[8]這些條件旨在協助西方融資國收回比其他狀況下更多的錢，協助受困國家維持其經濟實力尚在其次。IMF常常強加嚴苛的條件，在世界各地都曾引起騷亂，亞洲金融風暴發生在印尼的那些動亂即為最著名的案例。[9]

幸好史特勞斯卡恩（Dominique Strauss-Kahn）出任總裁，以及這次發生的金融危機，讓IMF開始改革其總體及貸款政策。例如，當冰島向IMF求援時，也獲同意實施資金管控，並得維持預算赤字，至少在IMF計畫的第一年可如此。IMF終於認同凱因斯的總體振興經濟政策的必要性。IMF總裁明白談到太早撤除振興措施的風險，也說有需要注重就業。優良國家的借款可以不需要條件，它們實質上可列為

8 IMF提供資金附帶條件，收錢的國家必須做到某些事情。但IMF附加的條件有時降低了償還的可能性，跟貸款本身只有很鬆散的連帶關係。附加條件中可能有「總體性條件」（例如，要求中央銀行升高利率，或是要求刪減赤字）、結構性條件（例如，要求政府將銀行私有化）、或政治性條件（例如，要求政府讓中央銀行完全獨立）。總而言之，這些條件削減了獨立決策的空間。許多開發中國家認為，這些條件形同剝奪經濟自主權。

9 反對IMF政策的示威與暴動，在阿根廷、巴西、哥倫比亞、肯亞、南韓與辛巴威（Zimbabwe）都發生過。參看 Mark Ellis-Jones, "States of Unrest II: Resistance to IMF and World Bank Policies in Poor Countries," World Development Movement Report, London, April 2002, available at http://web.archive.org/web/20050130125648/www.wdm.org.uk/cambriefs/debt/Unrest2.pdf.

「預准名單」，但問題還是存在：什麼國家可以貼上優良標誌？非洲撒哈拉沙漠以南的國家夠格嗎？雖然IMF在許多國家的計劃跟從前有明顯地不一樣，但有些國家看來還是受到強烈的條件限制，包括刪減預算與高利率，恰與凱因斯經濟學派所主張的完全相反。[10]

IMF是富有工業國家、債權國家的老頭俱樂部，由它們的財政部長及中央銀行首長來營運。IMF對優良經濟政策的觀點，是由那些金融界人士來決定的，而如同我解釋過的，以及如同這次危機所充分展現的，IMF的觀點常常受到誤導。美國對任何重大的決定享有否決權，而且第二號主管人物向由美國指派；頭號人物則向由歐洲指派。雖然IMF自誇是優良治理，卻未實行自己宣揚的教條。它沒有我們當今對公共機構所期待的那種透明化。2009年2月在倫敦舉行的G-20會議中，達成了贊成改革的共識，但冷冰冰的改革速度讓某些人覺得，在達成任何重大改變之前，這個世界很可能會再次陷入下一個危機。但至少還是有個重大進步：協議IMF總裁選任必須公開透明，會員國應該超越國籍並尋找最合格的人選。[11]

10 例如，IMF向巴基斯坦施壓，要求升高利率與稅率（參看James Melik, "Pakistan Business Fighting on All Fronts," BBC News, May 22, 2009）。IMF也為巴基斯坦的財政赤字設定目標，而巴基斯坦有超越這個赤字目標的危險（參看 Khaleeq Ahmed and Khalid Qayum, "Pakistan's Budget Deficit May Exceed IMF Target, Tarin Says," Bloomberg.com, June 10, 2009）。IMF運用它慣用的手法，強制拉脫維亞（Latvia）刪減預算，威脅推遲貸款的下一筆撥款，那可能會迫使國家陷於破產（參看Aaron Eglitis, "Latvia Faces Bankruptcy by June If IMF Loan Delayed," *Bloomberg.com*, March 9, 2009）。每一個案例，對於IMF政策的妥適性都有爭論：在沒有IMF計劃的情況下，這個國家能否提出更具擴張性的政策？比如說，在通貨膨脹與失業之間，IMF權衡取捨的方式適當嗎？不過，今天爭論的內容與十年前大不相同。

美國在協助開發中國家方面不夠大方，不僅頗受關注，且潛在的代價很高。即使在這次金融危機之前，就提供援助占國民所得的百分比而言，美國是先進工業國家中最吝嗇的國家之一，它的援助不及歐洲名列前矛國家的四分之一。[12]然而當下的全球危機就是美國造成的。美國從來都一直對其他國家說教，要求它們對行為負責；然而這次危機事件美國是始作俑者，但對於過去強加於別國並使之很容易連帶受害的金融法規、美國的保護政策、或是美國造成的全球爛攤子，美國看來幾乎沒有負起任何責任。[13]

全球性的監理法規

法規鬆綁是這次危機的核心角色，預防下一個危機與重建對銀行的信任的新監理法規勢在必行。在準備2009年初第二次G-20會議的時候，有些領域的人士對於全球性協調合作的振興方案重要，還是全球

11 在《全球化的許諾與失落》中，我曾呼籲這項及許多其他的改革。

12 美國政府的援助只佔GDP的0.18%，百分點不到下述國家捐獻的四分之一：丹麥（0.82%）、荷蘭（0.8%）、挪威（88%）與瑞典（99%）。Organisation for Economic Co-operation and Development, *OECD.Stat*, "ODA by Donor," March 30, 2009, and "Gross Domestic Product," available at http://stats.oecd.org.

13 美國甚至不願比照歐洲與日本支持IMF。美國首先的反應是很大方的提出建議，讓IMF邀請中國、沙烏地阿拉伯及其他國家借更多錢給IMF，它因此可以將錢借給貧窮的國家。最後，歐巴馬政府的確承諾要提供1000億美元貸款給IMF。比起日本提出的條件、相較於美國的規模與相較於美國政府給自己銀行的金額，這1000億美元的數字很小，比起造成這次危機的罪過與這些貧窮國家感受的痛苦，更是小。（而且這筆錢跟美國給銀行的許多錢不一樣，是貸款，是要還的。）但眾院甚至連這個錢都阻止，歐巴馬政府守住信用，耗用了相當可觀的資金去做對的事情，使它獲得通過。

性協調合作的金融監理體系重要，有一番爭論。答案顯而易見：兩者都有必要。沒有全面性的監理，就會有逃避監理的情形，資金會轉往監理最少的國家。其他國家因而必須對監理不足國家的機構採取預防措施，以免連帶受害。簡而言之，一個國家疏於監理，對其他國家會產生負面的外部效果。沒有全球協調的監理體系，全球金融會面臨分裂與割據，每個國家都會設法保護自己免受他國犯錯的傷害。每個國家都必須要求他國採取充分措施，限制金融濫用。

自然，G-20看來最強烈的措施就是將矛頭對準沒來參加會議的國家，即所謂不合作的國家，例如長年做為逃稅及逃避監理的開曼群島。他們會存在，不是偶發性的漏洞。富裕的美國人與歐洲人，以及代表他們的銀行，想要有個安全的避風港，逃過國內遭到的詳細審查，監理當局與立法者如他們所願。G-20對這些免稅天堂的要求，雖然正確行動，卻不夠力，結果經合組織（Organization for Economic Construction and Development, OECD）幾乎立刻將那些免稅天堂撤出「黑名單」。[14]

少了經常且充分的資訊交流，一個國家的稅務機關是不知道漏了什麼稅，或誰漏了稅。對開發中國家來說，還有更重要的問題，就是

14 G-20會議要求OECD對於貫徹執行符合資訊交換國際標準的國家政府當局，分級分類將名單公佈。OECD將四個國家（烏拉圭、哥斯達黎加、馬來西亞與菲律賓）列在黑名單上，三十多個列在灰名單上，還有大約四十個國家列在白名單上。不到一個星期，所有列在黑名單的四個國家都升級到灰名單。參看Organisation for Economic Co-operation and Development, "Four More Countries Commit to OECD Tax Standards," OECD press release, April 7, 2009, available at http://www.oecd.org/document/0/0,3343,en_2649_33745_42521280_1_1_1_1,00.html.

貪腐。貪腐的獨裁者帶著數十億美元潛逃，不僅將錢存在境外銀行，還存在一些世界最大的金融中心，包括倫敦。開發中國家沒有加強防治貪污，受到責難是對的，但它們批評先進工業國家也是對的，因為先進國家提供貪腐官員安全的避風港與秘密的銀行帳戶，助長了貪腐。一旦髒錢被發現了，常常難以追回。不過，這些問題是那些沒來開會的開發中國家的問題，那也就難怪G-20初次會議對於這方面，沒有任何改革的作為。[15]

在前面幾章，我概要條列出新監理體制的重要事項。不過，G-20雖然至少對一些重要議題（財務槓桿、透明化）盡了言責，但在其初始的會議裡卻避開了一些最重要的問題：該如何處理政治影響力大、大到不能倒的金融機構，它們是這次危機的核心，或是助長危機的金融及資本市場自由化問題，而且這是某些重要國家極力推動的。法國是強力提出一些議題的國家之一，如極度過分的薪酬制度，它鼓勵短視近利及過度冒險。從另一個含義來說，G-20在監理上的對策頗令人失望：在未來的指引上，它竟求助於那些已自證失敗的金融機構。

金融穩定論壇（Financial Stability Forum）邀集大約十幾個最重要先進工業國家的金融當局，藉以促進在金融機構監理法規、監督與監測方面的討論與合作。它是在東亞金融風暴後創立的，是G-7（七大工業國）財政部長與央行總裁會議順勢發展出來的結果，以確保不會再發生類似金融危機。顯然沒有成功，但它的失敗一點也不讓人意外。灌輸的是同樣的法規鬆綁理念，過去曾導致早先的金融危

15 貪腐的議題有列入G-20在匹茲堡舉行的會議議程。

機，如今導致這次的金融危機。然而，G-20沒有過問金融穩定論壇何以失敗。反而，G-20將論壇改名為金融穩定理事會（Financial Stability Board），並微幅擴充它的會員。也許新的名稱可以有個新的開始；但我懷疑經濟學的觀點會那麼容易或那麼快改變。

美國式資本主義失去人心

在美國，稱呼某人為社會主義者，也許只算惡意中傷。即使左派人士因歐巴馬過於溫和而批評他，右派極端分子仍試圖以社會主義標籤抹黑歐巴馬。然而，世界上大部分地區，資本主義與社會主義（或至少是許多美國人會貼上社會主義標籤的那種）的爭鬥仍然很激烈。世界大部分的地區已形成共識，認為政府應該擔當比美國政府更大的角色。雖然當下的經濟危機也許沒有贏家，卻有輸家，而且美國式資本主義即是大輸家之一，其支持度已大幅流失。其結果對全球經濟及政治辯論的影響，在未來很長一段時間都會感覺得到。

1989年柏林圍牆倒塌，終結了共產主義的可實行性。共產主義的問題數十年來十分清楚，在1989年之後，誰都難以為其辯護。有一陣子，共產主義的失敗似乎代表了資本主義不容置疑的勝利，尤其是美國式的資本主義。1990年代初，法蘭西斯・福山（Francis Fukuyama）竟然宣告「歷史盡頭」（the end of history），明確認定民主的市場資本主義就是社會發展的最後階段，並宣稱所有人類如今都無可避免地朝這個方向邁進。[16]的確，歷史學家會將1989年之後的二十年，標記為美國耀武揚威的片段。

2005年9月15日雷曼兄弟垮臺的那天，對市場基本教義派（不受

束縛的市場本身就可確保經濟的繁榮與成長）的意義，等於是柏林圍牆倒塌之於共產主義。那天之前大家早知道這個意識形態的問題，但之後再也無人能真正挺身擁護市場基本教義。大銀行與金融機構倒閉，以及隨之而來的經濟動盪及混亂的拯救行動，終結了短命的美國耀武揚威片段。同樣也終結了關於「市場基本教義派」的辯論。如今只有執迷不悟的美國的保守派人士（在開發中世界就少得多了）還會主張，市場會自我矯正，社會也可以靠市場參與者的自利行為，確保一切運行都能誠實正當。

經濟辯論在開發中世界呈現了特殊的支配力量。儘管我們西方想要遺忘，一百九十年前亞洲幾乎占全世界GDP的60%，卻是個歷史事實。但那個時候，相當突然地，殖民剝削與不公平貿易，加上美歐的科技革命，開發中國家就被遠遠拋在後面，到了1950年，亞洲各經濟體的規模已落後到只占世界GDP的18%不到。[17]十九世紀中葉，英國與法國還著實發動了戰爭，以確保中國保持對全球貿易的「開放」政策。這就是「鴉片戰爭」，以此為名是因為打仗是為了確保中國不會禁止西方的鴉片進口：西方除了鴉片外，沒什麼東西可賣給中國，只想將鴉片倒進中國市場，造成毒癮蔓延的連帶惡果。這是西方國家早期用來解決貿易失衡的方法。

殖民主義留給開發中世界的影響褒貶不一，但那兒人民的共識是，他們都曾遭殘酷剝削。對許多新興領導人物而言，馬克思的理論為他們的經驗提供了解釋；言下之意，剝削實際上就是資本主義制度的根基。二次世界大戰後有數十個殖民地在政治上獨立，但經濟的殖民並未終止。有些地區，例如非洲，剝削是顯而易見的，開採自然資源與蹂躪環境，只換得微薄的報酬。其他地方，狀況就比較微妙。在世界上很多地區，像IMF與世界銀行這樣的全球性機構，看來有如後殖民時代的控制工具。這些機構推行市場基本教義派理論（常稱作新自由主義〔neo-liberalism〕），它是一種理念，美國人將之理想化的「自由且無束縛的市場」。它們施壓推行金融部門法規鬆綁、私有化與貿易自由化。

世界銀行與IMF表示，它們這麼做都是為了開發中世界的利益著想。它們有市場經濟學家的團隊支持，其中很多係來自芝加哥大學，自由市場經濟學的殿堂。但「芝加哥幫」的計畫並未帶來原先承諾的結果。所得陷於停滯，而有成長的地方，財富卻都由社會頂層囊括。個別國家的經濟危機變得更為頻繁，單是過去三十年內，就有一百多次。[18]

開發中國家人民越來越不相信西方國家的幫助是出於無私的善意，這一點也不奇怪。它們懷疑，自由市場的辭令——簡稱「華盛頓共識」（美國及設在華府的IMF主導的經濟政策）——不過是守舊商業利益的掩護罷了。西方自身的偽善讓人更加懷疑。西方國家的市場不開放給第三世界農產品進口，而這些農產品常常是這些窮國唯一能

16 Francis Fukuyama, *The End of History and the Last Man* (New York: Free Press, 1992).

17 Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective* (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2007).

18 Luc Laeven and Fabian Valencia, "Systemic Banking Crises: A New Database," op. cit.

提供的；即使西方國家大量補貼自己的農民，卻要逼迫開發中國家鏟除為發展新產業提供的補貼。[19]

自由市場的意識形態竟變成新剝削型態的藉口。「私有化」的意思就是，外國人可以低價買下開發中國家的礦場與油田。也意味著，他們可以藉由獨占與類似獨占攫取厚利，例如在電信產業。「金融與資本市場自由化」意即外國銀行可從貸款獲得高報酬，而且當貸款變壞帳，IMF就迫使社會來分攤損失。至少1997年東亞金融危機就是如此。那時，大約是同一批外國銀行，在IMF威逼那些急需資金的國家在災後賤價拍賣時，趁火打劫再賺一筆。貿易自由化也是這個意思，外國公司可以鏟除新萌芽的產業，壓抑創業人才的發展。資本雖然可以自由流通，勞工卻不行，除非是最有才華的個人，在全球市場才找得到好工作。[20]

對第三世界批判美國式資本主義的人來說，美國處理這次金融

19 已開發國家（尤其是美國）將他們那表面上很虛偽的行為予以合理化。首先，他們說，美國有錢，夠他們將資源浪擲在企業的福祉上，貧窮國家就沒辦法。政府官員私下大概會同意，那樣說不對，不過他們可能會補充說，我們沒有選擇餘地，我們生活在民主國家，我麼的政治機關要求如此。他們發現很難同意一個觀念，就是開發中世界的民主也有同樣強烈的見解，而的確，他們也很難同意，明明白白的偽善就是提供援助給那些反對這些國際協議的國家。

20 這些有才華的個人在先進工業國家擔當重要的角色，例如促成矽谷的成功。英國國家健康中心（British National Health Service）現在員工有很大部分是國外訓練的醫生與護士。大批醫療專業人員從開發中國家移往英國、美國及其他先進工業國家，對先進工業國家的醫療品質頗有貢獻，但卻奪走開發中國家醫療體系不可或缺的人力。當然，有其他的因素（例如經費不足）造成許多開發中國家醫療部門的問題。參看 Tikki Pang, Mary Ann Lansang, and Andy Haines, "Brain Drain and Health Professionals," British Medical Journal, vol. 324 (March 2, 2002), pp. 499–500, available at http://www.bmj.com/cgi/content/full/324/7336/499.

危機的方式，帶有雙重標準的意味。不過是十年前，東亞金融危機期間，美國與IMF要求受風暴影響國家減少支出、降低政府赤字，即使導致愛滋傳染病的流行再起，如在泰國；或是即使那表示要減少對饑餓人民的食物補貼，如在印尼；或是即使公立學校短缺，導致家長將小孩送去伊斯蘭宗教學校，他們可能會受伊斯蘭基本教義派洗腦，如在巴基斯坦。美國與IMF強迫那些國家提高利率，有些情況（如印尼）提高到50%以上。他們教導印尼要嚴格對待銀行，要求政府不要去解救它們。他們說，那會訂下非常可怕的先例，以及對自由市場順暢運作機制是多麼可怕的干預。

處理亞洲金融風暴與處理美國風暴，其間的鮮明對比並非未受注意。為了要將美國拖出深淵，美國大幅增加支出，大量的赤字，甚至降低利率到零的地步。到處拯救銀行。華府有些處理東亞金融危機的官員此次也在處理這次美國的內爆。第三世界的人在問，為什麼美國開給自己的藥方不一樣？

這不只是雙重標準的問題。由於已開發國家一貫採行反週期的貨幣與財政政策（如它們在這次危機的作為），但開發中國家則被迫採行順著週期的政策（刪減支出、提高稅賦及利率），開發中國家的波動要比其他狀況來得大，而已開發國家的波動就比較小。這增加開發中國家的資金成本，卻拉高已開發國家的優勢。[21]

許多開發中國家受了那麼多年的威嚇，仍在受苦受難：採用美

21 也參看George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (New York: PublicAffairs, 2008).

國的機構、追隨美國的政策、實施金融法規鬆綁、對美國銀行開放市場，因此可以學得「優良」的銀行運作，以及（非屬巧合）將公司與銀行賣給美國人，尤其是危機時刻的跳樓賤價拍賣。它們被告知，過程會是痛苦的，但到了最後，它們獲得保證，它們會因而變得更好。美國派它的財政部長（兩黨皆然）全球傳播美國的信念。在整個開發中世界許多國家的眼裡，美國的旋轉門，讓美國的金融領袖從華爾街轉到華府、再轉到華爾街，轉業順利還更提高聲譽，因為這些人結合財金權力與政治權力。美國金融領袖認為，只要對美國或世界有利就是對金融市場有利，這沒錯；但反過來看，對華爾街有利就是對美國與世界有利，那可未必。

開發中國家沒那麼幸災樂禍，想去嚴格檢驗美國的經濟體制，反而，倒真有需要了解什麼樣的經濟體制，可以在未來的失敗中發揮效用。確實，這些國家樂見美國快速復甦，因為美國衰退對全球的影響極大。許多國家也越來越確信，美國似乎秉持著自由無束縛的市場理想，但那些理想其實應該放棄。

即使是主張自由市場經濟者，如今也體認到，有些監理法規是很必要的。但政府的角色遠超乎監管的範疇，有幾個國家已開始體認到這一點。例如，千里達（Trinidad）真心學到教訓，風險必須控管，政府在教育方面要有更積極的角色，他們知道無法改造全球經濟，但他們可以協助國民因應其帶來的風險。即使小學兒童也要教導風險的基本道理、房屋產權的要素、掠奪性貸款的危險、以及抵押貸款的詳細內容。在巴西，是透過一個公共的機關來推動住房自有，它可確保個人辦理的抵押貸款是在可充分支應的能力範圍內。

最後，世界對美國式的資本主義已不再抱持幻想，我們美國人應該要在乎嗎？我們倡導的意識形態已失去了光彩，沒錯，它也許已損壞到無法修復的地步，但或許那是件好事。如果美國的方式不再是眾望所歸，我們能生存、進而興旺嗎？

無可避免，美國影響力將會遞減，然而在很多方面，那已是在發生的事了。我們過去在管控全球資本方面擔當中樞角色，因為其他國家相信我們在風險管理及金融資源配置上有特殊的本事。沒人會想到，如今亞洲已在發展自己的金融中心，今天全世界的儲蓄，亞洲占了一大部分。我們不再是全球資金的主要來源。如今世界前三大銀行是中國的銀行；美國最大的銀行落到第五名。

同時，美國應付金融危機的代價正擠壓其他的需求，不只是國內，如前面所談到的，國外也如此。近年來，中國在非洲的基礎建設投資，大過世界銀行加上非洲開發銀行的，也讓美國相形見絀。任何造訪伊索比亞或非洲大陸其他國家的人，已看得到轉變，新的公路連結了從前孤立的城市與鄉鎮，創建了新的經濟地圖。不僅是在基礎建設方面感受到中國影響力，許多其他方面的發展也如此，例如，貿易、資源開發、創業、甚至農業等方面。這次危機，非洲國家競相跑到北京求助，而不是到華府。而且感受到中國力量的，不僅限於非洲：對於拉丁美洲、亞洲、澳洲，任何有大宗物資或資源的地方，中國的快速成長的胃口大得難以滿足。在這次危機之前，中國需求已促成出口及出口價格的上揚，也已導致非洲及許多其他國家破紀錄的成長。在這次危機之後，可能會再次如此，的確，許多國家已從中國2009年的強勁成長獲利。

許多開發中世界的國家會將美國經濟與社會體制的缺陷，看得更清楚，在什麼樣的體制最適合它們方面，我擔心它們會得出錯誤的結論。有些國家會學到正確的教訓，它們會體認到，市場與政府兩者角色均衡，以及政府強力有效的監管能力，才是邁向成功所必須具備的體制。這些國家也會體認到，特殊利益團體的力量必須受到節制。

然而，對許多其他國家來說，政治的後果會更為錯綜複雜，而且可能是極為可悲的。前共產主義國家在它們的戰後體制嘗受悲慘失敗後，一般都轉向資本主義，但有些國家轉成扭曲版的市場經濟；它們以弗里曼取代馬克思，當作它們的神祇。這個新宗教不太適合它們。許多國家也許會有如下的結論，不只是美國式、無束縛的資本主義已失敗，市場經濟這個理念本身也失敗了，而且真的在任何情況下都不可行。老式的共產主義不會復返，但各式各樣過渡的市場干預會復返。而這些都會失敗。

窮人在市場基本教義下受苦受難。向下滴流的經濟理論未見效。如果新的體制再次在均衡上犯錯，過度干預市場，窮人可能會再次受苦受難。這樣的策略不會帶來成長，沒有成長就無法持續消減貧窮。成功的經濟沒有不深深仰賴市場的，全球穩定與美國安全的重要性是顯而易見的。

從前，美國與全世界來美受教育的精英之間，有種共享的價值觀，但如今這次經濟危機已損害了這些精英的信譽，而這些精英都倡導美國式的資本主義。那些反對美國放任式資本主義的人，如今有充足的彈藥可用來宣揚更為廣泛的反市場理念。

民主的信念是另一個受害者。開發中世界的人們看華府，會看到一個容許華爾街訂定自私自利法規的政府體制，讓全球經濟整個曝露於風險當中，當遭受懲罰報應的日子到來，華府卻找那些來自華爾街的人及其狐群狗黨來設法解救，做法就是將最貪腐開發中國家做夢也無法想像的龐大錢財交給了華爾街。他們看到的美國式貪腐，也許只是手法更老練巧妙罷了，雖沒有在漆黑角落交付鈔票袋，但卻是一樣邪惡。他們看到財富持續重分配到金字塔的頂端，擺明了吃定普通老百姓。他們看到監督泡沫成長的機構，像是聯邦儲備體系，被授予更大的權力，形同獎賞它過去的失敗。簡言之，他們看到美國的民主制度，在政治問責上有根本性的問題。看了所有這些，他們會輕易地下結論，民主本身有非常不對的地方，而且或許是無可避免的。

美國的經濟終究會復甦，美國在國際的地位也會回復至某個程度。無論如何，美國的行動會受到詳細的檢驗，成功會受到仿效，但失敗也會被嗤之以鼻，尤其是導致這次危機的這種失敗。民主與市場的力量是公正繁榮的世界不可或缺的，但自由民主與均衡市場經濟的「勝利」不是必然的。這次經濟危機大體上是美國的（不正當）行為所造成，對爭取這些基本價值是一項重大的打擊，造成的傷害，比任何集權政府所能做的或所能說的，都要來得大。

全球經濟的新秩序：中國與美國

當前的危機是那麼的嚴重、深刻，引起那麼大的恐慌，不論那些領導人物想不想改，都會有所改變。最深沉的改變也許要跟美國與中國之間時好時壞的關係有關。中國要超越美國的GDP（以反映生活水準的差距的「購買力平價」〔purchasing power parity〕來計算，大

約仍是美國的一半），還有很長一段路要走，要趕上美國的人均所得就差得更遠了，大約是美國的八分之一。[22]但是，中國仍然達成了一些驚人的紀錄。2009年很可能即將見證中國成為世界最大的商品出口國、汽車生產國，而且廣義來說，成為世界最大的生產者。[23]中國也贏得一項未必是好事的領先紀錄，它的碳排放量超越美國，成為世界第一。[24]它的經濟成長雖比這次危機之前慢了一些，但還是明顯高於美國的成長，一年相差七個百分點（2009年，差距更大，約十個百分點），依照這樣的速率，GDP的差距每十年就會減掉一半。此外，未來四分之一世紀內，中國可能成為在亞洲具主導地位的經濟體，而且亞洲的經濟規模可能會比美國還要大。

雖然中國的經濟仍比美國小很多，但美國從中國的進口遠大於對中國的出口，這些龐大的貿易失衡現象，在美國失業率攀升的時候，已造成兩國之間的緊張升高。兩國的關係是共生互利的，中國協助融通美國巨大的財政赤字，沒有中國的便宜貨品，許多美國人的生活水準會大為降低，美國也提供市場，容納中國不斷成長的供給，但在大衰退的時候，焦點集中在工作上。大多數美國人不了解競爭比較

22 依照現行的匯率，中國的GDP是7.9760兆美元，美國是14.4620兆美元。中國的平均每人GDP是5962美元，美國是4萬6859美元，中國是美國的八分之一。International Monetary Fund, World Economic Outlook database, April 2009, available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx.

23 參看Peter Marsh, "China to Overtake US as Largest Manufacturer," *Financial Times online*, August 10, 2008, available at http://www.ft.com/cms/s/0/2aa7a12e-6709-11dd-808f-0000779fd18c.html, and "China to Surpass Japan in Auto Production in '09," iSuppli Corp press release, March 26, 2009.

24 參看Rosenthal, "China Increases Lead as Biggest Carbon Dioxide Emitter," op. cit.

優勢的原理，就是每個國家生產其較為擅長的貨品；而且美國人難以體會，美國在很多製造業領域可能已喪失了競爭比較優勢。如果中國（或任何其他國家）競爭上贏過美國，美國人就認為，應該是由於它們採取了不公平的手段：操控匯率，或補貼它們的產品，或售價低於成本（叫做「傾銷」）。

這次危機實際上已將一切搞得亂七八糟。美國遭指控大規模且不公平補貼銀行與汽車業。聯邦儲備體系以趨近零的利率貸款給大公司，也可視為是一種大規模的補貼。維持低利率是國家「操控」匯率的重要方式之一（利率低的時候，資金會流出國外，到報酬較高的地方），歐洲很多人都認為，美國正利用低匯率來取得競爭優勢。

雖然美國與中國都有採取保護措施（美國，部分是為了因應工會的壓力；中國，部分是為了報復，部分是因為那是發展策略的基本要素），但在這本書付梓的時候，保護的程度受到了節制。不過正如我在之前提過的，大家都認同，在全球失衡方面必需要有所作為，美中的貿易失衡就是其中最重要的一部分。

就短期來看，美國也許會覺得比中國容易調適。中國必需要有更多的消費，但當他們的家計面臨高度的不確定性時，很難誘使家戶成員做更多的消費。不過，中國的主要問題不在於很高的家戶儲蓄率，而是在於家戶收入占GDP的比率，這比率要比大多數其他國家來得小。低工資確保高獲利，而且沒什麼要求分配利潤的壓力，導致大部分的收入都保留在企業（公營與私有兩者）手上。但想要改變所得的分配，在任何國家都很難。

中國的成長模式是靠供應面帶動：賺得的利潤再投資，產出增加

的幅度遠大於消費，其間的差距就出口。這個模式運作得很好，在中國創造了就業，且使其餘世界的物價維持低檔，但這次的危機凸顯了這個模式的缺陷。這次的不景氣，使得中國難以將過剩的產品出口；長期來看，中國許多製造業產品的市占率都已增加了，要繼續維持成長率會很困難。就算很多貿易夥伴都不採行保護對策，結果還是會如此，西方國家能買的電視機及其他消費產品就這麼多；然而，中國的超凡技能不只展現在低技能的製造業產品上，也展現在範圍廣泛的其他產品上，保護主義刺耳的聲浪升高，就不足為奇了。

中國有許多人士察覺到，他們必須改變成長的策略，提供中小企業更多的協助，例如，創立更多地方性或區域性銀行。這些中小企業在大多數國家，都是就業成長的基礎。就業成長引領工資上升，移轉所得分配，支持更多的國內消費。企業帳面上的利潤，有些是由於中國對自然資源（包括土地）未能適當收取費用所致。實際上，企業獲得的這些資產應該屬於人民；例如，如果那些資源是由人民來拍賣，拍賣的收入將會產生相當可觀的所得。如果中國替所有人民爭得那些資產應有的報酬，就會有更多的收入可以資助醫療、教育與退休等福利，同時也會降低家戶維持高儲蓄率的必要性。

不過這個新的成長策略似乎很敏感，各方強大的政治勢力齊起反對：例如，大企業及其官僚是既得利益者，他們希望能設法永遠維持現狀。同一批政治勢力也會反對讓中國的匯率升值，那樣既會降低中國出口的競爭力，也會增加其工人的實質工資。西方那些主張要有大銀行及其他大企業的，助長了這些「新的實業鉅子」，他們認為，中國一樣需要大的公司（有時稱作「國家級的優勝者」）來從事全球競爭。這項爭鬥的結局會如何，要下定論還太早。

中國的整套振興方案，是世界最大的振興方案之一[25]，反映出經濟政策當中的緊張關係。很多的錢投入基礎建設及協助「綠化」經濟。興建新的高速鐵路系統對中國的衝擊，可比擬美國內戰後興建的跨洲鐵路，它有助於凝聚更強大的國家經濟，因為經濟地圖幾乎在一夕之間變了。中國振興方案也明白鼓勵消費，尤其在鄉村地區，尤其鼓勵買在國外銷售面臨大幅衰退的產品。它也快速增加鄉村的醫療與教育支出。同時，也努力強化像汽車與鋼鐵的某些重要產業部門。政府辯稱，它只是努力讓生產「合理化」罷了，提高生產效率，但批評者則擔心，這些措施會惡化產能過剩的問題，而且會降低有效競爭。競爭降低會增加企業的利潤與降低實質的薪資，惡化消費不足的問題。

關於美國因應這次危機的長期對策，有同樣的不確定性。我在前面章節已講得很清楚，長期而言，美國必需消費少一些，而且由於家戶較不願、也較無能力借貸，加上財富消減，美國的調適挺快的。但如我在第七章提到的，雖然家戶的儲蓄增加，政府的借貸也增加，對外來資金的需求還是很強烈。全球失衡仍會持續，尤其從美國的龐大貿易赤字與中國較小但依然頑強的貿易剩餘來看。這會使得關係緊張，但這些可能還不至於爆發，因為美國知道，它要靠中國資助。[26]

[25] 2008年11月，中國宣布5860億美元的兩年振興方案，大約佔中國GDP的14%。一個同等規模的美國振興方案，將須要2兆美元。參看Xinhua News Agency, "China's 4 Trillion Yuan Stimulus to Boost Economy, Domestic Demand," November 9, 2008, available at http://news.xinhuanet.com/english/2008-11/09/content_10331324.htm.

但在中國內部，越來越不願意增加借款給美國政府，報酬還是很低，風險卻很高。還是有其他途徑，中國可以投資美國的房地產。但當中國打算這麼做的時候，有時卻會碰到阻礙（當它想要收購Unocal公司時，那是一家較小的美國石油公司，實際上有大部分資產在亞洲）。美國容許中國收購最污染的汽車，悍馬（Hummer），以及IBM的筆記本電腦部門，併入了聯想（Lenovo）。雖然美國看起來在很多方面都對投資開放，但關乎國家安全的重要產業部門，卻有很寬廣的解釋空間，它們受到保護而免於被投資併購，但這樣會有貶損全球化基本守則的風險：美國告訴開發中國家，它們必須開放市場容許外資取得所有權，那是基本遊戲規則的一部分。

如果中國大量賣掉外匯存底中的美元，那會導致人民幣進一步對美元升值，進而會改善美中的雙邊貿易平衡。不過，對美國整體貿易

26 兩位參議員，紐約州的Charles Schumer與南卡羅萊納州的Lindsey Graham，曾計劃提出一項法案，將對中國貨品課徵超高的關稅（27.5%），除非中國容許人民幣升值，但在2009年3月，他們決定不那麼做。從美國全國製造業公會（National Association of Manufacturers）的反對，我們可以看到美國與中國之間的相互依存關係。該公會估計，所有從中國來的製造業產品中，有四分之一是從美國公司的子公司來的。Edmund L. Andrews, "Trade Truce with China in the Senate," *New York Times*, March 29, 2006. 2009年9月，美國針對中國的低級輪胎課徵關稅，這案例顯示貿易緊張關係很奇特的演進情節。這個案子是由美國聯合鋼鐵工人工會挑起的，但其所屬產業沒有加入，該產業很久以前就已停止生產這些低級的輪胎。中國，就跟許多晚加入世界貿易組織的國家一樣，為了加入必須接受遠超過那些老會員同意的要求條件。牛津饑荒救濟委員會（OxFam, Oxford Committee for Famine Relief）稱之為「入門勒索」。中國同意加入後某些年內，美國可以針對中國出口陡升而保護其產業，即便中國只是遵照市場經濟的遊戲規則。中國的營業額是增加了，但主要是搶走了其他生產這些低級輪胎的低成本廠商的市場，美國廠商沒有受到損失，因為它們不生產這些低級輪胎。美國消費者當然會因較高的輪胎價格而受害，其受的損害要遠大於生產商所獲得的利益。

赤字的改善可能會不如預期，因為美國只是改從其他開發中國家購買罷了。然而，那即意味著，中國仍然持有的大量美國政府公債及其他以美元計價的資產，就會有大幅損失。

對某些人來說，中國看來是進退兩難。如果它出脫美元，外匯存底與出口會蒙受大量損失。如果固守著美元，可延後外匯存底的損失，但無論如何終究是要面臨調整。擔憂出售美元的損失也許是過慮了：中國目前是提供「賣家」融資，那就是說，它借錢給那些買它貨品的買方。它可以不借錢給美國來買它的貨品，而將錢借給世界上的其他國家，它實際上已日益如此，或甚至借給自己的國民。

新的全球性儲備體系

由於關切自己持有的美元，中國央行首長在2009年3月表態支持一個老早就有的構想：創建全球性儲備貨幣。[27]凱因斯大約在七十五年前就推動這個構想，也是他對IMF原始構想的一部分。[28]此外，另有一個群體支持這個構想，一個聯合國研究重整全球金融暨經濟體系的專家委員會，這委員會就是我主持的。[29]

27 參看中國人民銀行行長周小川的演講，"Reform the International Monetary System," March 23, 2009, available at http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178.

28 為了說明起見，參看John Williamson, "Keynes and the Postwar International Economic Order," in Harold L. Wattel（ed.）, *The Policy Consequences of John Maynard Keynes*（Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1985）.

29 *Report of the Commission of Experts of the United Nations President of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, September 2009, available at http://www.un.org/ga/president/63/PDFs/reportofexpters.pdf.

以中國為首的開發中國家，如今擁有數兆美元的外匯存底，遇有危機事件時，例如這次的「大衰退」（Great Recession），可以有錢供急用。在第一章，我強調這次危機曝露出全球總體需求不足的問題，悲哀的是，到目前為止，美國政府與G-20集團國家對這個根本性的問題，連開始討論都沒有，遑論採取行動了。每年發放一次新的全球性儲備貨幣，即意味著，各國將不再須要儲備當前手頭上的部分收入，作為對抗全球不穩定之用；它們可用儲備新發行的「貨幣」的方式來替代。這麼一來，將可增加全球的總體需求，強化全球的經濟。

推動這個方案還有兩個重要的原因。第一，現行體系不穩定。目前，各國持有美元是為了強化它們貨幣及國家的信心，充作全球市場變幻莫測情況下的一種保險。當外國人的外匯儲備持有的美元越來越多，他們對於美國海外負債的攀升，也就越來越擔憂。

另有一個造成現行體系不穩定的原因。如果有些國家為了累積外匯儲備，堅持要有貿易出超（出口大於進口），其他國家就必須有貿易赤字；出超的總和必然等於赤字的總和。但貿易赤字會是一個問題，因為持續貿易赤字的國家較可能面臨經濟危機，因此各國家都努力設法消除赤字。如果有個國家消除貿易赤字，那麼某個別的國家的赤字就必然會上升（如果出超的國家不改變它們的行為），所以貿易赤字就像個燙手山芋。近年來，大多數國家都已學會如何避免貿易赤字，結果就是，美國成了「貿易赤字的終點站」。長期來看，美國的地位顯然是撐不住的。建立全球性儲備貨幣，每年撥發一次額度，這樣可以提供一個緩衝。有小貿易赤字的國家仍然可以逐漸累積儲備，因為它收到撥發的新全球儲備貨幣。當投資者看到各國累積增加的儲備，他們就會對那些國家有信心。

貧窮國家借給美國數千億美元，實際上是數兆美元，利息很低（2009年近於零）。即使自己國家裡有很多高報酬的投資計劃，它們還是這麼做，證明了外匯儲備的重要性及全球經濟波動的幅度。雖然保持外匯儲備的成本很高，可獲得的好處仍然大過成本。由於美國能夠以比其他途徑要低的利率借錢，美國獲得的隱藏性外國援助的價值，根據某些計算結果，要超過美國提供給外國援助的總和。[30]

好的儲備貨幣必需要有好的儲值能力，必需是穩定的貨幣，但美元大幅波動，未來很可能持續如此。許多小國家的外匯儲備已經有很大部分不用美元了，據報導，甚至連中國也有四分之一以上的外匯儲備使用其他貨幣。問題不在於世界要不要完全甩脫美元儲備體系，而是在於考慮是否周詳，作法是否嚴謹。沒有明確的計劃，全球金融體系可能會變得更不穩定。

美國內部有些人會抗拒創建全球性儲備體系。他們只看到低成本借錢的好處，卻沒有看到付出的代價，非常龐大。生產與出口美國國庫券，讓外國持有當作貨幣儲備，不會創造任何工作機會，然而，出口貨品則大多可以創造工作。外國儲備對美國國庫券與美元的需求有其反面的效果，就是美國的貿易赤字，貿易赤字削弱了美國的總體需求。為了填補這個需求缺口，美國政府推行赤字預算。[31]這全是「均衡」的一部分：為了融資填補財政赤字，美國政府對外出售國庫券

30 參看Dani Rodrik, "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves," *International Economic Journal*, vol. 20, no. 3 (September 2006), pp. 253–266, and Stiglitz, Making Globalization Work, op. cit.

（也就是借錢），而許多這些國庫券隨後就擺進外匯儲備。

有了新的全球儲備貨幣，各國就不必買美國國庫券來當作持有的外匯儲備。當然，那就表示，美元的價值會降低，美國的出口會增加，美國的進口會減少，總合需求會更強化，進而政府就不太需要用大量的赤字預算來維持充分就業的經濟。知道美國借錢會更難，就可能消減美國的揮霍浪費，這樣也許可以增進全球的穩定性。美國以及全世界會因新的體系而獲益。

已經有建立區域性儲備貨幣協議的計劃。東亞清邁倡議（The Chiang Mai Initiative）可讓各國交換外匯儲備；為了因應這次金融危機，它們將計劃的規模增加了50%。[32]世界可能走向雙貨幣甚至三貨幣體系，同時使用美元與歐元兩種貨幣。但這樣的體系可能比現行的體系更不穩定。對全世界來說，意思就是，如果預期歐元會對美元升值，各國就會開始將持有貨幣轉向歐元，當它們這麼做，歐元就會強勢，讓它們更加確信，直到哪天發生某個政治動亂[33]或經濟騷動，就會開始逆轉整個過程。就歐洲而言，這會帶來一個特別的問題，因為

31 政府用財政赤字來彌補貿易赤字，非理性投資榮景的期間除外，例如1990年代後期的網路科技泡沫期間。

32 2008年5月，東協加三的財政部長同意一個800億美元外匯儲備的共同基金。2008年12月，他們提議將規模增加到1200億美元。這個提案在2009年5月獲得確認。參看C. R. Henning, "The Future of the Chiang Mai Initiative: An Asian Monetary Fund?" Peterson Institute for International Economics Policy Brief 09-5, Washington, DC, February 2009, and "Asian Nations Unveil $120 Billion Liquidity Fund," *Wall Street Journal*, May 4, 2009, p. A10.

33 一個可能逆轉歐元強勢的政治事件案例，或許會是發生在其中一個主要國家的某個反歐盟的選民行動，甚至是發生在較小的國家。

歐盟各國限制其成員用赤字預算來彌補虛弱的需求。

以美元為本位的全球儲備體系問題日增，但創建新的替代貨幣體系的努力，才剛起步。各國央行人士至少已學到財富管理的基本課程——分散風險，多年來許多國家已逐漸換掉儲備中的美元。2009年，G-20集團國家同意發行大筆（2500億美元）特別提款權（special drawing rights, SDRs），那是IMF建立的一種全球性儲備貨幣。但SDRs有很強固的限制，只能依各國在IMF的「配額」為基準來分配，這個配額就是在IMF的有效持分，美國的持分最大。但美國顯然不需要持有外匯儲備，因為它可直接印美鈔。如果儲備貨幣的發放是分配給那些有需要擴充儲備的國家，這個體系的運作效果就會好得多；或者換個方式，新的全球儲備貨幣可以發放給需要協助的貧窮國家。[34]

如果新的體系有不鼓勵貿易出超的設計，那會更好。中國對美國出超，導致美國向中國施壓，但依現行規範，各國有強烈的誘因去保有外匯儲備，而且設法出超以增加外匯儲備。在這次危機當中，那些有大量儲備的國家，比起那些外匯儲備不足的國家，表現得要好得多。規劃良好的全球儲備體系，在穩定全球經濟方面可以做得更多，因為當全球成長走軟的時候，如果發行更多的全球儲備貨幣可以激勵支出，經濟成長與就業增加就會隨之而來。[35]

有美國的支持，新的全球儲備體系可以很快達成。問題是，歐巴

34 有一個自然的解決方案：讓先進工業國家將它們不需要的特別提款權配額，移轉給需要的開發中國家。美國財政部長魯賓為了方便紓解墨西哥危機，過當運用外匯平準基金，以迴避眾院的權限，憤怒的眾院因而讓這種移轉變得更加困難。參看 J. Lawrence Broz, "Congressional Politics of International Financial Rescues," *American Journal of Political Science*, vol. 49, no. 3 (July 2005), pp. 479–496.

馬政府是否會、而且何時才會懂得，美國及全世界能從中獲得多少益處。有個風險，美國可能像鴕鳥一樣，將頭埋進沙堆中。全世界將會逐步脫離以美元為本位的儲備體系。若沒有創立新的全球儲備體系的協議，這世界很可能會脫離美元本位，並進入一個多重貨幣的儲備體系，在短期內就會使得全球金融不穩定，而且從長期來看，會是一個比現行體系更不穩定的體制。

這次的危機幾乎一定會改變全球的經濟與政治秩序。美國的權勢與影響力勢將遞減；中國則會增強。甚至在此次危機之前，依賴單一國家貨幣的全球儲備體系似乎已與二十一世紀的全球化脫節，如今在美元與美國政治經濟前景難測的情況下，似乎更是如此。

邁向新多邊主義

擺脫經濟大蕭條與二次世界大戰的災難後，新的全球秩序成形，創建了一系列新的機構。那個架構運作了許多年，但越來越不適用於管理演變中的全球經濟體系，當前的危機讓人有機會全面檢視它的限制。然而，正如美國設法在國內場域矇混過關，想要重建一個大體上跟危機前一樣的世界，在國際的場域亦是如此。在十年前的上次全球危機之後，有很多關於改革「全球金融架構」的討論，有人懷疑，那些希望維持現狀的人（包括那些美國及其他西方金融市場既得利益

35 關於全球儲備貨幣體系的規劃，有替代方案與更廣泛深入的討論，以及從現行貨幣體系過渡到新的體系要如何管控，可參看*Report of the Commission of Experts of the United Nations President of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, op. cit..

者，以及他們在政府裡的盟友）運用華而不實的詞藻，掩飾他們真正的意圖：大家會一談再談，等到危機結束也終結了要有所作為的決心。1977至1978年金融危機之後多年顯然做得太少，少到無法預防規模更大的危機。這情況還會發生同樣嗎？

美國尤其應該盡其所能強化多邊主義，意思就是要將IMF與世界銀行民主化、重新改組，並注入資金，讓開發中國家面臨急需時，較不需要仰賴雙邊協助（不論是來自中國、蘇俄或歐洲）。美國必須不理會保護主義，也要避開布希時代的雙邊貿易協定。這些都貶抑了過去六十年來那麼多人、那麼辛苦建立的多邊貿易體系。美國應該協助規劃新的、協調一致的全球金融監理體制，不這麼做，這些金融市場有陷於分崩離析的危險，而且要支持先前闡述的全球儲備體系。不做這些努力，全球金融市場會面臨新一世代的金融動盪風險，全世界也會面臨又一世代的經濟衰微危險。以更寬廣的視野來看，美國必需協助並強化國際法律規範，欠缺規範，什麼都辦不成。

從柏林圍牆倒塌到雷曼兄弟倒閉之間的這些年，是美國最意氣風發的歲月，美國沒有好好利用它的權勢與影響力，塑造出一個公平的全球化模式，尤其是對開發中國家這方面。美國的經濟政策偏重於私利，甚於重視基本原則，或講得更精確一點，美國特別利益團體的好惡，在形成經濟政策的過程中，扮演了關鍵的角色，而且未來仍將如此。歐洲對於開發中國家窮人的關切，不僅在口舌上能更善盡言責，許多歐洲國家還貫徹說到錢到的承諾。布希當政的年代，美國卻常常極盡貶抑多邊主義之能事。

美國的經濟霸權不會再像從前那樣地理所當然。如果美國希望

獲得別人尊敬，如果美國還希望發揮像過去那樣的影響力，勢必要用實際行動去爭取，而不能只憑空口白話，同時要靠其在國內立下的典範，包括對待弱勢族群的方式，以及其在國外的所作所為。

全球經濟體系的運作對許多人（國家）來說，不符期望。全球化帶給許多國家前所未見的繁榮，但在2008年，全球化卻將美國的衰退加速傳播到世界各國，傳給那些財務體制管控良好的國家（遠比美國好），也傳給那些管控不好的；傳給那些大大受惠於全球化的國家，也傳給那些從中受惠較少的國家。那些最開放、最全球化的國家，受創最嚴重，也就不足為奇了。自由市場的理念是奠定許多國際機構與協定的基礎，進而提供了全球化的架構；這些理念構想曾是法規鬆綁的依據，法規鬆綁進而成了造就當前危機的重大要角，基於同樣的道理，自由市場理念奠定資本與金融市場自由化的基礎，而這自由化進而成了將這次危機快速傳遍全世界的重大要角。

本章闡述了這次危機對於全球經濟的秩序，可能會有什麼改變，像是全球經濟實力均衡；還有一些關鍵的改革，包括創建新的全球儲備體系，能怎麼協助重建全球繁榮與穩定。但就長期來看，要想成功的維繫全球繁榮，有賴深入了解經濟的運作，而這不僅需要改革經濟，還需要改革經濟學說。這就是下一章的主題。

第9章
經濟學說需要革新

這次危機當中，該受責備的環節很多。我們已經看到執法者與立法者的角色，以及聯邦儲備體系與金融業者的角色。當他們個別談到他們的工作時，都辯稱他們的所作所為是正確的，而且大多時候，他們的辯護都是根據經濟的分析。我們深究「錯在哪裡」的時候，免不了要審視一下經濟學的專業。當然，不是所有的經濟學家都歡欣擁抱自由市場經濟學；不是所有經濟學家都是弗里曼的信徒。不過，相當可觀的一大部分學者有那個傾向。他們的見解不僅有缺陷；他們也未盡到預測上的基本職責。幾乎沒有人預見這次災難的來臨。那些倡議法規鬆綁並導致這次災難的人士，受到自由市場信念的蒙蔽，嚴重到看不見所引起的問題。經濟學已從一項科學專業轉變成自由市場資本主義最大的啦啦隊，其程度超出經濟學家的想像。如果美國想要成功的改革經濟，它或許必須從改革經濟學開始。

理念之戰

經濟大蕭條時期，經濟學專業有段難過的日子，尤其在美國。當時主導的典範就跟現在一樣，主張市場是高效率的，會自我矯正的。當經濟跌入衰退，以及隨後的蕭條，許多人提供的意見極其簡單：什麼都不用做。只需等待，經濟很快就會回復。許多人還支持梅倫（Andrew Mellon，胡佛總統的財政部長）重建財政平衡的政策：經濟衰退時，稅收減少的速度要比支出減少來得快，要重建「信心」，華爾街財政保守主義者認為，必須同步減少支出。

羅斯福在1933年就任總統，主張另闢蹊徑，而且獲得大西洋對岸支持：凱因斯主張增加支出以刺激經濟，意思就是要增加赤字。對那些原本就不相信政府的人來說，這簡直就是一項詛咒。有人直接稱之為社會主義，其他人則視之為社會主義的序曲。實際上，凱因斯是想要讓資本主義拯救其自己；他知道，除非市場經濟能創造就業，否則無法生存。業師薩姆森（Paul Samuelson）是凱因斯的美國信徒，他主張，一旦經濟恢復充分就業，就可以回到自由市場的驚奇世界。

在2008年的大衰退，許多聲音辯稱，羅斯福的「新政」實際上是失敗的，甚至使情況惡化。[1]這個看法認為，二次世界大戰才是最後使美國從經濟大蕭條脫身的主因；這說法有部分是正確的，但主要是因為羅斯福總統未能貫徹全國擴大支出的政策。就跟目前狀況一樣，

1 羅斯福新政使經濟惡化看法，大多出自保守派媒體，如Amity Schlaes, *The Forgotten Man: A New History of the Great Depression*（New York: HarperCollins, 2007）. 但有些學術界的經濟學家聲援。

當時羅斯福增加聯邦支出時，各個州卻在緊縮支出。[2] 1937年以前，擔心赤字規模擴大已促使政府削減支出。[3] 然而，即便是戰爭支出也是支出，只是目的不在改進經濟的未來生產力，也不是（直接）增進人民的福祉。即使是批判羅斯福的人也同意，「新政」的支出就算沒有使經濟脫離大蕭條，戰爭支出也做到了。無論如何，經濟大蕭條顯示市場經濟不會自我修正，至少短期內看不到。[4]

在1970年以前，有了新的問題，就是通貨膨脹。1930年代的問題是通貨緊縮，對求表現的新一代經濟學家來說，那是歷史了，另一個嚴重衰退似乎難以想像。大部分戰後的衰退都與聯準會過度緊縮信用有關，這個現象證實了保守主義的偏見，即政府失靈才是造成任何偏離完美經濟表現的原因，而非市場失靈。

不過，依據已故傑出經濟歷史學家金德伯格（Charles Kindleberger），過去四百年來，金融危機大約每間隔十年就會發生[5]，1945年到1971年的四分之一世紀期間則是例外，雖然有一些波動，但除了1962年的巴西，世界各地都不曾發生金融危機。在這段期間之前與之後，危機發生又回歸正常的經濟週期。賓州大學華頓學院（Wharton School）的艾倫教授（Franklin Allen）與紐約大學蓋爾教授（Douglas Gale），解釋了何以二次世界大戰後的四分之一世紀沒有金融危機：全球有強力監管的共同體認。[6] 較穩定的經濟可能是促成這段期間快速成長的因素之一。政府干預使得經濟更為穩定，成長更加快速，以及促使那個年代的財富更為平均。

令人震驚的是，到了1980年代，市場可自我修正且高效率的觀點，又躍居主流，不僅在保守主義的政治圈，在美國經濟學家的學術界也是如此。這個自由市場的觀點既不符合事實，也不符合經濟理論的最新進展，它也顯示，即使在經濟接近充分就業與市場充分競爭的時候，資源分配依然很可能是沒有效率的。

一般均衡分析法

一百多年來，理論經濟學的主流是由所謂的瓦爾拉斯學派（Walrasian）或一般均衡模型所主導，這個學派是以法國數學家暨經

2 參看 E. Cary Brown, "Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal," *American Economic Review*, vol. 46, no. 5 (December 1956), pp. 857–879, and Peter Temin, *Lessons from the Great Depression* (Lionel Robbins Lecture) (Cambridge, MA: MIT Press, 1989).

3 1936年，總預算支出佔GDP的10.5%，但在1937年下降到8.6%，1938年7.7%。同期間的預算赤字分別是GDP的5.5%、2.5%與0.1%。Office of Management and Budget, Budget of the United States Government: Historical Tables Fiscal Year 2010, "Table 1.2: Summary of Receipts, Outlays, and Surpluses or Deficits (-) as Percentages of GDP: 1930–2014," available at http://www.gpoaccess.gov/USbudget/fy10/sheets/hist01z2.xls.

4 凱因斯提出有力說明，「對當下的情況來看，所謂長期會產生誤導。長期來看，我們都死了。如果在暴風雨季節，經濟學家只能告訴我們，風暴過後海面又會恢復平靜，那經濟學家就將自己的工作設定的太簡單、太沒用了。」From John Maynard Keynes, "The Theory of Money and the Foreign Exchanges," chapter 3, in *A Tract on Monetary Reform* (New York: Macmillan, 1923).

5 Charles Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (New York: Basic Books, 1978), and Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

6 Franklin Allen and Douglas Gale, *Understanding Financial Crises* (Oxford: Oxford University Press, 2007).

濟學家瓦爾拉斯（Leon Walras）的名號來命名，這個模型是他在1974年首先提出。[7]價格與數量由供需平衡決定的均衡狀態，他稱之為均衡經濟，就像物理學的牛頓均衡理論一樣。現代經濟學最大的成就之一，就是運用這個模型來評估市場經濟的效率。就在美國宣布獨立的同一年，亞當．史密斯發表驚世的巨著《國富論》（*The Wealth of Nations*），其中他論證，追求私利的行為會促進社會整體的利益。一百七十五年後，亞羅（Kenneth Arrow）與戴布魯（Gerard Debreu）利用瓦爾拉斯學派模型來詮釋，史密斯的洞見要在什麼條件下才會是正確的。[8]只有在很嚴格的條件下，經濟才是高效率的，意思就是，使某人更富裕必然會使其他人更貧窮。[9]市場必須不只是競爭：還必須要有完整配套的保險市場（想的到每種風險都可買到對應的保險），資本市場必須是完善的（想借多少就可借多少，只要借的利率是競爭性的、且依風險調整過的），不能有外部因素或公共財貨。在這樣的環境條件下，市場不能產出高效率的成果，很自然地就會被歸咎為市場失靈。

7 Léon Walras, *Éléments d'économie politique pure, ou théorie de la richesse sociale (Elements of Pure Economics, or the Theory of Social Wealth)*, 1874.

8 Kenneth J. Arrow, "An Extension of the Basic Theorems of Classical Welfare Economics," in J. Neyman (ed.), *Proceedings of the Second Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability* (Berkeley: University of California Press, 1951), pp. 507–532, and Gerard Debreu, "Valuation Equilibrium and Pareto Optimum," *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 40, no. 7 (1954), pp. 588–592, and *The Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium* (New Haven: Yale University Press, 1959).

9 這個高效率的觀念被稱為「Pareto效率」，以 Vilfredo Pareto 來命名，這位意大利經濟學家是第一個在他的書中闡述這個觀點的人，該書為*Manual of Political Economy*。

跟科學界一樣，他們的研究結果激起更多的研究。他們證明，市場高效率的條件非常嚴格，反而引起質疑，市場高效率這個觀點是否真有意義。有些市場失靈儘管嚴重，但只需要很有限的政府干預。沒錯，市場本身會導致外部效應，例如太多污染，但政府可以法規限制污染，或向排放公司收費。市場仍然可以解決社會上大部分的經濟問題。

其他的市場失靈，例如不完善的風險市場——經濟個體不能擔負他們面對的許多最重大風險——就更難回答了。經濟學家會問，連風險市場都不完善，是否還能說市場是高效率的。

在科學裡，常常有些假設訂的太過強勢，或在思想中已根深柢固，讓人忘了它們只是假設。當戴布魯證明市場是高效率的時候，他列舉的假設當中，並未提到每個人都擁有完善資訊的隱藏性假設。此外，他假設商品或貨品都是一樣的，不論是房子還是車子，這是柏拉圖式的理想。[10]大家都知道，真實世界是凌亂無序的。同樣地，戴布魯看待勞工就像他看待任何其他商品，例如，他認為所有無技能的勞工都是一樣的。

經濟學家假設資訊是完全分享的，儘管現實並非如此。理論主義者期望資訊不完全的世界跟資訊完全的世界是差不多的——至少，只要資訊不完全的情況不太嚴重。但這只是期望。除此之外，資訊不完全嚴不嚴重，是什麼意思？經濟學家對於資訊不完全的程度，不曾有

10 Debreu, *The Theory of Value*, op. cit.

嚴謹的思辨方式。顯然，在這個世界上，資訊不完全是普遍存在的缺陷。一個工人跟另一個工人不同，產品跟產品亦然；為了分辨哪些工人或產品比較好，耗費了大量的資源。有些人要買保險，保險公司猶豫不決，因為不確定風險的大小，而且基於同樣的道理，那些想要貸款的人，也讓借錢的人猶豫不決，因為對收回借款沒有把握。

市場經濟的熱門主張之一，即是對創新的激勵。然而，亞羅與戴布魯卻假設，沒有創新；如果科技有進步，進步的快慢不受經濟體系內任何決策之影響。這些經濟學家當然知道創新很重要，只是他們的研究技術難以處理資訊不完全的情況。市場倡導者只能期望，市場效率的結論依然可以適用於有創新行為的世界。不過，他們在研究模型中的那些假設，無法處理以下兩個關鍵疑問，市場是否為創新配置足夠資源，或市場是否將創新支出導引到正確的方向。

關於瓦爾拉斯學派模型研究結果的適用性問題，也就是在資訊完全、風險市場不完善、沒有創新等等假設的情況下，那些研究結果會不會受到很大的影響。在我與幾位共同作者一系列的論文中，提供了直截了當的答案，我在哥倫比亞大學的同事格林沃德是其中最著名的共同執筆人。[11]我們確實證明了，在亞羅與戴布魯所建立的那套奇特條件下，市場是很有效率的。當那些條件不符合的時候，某些政府的干預總是可以讓各個條件更符合情況。我們的研究也證明，資訊不完全即使很小（尤其是資訊不對等），都會劇烈改變市場均衡的性質。

11 特別要參看Bruce Greenwald and Joseph E. Stiglitz, "Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 101 (1986), pp. 229–264.

在完美的市場（包括完全的資訊）都是充分就業；資訊不完全的話，就可能出現失業。所以，資訊幾乎完全的世界與資訊完全的世界根本是兩回事。[12]基於同樣的理由，競爭可以刺激創新雖然正確，但據此推論，市場能決定理想的研究支出數額，以及最佳的研究方向，那就不正確了。

對策

上述這些研究結果顯示，市場高效率的假設前提，沒有科學的依據。市場確實會提供誘因，但市場失靈是普遍存在的，社會報酬與私有報酬之間的差別也是持續存在的。有些部門如健保、保險與金融，這些問題會比其他的部門要大，而很自然地，政府就會集中心力在這些問題大的部門上。

政府當然會面臨資訊不完全的問題。有時候它可以取得市場拿不到的資訊，但更重要的是，它的目的與工具是不一樣的。例如，政府可以抑制吸煙，即使煙草產業本身是賺錢的，因為政府體認到，有煙草公司未承擔的其他社會成本（例如加重醫療負擔）。而且，政府可

12 在這種狀況，比方說，參數值的小小變化，其結果就可能有很大的改變，這在物理科學上很常見。經濟學家根本就假設並非如此（十九世紀末與二十世紀初的偉大經濟學家Alfred Marshall就這麼說，「自然不會大躍進」），參看 *Principles of Economics* (London: Macmillan, 1920)。這可以適用在某些數學的假設上，但用來分析內部會滋生資訊或創新活動的市場，這些假設通常不適用。的確，資訊只要有一點點的不完全，就能影響均衡狀態存在與否的結論。參看 Michael Rothschild and Joseph E. Stiglitz, "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, no. 4 (November 1976), pp. 629–649.

以管制廣告與課徵稅賦雙管齊下。

右派的學術界經濟學家不樂見這些新的研究結果。起先，他們嘗試找出隱藏的假設、數學上的錯誤、或替代的公式。這種「分析上的誤差」很容易就會出現，正如之前分析市場經濟效率時，所展現的情形。但他們嘗試的反駁全都失敗了；我們發表論文四分之一世紀之後，那些研究結果依然屹立不搖。

保守派經濟學家剩下兩個選擇。他們可以辯稱，我們挑起如資訊不完全那方面的議題，都是理論上的細節。他們重提舊的主張，在資訊完全（及其他所有的假設）的情況下，市場是高效率的，而且他們明確地主張，資訊不完全程度有限的世界，是幾近完全的高效率市場。那些證明即使只有很小的資訊不對等，也會有很大影響的分析研究，他們則視若無睹。真實世界在很多方面，是無法用資訊完全的模型來解釋的，包括不斷上演的大量失業。然而，他們無法證明市場是幾近高效率的。這是一種宗教性的立場，而且很快就會很清楚，沒有任何證據或是理論研究可以改變他們。

第二個選擇就是在經濟學上退讓，但轉往政治學：沒錯，市場不是高效率的，但政府更差。這想法耐人尋味；突然之間，這些經濟學家變成了政治科學家。他們的經濟模型與分析都有缺陷，他們的政治模型與分析也好不了多少。包括美國等成功國家中，政府都扮演關鍵角色像是監管銀行、控制污染、提供教育、以及研究等方面。

東亞的成功經濟體中，政府扮演了重要角色。在過去三、四十年，那兒的人均所得增加的幅度是史上空前。這些國家政府在透過市場機制推動發展上，幾乎都擔當積極角色。中國三十多年來，平均每

年成長9.7%，成功使數億人口脫離貧窮。日本政府主導的經濟衝刺較早，但新加坡、韓國、馬來西亞及其他國家，跟著採用日本的策略，人均所得在二十五年間增加了八倍。

政府跟市場與人類一樣會犯錯。但在東亞，以及其他地方，成功的比重遠遠大於失敗。要加強經濟表現，市場與政府兩者都須要改進。由於政府有時會失靈，政府就不應該在市場失靈的時候干預市場，這種主張是沒有根據的，恰如同市場有時會失靈，就應該拋棄市場主張也是沒有根據的。

新古典模型失靈

完美市場的模型有時被稱作新古典模型（neoclassical model）。[13] 經濟學應該是一種預測性的科學，然而新古典經濟學許多重要的預測，輕易就被駁倒了。最顯著的就是沒有失業。[14] 恰如市場均衡必然是蘋果的需求等於供給，也必然是（在這個理論中）勞工的需求等於供給。在新古典的模型中，任何偏離均衡的情況都是短暫的，因為很短暫，所以不值得用政府資源去處理。不論信或不信，就有主流的經濟學家相信，當前這次危機沒什麼大不了的，其中至少包括一位最近

13 新古典經濟學這個名詞是為了與大衛・李嘉圖（David Ricardo）及亞當・史密斯的古典經濟學有所區別，它強調個體對不同貨品邊際評價（marginal valuations）

14 我擔任聯合國經濟顧問委員會主席的時候，面臨的問題之一，就是聘用總體經濟學家。總體經濟學與廣泛的生產活動與就業情況有關。如我稍後所解說的，大多數研究所教授最多的模型，都是依據新古典經濟學。我很懷疑，講台上喊著「工作！工作！工作！」而當選的總統，要怎麼回應我們的優秀年輕經濟學家，他們認為天下沒有失業這回事。

的諾貝爾經濟學獎得主。

這不是新古典經濟學唯一的奇怪結論。古典經濟學的信徒也辯稱，沒有所謂的信用配給制，任何人想借多少就可以借多少，當然，利率要適當反映倒帳風險。對這些經濟學家來說，9月12日發生的流動資金緊縮，不過是一場幻覺，是有人憑空想像出來的。[15]

主流經濟學脫離現實的第三個例子，與公司的財務結構有關：公司是以借貸、還是以增資來融資，無關緊要。這是莫迪里安尼（Franco Modigliani）與米勒（Merton Miller）的主要貢獻之一，他們分別於1985年與1990年獲頒諾貝爾經濟學獎。[16]就跟許許多多的新古典學派的觀念一樣，有那麼一丁點是真的，跟隨其中的邏輯，可以學到很多。他們主張，公司的價值純粹看其兌現多少報酬而定，不論其兌現報酬的方式是大部分用借貸（不論獲利水準都固定償款），其餘用股本，還是大部分用股本，對結果沒什麼影響。就好像可以將一夸脫全脂牛奶的價值，簡單想成是脫脂牛奶的價值加上奶油的價值。莫迪里安尼與米勒完全不顧破產的可能性及其附帶的代價，而事實是，

15 假設個體可以輕易地借到錢，當然即表示，失業產生的痛苦會降低。

16 莫迪里安尼（Franco Modigliani）與米勒（Merton Miller）的經典論文是"The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, vol. 48, no. 3 (1958), pp. 261–297。他們也主張，公司不論是發放股利，還是保留股份，沒有差別。他們初始的分析忽略稅賦的影響，然而後來的研究揭露了所謂「股利弔詭（dividend paradox）」。依照Modigliani-Miller的理論，公司可以藉買回股份來減少公司與個人的合併稅賦，而不是發放股利。看起來他們好像是心甘情願地多付出數千億的稅金。參看Joseph E. Stiglitz, "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital," *Journal of Public Economics*, vol. 2 (1973), pp. 1–34。這個股利弔詭引發了非常多研究文獻與著作，所有依據理性模型的研究說明，都不曾讓我信服。

公司借貸越多，破產的可能性就越高。他們也全然不顧老闆決定賣股可能傳達的訊息：老闆急於以很低的價格出售持股，幾乎是明確地告訴市場，他對公司未來前景的看法為何。

新古典經濟學的第四個關鍵面向，即是其對造成所得與不平等問題的闡釋，而當前的危機則證明了，那套論述是錯誤的。我們要怎麼解釋有技能工人的工資、無技能工人的工資、或是企業主管的薪資，這三者之間的差異？新古典理論對不平等問題提出合理化的解釋，即每個工人依據其對社會的邊際貢獻獲得報酬。資源是稀有的，越稀有的資源需要越高的價格，以確保被善加利用。依據這個觀點，干擾主管的薪酬會干擾到市場的效率。過去四分之一世紀以來，以這個理論來解釋高漲的主管薪酬，受到的質疑不斷升高，因為高階主管的薪酬從三十年前大約是普通工人的四十倍，一直攀升到數百、甚至數千倍。[17]高階主管不曾突然變得更有生產力，也不曾突然變得更稀有。也沒有證據顯示，第一號人物要比第二號人物的能力強很多。新古典理論也無法解釋，在全球化的世界，不同的國家皆可取得類似的科技，為什麼這些薪酬差距在美國要遠比其他地方懸殊得多。這個理論受到的質疑已逐漸擴大，因為金融業主管對其服務的公司以及社會，

17 標準普爾五百公司（S&P 500）的執行長，去年平均薪酬是1050萬美元，是一般美國工人薪酬的三百四十四倍。私人投資基金經理人員的薪酬水準飆得更高，已上了雲端。去年，避險與私人股票基金排行前五十的經理人員，每人平均薪酬為5.88億美元，是一般美國工人賺的一萬九千倍。Sarah Anderson et al., "Executive Excess 2007: How Average Taxpayers Subsidize Runaway Pay," 15th Annual CEO Compensation Survey, Institute for Policy Studies and United for a Fair Economy, Washington, DC, and Boston, MA, August 25, 2008, available at http://www.faireconomy.org/files/executive_excess_2008.pdf.

都少有正面貢獻，但他們的紅利卻依然豐厚。前面章節我曾提出另外的解釋：公司治理的問題顯示，薪酬與「邊際」社會貢獻之間沒有很密切的關連。如果這是正確的，對於促成更好的所得分配政策來說，就有很深切的啟示作用。

最後一個例子是，在新古典理論之下，天下沒有歧視這回事。[18]理論上的論點很簡單：如果天下有歧視，社會裡任何未受歧視的人，就會僱用受歧視族群的成員，因為他們的工資較低，這樣會拉升工資，直到族群之間的任何差異都消除的那一點為止。

我來自印第安那州的蓋瑞城（Gary），是密西根湖南畔的鋼鐵城鎮。成長的過程中，我見到失業狀態持續，當經濟面對一次又一次的衰退，失業的情況越來越嚴重。我知道，當城裡的人面臨難關，他們無法去銀行借錢渡過。我見過種族歧視。到我開始學經濟學的時候，新古典理論的結論對我毫無意義。這促使我去尋找其他的解答。在研究所時，我與同學爭辯新古典經濟學有哪個假設至關緊要，也就是新古典理論作出「荒謬」結論所依據的假設。[19]

18 參看下列文獻範例，Gary Becker, *The Economics of Discrimination*（Chicago: University of Chicago Press, 1957）。貝克（Becker）獲得1992年的諾貝爾獎。其他的諾貝爾獎得主亞羅（Kenneth Arrow）、菲爾普斯（Edmund Phelps）與我，都強烈批判貝克的理論。參看下列文獻範例，Joseph E. Stiglitz, "Approaches to the Economics of Discrimination," *American Economic Review*, vol. 63, no. 2（1973）, pp. 287-95, and "Theories of Discrimination and Economic Policy," in George M. von Furstenberg, Bennett Harrison, and Anne R. Horowitz（eds.）, *Patterns of Racial Discrimination, vol. II: Employment and Income*（Lexington, MA: Lexington Books, 1974）, pp. 5–26; Edmund S. Phelps, "The Statistical Theory of Racism and Sexism," American Economic Review, vol. 62, no. 4（1972）, pp. 659–661; and Kenneth Arrow, "The Theory of Discrimination," in Orley Ashenfelter and Albert Rees（eds.）, *Discrimination in Labor Markets*（Princeton: Princeton University Press, 1973）.

例如，市場顯然跟完全競爭還差很遠。[20]在完全競爭的市場裡，公司只要降低一點點價格，就可以拿下整個市場。小國永遠不會面臨失業；它只要降低匯率，所有產品想賣多少就可以賣多少。完全競爭的假設是至關緊要的，但在我看來，在像美國這樣的大經濟體中，完全競爭的主要衝擊是在所得分配。那些具有壟斷力量的人，可以為自己從國家所得中爭取更多，但他們運用權勢的結果，可能會使得國家的所得變少。但若認定一個充斥壟斷權勢的經濟，就會發生失業、種族歧視、或信用配給，這站不住腳。

我在研究生時代從事研究的時候，在我看來，那時只有兩種很重要的假設，與資訊相關的，以及與人性本身相關的。經濟學是一項社會科學，是關於人類個體如何在相互影響下生產貨品與服務。要回答他們如何相互影響這個問題，就必須更廣義闡述他們的行為。他們是「有理性的」嗎？對人是有理性的信念，根深柢固的嵌在經濟學當中。我相信那是胡扯，我甚至更進一步，審視我的同儕。我很快就發

19 對我影響特別大的，是我跟艾克洛夫（George Akerlof）的對話，他在2001年與我共同獲得諾貝爾獎。

20 現代經濟學的主要發展之一是賽局理論（game theory），解析策略上的相互作用，尤其是在一小群「參與者」之間。賽局理論在分析非競爭性市場方面，特別有用。但它在闡釋歧視的頑固上，也很有用。即使那些也許沒有任何種族偏見的人，如果他們背離歧視的規矩，會被其他人懲罰，而且那些未能執行懲罰的人，自己則可能受到懲罰。這樣的模型可用來解釋頑固的種族隔離政策，以及其他形式的歧視。參看 Dilip Abreu, "On the Theory of Infinitely Repeated Games with Discounting," *Econometrica*, vol. 56, no. 2（March 1988）, pp. 383–396, and George A. Akerlof, "Discriminatory, Statusbased Wages among Tradition-Oriented, Stochastically Trading Coconut Producers," *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 2（April 1985）, pp. 265–276.

現，我的同事堅信人是有理性的假設其實欠缺理性。因此，我走一個比較容易途徑：我堅守人是有理性的假設，但只要資訊稍微改變，就全然改變所有的結果。可以很容易就推導出看起來遠比從前更符合現實的理論，包括失業、信用配給與歧視等方面的新理論，也很容易就可以了解，為什麼公司財務結構（公司選擇以借錢、還是發行股份來為自己融資）有那麼重要。

經濟人（*Homo economicus*）

我們大多不敢想像，我們居然會符合奠定現行經濟模型基礎的人性觀點，這模型裡的人是一個會算計、理性、自私且自利的個人。沒有容納人類同理心、公益意識或利他主義的空間。經濟學有一個很有趣的面向，以這個模型用來形容經濟學家，要比形容其他人來得更貼切，而且學生研究經濟學越久，他們就變得越像這個模型的個人。[21]

經濟學家認知的理性含義，跟大多數人認知的含義不盡相同。經濟學家認知的理性含義，解釋為一致性（consistency）較符合真正的意思。如果一個人喜歡巧克力冰淇淋甚於香草冰淇淋，任何時候在相同價格下供其選擇，他都會做相同的決定。理性也涉及更複雜的選擇情況的一致性：如果一個人喜歡巧克力甚於香草，且喜歡香草甚於草莓，然後要他在巧克力與草莓之間做選擇，他總是會選擇巧克力。

21 參看這個文獻範例， Robert H. Frank, Thomas Gilovich, and Dennis T. Regan, "Does Studying Economics Inhibit Cooperation?" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, no. 2（Spring 1993）, pp. 159–171。有趣的是，亞當・史密斯在他另一本巨著，*The Theory of Moral Sentiments*（1759），討論過所有這些人類特質。

這個「理性」還有其他的面向。一個是我在第五章提到的基本原則，讓過去成為過去，永遠往前看。這麼說來，下面例子說明大多數個體是不理性的。假設你喜歡看美式足球比賽，但你討厭弄濕身子更甚於看比賽。如果有人給你一張免費門票，但要在雨中觀看足球比賽，你可能會婉拒。但現在，假設你是付了一百塊錢買了那張票，你會發現很難捨棄那一百塊錢。你會去看比賽，即使淋濕了不好受。這是經濟學家所說的不理性。

不幸的是，經濟學家已將他們的理性模型推展到不適用的領域。你經由重複的經驗，知道自己喜歡什麼，什麼可以帶給你快樂。你嘗試各種不同口味的冰淇淋，或不同的生菜。但經濟學家卻嘗試用同一個模型去解釋決策，不隨著時間推移而有所改變，存錢準備退休就是個例子。這點應該是很清楚的：你不可能搞清楚到底該存多一點，還是少一點，結果最後發現已來不及，你也不可能從經驗中學到如何準確拿捏。到了生命尾聲，你可能會說，我希望我有多存點錢，因為最後幾年的日子過得實在很辛苦；我也應該會樂意放棄一次早先的海濱度假，讓我現在有多一點的錢可花。或者你可能會說，我希望我存得少一點，我在年輕的時候應該更能盡情享用這筆錢。不論是哪一種，你不可能回頭重新活一遍，除非真的可以輪迴再生，你領悟到的道理沒有任何價值。甚至對你的小孩與孫輩們，也沒有什麼價值，因為未來盛行的經濟與社會環境背景，跟今日會有很大的不同。以此類推，當經濟學家想要將適用於選擇冰淇淋口味的理性模型，應用到人生的重大決策上，例如存多少錢或如何投資退休用的儲蓄這一類的決策，那就不清楚這些經濟學家到底在想什麼了。

此外，理性對經濟學家而言，不代表個體的行為表現就必然會使他們更快樂。美國人常說為家人努力工作，但有些人全心工作，沒時間陪家人。心理學家曾研究過快樂，以及個體所做的許多選擇，發現經濟結構的許多改變未必增進快樂的水準。[22]就幸福感受而言，與他人聯絡來往十分重要，然而，我們社會的許多改變已降低工作的意義，這充分反映在政治學家普特南（Robert Putnam）《獨自打保齡球》的經典著作中。[23]

經濟學家一向難得談到，個體作為與快樂或幸福感受的關連，因此他們專注於更狹隘的一致性議題。[24]過去四分之一世紀以來的研究，已然顯示個體的確有一致性的行為，但其方式跟標準理性模型所做的那些預測大相逕庭。意思是說，他們有可預測的非理性行為。[25]

22 參看*Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*, available at http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr, as well as the "Overview" by Jean-Paul Fitoussi, Amartya Sen, and Joseph E. Stiglitz。這個委員會（commission）是由法國總統沙克吉所任命，我擔任主席，Amartya Sen擔任首席顧問。

23 普特南（Robert Putnam）發表《獨自打保齡球》（*Bowling Alone: The Collapse and Revival of American Community*, New York: Simon and Schuster, 2000），發起一個論壇，稱作Saguaro Seminar: Civic Engagement in America，目的在開發一些構想，促進美國人相互之間的聯繫關係，以及美國人與社區機構之間的聯繫關係。三十位成員分別來自學術界、藝術界、神職人員、企業界、以及兩大黨的高層決策人士。研討結果出書，並設立網站www.bettertogether.org，從結合社區居民的角度，提出重新結合美國的策略。參看Lewis M. Feldstein, Don Cohen, and Robert Putnam, *Better Together: Restoring the American Community*（New York: Simon and Schuster, 2003）.

24 不過，在這個主題上的研究文獻很多，且越來越多。參看這個文獻範例，Richard Layard, *Happiness: Lessons from a New Science*（London: Penguin, 2005）, and the *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*, op. cit.

舉例來說，標準的理論主張，「理性的」個體應該只會關注通貨膨脹調整過的實質工資與所得。如果工資下跌5%，但物價也下跌5%，他們就不受影響。不過，工人不喜歡看到工資下跌。隨著物價下跌削減薪資的雇主，要遠比在物價上漲百分之五時加薪百分之一的雇主，給人更負面的印象。

許多想要賣房子的屋主，顯示同樣的非理性。除非拿回當初投入的錢，否則他們不會賣掉房子。假設他們是以十萬美元買的房子，而今天的市價是九萬美元。不過，通貨膨脹會使物價一年上漲5%。許多屋主會等兩年，直到房價漲到十萬美元，儘管扣除物價因素後，他們的等待並沒有賣更好的價錢。

在前面的章節裡，我提到金融市場中一些近乎精神分裂行為的案例。銀行官員宣稱，因為交易對手沒有破產的風險，所以他們沒有篩除信用違約交換，然而，這些交換本身卻押在各種陷於破產的交易對手上。借款者、放款者與證券化業者都同樣認定，房價會無止盡上漲，儘管實質工資下降；未來的違約率估計是根據顯示低違約率的歷史數據，似乎未考慮近來降低的證券承銷標準。[26]

經濟學裡通用的模型曾異想天開假設，個體不僅是理性的，而且是超理性的，他們會運用複雜的統計，利用所有過去的資料，對未來做出最佳的預測。諷刺的是，甚至那些認為其他人可以做到這種預

25 參看Dan Ariely, *Predictably Irrational*（New York: HarperCollins, 2008）.

26 參看Shiller, *Irrational Exuberance*, op. cit., and Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*（Princeton: Princeton University Press, 2008）.

測的經濟學家，自己都做不好這件事。經濟學家未能預見泡沫正在形成，實際上，甚至在泡沫破滅後，他們也未能預見經濟即將要發生什麼事。他們非理性的忽視重要數據，也非理性的認定市場是有理性的、沒有泡沫這回事、以及市場是高效率且會自我矯正的。

泡沫本身對於經濟理論與行為提供了相當深入的見解。標準的模型假設，不僅有期貨市場（比如說，可以今天買賣明天交貨的玉米），這種市場還可買賣任何東西：不僅可以買賣明天交貨的東西，也可以是後天、大後天，直到永遠。標準的模型也假設，針對每一種可預見的風險，都可以買保險。這些不切實際的假設有很深遠的啟示。如果所有產品與風險都有這種市場，可延伸到無限的未來，也涵蓋了所有風險，那就很難發生經濟泡沫。屋主為防備房價崩盤的風險，會去買保險。如果他們及保險市場是理性的話，可能須要付出很高的保險費，等於是告訴他們，保險市場對房價繼續上漲沒有信心，這很可能發生。[27]

27 如果知道泡沫會破，比方說，在二十年內，那麼泡沫絕不會形成；沒有人想要在崩盤前一刻持有資產。然而，那表示終究會有崩盤。但是，基於同樣的理由，如果既知會崩盤，崩盤就會提前來到。瞭解泡沫如何崩潰其實很容易。有趣的是，恰與普遍所相信的相反，理性的預期不足以排除泡沫的可能性。在理性的預期下，只要不同的人擁有不同的資訊，泡沫還是可能存在（顯然就是這樣）。當聯邦儲備當局裡的市場基本教義派認為，全知全能的市場，是不可能產生泡沫的，他們是自視高於所有的經濟理論基礎之上。參看這個文獻範例，Markus K. Brunnermeier, "Bubbles," in Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2d ed. (New York: Palgrave Macmillan, 2008); Dilip Abreu and Markus K. Brunnermeier, "Bubbles and Crashes," *Econometrica*, vol. 71, no. 1 (January 2003), pp. 173–204; and Roger Guesnerie, *Assessing Rational Expectations: Sunspot Multiplicity and Economic Fluctuations*, vol. 1 (Cambridge: MIT Press, 2001).

不過，經濟泡沫通常不只是經濟現象，也是社會現象。我們對世界的信念同樣會受到我們周遭環境的影響。工會成員的信念與那些華爾街權貴的信念，在很多議題上都是天差地遠。有些信念的差異是起於利益上的不同：一般來說，我們都有各自的信念，導引出支撐我們自身福祉的處事原則。但心態的差別，也是因為我們生活的社群不同，每個社群都會有些共同的看法。儘管有破紀錄的虧損，華爾街仍拿納稅人的錢去支付超高的紅利，使得大多數美國人感到憤怒。然而，華爾街的標準看法則是，歐巴馬總統批判這些紅利令他們感到憤怒，那有點在搞民粹，激起平民大眾對華爾街的憤怒。

生物學家研究動物的從眾行為，有時候看起來甚至會遺忘了個體的私利。旅鼠會一個跟一個的跳下懸崖，人類有時似乎也會表現出同樣愚昧的行為。[28]戴蒙（Jared Diamond，美國生物學家）在他的著作《崩潰》裡，描述復活節島島民如何相互接續砍伐樹林，即使那最終會導致他們文明的崩潰。[29]

經濟泡沫有類似的特性。有些人笨到會相信，房價會永遠上漲。有些人也許有某種程度的懷疑，但認為他們比其他人聰明，因此能在泡沫崩塌前全身而退。這全然是一個人類的弱點；跟我大多數的學生一樣，他們全都認為，他們是在班上的前半段。當人們相互談論的時

28 雖然也有「理性的」從眾行為模型，模型中的個體會從其他個體的行為來推斷。參看這個文獻範例，Andrea Devenow and Ivo Welch, "Rational Herding in Financial Economics," *European Economic Review*, vol. 40, nos. 3–5 (1996), pp. 603–616.

29 Jared Diamond, *Collapse: How Societies Choose to Fail or Succeed* (New York: Viking Books, 2005).

候，他們的信念（比如說，泡沫不會那麼快破）會再獲確認。主管當局也受到影響，強化了整個過程：沒有泡沫、只是一點小泡泡；此外，在泡沫破掉之前，很難說它是泡沫。這種一再確認屬實的循環，讓持反對意見的人難以插手。

等到泡沫破滅，大家都說，「誰料得到？」2008年1月，我在瑞士達沃斯（Davos）參加一個會議；泡沫已在年前的八月破滅，雖然樂觀主義者仍然認為沒什麼影響。當我與幾個同事解說泡沫如何成型，以及泡沫破滅的意涵，前排一撮央行人士插嘴宣稱：「沒人料到。」那樣的聲明立刻受到質疑，來自於同一小撮人，他們談論這個泡沫已有好些年。但就某個角度來說，這些央行人士也沒錯：圈內有信譽人士無人挺身質疑當時盛行的看法，不過，有一個累贅的文字邏輯：不挺身質疑當時盛行的看法，會被視作是一種有信譽的作為。

誰說人是理性的

經濟個體很有條理的非理性行為這項事實，有幾個含義。聰明的公司可以利用非理性來尋找獲利機會。金融部門瞭解，大多數個體不看或不懂他們申請信用卡的精美印刷品。個體一旦有了信用卡，他們就會使用它，使用就會產生龐大的費用。儘管有龐大的費用，大多數借錢者不會另找一張更好的卡，部分是因為他們認定，其他信用卡會用同樣的手法欺騙他，也許會更糟。從那個角度來看，他們可能是理性的。房地產業的人知道，大多數個體搞不懂各式各樣的費用與交易的成本，房地產仲介業者，甚至房貸仲介業者，就會受到「信賴」。他們也知道這種欺騙行為要到很久以後才會被發現，而且也不會有什

麼後果，反正只要進行順利，錢是好端端的。

這些系統性的非理性行為也會造成總體經濟的波動。非理性的繁榮導致泡沫與熱潮；非理性的悲觀導致衰退。在非理性繁榮期間，個體低估風險。他們過去這麼做過，而且幾可確定，當這次危機的記憶消褪後，他們未來還會再犯。當資產價格開始上漲，只要銀行願意，人們會用擔保品貸款，這樣即可能激起信用泡沫。由於問題是料得到的，政府透過貨幣、財政與監理政策，可以採取行動協助穩定經濟。[30]

政府要扮演重要的角色：它不僅應該防止個體的不理性行為受到剝削，還應該協助個體做更好的決定。且看看前面談過的、該為退休存多少錢的決策情境。現代「行為經濟學」是經濟學的一個分支，它探究這些系統性的非理性行為，其重要的發現之一就是，問題怎麼設計與提示，會影響個體的決定。因此，如果雇主提出三個退休提撥率供工人選擇，比如說，5%、10%或15%，如何提示這些選項有很大的關係。例如，如果雇主說：「我們會為你的退休金扣繳10%，除非你有其他的指示。如果你希望5%或15%，請勾選。」個體將會跟隨雇主的建議。這種叫做預設值，設想在不同的情況下，什麼樣的預設值對個體最有意義，並據以設定預設值，平均來說，個體可能就會受到導引而做出更好的決定。[31]

顯然，那些導引個體這麼做的人，最重要的是不能有私心：雇

30 研究顯示，個體會低估某些低風險的機率，強化了支持政府介入的主張。對於不確定的事件，尤其是機率低的事件，大多數個體會覺得很難去判斷。他們會買保險，顯示高度地厭惡風險，而同時他們也會賭博，相信自己會有一點偏財運。

主操作自己的退休基金，可能會想要藉較高的提撥率來收取更多的費用。由於公司已知道個體如何做決定，它們試圖利用這種洞察的資訊，實不足為奇。

雖然美國政府尚未運用人類心理學的知識來防止濫權，但它在2008年春，確實用心協力地運用那項知識，協助國家走出經濟衰退。凱因斯曾主張，投資者彷彿是憑動物本能（animal spirit）激發投資行為，那是對投資者最貼切的形容——「一種自發的衝動，要有所作為，而非不作為，但也不是量化的獲利加權平均值乘以量化的機率所得出的結果。」[32]若確是如此，而且如果可以改變當時的心境，也許就能使經濟脫離消沉的心理狀態，進入懷著希望的氛圍——或許，甚至有一種愉悅的感覺，覺得最壞的狀況已過。歐巴馬上任幾個月之後，他的政府發動「復甦新芽（green shoots）」的宣導計劃，或許是受此激發，[33]確實有一些復甦的徵兆，也確實有值得期望的依據：在許多地區，自由落體的感覺已結束；下降的速度已減緩——如以較為數學的方式來形容這個趨勢，就是第二階導數已轉為正值了。

31 在這些情境中，要評定所謂的「更好」，有很複雜的、哲學上的問題。最起碼，要確認他們的儲蓄與投資政策，在晚年生活的消費水準上，有很大的機率不會受迫明顯降低。參看Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*（New Haven: Yale University Press, 2008）.

32 John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money（London: Macmillan, 1936）.

33 歐巴馬政府或許也是受到一本書的激勵，一本同時出版、很有影響力的書，by George A. Akerlof and Robert J. Shiller: *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*（Princeton: Princeton University Press, 2009）.

經濟學家老早強調，預期對行動有重要影響：信念可以影響現實。的確，經濟學家在許多領域已建構了一些模型，有多重的均衡狀態，各有其自我實現的預期。如果市場參與者認為會破產的很多，就會收取高利率來彌補損失；利率提高，實際上就會出現許多破產。然而，如果他們認為會破產的很少，就會收取低利率，而在低利率情況下，不太容易出現破產。[34]

此刻，行政部門與聯準會都希望樂觀的信念可以傳播開來。如果人們相信情況會變好，他們就會開始消費與投資，如果有足夠的人相信這點，那現實上情況就可能變得更好。但預期必須以現實為基礎。會好到可以滿足他們的期望與信念嗎？如果不行，失望就在眼前。而且在失望之餘，可能會有進一步的萎縮，更強化了原來認定國家陷入長時間衰退的看法。就當前的情況來看很令人憂心。即使銀行修復了，即使美國人對未來覺得比較樂觀了，現實則是泡沫——以及2008年以前的非理性樂觀所支撐的消費——不見了。[35]泡沫破滅，許多家計與銀行都承受很大的損失。甚至當自由落體結束，甚至當經濟成長開始（微幅）轉正，失業率還會持續在高檔，甚至上揚，且會維持相當長的時間。經濟學家也許會在語義上吹毛求疵，宣稱一旦成長轉正，衰退就結束了。但對大多數美國人而言，如我先前提到的，只有

34 參看這個文獻範例，Greenwald and Stiglitz, *Towards a New Paradigm of Monetary Economics*, op. cit.

35 索羅斯（George Soros），在他的自反性（reflexivity）理論中，強調行為與預期仰仗其他人的預期與信心。但這種相互仰仗的關係不表示，單單宣稱有「復甦嫩芽」就可以從一個均衡狀態移轉到另一個均衡狀態。參看 Soros, *The New Paradigm for Financial Markets*, op. cit.

當充分就業回復，且工資再度開始成長，衰退才算結束；只憑自由落體結束，以及技術上的衰退結束，就樂觀起來，即使一再強調情況變好了，恐怕也難以持久。期望與現實之間的懸殊差距，會使得美國人更加沮喪。靠吹捧動物本能，只能做到這個地步。可以暫時提高股價，甚至可以暫時誘導更多的支出。但要擺脫像2008年大衰退這種深度的不景氣，只靠一張嘴是不成的。

總體經濟學之役

在主流經濟學的聖殿裡，有許多小教堂致力於一些特殊的問題。每個小教堂都有自己的神父，甚至自己的教義。我前面所闡述的理念戰爭，就顯現在各個分支學門的無數戰役與小衝突之中。在本章節及隨後三個章節中，我將闡述與這次災禍四個主題相關的四個分支學門：總體經濟學、貨幣政策、金融、以及創新經濟學。

總體經濟學研究產出與就業的活動狀況，設法瞭解經濟何以會有顯著的波動現象，何以會有間歇性發作的高失業率與產能閒置情況。經濟理念競爭舞台上的戰役，一般是受到學門之中的思想演進，與實際發生的事件之間，奇特的相互作用所影響。如同我們稍早所看到的，在大蕭條的餘波中，大家都有一個共識，市場是不會自我矯正的，或至少在緊要相關的時間內是如此。（如果任由市場自行運作，在十年或二十年內，市場最終也許會回到充分就業的狀態。）對大多數經濟學家而言，失業率可以飆升到將近25%（1933年），足可證明市場不是很有效率的。雖然在過去四分之一世紀，總體經濟學一直著重在市場是穩定且很有效率的模型上，但希望這次危機可以促使他們

重新思考他們心中潛在的假設。

我稍早曾談到，當焦點從失業轉移到通貨膨脹與經濟成長的時候，經濟學家是怎麼拋棄凱因斯經濟學的。但這項轉移有另外一個、更觀念性的依據。個體經濟學，專注於公司行為，總體經濟學則專注於整個經濟的行為，在凱因斯之後的年代，已發展成兩個分別獨立的分支學門。這兩者運用不同的模型，獲致不同的結論。「個體」的模型說，天下沒有失業這回事，然而失業卻是凱因斯總體經濟學的核心。個體經濟學強調市場的效率；總體經濟學則強調衰退與蕭條中浪費的大量資源。到了1960年代中期，個體經濟學家與總體經濟學家都覺得，這種經濟學的二分法不大理想，[36]試圖合而為一。

有個學派在制定自由化鬆綁政策方面很有影響力，它所主張的個體經濟學競爭性平衡的研究方式，為總體經濟學建立了正確的基礎。這個學派以新古典模型為基礎，有時候被稱作「新古典」學派，或是「芝加哥學派」，因為其中幾位崇高的大師級學者執教於芝加哥大學。[37]由於他們認為市場永遠是很有效率的，他們主張不該擔心經濟上的波動，例如當前的這次衰退，只不過是經濟對外來劇烈震盪（例如科技的變革）的高效率調整罷了。這學派的意見有很強烈的政策建

36 薩姆森（Paul Samuelson）是二十世紀最偉大的經濟學家之一。他是將凱因斯理念引進美國的關鍵人物，尤其是經由他的教科書，*Economics: An Introductory Analysis*，是1948年初版之後四分之一世紀經濟學學生的聖經。他設法調和個體經濟學與總體經濟學的研究方法，藉由他所謂的新古典綜合體（neoclassical synthesis）：其中有兩種體制，一種是有失業的體制，一種是充分就業的體制。一旦政府將經濟恢復到充分就業狀態，有關高效率市場的標準結果就可以使用。薩孟森的新古典綜合體是一種主張，信徒們多年來將它視作一種信念，但它並沒有任何理論上的依據。參看稍後有關批判這個觀點的討論。

議，即政府角色越小越好。

雖然他們以新古典（瓦爾拉斯，Walrasian）模型為學術分析的基礎，但他們將之進一步地單純化，亦即所有的個體都是一樣的，稱之為「代表性經濟個體（representative agent）」模型。但如果所有的個體都是一樣的，就會沒有借方與貸方，因為錢只是從左口袋轉到右口袋，那麼也不會有破產。雖然我之前主張，資訊不完全的問題是瞭解現代經濟學的關鍵所在，但在他們的模型裡沒有資訊不對等這種問題。實際上任何的資訊不對等都可能反映出令人強烈神經錯亂的情況，幾乎完全不符合他們充分理性的假設。他們的模型完全沒有談到當前危機中正在上演的一些重要事件：那麼，如果額外給那些銀行業者一兆或兩兆美元，會怎麼樣？在他們的模型裡，銀行業者跟工人是同樣的人，根本就假設不存在有重要的政策辯論。例如，代表性經濟個體模型預先排除了任何分配方面的討論。意思就是，他們的價值觀（包括所得分配不重要的看法在內）早就深植於他們分析的初始構想之中。

這個學派的分析結論（看起來挺荒謬的）中，有許多是從他們模型中上述及其他極度簡化的假設而來。我在第三章曾提到，政府赤字支出不會刺激經濟。這個結論是比完全市場更不切實際的假設所得出的結果。[38]（a）它假設「代表性經濟個體」知道將來要為政府支出

37 許多芝加哥大學的經濟學家並不贊同「芝加哥學派」其中的一項或多項信條。就跟任何經濟學的學派一樣，有很多變異的形態。其中一個較具影響力的，叫做「實質景氣循環（real business cycle）」理論，因為它不依據貨幣政策，而是設法以經濟受到「實質」衝擊的結果來解釋經濟景氣的上升與下降，例如那些與新科技有關的發展。

繳稅，因此儲備今天的錢以備將來繳稅。這意思就是，減少的消費支出完全抵消了增加的政府支出。（b）此外，它假設政府支出沒有直接的正面效益。例如，興建道路產生今天的所得，但也可能會誘使某個公司擴充，因為送貨到市場的成本降低了。[39]另有個例子，他們主張失業補助是不必要的，因為個體從來不會失業（他們只是享受休閒），而且無論如何，只要他們願意，總能借到錢解決消費問題。更壞的是，失業補助是有害的，因為問題不在於短缺工作機會，任何人想找工作，都會找得到，而是他們沒有努力去找，而且失業保險只會加重這種「道德風險」。

另外有個學派，由新凱因斯學派領軍（旗下有很多分支學派），採取不同的思路來嘗試調和總體經濟學與個體經濟學。依據他們的看法，問題在於過度簡化的個體經濟模型，以及我在本章稍早提到的無數不切實際的假設。[40]過去三十年來的研究顯示，芝加哥學派研究分析所依據的新古典模型，根本就不夠堅實。

38 無論如何，完美市場的假設確實在許多結論中扮演很重要的角色。它的含義表示，沒有信用配給與沒有失業這些事。代表性經濟個體的假設（壽命無限）顯示，從年輕人到老年人或從富人到窮人的所得重分配的後續效應，是不能分析的。它也顯示，今日享受政府支出利益的人們，同樣這些人也就是將來必須繳付稅賦的人。

39 對政府花錢刺激經濟的批評，主要是集中在供給面的影響——稅賦會使人減少儲蓄與減少工作。但就短期而言，減少儲蓄意即有更多的消費，實際上是正面的；工人既已找不到工作，勞力供給減少就沒有負面的後果。所謂未來稅賦抑制工作意願，社會因而每況愈下，則是芝加哥學派研究在知識上欠缺一貫性、被貼上標籤的另一個例子：如果每個人都是一樣的，那麼政府就可以整筆一次課稅（不用管所得多少或工人的任何其他反應行動），這些稅完全沒有扭曲，實際上反而會激勵工作意願。

依此觀點，當年的大蕭條，以及當今的大衰退，證明了市場效率很低，低到無法忽視的地步。其他的時點也是有許多市場失靈的情況，雖然較難察覺，卻是事實。經濟衰退就像冰山一角，更大的問題藏在表面下。由於現代經濟學真正的弱點不在於凱因斯學派的總體經濟學，而是在標準的個體經濟學，經濟學專業面臨的挑戰，是發展一套符合總體經濟行為的個體經濟學。

如我早先提到的，經濟學應該是一門預測的科學。若是如此，應該給芝加哥學派打個不及格的分數：它沒有預測到這次的危機（既無所謂的泡沫或失業，它怎能預測得到），而且真的發生時，除了拒絕政府赤字的風險之外，又講不出什麼道理。它們的處方很簡單：不讓政府插手就是了。

這次經濟衰退不僅「完全市場」的總體經濟學派臉上無光，也重新激起新凱因斯學派內部的辯論。舉例來說，新凱因斯經濟學有兩大脈絡；其一，除了一個重大假設之外，認同大多數新古典學派的假設。它假設工資與物價是僵化無彈性的，就好比說，它們在勞力供給過剩（失業）的時候，不會下跌。隱含的意義很清楚：要是工資與物價更有彈性，經濟就會很有效率，其表現也就會符合標準的新古典模型。[41]這一脈絡認同芝加哥學派在通貨膨脹方面的一些重要事項，而很少去關心財務結構。

另一股脈絡則可以認為是較符合凱因斯本尊的思維，更深層地看

40 特別要參看Bruce Greenwald and Joseph E. Stiglitz, "Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics," *Oxford Economic Papers*, vol. 39 (March 1987), pp. 119–133.

一些市場的問題。工資下跌實際上會惡化不景氣，因為消費者會削減支出。通貨緊縮，或者甚至是比預期要緩的通貨膨脹率，都可以導致公司倒閉，因為營收不夠償付貸款。依此觀點，部分問題是源自金融市場，例如，在實際情況裡，債務合約是不與物價水準連動的。部分問題也是起自於下列的情況，當經濟歷經一段穩定期，促使公司與家計去擔當更大的風險，尤其是借更多的錢，而當他們這麼做的時候，經濟就會變得較脆弱，更容易受到逆境的衝擊。如我們所見，在高度的財務槓桿下，資產價值只要稍微下跌，就能導致大規模的倒閉。[42]

不同的新凱因斯學派所提供的政策處方，差異非常大。有的辯稱，試圖維持工資穩定的政策是部分問題所在；其他則稱，那些政策協助穩定了經濟。有的擔憂通貨膨脹；其他則樂見通貨膨脹。有的著重於金融的脆弱體質，例如銀行的高財務槓桿，而其他則予以忽視。

這次危機發生初期，芝加哥學派與主張「工資—物價」僵化的凱因斯學派，在許多決策圈居於主導的地位。芝加哥學派的信徒說，不

41 這個觀點的源頭要回溯到希克斯（John Hicks），一位牛津大學的經濟學家（牛津大學全靈學院（All Souls College）在我之前的政治經濟Drummond教授講座之一），他在1972年得到諾貝爾獎。他的這個觀點，實際上，二十世紀後半葉大部分期間，是很普遍的看法。

42 第二股脈絡的智識教父是費雪（Irving Fisher），他1933年的經典文獻是"The Debt Deflation Theory of Great Depressions"（*Econometrica*, vol. 1, pp. 337–357），以及像輪迴再生一樣，這個脈絡由下列幾位繼續發揚光大：Hyman Minsky（John Maynard Keynes [New York: Columbia University Press, 1975], *Can It Happen Again?* [Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1982], Stabilizing an Unstable Economy [New Haven: Yale University Press, 1986]）及Bruce Greenwald與我自己，自1980年代初開始，有一系列的論文，包括"Financial Market Imperfections and Business Cycles," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, no. 1 (February 1993), pp. 77–114,及劃下句點的*Towards a New Paradigm of Monetary Economics*, op. cit.

需要政府做任何事情，如果它真做了什麼事，很可能沒有什麼效果，私有部門的作為恰恰會抵消了政府的作為；就算真有什麼效果，很可能是錯誤的效果。當然，他們可以指出一些政府做錯的案例，以及一些私有部門抵消部分政府作為的例子，例如政府支出增加即有部分被民間儲蓄增加所抵消。但他們提出的強勢結論，認為政府總是無效的，所依據的模型是有缺陷的，與真實世界的關聯性很有限，脫離現實上的統計證據與歷史經驗。在主張「工資—物價」僵化的凱因斯學派方面，雖然支持保守派的議題，但認為政府有較積極的角色。更大的工資彈性、弱化的工會、以及其他軟化工人保障的措施，是必備的條件。這是「怪罪受害者」（blame the victim）的又一個例子：工人面臨的任何失業，都要怪罪工人自己。雖然有些國家保障工作做過頭了，但在造成失業問題上，那頂多是最微小的因素，就這次的危機來說，要不是有這些保障措施，情況可能要更為嚴重得多。

貨幣政策之役

當芝加哥學派與「工資—物價」僵化的凱因斯學派聯手制定打擊通貨膨脹的貨幣政策時，所造成的後果恐怕是最為嚴重的。[43]這個結

43 這派的觀點認為，有一種「自然」失業率，因此試圖用降低利率來降低失業率是注定要失敗的，這種政策只會使得通貨膨脹不斷攀升。這個理論有一點點真理在：人們對未來通貨膨脹的預期會靠他們的經驗，那些預期會影響未來的工資需求與通貨膨脹率。但通貨膨脹率的變化與失業率之間，是否有穩定的相關性，則尚有更多的爭議；關於在某個失業水準之下，通貨膨脹會開始上升，更是不確定，我們稍早有提到過。參看這個文獻範例，J. E. Stiglitz, "Reflections on the Natural Rate Hypothesis," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, no. 1 (Winter 1997), pp. 3–10.

果就是，即使在溫和通貨膨脹期間，只要物價稍稍脫離常軌，中央銀行就要全力去解決所引起的低效率，他們完全不管金融市場變得過度脆弱所引起的問題。只要通貨膨脹保持在低的或溫和的水準，金融市場失敗所造成的損失，要比通貨膨脹帶來的損失大上一千倍。

央行人士是一撮易於追隨時尚與流行的人，他們有保守的傾向，一般來說，不認為政府應該干預市場。這個立場有點奇怪：他們的中心任務就是訂定經濟當中最重要的價格之一，利率。因此，問題不在於政府會不會干預，而是在於如何干預與何時干預。芝加哥學派的信徒認為政府政策是造成通貨膨脹的原因。弗里曼的貨幣學派門徒運用過分簡化的模型來支持一個意識形態上的重要論點，藉以限制政府的角色。一個簡單的政策處方（稱作貨幣主義，1970年代及1980年代初風行的理論）提供了施政的方針：綁住政府的手，讓它每年以固定比率增加貨幣供給即可。在政府受到這般馴服之下，市場就可以展現它們的神奇妙用。

貨幣主義的理念依據是，以固定的比率增加貨幣供給是維持物價穩定（低通貨膨脹）的最佳方法，這個比率就是實質產出擴張的比率。很不幸地，就在這個理論成為一時風尚的時候，不利的證據越來

44 會使問題開始攀升的確切通膨水準有待爭辯，而且這個水準可能不時會改變。有一個廣泛的共識，通膨率低於百分之八到十，不會有重大的負面效應，而且有些國家，例如土耳其，在通膨率高得多的情況下，仍有辦法繼續成長。同時，由於價格下跌的僵化，在通膨率太低的時候，可能有調整上的困難。參看 George A. Akerlof, William R. Dickens, and George L. Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 27, no. 1 (1996), pp. 1–76.

越多。貨幣主義在根本上有個實驗性的假設，即貨幣佔GDP的比率（稱作貨幣流通速度）是固定不變的。實際上，過去三十年來，至少在一些國家來說，這個比率變動得非常大。貨幣主義失靈了，如今，幾乎沒有任何政府相信這一套。

設定通貨膨脹目標成為1990年代及近十年流行的政策。在設定通貨膨脹目標政策下，政府選定一個通貨膨脹比率，比如說2%。如果通貨膨脹超過目標越多，利率就要越高。通貨膨脹是萬惡之首，中央銀行的主要工作就是殺掉這條惡龍。設定通貨膨脹目標的理論認為，如果經濟體意識到央行會強勢抑制超過（比如說）百分之二的通貨膨脹，工會或其他人就不太會去要求可能導致通貨膨脹超過那個水準的工資上漲。

專注控制通膨是依據四個觀點，但沒有一個在實證上或理論上獲得充分的支持。第一，央行人士辯稱，通膨對經濟成長有重大的負面效應。恰恰相反，只要通膨維持在低或溫和的水準，似乎看不出來有什麼負面效應，儘管過度嚴厲地壓制通膨的政策，確實會減緩經濟成長。[45]第二，他們宣稱，通膨對窮人的打擊特別嚴重。當聽到銀行人士拿關心窮人當藉口，那就要懷疑了。事實是，損失最多的人是持有債券的人，他們眼見債券的實際價值逐漸流失。在美國及其他大多數國家，社會福利金（Social Scurity，老人退休金）隨著通膨增加。當通膨持續不斷，工資合約甚至自動按生活費用調整。這不是說，確實受

45 我開個玩笑：聯準會下定決心要證明，低通膨到溫和通膨對經濟成長有重大的負面效應，任何能證明這個效應的人將可獲頒獎項，然而，聯準會儘管有一大堆優秀的經濟計量專家，卻無人能贏得這個顯而易見的獎。

到損失的窮人不多；很多退休人士的社會福利金不夠維持生活水準，而且許多人，或許是大多數人，不懂得利用通膨指數連動的債券，這種債券提供通膨的完全保障。在高通膨時期，窮人確實會吃到苦頭，但那跟通膨沒有太大的關係。1970年代末，油價快速上漲，美國人變窮了，消費者必須付更多的錢買油，工人吃到苦頭就不足為奇了。油價震撼也導致高通膨，有人看到生活水準降低，就誤將責任怪罪到通膨上，然而，這兩者其實有共同的肇因。工人最在乎的是工作，如果高利率導致更多的失業，工人就遭到雙重打擊，工作機會短缺，加上工資下跌的壓力。

第三個謬論，認為經濟是在懸崖峭壁上，在通膨的方向上只要稍有一點偏離，通膨就會以加速度滑落深淵險境。或用另一個比喻：打擊通膨必須採用像打擊酗酒的方法。從前的酗酒者被告誡不得沾半滴酒，惟恐他們舊癮復發。因此銀行也辯稱，一個國家一旦嚐到通膨的妙用，需求會越來越大。開始時只是低通膨，很快就加速上揚。實證上再次恰恰相反，在通膨才開始上揚，各國就能夠、實際上也採取行動對抗通膨。

最後一個謬論認為，反轉通膨的代價很高。因此，必須在其冒出頭之前，就要予以消滅。結果又再次相反，有幾個國家（例如以色列與西非國家伽納）曾以很小的代價，就將通膨從很高的水準壓制到低或溫和的水準。在其他國家，就「反通貨膨脹」（disinflation）（亦即壓低通膨）所必需付出的較高失業率代價而言，跟通貨膨脹期間較低失業率所獲的效益相較，兩者相當。

對設定通膨目標政策一時狂熱最有力的批判之一，即是這個政策

對通膨來由的瞭解不夠。如果高通膨是能源與食物價格飆漲的結果，如同2006至2007年的情況，小國家提高利率對這些全球性強大力量的影響微乎其微。沒錯，一個國家可以壓低通膨，其政策會造成很高的失業，進而造成工資與物價下跌，但下藥的傷害比病本身還要嚴重。美國為了克服這個問題以符合總體經濟管控的需要，在量測通膨時，將食物與能源價格排除在外。不過，在大多數開發中國家，這樣會排除百分之五十以上的價格決定因素。即使在美國，食物與能源價格也很受民眾關切，會影響到他們對未來通膨的預期，以及他們對工資的要求。

過度簡化的通膨目標政策在這次的危機中，壽終正寢，還有另一個原因。央行人士天真地假設，低通膨是必要條件，而且幾乎足以確保經濟繁榮。這麼一來，只要通膨維持低水準，他們就可大量釋出流動資金，覺得一切都在掌控之中。然而，不是這麼回事。大量的流動資金激起了資產價格泡沫，泡沫破滅拖垮金融體系與整體經濟。通膨當然可以造成扭曲的情況，那些一心一意強調控制通膨的學者專家（芝加哥學派與「工資—物價」僵化的凱因斯學派）沒錯，因為在通膨的情況下，物價不是全面、同時改變，相對物價會有不同步的現象。[46]但這些扭曲造成的損失，與金融市場脆弱造成的損失相較，就

46 對通膨有另一項批評：因為通膨，人們持有的錢低於「高效率」的水準，低於價格穩定會持有的水準。即使在過去是有些相關性，但在現代的世界裡，大部分的錢是有利息的，這種顧慮已不再正確。當通膨上揚，他們收到的（名目）利息也會上揚。只注意低通膨水準使得人們減少一點點他們原本會持有的貨幣，並擔心經濟效率會因而受到損失，卻忽視資產價格泡沫可能會拖垮整個經濟，清楚說明某些經濟學術派別跟現實世界脫節的程度。

相形失色了。新凱因斯學派的另一個分支，強調金融的脆弱性，似乎贏得了這場戰役。如今，很幸運地，大多數央行人士都體認到，他們必須注意商品的通膨，同時也要注意金融市場與資產價格的泡沫，他們手上也有可運用的工具。[47]

金融界之役

金融市場理論充斥著相信市場理性的理念，超過其他經濟學分支。我懷疑，這是參與市場的保守主義者傳播開來的。相信市場很有效率，以及會自我管理，對許多特殊利益團體而言，很方便他們操作。市場實際上不是如此，所以對他們很不方便。只要市場鬆綁自由化，許多人（包括那些金融市場裡的人）就見到很實在的獲利機會。畢竟，有監管就是有限制。所作所為受到限制的公司，看來要比不受限制的公司獲利差，幾乎是必然的道理。

我說獲利看來較差，是因為每個公司都這麼想，都沒有考慮到撤除限制的整個結果。其他公司的行為也會跟著改變。的確，我們知道標準的經濟理論會說什麼，如果市場效率很高且充分競爭是正確的：到最後，利潤會再次壓縮至零。撤除限制可能會讓第一家公司逮住機會，賺得較高的利潤，但任何這種利潤都會很快消散。有些公司會體

47 如果專心在一件事上，其他事情就有受到忽視的風險。的確，有個普遍性的見解：穩定價格導致數量上不穩定，反之亦然。專注於控制通膨，不僅未能確保真正的穩定，還會損害長期的成長，恰恰與主張訂定通膨目標者預期的相反。大多數其他遇到危機的國家的經驗，它們幾乎從未追回失去的時間。成長終究會恢復，但甚至在十五年後，要是不曾發生危機的話，現在的產出會比現在實際的產出來的高。

認到，維持利潤的唯一方法，不是要比其他競爭者更有效率，就是要設法讓市場的運作不完全。

在金融市場效率上的這場智識性戰役，有非常多的分支戰場：金融市場的價格反映了所有的資訊嗎？它們在決定投資活動上扮演什麼角色？如我們已見到的，運作良好的金融市場是成功的市場經濟的重心，因為可以導引分配稀有的資金，而資金是重要的稀有資源之一。價格機制是市場蒐集、處理、傳送資訊過程的核心。極端的「高效率市場假設」主張，價格準確地反映市場上所有可取得的資訊，比如說，所有與公司做投資決策相關的資訊都有。依據這個觀點，促進市場「探索價格」的角色就是關鍵所在。

價格反映經濟體中發生的一些事情，但有非常多外來的、無關的雜訊，以致於難得有生意人會只靠這些市場價格所提供的資訊。當然，股價會影響決策，因為股票市場影響公司的資金成本。但是，由於某個伊利諾州Peoria市的牙醫與醫師投資俱樂部決定，認為鋼鐵是未來的金屬，它及其他投資者拉抬了今天的鋼鐵股股價，鋼鐵公司會只憑這個就決定投資一個新的鋼鐵廠嗎？石油公司會只憑今天的油價來做探勘的決策嗎？那油價也許只是受到短期投機的影響。

如果高效率市場的假設是正確的，而且市場參與者都是充分理性的，他們就會知道不可能打敗市場。那麼，他們就全都照「市價購買」（buy the market），也就是說，有0.01%的國家財富，就會每種資產各買0.01%。實質上股票指數基金就是這麼操作的，但指數基金過去三十年來有極大的成長，已是一個想要打敗市場的龐大產業。正是市場參與者砸下千億百億資金想要打敗市場這件事本身，駁斥了前

述的雙重假設，說市場是很有效率的，而且大多數市場參與者是理性的。這個理論應驗的部分是，現實裡要「打敗市場」真的很難。市場價格通常會顯示出相當的一貫性：黃豆價格跟黃豆粉（soy meal）及黃豆油的價格之間，其關聯性是很有條理的。意思就是，在任何時點都可以很容易地測試這個市場的「效率」。[48]但要評估更複雜情境下的市場「效率」，就難了。如果市場是很有效率的，就絕不會有泡沫，卻一再地發生。要分辨我們是否處於房地產泡沫中，當然不容易，儘管有一些警示的跡象，大多數人還是失誤了。但有少數人未失誤（例如寶森（John Paulson），他的避險基金賺了數十億美元）。

要打敗市場也許很困難，不過，是因為兩個不同的因素。市場可以是十分高效率的，價格反映所有可取得的資訊，市場也可以只是一位富豪的賭場，價格會隨機因情緒與預期的轉變而受到影響。兩種情況的未來價格都是「無法預測的」。多年來，有很強的證據顯示，「高效率市場」的這套詮釋是不成立的。當前的危機強化了一項結論，而這項結論是依據先前無數的經歷片段得來的，例如，1989年10月29日，全世界股價崩跌大約20%，或更多，沒有任何新聞、任何事件，可以解釋全世界資本價值這麼大幅度的摔跌，即使最惡化的戰爭情況所可能引發的災難，也不會比這更嚴重。沒人能預測到這樣的事件，但也沒人能說，市場上的這種反覆無常，是全能的市場相關資訊處理機制所反映出來的結果。[49]

48 一個常被引用、更簡單的例子，在完全高效率的市場裡，三十二盎司瓶裝番茄醬的價格是十六盎司瓶的兩倍。有交易成本（裝瓶與運送），因此在現實裡，三十二盎司瓶的成本常低於十六盎司瓶成本的兩倍。

許多高效率市場倡導人士的觀點中，有一個令人好奇的不一致現象。他們認為，市場已然是十分高效率的。他們卻誇言金融市場新創產品的優點，而且宣稱他們的龐大紅利與利潤是這些新創產品為社會帶來福祉應有的正當報酬。然而，在這些十分高效率的市場裡，這些新創產品的優勢是很有限的：只有在它們降低交易成本時，才有優勢，可使理性的個體以比其他情況較低的成本風險來管理資金。

少數人（避險基金）似乎的確能持續地打敗市場。有一個方法可做到這樣，符合高效率市場的假設：有內線資訊。內線資訊交易是非法的，如果市場參與者認為其他人在資訊上佔優勢，參與交易的意願會降低。早先（第六章）提到的憂慮之一，幾家大銀行幾乎仗著規模與交易觸角上的優點，有資訊上的優勢。他們未必違反任何法律，但那不是一個公平的競賽場地。[50] 2009年秋，一大堆令人不快的案例顯示著，在避險基金產業裡，很大數目的人的成功是靠內線資訊。[51]

49 在高效率的市場理論之下，股票的價值應該等於預期的未來股利的折現值。因此，市價下跌20%即意味著，未來股利的預期值也突然莫名地同等下跌。根本就沒有消息可以「理性地」解釋這種預期值的改變。就人無法打敗市場的這個觀點，提供一個極佳、熱門的討論，參看Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street: The Best and Latest Investment Advice Money Can Buy*（New York: W. W. Norton, 2003）。就反對高效率市場的假設，提供強有力的主張，參看Shiller, *Irrational Exuberance*, op. cit.

50 一些投資銀行與避險基金從訂單流量（「閃電交易（flash trading）」）相關的提前資訊，賺得千百億的錢，是另一個例子。當然，如果輸家是理性的，他們會領悟到，這是場不公平的競賽，他們就會退出。這些投資銀行的獲利，有些是那些非理性的市場參與者貢獻的，他們寧願相信自己也是段數最高的；然而，有些獲利也許是政府介入市場時貢獻的，例如，政府試圖在貨幣危機時穩定匯率，如我在《全球化的許諾與失落》提到的。

高效率市場與資訊市場

芝加哥學派及其門徒想要認定，資訊的市場跟其他任何市場是一樣的。資訊有供給，也有需求。正如鋼鐵生產的市場是高效率的，資訊生產與傳播的市場也會是很有效率的。不幸的是，這個觀念沒有依據任何深入的分析，它跟資訊不完全市場與資訊完全市場差不多的觀念，是如出一轍的，而且當經濟學家同時從理論與實證兩個角度切入這些問題時，這些觀念都證明是錯誤的。

理論的爭辯是很複雜的，但下面這段也許可以提供某些批判角度的味道。舉例來說，且看市場價格傳達所有相關資訊的主張。那麼，某人只要看市場價格，所獲得的資訊就跟花一大堆錢購買研究分析資料的人一樣充分。這麼一來，不會有人想要去蒐集資訊，接下來就意味著，市場傳達的價格所包含的資訊也就不會那麼充分了。也就是說，在市場傳達所有資訊，以及市場價格包含很充分資訊，這兩者之間，邏輯上說不通。[52]

標準的論述沒有說明資訊的社會價值與私有價值之間的差別。比所有的人早一點知道發現了新的大油田，私人可以獲得極大的報酬。我可以賣石油期貨（押注油價將下跌），然後大撈一筆；可以賣油公

51 有另一種看來好像打敗市場的方法：承擔更大的風險，其方法還不完全明白易懂。參看早先在第六章的討論。

52 參看Sanford Grossman and Joseph E. Stiglitz, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets," *American Economic Review*, vol. 70, no. 3（June 1980）, pp. 393–408。我們也顯示，市場不能完全地集合不同市場參與者迥然不同的資訊。參看Grossman and Stiglitz, "Information and Competitive Price Systems," *American Economic Review*, vol. 66, no. 2（May 1976）, pp. 246–253.

司的股份；賣空油公司股票可以再賺更多。在這些案例中，我的盈利就是其他人的損失，只是財富重分配，並未創造財富。比所有的人早幾分鐘獲得這個訊息，很可能不會影響到任何實質的決策，因此，這個訊息的社會利益很小，或根本沒有。同樣地，一些最成功的投資銀行從交易賺來的錢，很多也是這樣的情況。但在每項交易當中，都有另一方：一方的盈利就是另一方付出的代價。

從這個觀點來看，花錢在資訊上，很多是浪費了；只為了搶第一、比別人先知先覺、藉別人的損失來獲利。結果，每個人都必須花更多的錢，以免落於人後。我用另一種方式向我的學生解釋這個問題。假設在你們聽我講課的時候，各有一張百元紙鈔落在你們每個人的身邊。你們可以繼續聽講，學習重要的經濟學原理，到課堂結束，你們每個人彎腰去撿你身邊的百元鈔票。那是很有效率的解決方式，但不是市場的均衡狀態。你們當中的一個，注意到身邊的同學沒有彎腰，就會趕快彎下腰去，不只是撿起身邊的百元鈔，還會去撿隔壁同學身邊的百元鈔。當你們每個人都察覺隔壁同學會彎腰去撿，你也會立刻彎腰去撿。每個人都希望比別人早撿到。結果，每個人都撿到那張百元鈔，如果都等一會的話，還是會撿到那張百元鈔，但你們搶著撿，課堂就被打斷了，你們所受的教育就短少了。

高效率市場假設與失敗的貨幣政策

普獲認同的高效率市場假設，在聯準會的運作失靈當中，是扮演相當角色的。如果那個假設是正確的，就不會有泡沫這回事。當聯準會還沒有介入那麼深的時候，它辯稱在泡沫破滅以前，看不出來是泡

沫，也就是說，泡沫是無法預測的。聯準會沒錯，泡沫破滅以前，是沒法確定有泡沫存在，但可以發表有強烈發生機率的聲明。所有政策都是在不確定的情境下制訂的，尤其在經濟邁入2006年的時候，情勢已很明朗，當時的情況很可能是一個泡沫。價格飆升的越久，房子越是貴得買不起，就越可能有泡沫存在。

聯準會關注貨品與服務的價格，不是資產的價格，而且擔心提高利率會導致經濟衰退。就這點而言，聯準會是對的，但聯準會手上還有其他的工具，它卻選擇不去用。在網路科技泡沫期間，它的論述就曾犯過完全一樣的錯誤。那時，它應該可以提高融資保證金（margin requirement，個別投資人買股票應有的自有資金比例）。1994年，國會已賦予聯準會額外的職權，管理房貸市場，但聯準會主席葛林斯班拒絕運用這個職權。然而，即使聯準會沒有監理的職權，它可以、也應該要求國會授予必需的權力（正如我先前主張的，它可以、也應該去找國會）。這次危機還在醞釀階段時，泡沫成形的可能性升高，聯準會應該要降低貸款成數比率（loan-to-value ratios）的上限，而不是讓貸款成數升高。它應該要降低房貸支付佔所得比率（payment-to-income ratios）的容許上限，而不是讓比率繼續升高。它應該要限制浮動利率的房產貸款，葛林斯班反而去推廣那些貸款。它也應該要限制負攤還貸款（negative-amortization，定期還款低於應付利息，造成本金

53 社會報酬與私有報酬之間對資訊的這種區別，Jack Hirshleifer 曾提出有力說明 "The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity," *American Economic Review*, vol. 61, no. 4 (September 1971), pp. 561–574, and by Joseph E. Stiglitz, "The Theory of Screening, Education and the Distribution of Income," *American Economic Review*, vol. 65, no. 3 (June 1975), pp. 283–300.

越還越多）與低度文件要求的貸款（俗稱騙子貸款，不要求提供證明文件）。聯準會手上有很多工具可供運用，[54]它們可能不全然有效，但毫無疑問地，它們應該可以抽走一些泡沫裡的空氣。

聯準會對泡沫這麼無所謂的原因之一是，它贊成另一個錯誤的觀念：如果問題發生了，輕輕鬆鬆就可以解決。它認為問題可以輕鬆解決的原因之一是，它相信新的證券化模型：風險分散到全世界，已到了全球經濟體系可以輕鬆吸收的地步。如果佛羅里達州的房市崩盤會怎樣？那些資產只佔全球財富極微小的一部分。這方面，聯準會犯了兩項錯誤：第一，它（如同投資銀行與評等機構）低估相互關聯的程度，美國（以及世界上很多地方）的房地產會一起下跌，原因昭然若揭；第二，它高估了風險分散的程度，實際情形與大銀行自己帳上記載的風險程度不符，它也低估造成過度冒險行為的誘因，而且高估銀行人士風險管理的能耐。[55]

當葛林斯班說，政府可以輕易「修復」經濟，他沒有說明處理這些問題納稅人要付出數千億美元的代價，整體經濟付出的代價還要更高。認為車禍後修理車子比預防車禍容易，是個很奇怪的觀念。前面的幾次經濟衰退都復甦了，東亞金融危機與拉丁美洲金融危機都沒有延燒到美國，但每次都造成重大災難：想想那些遭受苦難的人，他們

54 聯準會假裝沒有工具讓泡沫漏氣，或甚至假裝無法察覺泡沫，或許是它不想要有任何所謂干預市場的動作。但我們都清楚看到，設定利率就是干預市場。

55 2008年10月23日，葛林斯班在Henry Waxman主持的眾院監督委員會（House Oversight Committee）面前，在他著名的「是我的錯（mea culpa）」中，形同認錯。參看稍早文章的討論。

失去工作、房子、舒適的退休生活。從總體經濟的角度來看，即使是溫和的衰退，代價都會很大，更何況這次大衰退的實際代價與預算上的代價，將會高達數兆美元。葛林斯班與聯準會根本就錯了。創立聯準會的部分作用，是要它預防發生這種意外，它不只是設來協助善後的。它忘了它原本的使命。

創新經濟學的戰役

儘管過去百年來美國生活水準提升大多來自科技的進步，標準的經濟理論（稍早談論的新古典模型）卻幾乎沒有談到創新。[56]正如「資訊」被排除在舊模型之外，創新也被排除在外。

主流經濟學家領悟到創新的重要性，開始嘗試發展理論來解釋創新的水準與方向。[57]於是他們重新檢視二十世紀前半葉兩位偉大經濟學家熊彼得（Joseph Schumpeter）與海耶克（Friedrick Hayek）提出的觀念，發現這些觀念不知何故落在主流之外。

熊彼得是個奧地利人，一些最具影響力的研究結果是在哈佛做的，他反駁標準的競爭模型。[58]他著重在創新競爭。他看到的是，每個市場都會暫時被一個壟斷者所掌控，但沒多久就被另一個創新者取代，成了新的壟斷者。是一場搶市場的競爭，而不是一場在市場內的競爭，而且這是一種憑藉創新的競爭。

56 依據某些估計，增加的每人平均國民所得中，相對於資本累積或工人技能進步，有80%以上是由於創新。其他的估計較偏重資本累積。參看Robert M. Solow, "Technical Change and the Aggregate Production Function," *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, no. 3（1957）, pp. 312–320.

熊彼得的分析理論顯然存在相當符合事實的道理。他以創新為重的理論，是超越標準經濟分析的一大進步（本章稍早談到的瓦爾拉斯均衡理論，完全忽略創新這回事）。但熊彼得沒有提出一些關鍵問題：壟斷者不會採取行動嚇阻新對手加入嗎？創新者會不會偏重搶占既有的市場，而不去發展全新的概念？有人可以辯稱，這種創新過程是高效率的，那會有什麼意義嗎？

近來的經驗顯示，情況不如市場派倡議人士宣稱的那麼美好樂觀。例如，微軟利用它的在個人電腦作業系統的壟斷勢力，取得文字處理、試算表及瀏覽器等應用軟體的獨霸地位。它壓制潛在競爭者的行動，對潛在對手的創新活動產生寒蟬效應。的確，壟斷者可以採取

57 這些理論被稱為是「內生的」，因為實在理論的架構之內闡釋創新，有別於「外生的」，那是來自理論架構之外。內生的成長理論要回溯到下列人士的研究：Hirofumi Uzawa, Ken Arrow, Nicholas Kaldor, Richard Nelson，以及他們在1950年代末與1960年代的學生（包括William Nordhaus, Karl Shell與我）。參看下列文獻範例，Hirofumi Uzawa, "Optimum Technical Change in an Aggregate Model of Economic Growth," *International Economic Review*, vol. 6, no. 1 (1965), pp. 18–31; Kenneth J. Arrow, "The Economic Implications of Learning by Doing," *Review of Economic Studies*, vol. 29 (1962), pp. 155–173; Nicholas Kaldor, "A Model of Economic Growth," *Economic Journal*, vol. 67 (1957), pp. 591–624; and Richard R. Nelson and Edmond S. Phelps, "Investment in Humans, Technological Diffusion and Economic Growth," *American Economic Review*, vol. 56, no. 1/2 (March–May 1966), pp. 69–75。我在1970年代末與劍橋大學的 Sir Partha Dasgupta 合作，將研究範圍擴大並與現代的產業組織理論整合。參看下列文獻範例，Partha Dasgupta and Joseph E. Stiglitz, "Industrial Structure and the Nature of Innovative Activity," *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 90, no. 358 (June 1980), pp. 266–293。在後來的幾年裡，Paul Romer 將這些理念再發揚光大： Paul Romer, "Increasing Returns and Long-Run Growth," *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 5 (1986), pp. 1002–1037.

58 Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (New York: Harper and Brothers, 1942).

種種動作提防對手加入，繼續維持霸業。這些動作有的也許有正面的社會價值，例如比對手的創新速度更快。但有的沒有補償性的社會價值。當然，在動態的經濟體裡，每個壟斷的公司終究都將面臨挑戰。豐田篡奪通用汽車的霸業；Google在很多領域都挑戰微軟。但在市場運作過程的整體效率，或在自由放任市場的優點，所謂競爭終究會發揮效用的說法，毫無說服力。

海耶克跟熊彼得一樣，脫離壟斷主流經濟學的均衡理論。他在共產主義爭議正酣的時候撰文，而共產主義主張政府應以支配者的角色來管控經濟。在共產體系當中，由一個「中央集權」的政府計劃部門做決策。一些經歷過大蕭條，見識過大量資源錯置浪費，以及受過極大苦難的人，認為政府應該在決定資源如何分配上，擔當核心的角色。海耶克質疑這些觀點，不僅支持多元化價格體系在資訊上的優勢，也更廣義支持決策機構本身多元化的發展。他認為計畫經濟機構是不可能蒐集與處理所有相關資訊的，跟我們所見識的一樣，他的看法雖然正確，但不表示無限制的價格體系多有效率。

海耶克受到生物進化隱含的譬喻所影響（相較之下，瓦爾拉斯則是由物理學的「均衡」狀態所啟發）。達爾文曾談到適者生存，社會達爾文主義（Social Darwinism）也同樣主張，由適合的公司生存下來的無情競爭，可以使得經濟的效率不斷提升。海耶克簡直將之奉為信條，但在現實情況中，未受導引的進化過程可能會、也可能不會達到經濟上的高效率。可惜自然的選擇未必會選擇長遠看來最好的公司（或機構）。[59]對金融市場主要的批評之一就是，它們越來越短視。在這次危機當中，有些公司抱怨，它們並不想承擔這麼高的財務槓

桿，它們察覺到其中的風險，但如果不那麼做，可能就無法存活。它們的股東權益報酬率會偏低，市場參與者可能會將低報酬率誤解為缺乏創新與進取精神的結果，而且股價就會受到打壓。它們覺得沒有選擇餘地，只有隨波逐流，長期下去終究造成災難，對的股東以及經濟整體都造成重大傷害。

有趣的是，海耶克雖然在保守主義者當中已受到神一般的敬重，但他（如同史密斯）瞭解政府有其必須擔當的重要角色。他是這麼說的，「依據經驗法則，超越所有自由放任資本主義的原則……死板的堅持，」對市場派人士思想信念「造成的傷害，大概是最大的。」[60] 海耶克主張，政府在各種領域都有角色，這些領域包括工時法規、貨幣政策、以及管理適當資訊流通的機構。[61]

過去四分之一世紀的經濟理論，對於市場何以經常失靈，以及如何運作得更好，都提出了極為深入的見解。右派思想家以及聲援的經濟學家，得到從金融自由化運動中獲利的金融利益團體支持，他們寧願忽視這些學術最新進展。他們寧願假裝史密斯與海耶克已為市場高效率這個問題下了定論（也許有添加一些佐證前述定論的花俏數學模

59 物競天擇運作欠佳，尤其是資本市場不完全的時候——資本市場一直都不完全。參看下列文獻範例：J. E. Stiglitz, "Information and Economic Analysis," in J. M. Parkin and A. R. Nobay (eds.), *Current Economic Problems: The Proceedings of the Association of University Teachers of Economics, Manchester, 1974* (Cambridge: Cambridge University Press, 1975), pp. 27–52.

60 Friedrich Hayek, *Constitution of Liberty* (Chicago: University of Chicago Press, 1960), pp. 502–503.

61 他後來的研究似乎對中央銀行的角色有所疑慮。

型），但卻忽視這些學者在政府有介入必要方面的警示。

理念的市場不會比產品、資金或勞工的市場更完美，最好的理念未必勝出。但好消息是，雖然完全市場這個謬論在某些經濟學領域依然稱霸，但有些學者正試圖瞭解市場實際運作。他們的理念對那些想要建立更穩定、繁榮與公平的經濟的國家，正好適用。

第10章
迎向全新的社會

有人說，瀕死的經驗會迫使人重新評估生命的重要事項與價值。全球的經濟才剛有過一次瀕死的經驗。這次危機不僅暴露當前經濟模型的缺陷，也暴露我們社會的缺陷。太多人在占別人的便宜，信任感破滅，幾乎每天都有金融人士的惡行劣跡遭到披露，龐氏騙局、內線交易、掠奪式貸款，以及一堆信用卡騙局，盡可能榨乾倒霉的用戶。不過，本書重點不在追究違法騙徒，而是在於那幫合法銷售有毒產品的傢伙，他們推出、包裝、再包裝那些有毒產品，肆無忌憚，其威脅之大，幾乎拖垮整個金融與經濟體系。我們保住了整個體系，但付出極為高昂的代價。

這一章的論題很簡單，我們應該利用此刻認真想想，反思一下，思考我們想要個什麼樣的社會，而且問問我們自己，我們建立的經濟可以協助我們達成那些渴望的目標嗎？

我們步入歧途且已深陷其中，我們建立了一個唯利主義、凌駕道德承諾的社會。在這個社會裡，我們達成的快速經濟成長，在環境上

或社會上是無法永續的；我們不像一個社群共同體，未能同心協力解決共同的需求。部分因素在於，牢固的個人主義與市場基本教義腐蝕了社群共同體的認同感，於是粗心、不設防的個人受到肆意剝削，社會日益分歧。信任感已嚴重敗壞，而且不只發生在我們的金融機構。不過，亡羊補牢，尚有可為。

經濟如何塑造社會與個體

這次危機得到的教訓之一，我們需要共同採取行動。如我不斷強調的，政府要擔當相當的角色。但還有，我們讓市場肆意塑造我們的經濟，這麼一來，市場也進而塑造了我們及我們的社會。我們要藉這個機會提問，市場是否以我們想要的方式來塑造我們。

人力資源錯誤配置

我已闡述金融市場是怎麼錯誤分配資金的。但美國金融業失控的真正代價，可能要遠大於表象——我們最稀有的人才資源因此錯誤配置。我看到太多的頂尖學生投入金融業，他們擋不住百萬美金的誘惑。在我讀大學的時候，最好的學生投入科學、教育、人文學科或醫學，用智慧改變世界。我清晰記得雙親的教誨，當時我就像所有的十幾歲小伙子，茫然不知未來方向，他們說，「錢不重要，它不會帶給你快樂。（對一個日後的經濟學家來說，是個很古怪的忠告。）運用上帝賜給你的腦袋，好好服務其他人，這才會帶來成就感。」

要是社會報酬跟私有報酬是相當的，那麼，金融業賺得的巨額美鈔就會反映在巨幅增加的社會生產力上。有時候是如此，但太多時候

不是如此，就像這次災難發生前的那段期間。

市場如何改變思考方式且扭曲價值觀

標準的經濟學理論假設我們的偏好生來就已定型，但我們會受周遭環境所影響，其中最重要的，也許就是經濟的影響。

太多人相信報酬反映社會貢獻的理論，他們推論，那些領那麼高薪的人必定對社會有最重要的貢獻。太多人以市場的價值來評價，銀行業者的高薪即表示銀行很重要。

市場如何改變我們的思考方式，藉由對特別加給的態度，可以做個說明。「若只付我五百萬美元，我就只能盡一部分的努力，若要我全力付出，就必須讓我分享一部分的利潤。」這是個什麼社會？竟有企業執行長這麼說。然而，許多企業執行長真真確確就是這麼說的，他們宣稱需要給付特別的報酬來提升他們的表現。

從前有一種社會契約，大家同心協力發展經濟，合理分配收穫。在企業內，首長的報酬通常是工人平均工資的四十倍，看起來是頗大的數字，而且大過歐洲與日本的倍數。在多數公司，這些企業主管也是工人，也就是說，他們不是公司的老闆，但他們身居決策職務，所做的決策包括多少公司所得分給股東、多少分給工人、以及多少分給自己。然而，大約在四分之一世紀以前，開啟了柴契爾與雷根的世代，起了一些變化。報酬上的公平涵義被企業主管如何自肥取代。

市場及政治上發生的一些事情，充分顯現了經濟與政治權力的現實，也傳達給年輕人強烈的訊息，他們如斯響應，如此這般，我們的社會就被定型了。當我們投機報酬的稅率遠低於努力工作所得的稅率，不僅是在鼓勵更多的年輕人投入投機事業，實際上也等於在說，我們社會對投機事業有更高的評價。

道德危機

金融業的冒險行為，帶來的經濟災難，以及隨之而來的財政赤字，這些愚蠢事蹟已有非常多的報導評論；但對於暴露出來的、潛藏於根基的「道德赤字」，評論卻太少，而這個赤字可能更大，甚至更難矯正。追求利潤極盡能事，追求私利氣焰高漲，不見得會創造我們期望的繁榮，但卻一定會助長道德赤字。

靈活做帳與詐欺做帳之間，也許有個很微妙的分際，而金融業就常常跨越了這條線，數年前的世界通訊與安隆（Enron）醜聞弊案就是其中的著名案例。失職與詐欺之間，不見得每次都能分辨出其中的差別，但一個宣稱淨值超過1000億美元的公司，瞬間發現淨值淪為負數，卻推說不知道它的帳務有詐欺行為，這斷無可能。承做房貸業者與投資銀行業者不知道它們創造、購買、再包裝的產品是有毒的，也是令人無法相信的事。投資銀行業者期望我們相信，他們被賣房貸的業者騙了。然而，他們還鼓勵房貸業者進軍高風險的次級房貸市場，因為唯有透過豐沛的房貸供給，以及將高風險資產轉化成新產品，他們才能從中賺取手續費，產生報酬，再經由槓桿操作，使他們看來像個會變法術的金融精靈。如果他們是被騙了，那是因為他們不想知道被騙了。少數人有可能不知道他們在幹什麼，但他們也脫不了其他的罪責，即不實陳述的罪責，他們在對風險顯然無知的時候，卻宣稱瞭解風險。

老王賣瓜，自賣自誇，言過其實這種把戲在很多企業都看得到，雖然幾乎必然是誇大其詞，金融業在自私自利與薪酬方面，也是一樣。不過，最不能原諒的地方是道德敗壞，金融業剝削美國窮人，甚至剝削美國中產階級。如我曾提到的，金融機構發現金字塔底層有錢，想盡辦法合法（很多作為超越了法律）將錢搬到頂層。不過，我們的重點不在質問監理當局為何不出手阻止，我們應該要問那些做出這種事的人，良心到哪裡去了。

在第六章我曾解釋，馬多夫的龐氏騙局跟其他運用高財務槓桿的騙局相較，其實沒有太大的差別。金融界人士知道，或應該知道，短期內的高報酬（伴隨著高昂手續費）之後，接下去很可能會有大筆損失，但依據他們的合約，不會影響到他們的紅利。那些崇拜完美市場者應該知道，財務槓桿不是白吃的午餐（超高的報酬卻沒有負面的超高風險）。景氣好的時節，高財務槓桿產生高報酬；但在景氣不利的時節，銀行也就暴露在龐大的風險下。

以賺錢為人生終極目標，沒有什麼行為是不能做的。跟這次之前的許多銀行危機一樣，每次的情節都有顯而易見的、令我們羞愧的道德顧慮，幾個最惡名昭彰的人物踏進了監獄（然而，即使付了驚人的罰金，帳戶內常常還留有數億美元）：1980年代的基廷（Charles Keating，林肯儲蓄信貸銀行醜聞）與米爾肯（Michael Milken，華爾街垃圾債券大王），以及二十一世紀初的雷（Kenneth Lay，安隆能源公司前總裁，涉及巨額假帳醜聞）與艾伯斯（Bernard Ebbers，世界通訊公司前總裁，涉及巨額假帳醜聞，造成投資人1000億美元損失）。

馬多夫跨越了「誇大」與「詐欺」之間的界限。然而，「道德有

問題」的金融人士名單日益增長。全國金融（Countrywide Financial）公司是美國最大的次級房貸承貸公司，其總裁摩茲羅（Angelo Mozilo）是另一個案例。他已被證管會控告證券詐欺與內線交易：他私下形容他承做的房貸是有毒的，甚至說，全國金融公司是在「盲目飛行」，而同一時間，他卻全力吹捧其房貸公司的實力，其最高品質的房貸採用嚴格的承銷標準。[1]對很多創業人士來說，出售他們的公司可以大撈一筆，每個人都夢想碰到某個願意出高價的笨蛋。他成功了，他出售全國金融公司的股票，賺了大約1.4億美元。

不管你怎麼看這件事，我們的銀行及銀行業者，在這次危機之前及危機期間，沒有做到我們應該期望的道德標準，甚至大肆剝削借款的普通老百姓。次級房貸不過是各種形式、長串惡劣行徑的另一個案例罷了，學生貸款、發薪日貸款、家具與電子產品租賃[2]、以及信用卡與提款卡等也都有類似行徑。

有時候，金融公司會說，對錯與否不是由它們來決定，應由政府來決定。只要是政府沒有禁止，只要可以賺錢，銀行基於對股東的義務，就應該提供資金。依據這個邏輯，菸草公司明知產品讓人成癮致

1 如果摩茲羅（Angelo Mozilo）自己保守這個醜陋的秘密，他也許可以免受追究；自欺行為不算是犯罪，說服別人參與自欺行為也不算。2002年，有幾個投資分析師被逮到類似的欺詐行為：他們有能力依據準確的分析招攬新企業加入，獲得更高的薪酬，不算犯罪，他們評等偏頗，使得幾乎所有股票都是「買進」的評等，也不算犯罪；他們因難得誠實而被逮，在他們送出的電子信函中，形容他們公開吹捧的股票為「狗」、「土司」與「垃圾」。對未來金融人士的教訓簡單明瞭：不要告訴別人你內心最深處的疑慮。參看 SEC Press Release, "SEC Charges Former Countrywide Executives with Fraud," June 4, 2009; Deborah Lohse, "Probe Finds Analysts Pushing Stocks They Privately Bad-Mouthed," *San Jose Mercury News*, April 12, 2002; and Stiglitz, *Roaring Nineties*, op. cit.

命，要求援助也沒有任何不對嗎？[3]

那些認為只要合乎法律、愛怎麼做都可以的人，想要輕輕鬆鬆就混過去。畢竟，企業界花了大筆鈔票，就是想制定容許從事惡毒行徑的法律。金融業奮力阻擋制定防止掠奪性貸款的法律，奮力破壞各州的消費者保護法，並確保聯邦政府（布希時代的標準鬆散）否決州政府的監理當局。更壞的是，許多公司努力想要制定法律，免除它們應付的一般責任。菸草公司夢寐以求的是，只要「低度」管制，但它們行為導致任何死亡的時候，要容許它們辯說，它們所作所為都是受到容許的，因為全都是合法的，而且都完全在政府的監督之下。

負起責任

經濟學在無意之間助長了這種缺乏道德責任的現象。[4]讀亞當・史密斯的書，可能會天真地以為，他要市場的參與者無須考慮道德問題。畢竟，如果追求私利會增加社會的福祉，好像有隻看不見的手在

2 為了規避已經很薄弱的利息與手續費的限制，rent-a-centers公司（家具與電子產品的高利租賃公司）以「分期支付的貸款（time payment loan）」方式銷售家具，但在合約上，他們將自己形容為出租家具，直到付清為止。加上延遲付款的費用與隱藏的收費，付出的總費用常常是原價的好幾倍。我看過的一個案例中，一張150美元的沙發，購物者在幾年的期間內，付給該公司2000美元，卻還未付清。很多州已將這些公司列為非法，但他們設法運用聯邦法律優先來避開州法律。為了打通這方面的關節，這些公司甚至聘請資深前國會議員擔任董事。

3 就跟資助奴隸制度沒有什麼不對一樣，只要它合法（摩根大通銀行前身幹過這種事；"JP Morgan Admits US Slavery Links," BBC News, January 21, 2005），對南非種族隔離政策提供支援也一樣（花旗銀行幹過這種事； Barnaby J. Feder, "Citibank Is Leaving South Africa; Foes of Apartheid See Major Gain," *New York Times*, June 17, 1987, p. A1）。

推動一樣，那麼，每個人所須要做的（所應該做的），就是好好地去追求自己的私利。那些金融業人士似乎就是這樣。然而，很顯然地，追求私利（貪婪）並未增加社會福祉，不論是這次的危機事件，或是早先的世界通訊與安隆醜聞，都一樣。

我在前幾章闡述的市場失靈理論可協助解釋這個問題，為什麼會有這麼大的紕漏；銀行業者追求私利，如何導致這種災難性的社會後果；以及何以銀行業者追求私利沒有為社會帶來福祉，甚至連他們的股東都分不到好處。當發生市場失靈的時候（例如外部因素造成的），市場動作的結果（邊際效益與成本）無法充分反映在價格上（收受的價格或支付的價格）。我曾闡釋過，世界是如何的充斥著外部因素。一家銀行失靈對其他銀行有潛在的災難性影響；銀行體系的失靈（或只是有可能失靈）對整個經濟、納稅人、工人、企業、屋主，就已經產生非常大的影響。法拍屋會壓低附近房產的市價，增加它們步入法拍命運的可能性。

牢固的美式個人主義及其愛現的誇張模式，著牛仔皮靴、雄赳赳、昂首闊步的布希總統就是個非常搶眼的典範，描繪出一個我們自負成敗的世界，自力更生。但就像第九章的經濟人，以及十九世紀由老闆經營的公司，這些都是迷思。「沒有人是孤島」[5]，我們的所作

4 有些人也許會主張，經濟學家應該管自己的專業就好，討論道德事務超出了他們的能力範疇。我們應該要記得，亞當・史密斯是個道德哲學的教授。經濟學專業是關於資源運用如何決策，以及關於那些決策如何影響其他人，對這些會影響其他人的行動的任何調查研究，立刻就會使我們涉入道德的論述。

5 John Donne, "Meditation XVII," in *Devotions upon Emergent Occasions*, 1624.

所為對其他人都有很大的影響；我們之所以是這個樣子，至少有部分是由於其他人的作為所造成。

美式個人主義實踐起來有令人諷刺的現象，人們將成功標榜為自己的努力，但對造成其他人失敗或付出代價，卻不覺得有任何責任感或該負點責任的意思。當有巨額利潤（帳面的）時，銀行業者搶占功勞，宣稱那是他們努力的成果；當有巨額損失（實現的）時，他們卻說那是不可抗力因素造成的。

這些態度都反映在主管的薪酬制度裡，其中雖然強調獎勵，但在薪酬與表現之間，卻常常沒有任何整體性的關連：當表現好的時候，獎勵性的薪酬就高，但當表現差的時候，不足的部分就以其他形式的薪酬來補足，換個名義，例如「留才獎金（retention pay）」。那些業界人士說，即使表現不好，我們仍然必須支付員工高薪，因為其他公司可能會挖角。一般人可能預期銀行會裁掉那些表現差的。那些業界人士卻說，獲利差不是因為表現不夠好，而是因為發生的事件沒有任何人可以掌控。但是，同樣的道理也適用於獲利好的時候。這是認知失調的許多例子之一，也顯示金融市場那些人擅長遁辭詭辯，卻看不到全面性的啟示。[6]

有關究責的問題談得多，卻流於白話：在日本社會裡，負責摧毀自己公司，裁掉數千名員工總裁，可能會切腹自殺謝罪。在英國，公司失敗了總裁就辭職。在美國，他們還在為紅利多少而奮戰。

今日的金融市場裡，幾乎人人喊冤，他們只是盡忠職守罷了，而他們確是如此。但他們的工作常常須要剝削他人，或是靠這種剝削的成果為生。[7]我們有個人主義，卻少了為自己行為負責的個人責任。

「我只是盡職罷了」不能當作抗辯的藉口。

外部因素與其他的市場失靈情況，不是例外，而是常規。如果情況確是如此，就有很深遠的啟示作用。個人與公司的責任感有其意涵，公司需要做的不只是求取最大的市場價值，公司裡的個人則需要對其作為三思，也需要考慮對其他人的影響。他們不能藉口「只是」盡力賺取更多收入，就呼嚨過去。

測量什麼就重視什麼

在我們這種以績效為導向的社會裡，我們盡力做好事情，但我們的作為會受到我們測量的標準所影響。如果學生要考閱讀，老師就會教導閱讀，但花在開發更廣泛認知能力上的時間，就變少了。同樣地，政治人物、決策者及經濟學家都會全力依照GDP的測量標準，設法促成更好的表現。如果GDP不是測量社會福祉的好方法，我們努力

6 另一個認知失調的例子是，反對市值計價會計準則的赤裸裸反應。我在第六章曾提到這個原則，很多金融業人士將其產業的問題歸咎於這個會計原則。多年來，他們稱讚市場「決定價格」的重要（參看第九章）。然而，如今房地產價格低於他們喜歡的價格，他們臨時就對市場決定價格失去了信心。他們說，有非理性的悲觀。但在泡沫破滅之前幾年，都是非理性榮景，非理性悲觀不過是其反面罷了。如果價格是錯的，就表示他們依據錯誤報酬數據領得的紅利是錯的，領太多了。如果銀行業者的智識作為是一貫的，他們應該要提議返還部分紅利，象徵他們的誠意，表示他們真的不相信市場決定價格的原理。但迄今，我還沒聽說有任何一個批評市值計價會計準則的人，照這樣做，照著他或她各由自取的批評邏輯來做。

7 我之前提到過，有很多領悟自己在做什麼的英雄，說他們做不下去。他們對自己的行為負責，但有更多的人不是如此。

8 這個章節大量套用*Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*, op. cit。也請參看Layard, Happiness, op. cit.

達成的目標就是錯的了。的確，就我們真正要達成的目標而言，我們的作為可能適得其反。

美國在經濟泡沫破滅之前，GDP測量的數據並未真實反映美國的實際情況。美國以為狀況比從前要好，其他國家也是如此。泡沫化的價格膨脹了房地產投資的價值，也膨脹了利潤。許多國家因而努力模仿美國。經濟學家做了很複雜的研究，將成功事績與不同的政策之間建立因果關係，然而，如果測量成功的標準是有缺陷的，他們根據研究結果得出的推論就常常是有缺陷的。[9]

這次危機顯示，市場價格受到非常嚴重的扭曲，於是我們測量表現的方式本身也嚴重扭曲。即使沒有這次危機，所有貨品的價格都已受到扭曲，因為我們將大氣看成免費（對水資源也是如此），實際上它很稀有。任何特定產品的價格扭曲程度，要看它生產中的「碳」含量而定（包括生產過程中加入的所有成分）。

有些關於環境保護與經濟成長之間權衡取捨的爭辯，其實是不恰當的：如果我們正確測量產值，就不會有取捨的問題。在良好的環保政策之下，正確測量的產值會比較高，環境也會變得更好。我們會察覺到，表面上從吃油大車（如悍馬，Hummer）賺到了利潤，其實是錯誤的：我們未來的福祉將要為那些利潤付出代價。

9 用GDP當作衡量福祉的標準引發質疑，這不是第一次。1990年代末，依據GDP的指標，阿根廷看來似乎好極了。IMF稱讚阿根廷，將「即將丟臉到家」的梅南（Carlos Menem）總統請到華府的年度會議，盛大誇耀他為其他國家的表率。然而，阿根廷的表現跟美國一樣，建立在紙牌堆起的房子上。有很多相似的地方：兩個都靠大舉外債來滋養消費榮景。好的量測標準應該要顯示出外債的增加，提供清晰的指標，顯示未來的經濟成長面臨風險。

我們的經濟成長也是在透支未來：我們的生活方式是透支的。有些經濟成長也是靠耗竭自然資源與惡化環境換來的，由於我們這種負債不是很明顯，更令人反感。[10]這樣的結果，會使得未來的世代更為貧窮，但我們的GDP指標卻未反映這個現象。

我們衡量福祉的方式還有其他的問題。人均GDP（國家人均生產總值，亦稱平均每人國民所得）衡量我們在醫療上的支出而非產出。以我們的健康狀態為例，醫療產出的結果應反映在平均壽命上。現行GDP的結果顯示，我們的醫療體系效率越差，即使國民健康變差了，GDP反而會更增加。美國的人均GDP表面看來比法國與英國高，部分原因是，我們的健保體系效率較差。我們花的錢遠比人家多，得到的健康卻遠比人家差。

舉最後一個誤導我們衡量標準本質的例子（還有很多）[11]，即便我們社會大多數個人覺得，不僅生活變差了，且實質上也變差了，此時我們平均的人均GDP卻可能在增加。當社會貧富不均擴大，就會發生這種情況（已在全世界大多數國家發生）。餅變大並不表示每個

10 用GDP來衡量福祉的這些問題上，美國並不孤單。在那些嚴重依賴礦藏、石油、木材或其他自然資源的國家，許多今日的消費是以未來子孫的福祉為代價所換來的。其結果是，當前的生活水準是無法永續的。例如，英國已耗盡其北海的油藏，同時也使其製造業的基礎衰微，並將其未來押注在動盪不安的金融體系上。有幾個國家，例如智利與挪威，已體認到這個問題，並已提撥基金。他們在消耗地下財富的時候，已利用其收入來增進地上的財富。

11 如果我們的社會功能變得更加失調，例如花更多錢在監獄上，這使得我們的GDP上升，但簡直就不算是成功。這種支出稱作「防禦性支出（defensive spending）」。參看 William D. Nordhaus and James Tobin, "Is Growth Obsolete?" *Economic Research: Retrospect and Prospect, vol. 5: Economic Growth* (New York: Columbia University Press, for the National Bureau of Economic Research, 1972).

人（甚或大多數人）就分得更多。我在第一章曾提到，經過通貨膨脹調整後，即使2008年人均GDP（以平均數為準的衡量標準）比2000年增加了10%，而同期間，美國的中等家計所得（median household income）卻減少了大約4%。[12]

不管如何定義，社會生產的目的就是為了增進社會成員的福祉。雖然沒有單一的衡量方式可以掌握現代社會的複雜狀況，但GDP的衡量在關鍵地方失靈了。我們需要的衡量方式，要著重個別老百姓如何過活（衡量中等所得要比衡量平均所得好得多），著重永續性（例如，測量要考量資源耗竭與環境惡化，以及負債增加），還要著重健康與教育。聯合國開發計劃署（United Nations Development Programme, UDNP）已設計出一種更周全的測量標準，包括教育與健康，還有所得。依照這些尺度，北歐國家要比美國好得多了，美國只排第十三名。[13]

然而，即使經濟上的測量標準已擴大至健康與教育，還是省略了很多影響幸福感的因素。普特南曾強調與其他人聯繫關係的重要。在

12 Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Acccounts Table, "Table 7.1. Selected Per Capita Product and Income Series in Current and Chained Dollars," August 27, 2009, release, available at http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=264&Freq=Qtr&FirstYear=2007&LastYear=2009, and U.S. Census Bureau, Current Population Survey, "Table P-7. Regions—People (Both Sexes Combined) by Median and Mean Income," available at http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/incpertoc.html.

13 United Nations Development Programme, Human Development Index, 2008. （金融危機發生之前）2008年，冰島排名第一，挪威排名第二，瑞典排名第七及芬蘭排名第十二。

美國，那種聯繫關係的感覺在減退，也許是我們經濟組成的方式造成的。[14]

喜馬拉雅山脈的不丹，曾嘗試開拓不同的方式，試圖建立一套國民幸福毛額（GNH, gross national happiness）的測量標準。幸福跟有形貨物只有部分關係。有些方面，比如說精神價值，不能且不太應該量化。但有一些其他的，是可以量化（例如社會聯繫關係）。不過，即使沒有量化，著重這些價值，可以突顯我們為經濟與社會重新定向時應該思考的途徑。

安全保障與人權

安全保障是社會福祉的重要面向。大多數美國人的生活水準，也就是他們的幸福感，要比國民所得統計（「中等家計所得」）所顯示的，下滑得更嚴重。他們工作的安全感降低了，因為一旦失去工作，也會失去健保。學費飆升，讓孩子受教育的安全感也降低了。退休帳戶縮減，安享晚年的安全感也降低了。如今，大部分的美國人也擔憂能否保住房子。房產價值與房貸之間的差額，是家庭資產的緩衝墊，現在消失了。大約一千五百萬間房子，約占全國所有房貸的三分之一，其房貸餘額已超過房產的價值。[15]在這次經濟衰退當中，兩

14 Putnam, *Bowling Alone*, op. cit.

15 如果房價再跌的話，房貸餘額超過房產價值的房子數目還會升高。對於房價還會再跌多少，有相當大的不確定性，但有一項估計暗示，當房價一直跌到2001年第一季的時候，滅頂房貸所佔百分比將上升到八分之四十八，相當於兩千五百萬戶。Jody Shenn, "'Underwater' Mortgages to Hit 48 Percent, Deutsche Bank Says," Bloomberg.com, August 5, 2009.

百四十萬人因為丟掉工作而失去健保。[16]對這些美國人來說，生活正瀕臨絕境。

更大的安全保障甚至有促進經濟成長的間接效果：它讓個人願意承擔較大的風險，因為知道一旦事情發展不如預期，還是有某種程度的社會保障。協助人們換工作的計劃，可以確保我們最重要的資源之一，人才，受到更好的運用。這些社會的保障也有政治上的作用：如果工人有更大的安全感，對於保護主義的要求就會減少，沒有保護主義的社會保障就可以因此使得社會更有活力。而更有活力的經濟與社會，加上適度的社會保障，可以使得工人與消費者更有滿足感。

當然，工作保障可能過度，表現差不會受到懲罰，表現好的獎勵卻太少。但諷刺的是，在道德風險與獎勵效果方面，我們又一次顯現對個人的擔心大於對公司的擔心，而這個現象大大扭曲了當前危機的因應對策。布希政府因此未能積極面對千百萬失去房產或失業的美國人，布希政府不願被看成在「獎勵」那些貸款不負責任的人，也不願增加失業保險，因為那會消減找工作的誘因。政府應該擔心的是，新建立的企業安全網及其中的浮濫獎勵。[17]

富裕的美國企業也談論安全保障的重要性。它們強調財產權利

16 Nayla Kazzi, "More Americans Are Losing Health Insurance Every Day: An Analysis of Health Coverage Losses during the Recession," Center for American Progress, May 4, 2009, available at http://www.americanprogress.org/issues/2009/05/pdf/healthinsurancelosses.pdf.

17 如我在本書其他地方所主張的，大多數美國人想要工作；問題不在於他們懶惰，而在於工作機會太少。為了避免失去房子，大多數美國人願做他們能做的事；問題在於推銷給他們的房貸，超越他們的償付能力。他們已學到教訓，親身承受了非常大的痛苦，他們大多不太可能再犯同樣的錯誤。

安全保障的重要，以及沒有安全保障的話，就會使得它們不敢投資。它們跟一般美國人一樣，都「厭惡風險」。公共政策在財產安全保障方面投入了極大的心力，尤其是右派人士。但諷刺的是，很多人都主張應該削減個人的安全保障，削減普通老百姓的社會保障金（Social Security，亦稱社會保險制度）與工作保障。這是一種古怪的矛盾說法，跟最近談論的人權問題極為類似。[18]

美國與蘇聯開啟冷戰之後數十年期間，在人權問題上爭鬥不休。世界人權宣言（Universal Declaration of Human Rights）表列的權利包含基本的經濟人權與政治人權。[19]美國只想談政治人權，而蘇聯只想談經濟人權。許多第三世界國家，雖然注重政治人權，但更重視經濟人權：對餓得半死的人來說，選舉權有什麼好處？那些國家質疑，有複雜爭議的議題時，要未受任何教育的人行使投票權，是否有意義？

最後，在布希政府時代，美國開始意識到經濟人權的重要，不過，這種認知是向一側傾斜的：它著重資金自由進出國度的權利，資金市場的自由化。另外，智慧財產權與財產權通常也是較被重視的經濟權利。但是，為什麼這些企業的經濟權利就要優先於較基本的個人經濟權利，例如享用健保、住房或教育的權利？或者是最起碼的安全保障權利？

這些是所有社會都要面對的基本問題。充分討論這些議題會超越

18 在討論這些「人權」議題方面，我要感激哈佛大學教授甘乃迪（David Kennedy）。

19 聯合國大會在1948年12月10日正式通過世界人權宣言。

這本小書的範疇，不過，我們應該要很清晰的知道，這些權利不是天上掉下來的，它們是建構社會的概念，我們可以將它們看作是社會契約的一部分，這個契約是我們在共同體中一同生活的治理準則。

休閒與永續性

在我們標準的GDP測量中，還有一些沒有好好納入計算的價值：我們重視休閒，不論是用來鬆弛身心、家庭和樂、文化陶冶，還是用來運動。休閒對千百萬的人來說，尤其重要，他們在工作上無法獲得即時的滿足，他們為生活而工作，而不是為工作而生活。

七十五年前，凱因斯為人類慶賀，因為在歷史上人類將第一次不用擔心「民生問題」。[20]在人類所有的歷史中，人類將大部分的精力耗在尋找食物、庇護所及衣物。然而由於科技的進步，一星期只消工作幾個小時就可滿足這些基本的需求。例如，不到百分之二的美國勞動力，即可生產所有需要的食物，即使是消耗過度且日益肥胖的國家都吃不完，過剩的食物還足以使美國成為主要的小麥、玉米與大豆的出口國。凱因斯想要知道的是，我們人類要怎麼因應這些進步的成果。看到英國上流社會消磨時間的方式，他的擔憂是相當有道理的。

20 "Economic Possibilities for Our Grandchildren (1930)," in John Maynard Keynes, Essays in Persuasion (Harcourt, Brace and Company, 1932), pp. 358–373. 最近有本書, Revisiting Keynes: Economic Possibilities for Our Grandchildren, edited by Lorenzo Pecchi and Gustavo Piga (Cambridge, MA: MIT Press, 2008), 其中對於凱因斯預言為何沒有實現的不同解釋，有所討論。特別要參看我的章節，"Toward a General Theory of Consumerism: Reflections on Keynes's Economic Possibilities for Our Grandchildren" (pp. 41–87).

他沒有充分料到後來發生的事情，尤其是最近的三分之一世紀。美國與歐洲的反應方式看起來是有所差別的。與凱因斯的預測相反，美國整體來說，並未有更多的休閒享受。每個家庭的工作時數實際上是增加了（過去三十年來增加了26%）。[21]我們變成一個貪圖物質享樂的消費者社會：每個車庫裡都有兩部車、每個人都聽iPod、換穿數不盡的華服，我們隨買隨丟。[22]歐洲的作風則大不相同。歐洲人固定要度五個星期的假，美國兩個星期的規矩令他們相當畏懼。法國平均每小時的產出要比美國高，但一般法國人的工作時數比較少，所以所得也較低。

這些差異不在於基因，而在於我們社會各有不同的演進結果。大多數法國人不願與大多數美國人交換角色；大多數美國人也不願與大多數法國人交換角色。美國與歐洲的演進結果，都不是原先預料得到的。我們應該自問，這是否是我們當初會選擇的路。而做為社會學者，我們可以試著去解釋，美歐各自為什麼會做出當初的選擇。

21 Olivier Blanchard, "The Economic Future of Europe," National Bureau of Economic Research Working Paper 10310, February 2004, available at http://www.nber.org/papers/w10310.

22 美國人知道應該要多儲蓄，準備小孩的教育、預防被裁員、因應緊急事件，但又無法抗拒擁有商品的立即「需要」。在追求物質享樂的社會，人們比擁有的東西、比吃喝享樂，以此來評量自己。這是個競爭激烈的友誼賽，為了攀比炫富的鄰居，就必須賺更多。這樣的社會環境裡的選擇很清楚。這是標準的「新古典」模型另一個可能缺陷：它假設每個個人的幸福感，只跟他的消費有關，跟他人無關。不過，證據顯示，個人確實在乎人我位置。參看下列文獻範例，Robert H. Frank and Cass R. Sunstein, "Cost-Benefit Analysis and Relative Position," University of Chicago Law Review, vol. 68, no. 2 (2001), pp. 323–374, and Erzo F. P. Luttmer, "Neighbors as Negatives: Relative Earnings and Well-Being," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, no. 3 (August 2005), pp. 963–1002.

我們也許不能說，哪個生活方式比較好，但美國的生活方式是沒有辦法持續的。其他的國家也許更是如此。如果開發中國家想要模仿美國的生活方式，這個星球可說氣數已盡。沒有足夠的自然資源，全球暖化的衝擊也無法忍受，美國必須要改變，而且還要改得快。

社群共同體與信任感

牢固的個人主義模式，加上市場基本教義派的主張，不僅改變了個人對他們自己及其偏好的看法，也改變了他們之間的聯繫關係。在牢固個人主義盛行的世界裡，幾乎不需要社群共同體，也不需要相互的信任感。政府是個障礙；它是問題，不是答案。但是，如果外部因素與市場失靈無所不在，就有需要採取集體的共同行動，自願性安排是不夠的（因為少了「強制性」，無法確定人們會行所當行）。[23]但更嚴重的是，牢固的個人主義加上甚囂層上的享樂主義，貶抑了相互的信任感。即使在市場經濟裡，相互信任是讓社會可以運作的潤滑劑。沒有信任感的社會，有時還是可以勉強過日子，一切訴諸於法律，比如說，契約，但那僅僅是次佳方案。在當前的危機裡，銀行業者失去了我們的信任，他們相互之間也失去信任感。經濟歷史學家早就強調，在貿易與金融的發展中，信任感有其重要性。何以有些社群培育出全球性的商人與金融家，那是因為社群成員之間相互信任。[24]這次危機學到一個很大的教訓是，儘管幾個世紀來有萬千改變，我們複雜

23 2009年諾貝爾經濟學獎得主，政治科學家奧斯特羅姆（Elinor Ostrom），曾研究小社群的社會與經濟制裁，如何能成為社會管控的重要工具。

的金融業還是要靠相互信任。一旦信任感解體，我們的金融業即動彈不得。然而，我們建立了一個鼓勵短視行徑的經濟體制，短視到根本未考慮信任感解體的代價。（如我們所見到的，這種短視行徑就是金融業其他令人煩憂的行為的原因，它也是社會不願處理那些甩不掉的環保問題的原因。）

這次金融危機讓我們意識到信任感的消蝕，也加速了它的消蝕。我們一直將信任視為理所當然，而結果這種信任感卻削弱了。往後，如果我們不做一些根本上的改變，我們將無法再仰仗相互的信任。如是這樣，將會根本性的改變我們相互對待的方式，將會妨礙我們相互的關係，也將會改變我們如何為自己想、如何為別人想。我們共同一體的感覺會更加消蝕，甚至我們經濟的效率也會受到損害。

證券化，及其被濫用的情形，具體顯示了市場可以削弱人際關係與社群認同感。在一個穩定的社群共同體當中，銀行業者與借款人之間維持「友好」關係，銀行業者認識來借錢的人（因此借款人一旦真的面臨困難，銀行業者知道何時及如何重新調整貸款條件）。這也許有部分是不切實際，不過，其中還是有些真實的道理在；這種關係有部分是建立在相互的信任上。在證券化的情況下，不需要有信任感；放款人與借款人之間沒有人際的關係。所有東西都是沒名沒姓的，與房貸特性相關的所有資訊，都是以統計資料摘要呈現。那些生活陷於

24 參看 Avner Greif, "Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition," *American Economic Review*, vol. 83, no. 3 (June 1993), pp. 525–548, and Avner Greif, Paul Milgrom, and Barry Weingast, "Coordination, Commitment, and Enforcement: The Case of the Merchant Guild," *Journal of Political Economy*, vol. 102, no. 4 (August 1994), pp. 745–776.

絕境的人，只是幾個數字，貸款重整只能就法論法（房貸業者依法只能如此），以及從證券持有人期望的最大報酬來考量。放款人與借款人之間的信任蕩然無存，證券持有人就不信任證券發行業者會照顧他的利益。既然缺乏信任，很多契約都限制貸款重整的空間。[25]放款與借款雙方都陷入法律糾葛，同受其害，只有律師是贏家。

然而，即使貸款重整可行，致使放款人佔借款人便宜的同樣誘因，依然存在。就算銀行業者對其他人曾有過憐憫之心，也不會用在這個時候：他們擔心自己的工作不保都來不及了。那麼，他們既已精於算計，知道如何剝削一般屋主以增加獲利，我們憑什麼期待他們不會藉機再剝一層皮？媒體與政府似乎很訝異貸款重整緩慢的消息不斷，以及有太多貸款重整案例看起來對借款人相當不利。只延長貸款償還期限的重整，當下就增加了手續費（直接助長放款人的獲利），恰符合放款人所願，而且他們知道，許多借款人手頭緊，每月償款不易，又不願失去他們的房子與尊嚴，不得不接受這些差勁的條件。

證券化不會消失，它是現代經濟實際運作的一環。然而，藉由這次拯救金融業的行動，我們形同補貼了證券化。我們至少應該建立一個公平的遊戲場地，而且我們也許要對證券化有所抑制。

25 欠缺信任感主因是明顯的利益衝突，當房貸服務業者是由第二抵押權持有人所擁有時，情況會更惡化。那時，不同的債務重整方式對第一與第二抵押權持有人的影響有差異。許多金融業者居然沒有意識到這些潛藏的利益衝突，委實令人嘆為觀止。

傾頹的危樓

這次危機暴露出我們社會當中的裂隙，介於華爾街與典型美國中產階級之間，介於美國富人與其他社會成員之間。我已經描述過，過去三十年來，雖然社會頂層的人過得非常好，大多數美國人的所得卻陷於停滯，甚至下跌。這些後果都被暫時掩蓋了；在社會底層的那些人，甚至那些中產階級，都被灌輸要繼續消費，就好像收入有在增加一樣；他們也受到鼓勵，靠借錢透支過生活；而房產泡沫使之變得可行。回到現實的後果，其實很簡單，生活水準必須要降低。我懷疑，大家領悟到這個道理，才會去激烈爭辯銀行的紅利。

這個國家整體來說，過的是透支的生活，勢必要有所調整。而總有人要為拯救銀行的行動買單，即使是照比例分擔，對大多數美國人來說，都是個災難。2000年來，中等家計收入已經下降4%的情況下，沒有選擇的餘地：如果我們還想保存一點公平正義感，首當其衝該調整的，必定要從那些過去三十年收刮太多的社會頂層人士著手，還有金融業，它們讓其他社會成員付出了高昂的代價。

但在政治上沒那麼容易，金融業不願坦承失敗。道德上的行為與個別的責任是該接受應有的指責；所有人類都免不了會犯錯，包括銀行業者。但是，我們見到的是，他們不斷將罪責推給別人，包括那些被他們加害過的人。

面臨當前的艱難調整，我們並不孤單。英國的金融體系比美國膨風的更厲害。蘇格蘭皇家銀行在它倒閉之前，是歐洲最大的銀行，2008年遭受的損失是全世界銀行當中最大的。跟美國如出一轍，英國也有房地產泡沫，如今也破了，要適應新的現實，也許須要減少相當

於10%的消費。[26]

國家願景

政府不曾刻意想過建構或重建經濟這回事，但有個例外，曾經轉進與轉出戰時經濟。就二次世界大戰的例子來說，這方面做得很好。但是，我們雖然沒有那麼刻意地去推動，並不表示公共政策沒有影響到我們社會的發展。艾森豪總統的高速公路計劃建立了現代的郊區生活模式，也帶來它所包含的所有缺點，包括能源、廢氣、通車時間等方面的代價。它導致一些城市解體，及所有隨之而來的社會問題。

我在第七章曾主張，不管喜不喜歡，我們的現代社會須要政府擔當很大的角色：從訂定規則並貫徹執行，到提供基礎建設，到資助研究、提供教育、健保及各種形式的社會保障。許多政府支出是長期性的，許多都有長期的影響（艾森豪的高速公路計劃就是個範例）。如果這些錢要花得恰到好處，就必須要想想，我們要往哪裡去。

這本書從頭到尾，我們看到了幾項變化，它們之間相互作用，改變了市場及我們社會的本質：個人與社會群體（包括政府）均衡和諧的態度變調了，經濟與非經濟活動均衡和諧的角度變位了，市場與國家均衡和諧的角色偏移了，也從透過信任來斡旋的個人關係，變成仰賴法令、透過市場來斡旋的關係。

我們也見到日益短視的現象，在個人、公司與政府等各方面皆

[26] Dieter Helm, "Britain Must Save and Rebuild to Prosper," *Financial Times*, June 4, 2009, p. 9.

然。如我們所提到的，美國經濟包括金融在內的許多部門，近來出問題的部分原因，就是過度重視短期效益（這事本身是管理者資本主義〔managerial capitalism〕的一個面向）。長遠的成功需要長遠的思維，也就是願景，但是我們如今建構的市場，鼓勵的方向卻恰恰相反，而且我們還阻止政府來填補這個缺口。雖然政客短視比起企業經理有過之而無不及，但要求政府長遠規劃的呼聲卻更大。

要長遠規劃就要有願景。法國的策略性投資基金（Strategic Investment Fund）總裁米歇爾（Gilles Michel）說得強而有力，「國家有權提出願景。」「我們認為由公權力當局來操心國家產業結構的本質與演進，是正當合理的。」[27]經濟學理論提供部分的理論基礎：外部因素是存在的（回到這本書的共同主題）。發展一個新產業或新產品，對其他產業或產品都會有漣波效應，也許會有創業者看不到的好處，而且即使他看得到，也抓不著。

意思就是，政府既然花了那麼多的錢，要政府沒有願景是很難的，願景可小可大：國家要多依賴耗油汽車，還是多依賴公共運輸，航空運輸或鐵路運輸；經濟要多重視研究、創新與教育，還是多重視生產製造。2009年2月通過的振興方案顯示了一些沒有願景的例子，且看那會變出什麼來：在社區被迫裁撤老師及大學被迫大幅縮減經費的時候，國家在蓋新的馬路。在政府應該提升投資的時候，減稅鼓勵消費。

[27] 被引用在Peggy Hollinger, "Dirigisme de rigueur," *Financial Times*, June 4, 2009, p. 7.

政治、經濟與社會——美國式的腐敗

許多談到的問題都是老早就知道的，然而處理這些問題的進展卻很緩慢。為什麼一個有那麼多人才的國家，可以將人送上月球的國家，卻不能在解決地球的這些問題上，做得好一點呢？

艾森豪總統警告過軍事工業集團（industrial-military complex）的危險。[28]但在過去的半個世紀裡，這個集團擴大了勢力範圍：影響美國經濟與社會決策的特殊利益團體有金融、製藥、石油與煤礦等，它們的政治影響力使得理性決策幾乎是不可能的事。在一些案例中，遊說人士在詮釋複雜的社會與經濟現象上，發揮一些合乎情理的作用，但其看法顯然是向一邊傾斜。但在許多關鍵的議題上，他們的行動跟赤裸的搶錢沒什麼兩樣，製藥工業最近要求最大的藥品買家（政府）不要殺價，就是一個惡例。不過，在這次危機之前與之後，金融業都是最惡劣的榜樣。

當美國受到選舉獻金、遊說人士及其旋轉門制度嚴重蒙蔽的時刻，要美國達成任何自己設定的願景目標，都將是很困難的事。或許，我們可以勉強混過去，但我們今天要付出什麼樣的代價，未來子孫又要付出什麼樣的代價？這次危機應該是一個覺醒的信號：代價可能會很高、非常高，甚至超越世界上最富裕國家所能承受的地步。

28 在艾森豪1961年1月17日的告別演說"Farewell Address to the Nation"中，他說：「龐大軍事機構與龐大軍火工業的結合，對美國是個新的經驗。其總影響，在經濟上、政治上、甚至精神上，每個城市、每個州政府、每個聯邦政府單位都感受得到。我們體認到這項發展有其迫切的需要，然而，我們必定要瞭解其嚴肅的含義。我們的辛勞、資源與生計都與之息息相關；甚至於我們的社會結構也是。」

關於未來的結語

我寫這本書寫到一半的時候，自由落體的感覺已停止了。或許，在這本書出版的時候，危機的感覺也沒了。或許，經濟已回復到充分就業的狀態，不過，這不太可能。

我曾表明，我們國家與全世界所面臨的問題，必然不只是金融體系小小的調整就可以解決的。有些人主張，我們的自來水管路系統出了點小問題，管道堵塞了，我們叫那些當初裝設管路的水管工來修理。這些水管工捅出了這個大婁子，想來只有他們知道怎麼清理。別管他們裝設時是否收了我們太多錢；也別管這回修理是否收了太多錢。我們應該要謝天謝地，管路又通了，乖乖把帳單付了，然後禱告他們這次要比上次做得好。

但這不只是單純的「水管」問題：我們金融體系失靈象徵我們經濟體系有更廣泛的失靈，而我們經濟體系失靈反映出我們社會更深層的問題。我們出手拯救的時候，不曾清楚想過，我們最終想要的是個什麼樣的金融體系，而結果卻由害我們掉進大麻煩的同一票政治勢力來決定。我們沒有改變我們的政治體制，所以我們也許不應該對結果有什麼大驚小怪的。然而，還是有希望，還是有改變的可能。改變不僅是可能，而且是必要。

這次危機的結果必然會導致改變，已無法回到危機前的世界。但問題在於，改變會有多深、有多徹底？甚至它們的方向對嗎？我們已喪失了急迫感，迄今的發展對未來不是個好兆頭。

某些領域的監理法規會加強，幾可確定，過度的槓桿操作會受到

限制。但在其他的領域，當本書付梓的時候，顯然少有進展。大到不能倒的銀行跟從前差不了多少，得以繼續經營，納稅人付出龐大代價的店頭市場（over-the-counter）衍生性金融商品，也將持續，幾乎沒有縮減，而且金融業的主管將繼續領取超大的紅利。在各個領域裡，會做一些裝飾性的門面工作，但離真正需要的改變還差得很遠。其餘的領域，快速的法規鬆綁仍將持續，也許看來令人心驚：除非老百姓發出怒吼，否則一般投資人的基本保障看來將會日漸削弱。沙賓法案嚴重弱化，沙賓法案是在安隆公司及其他網路公司醜聞創傷下，由共和黨掌控的國會通過，並由共和黨籍總統簽署成立的法案。

在幾個重要的領域裡，在這次危機當中，情況已變得更為嚴重。我們不僅轉變了我們的機構，使得金融所佔比重日益增加，還改變了資本主義的基本運作規則。我們曾宣告過，對那些受惠的機構來說，幾乎沒有或根本沒有市場紀律的約束。我們建立了一個摻了假料的資本主義，規則混沌不明，但結果卻可預料：未來的危機；以大眾為墊背的不當冒險行為，不論新的監理體系怎麼保證的；以及更沒有效率。我們闡述過透明化的重要，但我們卻讓銀行有更大的做帳空間。在早先的危機裡，大家擔心有道德風險，紓困救援行動提供了反方向的誘因；然而，這次危機的規模，為上述觀念增添了新的涵義。

全球的遊戲規則也已改變了。華府傳統的政策以及市場基本教義派為主的意識形態，都已成過去。已開發與低開發國家之間是否存在公平的競爭平台，這在過去也許曾有爭論；如今，已沒什麼好爭執了。貧窮國家根本無法像富裕國家那樣支撐國內企業，這也改變窮國所能承擔的風險。全球化的風險及拙劣的管控大家有目共睹，但談到

如何改革，似乎還遠在天邊。

且看老生常談的「危機」這個中國字，其中有「危險」與「機會」。我們已看到了危險。問題是，在市場與國家之間、在個人主義與社群共同體之間、在人類與自然之間、在手段與目的之間，我們會把握機會重建我們的均衡感嗎？我們現在有機會建立一個新的金融體系，做我們人類需要金融體系做的事；建立一個新的經濟體制，創造有意義的工作機會，創造正派的工作給所有那些想要的人，那種可以縮減、而非擴大貧富差距的工作；而最重要的是，建立一個新的社會，每個人都可實現他的抱負，發揮他的潛能，在新社會中，我們培育符合共同理想與價值的公民，我們培育一個善待我們星球、並尊重其長期需求的社群共同體。這些都是機會，如今真正的危險在於，我們不去把握它們。

誌謝

過去幾年來，我始終緊盯這次危機的發展，眼見它一路醞釀、爆發，而整個危機的處理又是如此的荒腔走板，簡直讓我驚訝痛心。與全世界數百位專家所進行的無數次討論，讓我瞭解了這次危機的完整面貌及內涵，也形塑了我的觀點。我必須感謝的人極多，若要一一列舉，恐怕另寫一本書都不足以涵括。我指名感謝其中幾位，但絕無意冒犯其他讓我同樣銘記在心的人，而我所列舉的諸位，也不代表他們都同意我在書中所下的結論，他們的看法很可能與我完全相左。

危機發生之前幾年，我與羅奇（Steven Roach，摩根士丹利首席經濟學家）、羅比尼（Nouriel Roubini，紐約大學教授，有「末日博士」之稱）、索羅斯（George Soros，人稱「金融大鱷」）、席勒（Robert Shiller，耶魯大學經濟學家）、克魯曼（Paul Krugman，普林斯頓經濟學家、2008年諾貝爾經濟獎得主），以及魏斯考特（Rob Wescott，柯林頓政府的國際經濟特別顧問）等人的密切討論確實彌足珍貴，而他們也都與我一樣，對事情的發展極感悲觀。由我擔任主席的「聯合國國際貨幣與金融制度改革專家委員會」（Commission of Experts of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System，國際簡稱「史迪格理茲委員會」）的成員也曾與我殫精竭慮、不辭晝夜地針對全球經濟危機及應有的對策與行動，進行反覆、冗長的討論。對於他們的精闢見解，以及幫助我深入瞭解這次危機如何影響了全世界各個角落，我深致謝忱。

我也萬分有幸，不僅得以第一手見證這次危機如何影響了五大洲的各個國家，更得以與多國總統、首相、財經部會首長、央行總裁，以及他們的經濟顧問深入討論危機為他們的國家帶來的影響。這些國家有大有小、涵蓋了已開發國家及開發中國家，包括英國、美國、冰島、法國、德國、南非、葡萄牙、西班牙、澳洲、印度、中國、阿根廷、馬來西亞、泰國、希臘、義大利、奈及利亞、坦尚尼亞，以及厄瓜多爾。

1980年代末期美國儲貸危機發生後，我就開始寫作並發表有關金融監理的書籍。與我共同出書的好友（史丹福大學及世界銀行的同事）在這個領域所發揮的影響力不勝枚舉，其中包括：梅鐸（Kevin Murdock）、海爾曼（Thomas Hellmann）、卡皮歐（Gerry Caprio，現任威廉斯學院教授）、烏伊（Marilou Uy，世銀經濟學家），以及霍諾翰（Patrick Honohan，現任愛爾蘭央行總裁）。

我也要感謝馬里蘭大學（University of Maryland）法學教授格林伯格（Michael Greenberger），他正是美國「商品期貨交易委員會」（Commodity Futures Trading Commission）試圖對衍生性金融商品進行監管的那段關鍵時期的「交易暨市場部」主任（director of the

Division of Trading and Markets）；還有目前服務於IMF，但之前任職於美國「金融政策論壇暨衍生性金融商品研究中心」的陶德（Randall Dodd, Financial Policy Forum and Derivatives Study Center）。他們兩位加強了我對衍生性金融商品市場的瞭解。另有多位好友也協助我釐清了許多觀點：曾任職於世界銀行的前香港「證券及期貨事務監察委員會」主席沈聯濤（Andrew Sheng, Hong Kong Securities and Futures Commission）、前印度央行總裁雷迪博士（Dr. Y. V. Reddy, Reserve Bank of India, RBI）、前美國證管會主席李維特（Arthur Levitt, U.S. Securities and Exchange Commission）、在解決瑞典金融風暴中扮演了關鍵角色的帕格洛斯基（Leif Pagrotsky，前工業暨貿易部長）、在馬來西亞金融危機期間負責主導馬國經濟的馬國央行總裁潔蒂（Zeti Aziz）、前英國金融服務管理局局長（U.K. Financial Services Authority, FSA）、現任教於倫敦政經學院的戴維斯（Howard Davies, London School of Economics）、德州大學奧斯汀分校教授蓋伯斯（Jamie Galbraith）、哈佛大學教授派克（Richard Parker）及羅格夫（Kenneth Rogoff，IMF前首席經濟學家）、之前皆任職於國際清算銀行（Bank for International Settlements）的考克特（Andrew Crockett）及懷特（Bill White）、擔任冰島央行首席經濟學家時邀請我首次造訪冰島，而今擔任冰島央行總裁的葛德曼松（Mar Gudmundsson）、芝加哥大學教授辛格爾（Luigi Zingales）、英國華威大學（University of Warwick，英國前十大名校）教授史紀德斯基（Robert Skidelsky）、北京中國社會科學院「世界經濟與政治研究所」前所長余永定（Yu Yongding, Institute of World Economics and Politics）、哈佛大學法學院教授及「托賓計畫」的創辦人摩斯（David Moss, Tobin Project為一個非營利研究機構）、同屬哈佛法學院的華倫（Elizabeth Warren）及甘迺迪（David Kennedy）、「美國全國總工會」政策部主任Damon Silver（director of policy of the AFL-CIO）、牛津大學教授伍茲（Ngaire Woods）、哥倫比亞大學經濟學家歐堪波（Jose Antonio Ocampo，亦為聯合國副秘書長）、梅林（Perry Merhing）、葛瑞佛絲-瓊斯（Stephany Griffith-Jones）、波頓（Patrick Bolton）、卡洛米利斯（Charles Calomiris），以及華盛頓大學教授雷夫勒（Keith Leffler）。

何其有幸，我們也有許多傑出、膽識過人的新聞工作者，他們深入挖掘許多金融界不為人知的行徑，並將這些事完全暴露於陽光下。我尤其受益於摩金森（Gretchen Morgenson，紐約時報專欄作家）、諾瑞斯（Lloyd Norris）、伍爾夫（Martin Wolf，英國金融時報經濟評論家）、諾塞拉（Joe Nocera，紐約時報專欄作家）、魏瑟（David Wessel，華爾街日報專欄作家），以及皮特曼（Mark Pittman，彭博社記者）的報導（甚至包括一些深入的討論與對談）。

雖然我對國會多有批評，但我仍要感謝國會「經濟聯席委員會」共同主席（Joint Economic Committee）馬隆妮眾議員（Carolyn Maloney，謝謝她與我就許多議題進行深入討論。另外，無論國會未來將通過什麼樣的法案，它們都將帶著眾議員法蘭克（Barney Frank）的印記，他是「眾議院金融服務委員會」的主席（House financial Services Committee），我非常珍惜與他及他的首席經濟顧問史密斯（David Smith）所進行的多次討論，並非常榮幸能在他的委員會中作證。雖然本書對歐巴馬政府的政策也多所批評，但我還是要感謝

歐巴馬政府的團隊成員與我分享了他們的觀點、協助我瞭解他們的政策，包括蓋特納（Timothy Geithner，財政部長）、桑默斯（Larry Summers，白宮首席經濟顧問）、佛曼（Jason Furman，白宮經濟顧問），以及奧薩格（Peter Orszag，白宮預算辦公室主任）。我同時還要感謝國際貨幣基金（IMF）的總裁史特勞斯卡恩——不僅為了我們多年來無數次的心得交換，同時也為了他力圖重整IMF的努力。

我要對兩位好友特致謝忱，因為我對這次金融危機的觀點，受他們二位影響甚深：出身普林斯頓的強森（Rob Johnson）對這次危機有極精闢的看法，因為他具有橫跨官方與民間的背景。美國儲貸風暴期間，他是「參議院銀行委員會」（Senate Banking Committee）的首席經濟學家，而他同時也具有在華爾街工作的實務經驗。另一位則是哥倫比亞大學的財務金融系教授格林沃德，過去二十五年來，我們共同發表許多著作。一如以往，他對於我在本書中所談到的每一個議題都提供了深入而獨具創見的看法——從銀行、到全球儲匯（global reserves）、到整個大蕭條的歷史背景。

本書的誕生特別得感謝一個世界一流的研究助理團隊——Jonathan Dingel、Izzet Yildiz、Sebastian Rondeau及Dan Choate，還有一個世界一流的編輯團隊：Deidre Sheehan、Sheri Prasso，以及Jesse Berlin。另外，Jill Blackford不僅督導了整個研究、編輯的流程，更在每個階段都提供了無可衡量的貢獻。我很榮幸能夠再度與W. W. Norton and Penguin出版公司合作，Brendan Curry、Drake McFeely以及Stuart Profitt所提供的詳細建議與編輯功力無可匹敵。而Mary Babcock更是在最壓縮的期限中完成了最優秀的文稿編輯工作。最後，一如以往，我最要

感謝的就是Anya Schiffrin，從本書原始想法的討論到剛出爐的初稿編輯，她都是我最重要的支柱。沒有她，這本書不可能出現在大家面前。

國家圖書館出版品預行編目資料

失控的未來：揭開全球中產階級被掏空的真相／史迪格里茲（Joseph E. Stiglitz）著. -- 姜雪影、朱家一譯.
-- 第一版. -- 台北市：天下遠見, 2010.06
面；公分. --（財經企管；CB431）
譯自：Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy
ISBN 978-986-216-566-9（精裝）
1. 經濟危機 2. 經濟政策 3. 財政政策 4. 美國
552.52 99010959

財經企管 431

失控的未來

揭開全球中產階級被掏空的真相

作　　者／史迪格里茲（Joseph E. Stiglitz）
譯　　者／姜雪影（序幕至第六章）、朱家一（第七章至第十章）
財經館總監／余宜芳
責任編輯／張怡沁
封面設計／張議文

出版者／天下遠見出版股份有限公司
創辦人／高希均、王力行
遠見・天下文化・事業群 董事長／高希均
事業群發行人／CEO／王力行
出版事業部總編輯／許耀雲
版權部經理／張紫蘭
法律顧問／理律法律事務所陳長文律師　　著作權顧問／魏啟翔律師
地　址／台北市104松江路93巷1號2樓
讀者服務專線／(02) 2662-0012
傳　真／(02)2662-0007；(02)2662-0009
電子郵件信箱／cwpc@cwgv.com.tw
直接郵撥帳號／1326703-6號　天下遠見出版股份有限公司

電腦排版／立全電腦印前排版有限公司
製版廠／立全電腦印前排版有限公司
印刷廠／盈昌印刷有限公司
裝訂廠／精益裝訂股份有限公司
登記證／局版台業字第2517號
總經銷／大和書報圖書股份有限公司　電話／(02) 8990-2588
出版日期／2010年6月24日第一版第1次印行

定價／450元

原著書名／Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy by Joseph E. Stiglitz
Copyright © 2010 by Joseph E. Stiglitz
Complex Chinese Edition Copyright © 2010 by Commonwealth Publishing Co., Ltd., a member of Commonwealth Publishing Group
Published by arrangement with W. W. Norton & Company, Inc. through Andrew Nurnberg Associates International Ltd.
ALL RIGHTS RESERVED

ISBN-13：978-986-216-566-9（英文版 ISBN: 978-0-393-07596-0）
書號：CB431

BOOK Zone 天下文化書坊　http://www.bookzone.com.tw

※本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回本公司調換
※本書僅代表作者言論，不代表本社立場

相合用語