

金融海嘯十年後，從經濟危機到後真相政治的不穩定世界

哥倫比亞大學教授

Adam Tooze

亞當·圖澤——著

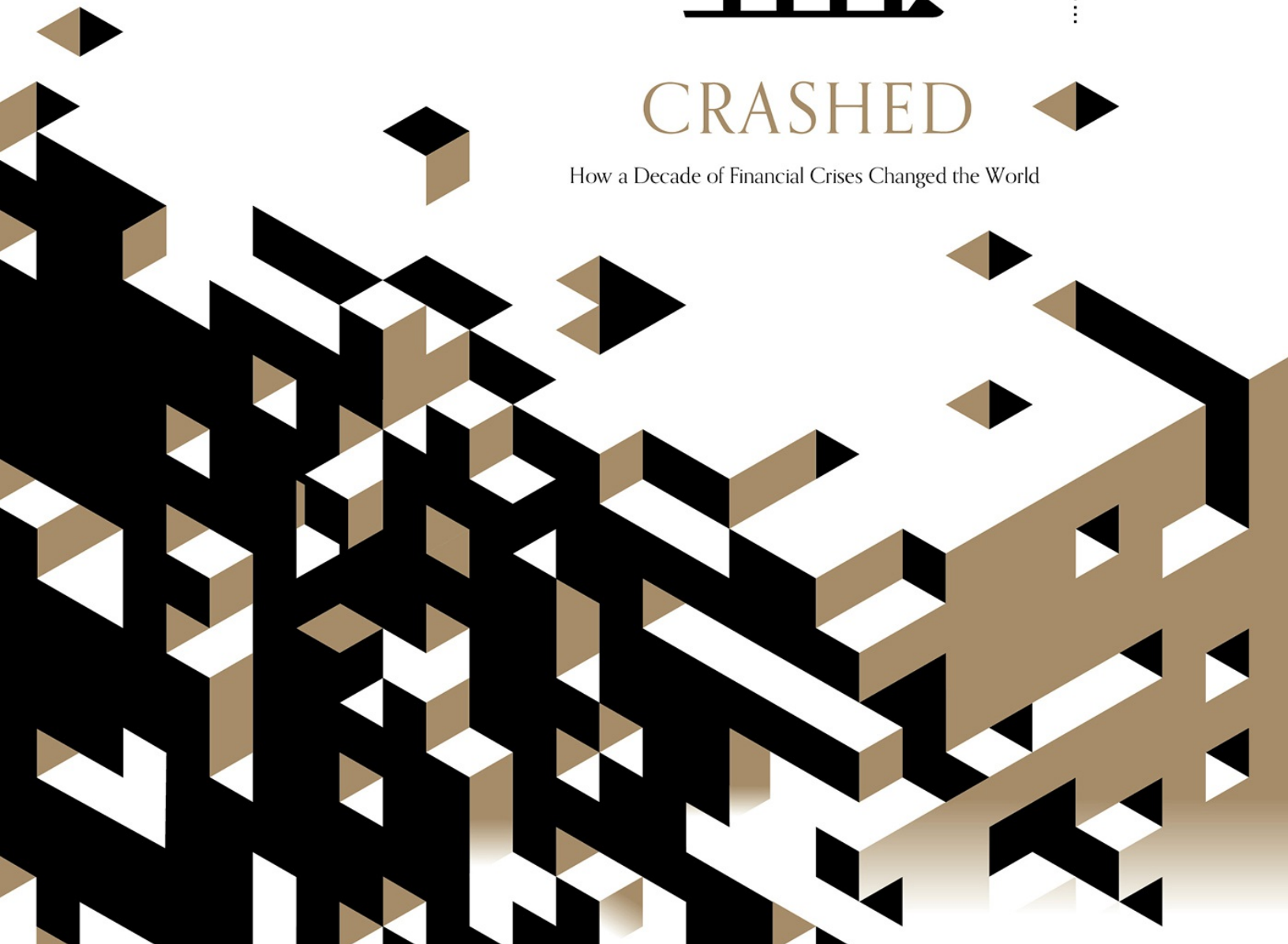
蘇鵬元、吳凱琳——翻譯

# 崩 盤

危機沒有消失 而是變形……

CRASHED

How a Decade of Financial Crises Changed the World



# 崩盤

## CRASHED

How a Decade of Financial Crises Changed the World

金融海嘯十年後，從經濟危機到後真相政治的不穩定世界

哥倫比亞大學教授

Adam Tooze

亞當·圖澤——著

蘇鵬元、吳凱琳——翻譯

獻給丹娜 (Dana)

## 目次

導讀一 啥！全球會有政經崩盤危機？ 吳惠林

導讀二 給國際金融市場投資者的警訊 安納金

前 言 全球化時代的第一次危機

### I 風暴齊聚

第01章 錯誤的危機

第02章 次級房貸

第03章 跨大西洋金融體系

第04章 歐元區

第05章 多極世界

### II 全球危機

第06章 史上最嚴重的金融危機

第07章 紓困

第08章 美元短缺

第09章 東歐危機

第10章 中國崛起

第11章 二十國集團

第12章 財政刺激措施

第13章 修復金融業

### III 歐元區

第14章 希臘的拖延與鴛鴦心態

第15章 債務期限

第16章 零重力世界

第17章 惡性循環

第18章 盡全力維護歐元

### IV 餘震

第19章 瘋狂美國

第20章 縮減恐慌

第21章 烏克蘭危機

第22章 民族主義浪潮

第23章 英國的恐嚇計畫

第24章 川普

第25章 可能出現的情況

致 謝

## 導讀一 啥！全球會有政經崩盤危機？

中華經濟研究院特約研究員 吳惠林

自人類創造了「貨幣」以來，「五鬼搬運」就愈來愈方便，投機炒作勾當也愈見熾熱，而金融風暴和經濟蕭條也與人類常相左右。十七世紀初荷蘭鬱金香熱和十八世紀初的南海泡沫，是歷史上早期最經典的兩個案例。而一九三〇年代的全球經濟大恐慌，更是研究金融危機的經典事例。

### 金融狂熱一波接一波

這些歷史事件都不乏被記載分析，最著名的當屬一九九〇年出版的《金融狂熱簡史》（*A Short History of Financial Euphoria*），這是已故經濟學家約翰·高伯瑞（John K. Galbraith）所寫的一本暢銷小書。或許如高伯瑞書中所言，人們對金融風暴的記憶時間不超過二十年，當投機泡沫崩盤瓦解，理財金童受到懲罰，財務金融理財學門或許不若往日風光，但不到二十年另一批金融天才又再出現，相關學科也再度熱門，金融創新又受到禮讚，買空賣空再度大行其道，實質製造經濟又被晾在一旁，沒多久再出現瘋狂炒作，接著則是轟然瓦解崩盤，經濟大災難降臨。高伯瑞無奈地告訴我們：「除了更清楚掌握投機傾向與過程外，我

們能做的似乎很有限。」也就是說，將歷史事件始末詳述，讓世人了解來龍去脈，強化自己的懷疑態度是唯一治療方式。

高伯瑞為我們記述了一九三〇年代以前的金融狂熱，日本知名財經專家倉都康行（Yasuyuki Kuratsu）在二〇一四年出版的《十二堂撼動世界的財經課》這本書則延續高伯瑞，為我們闡述自一九七一年尼克森震撼以來，直到二〇一四年經歷四十餘年已經發生過的十二次經濟危機，提醒世人金融危機時不時會重演，要我們發揮理性不要輕易被騙，讓「歷史是一面鏡子」的教訓落實，不要讓「歷史的教訓就是從來沒從歷史中得到教訓」的遺憾重演。不過，人類還是沒記取教訓，仍然大印鈔票，以量化寬鬆手段隱性大力撒錢，而絕大多數被中共搬走。不但在中國吹起金融大泡沫，其政府在「剛性兌付」手段下形成「剛性泡沫」，矇騙世人。

## 金融業失職惹禍

迄今的金融風暴和經濟衰退事件，最被世人記憶的當屬一九三〇年代的經濟大恐慌和二〇〇八年的全球金融海嘯。前者被認為是凱因斯創見的「政府創造有效需求」政策化解，後者則被認為是美國政府大力紓困銀行業而解決危機。於是政府從此站上經濟舞台當主角，以財經政策調節經濟體就理所當然被世人所接受。不過，政府以政治手段來解決危機是否真的有效，或者只是將病症掩蓋、甚至積壓下來，不久之後還會迸發更大風暴，一直是討論話題，而政府的政治行為救市，讓銀行界和富人全身而退，但一般民眾卻淒慘地陷於失業和薪資下降、貧富懸殊極

度拉大的後果，讓「民粹主義」在全球急速抬頭。

其實，金融風暴、經濟大衰退之所以發生，都是金融業失職、政府官商勾結推波助瀾的結果。已故的中研院院士蔣碩傑教授早已明說，「五鬼搬運法就是金融赤字」，就是金融機構以各種方式將錢搬給少數有權有勢富人。金融機構原本扮演「資金的橋樑」或「金融中介」角色，也就是右手接受民間的存款，左手再將這些存款貸放給從事「實質生產」的業者，而且要盡心盡力找到既有誠信又有能力，亦即生產力高的業者。

這樣子的金融體系不但無趣，規模也是小的，在二十世紀美國股市興起的六〇年代，金融和保險業合計也只占不到GDP的四%，而這種無聊、原始的金融體系卻維繫了在一個世代之間，使生活水平倍升的經濟體。對照二〇〇八年金融海嘯發生前夕，金融和保險業占GDP的八%，更有規模巨大的公司，而且吸引社會中頭腦最好的人才，他們讓金融世界光鮮亮麗，其背後的證券化過程，使貸款不再專屬於借方，而是繼續給其他人，這些人把貸款細切、分割，並把個人的債務整合成新資產，於是次級房貸、信用卡卡債、車貸等等都進入金融體系中，結果讓風險倍增、金融體系弱化，終而慘遭崩解，進而危及各產業，延禍全人類。

## 「金融深化」成危機

不過，二〇〇八年全球金融海嘯的教訓，並沒讓金融業走向正軌，且在衍生性金融繼續創新下，金融業掌控的權力更大。《時代》和《金融時報》專欄作家拉娜·福洛荷（Rana Foroohar）在二〇一六年出版的



《大掠奪》（*Makers and Takers*），書中告訴我們，金融業掌控的權力大到不成比例，它代表七%的經濟產值，但拿走了大約二五%的企業獲利，而且只創造四%的工作，但它塑造政府官員、監管機構、執行長，甚至很多消費者的想法和心態的能力更為強大。二〇〇八年之後，行政部門的決策為金融業帶來龐大利潤，並造成房屋所有人、小公司、勞動者和消費者的損失。金融業已經成為經濟成長的阻力，而不是催化劑，因為它的成長使得企業和整個經濟社會都受到損害。

今天，在美國，是金融家在對企業發號施令，在金融市場創造財富已變成目的，而非把金融市場當成工具，以達成共享經濟繁榮的目的。金融思維已在美國企業根深柢固，即使最大和最有前景的公司也開始運作得像銀行。現在的美國企業只要搬動現金，就能比以前賺到更多錢，光是從單純的金融活動，像是交易、對沖買賣、稅負優化和銷售金融服務，就能產生比二次世界大戰後的時期差不多五倍的收入。我們的金融體系已無法對實體經濟發揮作用，只對其本身產生功用。這是一種經濟疾病，以「金融化」（*financialization*）這個名詞來稱呼，意味著華爾街和它的思維趨勢，不僅滲透到金融業，更已滲透到各行各業。這種非常重視短期又高風險的想法，在二〇〇八年幾乎翻覆了全球經濟，現在還拉大了貧富差距，阻礙了經濟成長。

## 「金融詛咒」蠢蠢欲動

「金融化」現象只在美國發生嗎？當然不是，它已成為另一種「全球化」。英國作家尼可拉斯·謝森（*Nicholas Shaxson*）在二〇一八年十

月出版的《金融詛咒》（*The finance curse: How global finance is making us all poor*）很直接明確用書名宣示，「金融化」不但是全球性，而且「全球金融化」已讓全人類都趨向貧窮，甚至已經成為「金融詛咒」了！

謝森告訴我們，一九七〇年代正式浮上抬面的「金融化現象」，如今已緩慢、安靜地不知不覺影響了你我，它經由金融（financial）、保險（insurance）、房地產（real estate）這三大火紅產業，在規模與權力上的大幅擴張。同時，金融市場操作技巧、動機與思考模式進一步深入我們的經濟、社會、甚至文化之中。

半個世紀前，各界普遍相信經營企業的目標不只是賺錢，還要服務員工、社區與整體社會。過去幾十年來，進入金融化時代，企業宗旨縮小到只剩下盡可能為股東與企業主創造財富。複雜的企業結構實際上是金融結構，架在真實、具實質功能的工作之上，用創新又複雜的方式把錢向上層輸送。

在金融時代，企業主與他們的顧問，還有整體金融業，已從為經濟體創造財富，轉向利用金融技巧從經濟體提取財富。當金融不再擔當傳統上服務社會並創造財富的角色，轉而從經濟體其他地方榨取財富，不但利潤更高，金融業也因而獲得龐大的政治權力、設定法令規章，甚至形塑整個社會以滿足自身需求。結果就是經濟成長放緩、貧富差距擴大、市場缺乏效率、公共服務受創、貪腐更嚴重，其他經濟部門被掏空、民主和社會整體受害，「金融詛咒」就出現了。如今，世界上諸多國家都已深陷於「金融詛咒」之中而不自知，仍然為了創造大的財富與飄渺的國家競爭力而詛咒自身。

迄今，二〇〇八年全球金融海嘯轉眼已過十個年頭，在主要國家量化寬鬆的政策下，全球經濟在歐債危機和地緣政治風險下，卻曾出現一

波景氣復甦態勢，尤其資本市場更呈現多頭走勢。

不過，在一片大好的經濟榮景下，卻也時不時地出現泡沫化的警示。畢竟全球多頭走勢其實不是來自基本面的明顯改善，而是各大央行實施量化寬鬆政策放出大量游資新政。由於資金並未流向實體經濟，致經濟成長的力道疲弱，一旦量化寬鬆政策停止轉向緊縮，資金活水中止，一九三〇年代經濟大恐慌、一九七〇年代停滯性膨脹、二〇〇八年金融海嘯就會重演。

## 「到毀滅之路」聲音響起

到底金融危機有多嚴重、多可怕，二〇一六年出版的《下一波全球金融危機》（*The Road to Ruin*）書中，瑞卡茲（James Rickards）為我們描述得淋漓盡緻。英文書名「到毀滅之路」已夠讓我們怵目驚心，會不會危言聳聽？或者類似水晶球預言？

經由對歷史的剖析和嚴謹的研究之後，瑞卡茲告訴世人，金融危機已取代動能戰爭，成為複雜系統動力的核心，而一九九八年和二〇〇八年的金融危機只是警訊，是一場無法想像的災難之前的震動。可怕的是，一般的地震在累積的能量釋放完之後會停止，但金融地震會引發系統性危機而持續，而由於過去金融危機出現後各國政府採用錯誤的紓困政策，所累積的負能量非常之多，使爆發震動力度難以想像。瑞卡茲強調說，這不是臆測，而是系統動力推測的結果。不過，他也安慰我們，這個結果並非無法避免，懸崖勒馬需要「縮小銀行規模、減少衍生性金融商品、降低槓桿，以及有可靠的貨幣，也許要與黃金聯繫」，但他卻

說眼前看不到任何這類補救，只見系統崩潰逐漸逼近。

福洛荷和謝森已都附和瑞卡茲，在二〇一六和二〇一八年分別以「金融化」和「金融詛咒」警示世人防範。無獨有偶，經濟史學家亞當·圖澤也在二〇一八年八月寫了《崩盤》（*Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*）這本書，告訴我們：「十年過去了，這場二〇〇八年的金融危機從未真正結束。」他認為，是各國央行即時伸手，搶救了銀行業，而這一場金融危機，帶來了很嚴重後遺症，導致歐洲和美國的民粹主義政治興起。

圖澤警告，我們至今仍未從這場危機「恢復」正常。下次再有危機爆發，各國政府還有沒有能力採取果斷行動，他抱持悲觀看法。圖澤曾斷言，二〇〇八年經濟大衰退會直接導致全球面臨金融危機，時至今日，證實這位經濟史學家所言不虛。儘管過了十年，我們仍活在金融海嘯的遺緒之中。無論以納稅人金錢緊急救助貪財無能的銀行業，還是央行以量化寬鬆重振富人資產面值，本質上都是政治行為，但對比銀行界和富人很多仍可全身而退，一般民眾則慘得多，深陷失業和薪資下降等難關，不滿情緒最終引發左右兩翼的民粹主義。

## 面臨崩盤的不穩定世界

二〇〇八年九月，當時的美國總統布希宣稱這是場只關係到華爾街的經濟危機，事實上，它對全球經濟是一大重擊，無論英國、歐洲的財金市場，乃至亞洲、中東和拉丁美洲的工廠及造船廠皆大受影響，造成美國及歐洲當地開始反思民主資本主義的正當性，甚至進一步導致烏克

蘭爆發戰爭、希臘財政混亂、英國脫歐、川普出頭等重大事件。

圖澤將二〇一〇年的歐元區債務危機視為二〇〇八年的延續，而二〇〇七至二〇一二年的金融和經濟危機在二〇一三年至二〇一七年間轉化成對後冷戰秩序的全面政治和地緣政治危機。除了川普入主白宮外，歐洲多國右翼民族主義者崛起。

圖澤認為，雖然美國當時備受批評，但二〇〇八年果斷以七千億美元救市是成功的，問題在於歐巴馬上台後的刺激經濟措施並不足夠，未能令大眾受惠。當美國有關貧富懸殊的討論加劇後，也愈加暴露出溫和自由主義者對資本主義民主制的長遠問題苦無良方，「危機令貧富懸殊以及社會剝削引起的緊張進一步激化。二〇〇八年後採取的戲劇性救市措施，雖然短暫有效，也帶來深遠的負面影響」。

川普上台被視為「後真相時代」的開端，但圖澤認為，無視事實不是民粹主義者的專利。他提到歐盟委員會主席容克二〇一一年對歐債危機曾聲言：「當事情嚴重時，你要說謊。」圖澤坦言，西方精英失去信譽所造成的損害很大，奢求在美國不能領導世界時便求德、法取代，這無助解決問題。他認為，在新危機醞釀之際，更應明白二〇〇八年發生什麼事，有什麼錯誤，才能向前進。

## 危機解除了嗎？

本書共分四部、二十五章，以七百多頁的篇幅，將全球政經議題分成全球經濟發展及其伴隨的風險、全球政商關係與各國勢力影響下潛藏的不平等交流、因社群網站活躍引發的網路經濟危機、美國中產階級所

面臨的困境、中國崛起，以及全球石油危機等六大主題，逐一探討，提出嶄新獨到的見解。

最後，圖澤反思，對西方社會而言，經濟大衰退儼然是冷戰過後的最大危機，然而，這真的是無法事先防堵的嗎？我們又真的熬過這個危機了嗎？在這樣的歷史背景下，我們又要怎麼確保社會穩定，避免世界失序？

如唐太宗所言：「以史為鏡，可以知興替」，讀這本經濟歷史學家著作的十年全球政經史，或可得知政經風暴是否可能發生，也可知如何預先防範，也或可免於會有「千金難買早知道」的遺憾！

## 導讀二 給國際金融市場投資者的警訊

暢銷財經作家 安納金

在二〇〇八年金融海嘯屆滿十週年之後，經濟史學家亞當·圖澤將其多年來對於全球政經局勢的深入觀察與研究撰寫成了《崩盤》，在得知八旗文化取得此書的繁體中文版的出版權、並將於二〇一九年十月上市，我為在臺灣關心國際政經情勢與金融市場的同好們感到高興！此外，在全球金融市場動盪的此時上市，恰好提供跨國投資者們極佳的一部教材，可做為研判未來局勢發展的良好參考。

《崩盤》詳實記述了二〇〇八年金融海嘯前後所發生的盤根錯節的歷史，其目的不僅僅是重溫危機而已，畢竟在許多國內外著作、期刊、論文、甚至電影（例如二〇一〇年上映的《華爾街：金錢萬歲》，或二〇一五年上映的《大賣空》）已經一再重現了，美國知名作家馬克吐溫（Mark Twain）曾說過「History doesn't repeat itself, but it does rhyme」。意思是歷史不會重演，但是就像文章的押韻一樣，類似的事件還是會再度發生。此書藉由檢視二〇〇八年金融危機之前相關的金融政策以及錯綜複雜的國際政治關係，加上金融海嘯之後的十年之間，它們如何持續演進、發展、甚至突變，據以指出當前世界經濟與金融市場持續發展中所面臨的挑戰，以及未來可能爆發的幾個危機。也就是說，此書所談論的重點在於未來，而非過去。檢視歷史，為的是幫助我們具備預判未來發展所需的智慧。

本書也透過既廣且深的不同層面，闡述了當今的國際金融市場，經

過時間不斷地淬煉交相演進的過程，儼然輔車相依融合成一體，並且與國際政治發展具有密不可分的關係。儘管作者本身著墨的焦點雖不是在金融投資決策方面，然而，我認為有些時候金融市場的動盪是可以從幾個主要國家的政治局勢分析中提早被洞察出來的，而重要的政治大事件往往對於經濟和金融市場的趨勢發展亦產生了巨大的影響，這些影響對於中長期進行跨國投資者來說，是必須在資產配置決策的戰略層級上同時納入擘劃考慮的。本書明確點出了當前全球主要國家或區域之間的局勢發展、以及未來可能產生的幾個潛在危機，值得持續追蹤留意其後續發展，而我認為，對於過去較少接觸國際政治或金融歷史的投資者來說，此書將提供很好的啟發，並且有助於建立更正確的思維模式。

此書分為四大部分、共二十五章，詳述了全球各地所面臨的政經挑戰，滿滿的重點值得讀者細細挖掘，而我僅就四大部分提供初淺的導讀，以期能夠幫助剛接觸國際市場的讀者們，提供一個低門檻的入門。

## 第一部分 風暴齊聚

一九七〇年代以來，中國一直是美國在地緣政治上最引人關注的焦點，美國藉著協助中國擺脫蘇聯的懷抱，緩和冷戰時期的交鋒。在蘇聯解體後，長期冷戰的歐洲戰場也隨之消失，然而，當美國強權的新目光轉向亞太地區時，今日的中國儼然已成為了美國最強大的競爭對手、一個最可能威脅美國持續稱霸全球之路的絆腳石。

把中國推向全球化的是柯林頓政府，一九九五年十一月，美國鼓勵中國申請加入新成立的世界貿易組織，是最關鍵的一個轉捩點，似曾相



似的場景是美國在一九四五年二次大戰結束之後對西歐國家、一九五〇年代對日本、一九六〇年代對其他東亞國家，以及一九九〇年代對東歐國家也都上演過。中國在加入世界貿易組織之後，經濟飛快成長，不僅大幅度貢獻了全球的經濟成長，更重要的是其龐大的內需市場，讓美國從過去二十多年之中獲得可觀的經濟利益，無論是美國或海外的投資人也經由金融市場的蓬勃發展當中獲取了極高的回報。

然而，中國在政治與意識型態的立場上顯然相悖於美國，一九八九年天安門事件的武力鎮壓，敲醒了全世界的警鐘，中國共產黨發出強烈的一黨領政意圖，讓全世界恍然明白中國的民族主義等於共產主義，中國只想利用國際貿易的機會獲取了龐大且迅速的國力發展，其心態昭然若揭，無論就內需市場、或資本市場皆是如此，對全世界期待完全開放中國市場的想法從沒有支持過。巨大的中國經濟體採取釘住美元的固定匯率制度，所帶來的穩定狀態持續吸引了外資大量流入、更加速了國內經濟活動，創造一個從國外大量融資而失衡的貿易狀態，顯然中國享受了多數好處卻是立足在一個不公平的競爭前提之下。

失衡的狀態終究無法持久，中國對釘住美元匯率的政策，選擇低匯率的利己貿易往來，儘管日本和德國分別在一九五〇年代和一九六〇年代也如出一轍，這是藉由出口帶動經濟成長的訣竅，然而卻是犧牲部分美國的成長來完成（美國承受貿易赤字、甚至財政赤字），當面臨美國的反撲而被迫調整匯率時終將招致國內經濟與金融市場大動盪。中國當權者也深知，不可能永遠侵占美國利益卻不付出代價，因此中國也必須小心翼翼地應付來自美國的反撲。二〇〇五年七月，為了緩解美國經濟停滯的壓力，中國開始允諾人民幣緩步的升值，最後總計人民幣升值達二三%，適時緩解了中美之間的貿易與經濟的失衡，然而，隨著時間的經過，人民幣遲未再做升值調整，期間中國亦累積龐大來自美國的貿易

順差，直到美國總統川普於二〇一八年三月，揭開了對中國貿易戰的序幕。

作者也針對跨大西洋金融體系的形成背景、以及目前現況做深入的剖析，這個部分在台灣發行相關著作中較少談及的，相當值得一看。此外，從二〇一〇年開始的歐元區危機緊接在美國房貸泡沫破滅的腳步之後，雖然美國危機始作俑者是過度擴張的銀行和房貸借款人貪婪與財務過度擴張的驅動所致，但是歐元區的危機卻是圍繞著典型的歐洲財政和國家主權問題打轉，然而，資金透過可自由流動的國際金融市場，卻又讓這些不同的風暴之間，相互牽引交織在一起。我們必須以更廣泛的國際政治背景來考量各種金融危機，才能夠更清楚地看見事件背後的邏輯、面對未來局勢發展才能掌握更正確的判斷。

## 第二部分 全球危機

此部分延續了第一部分的發展，從美國次級房貸泡沫破滅所引發的全球金融風暴開始談起，這場危機的影響甚巨，跨越美國國境而撼動了全世界，釀成了全球經濟集體衰退。二〇〇八年三月十四日，美國大型券商貝爾斯登面臨倒閉，《金融時報》首席經濟評論員馬丁·沃夫表示，這是「全球自由市場主義夢想死亡的一天」。隨即美國政府宣布要拯救貝爾斯登，意想不到那只算是金融危機的正式開始而已，包括美國、冰島、愛爾蘭、英國、法國、德國、荷比盧三國和瑞士，整個大西洋金融經濟圈全都加入了紓困大作戰，承諾投入的資金就超過七兆美元。然而，風暴顯然沒有被控制住且持續蔓延中，當二〇〇八年九月十

五日創立已超過一百五十八年的美國第五大券商雷曼兄弟宣告倒閉，金融市場的信用緊縮至此如骨牌般地迅速擴散到了全世界所有金融機構。

事後來看，似乎是二〇〇八年十月第一週，美國政府對於雷曼倒閉所釀成金融風暴，所下的決策決定了未來的事態發展。當時，美國一致地往銀行資本重整的方向發展，然而在歐洲，德國否決美國的提議，從那時開始，危機發展成一系列的民族鬥爭，二〇一〇年之後再與歐元區危機的形式緊密交雜。二〇〇八年十月起銀行間同業拆款市場瀕臨關閉，對全世界的美元融資市場帶來龐大的壓力，而以歐洲承受的壓力最為嚴重，即使是最強大的歐元區第一大經濟體德國都無力改善這樣的資金缺口。

與此同時，以美國利益優先的聯準會掌握了最佳情勢，在沒有任何公眾諮詢下，讓自己成為世界最後的放款機構，此舉也成就日後逐步將全球金融市場交相融合為一體結構的關鍵一役：透過換匯協議，聯準會成為「全球最後貸款人」，也更加穩固美元在國際上的地位，緊密相連的全球貨幣體系至此逐漸形成。然而，加入這個換匯協議俱樂部的標準是什麼？

根據美國聯準會國際金融部所列出的標準，要接受換匯協議的央行必須符合以下三個條件：

- 一、具有重要的經濟和金融規模，因此有可能影響美國。
- 二、擁有良好「審慎的政策」，因此他們遇到的問題顯然是從美國和「其他先進經濟體」蔓延所導致的結果，所以美國的援助有其必要。
- 三、當地銀行面臨的其中一項問題是美元融資壓力，因此換匯協議確實會產生影響。

聯準會的各项措施終究以考量美國的利益優先，對於經濟規模太小的其他國家，採取沒有必要性援助行動；如此遭受承壓的國家無法得到換匯協議的幫助，結果貿易或商品價值因此崩盤，這正是繫於上述的第二點條件當中所強調「審慎的政策」下，提供了政治歧視的空間，也造成了在二〇〇八至二〇〇九年嚴重受金融危機影響的國家名單上，包括俄羅斯、及前東歐共產集團的轉型經濟體全都名列名中。

在此書的這一部分，也探討了中國的崛起、以及二十國集團的形成。其中，對於全球金融體系相當關鍵的一次會議，是在二〇〇八年十月的二十國集團財政部長會議，獲與會部長支持通過，全世界所有系統性的重要機構都不允許倒閉（也就是俗稱「大到不能倒」）。兩年後，於二〇一一年十一月公布第一批受完整第三版巴塞爾架構規範的二十九家「系統性重要金融機構」的名單，總資產合計達四十六兆美元，約占全球金融總資產的二二%。

### 第三部分 歐元區

作者身為最負盛名的德國經濟史學者之一，對於歐洲的經濟、政治、以及歷史有著更深遠且透徹的觀點，因此在本書的第三部分，他深入剖析了歐元區各國之間盤根錯節的關係、以及難解的問題，並提出足夠的論點來支持他對於歐元區未來發展抱持相當悲觀地立場。書中論述，歐元區因執政者偏頗的政策，把數千萬公民帶進類似一九三〇年代蕭條的深淵，而這禍端是有史以來由政府所主導釀成最嚴重的一場經濟

災難。

二〇〇八年九月到十月初，當雷曼兄弟倒閉所引發的金融危機迅速傳遍全世界，歐洲第一時間對金融危機的反應是否認、缺乏決斷力與協調力，這是山雨欲來的前兆。二〇〇八年秋季在危機發生第一階段時，各國還能控制，當時間跨入二〇一〇年時，危機已經蔓延遍及整個歐洲的金融業都深陷在泥淖中，歐洲的單一貨幣機制幾乎分崩離析。希臘、愛爾蘭、葡萄牙及西班牙陸續陷入了自一九三〇年代大蕭條以來前所未見的危機中，義大利也受到牽連，法國的主權評等不保，總理被轟下台，政黨崩潰，民族主義的狂熱高漲到失控。

二〇〇九年夏季，銀行業的緊急危機逐漸緩解，美國在聯準會與財政部築起防火牆下，止住金融體系內嚴重壓力的衝擊。然而在歐元區，繼金融危機的慷慨解囊之後，接踵而至卻通過特別戲劇性的大翻轉形式，改採緊縮財政政策，使得希臘與愛爾蘭雙雙陷入財政困境，緊接著，葡萄牙也陷入危機，這就是二〇一〇年統稱為「歐債危機」的源起背景，後來歐元區第四大經濟體義大利也相繼出現財政困難，連帶衝擊到大西洋彼岸的美國、甚至全球，二〇一一年下半年的全球股市大跌，當時全世界的投資人都明顯感受到了來自歐洲的震撼教育，無論是否有投資到歐洲，都無法躲過波及而遭受資產的減損衝擊。

隨著歐元區危機惡化，歐元區最大經濟體德國的關鍵性角色日漸鮮明，爭論也更趨白熱化，抗議民眾揮舞著海報，德國總理梅克爾的臉被畫上希特勒的鬍鬚。這反映出一般人對於德國處境根本性的誤解，當被輿論冠上帝國主義的罪名時，德國主政者們誠實地表示，他們完全沒有要控制歐洲大陸的野心，只希望歐元成員國之間建立經濟與財政紀律，唯有得到所有成員國同意，德國才會採取行動進一步整合歐洲。梅克爾認為，基於全球競爭力考量，必須嚴格控制政府支出與債務，然而此一

樽節派立場與歐元區其他某些政治人物的反樽節立場，產生了極大的對立衝突，也使得民粹主義興起、歐洲持續自縛於不安定的政局中。

## 第四部分 餘震

經歷過二〇〇八年金融海嘯後的全球金融政策大洗牌、以及持續演進的歐洲債務危機，時序流轉進入二〇一九年，全球經濟並沒有顯著地走出之前衰退的陰霾。即便經濟數據看起來最為強勁的美國，在二〇〇九年至二〇一三年之間實質GDP明顯跟不上該有的潛在GDP成長，而產官學界不同立場的人對此有著截然不同的觀點，我們應該要遵循哪一派的分析、做為決策的參考呢？作者認為，在掌握二〇〇九年以後的消費與投資崩盤、失業率激增，以及財政政策和貨幣政策的選擇動態，或許需要凱因斯經濟學派的論點；但需深度分析全球化經濟體系所引爆的金融危機時，則必須超越凱因斯的總體經濟學，以及那熟悉的國家經濟統計機制。

個人相當同意作者提到新一代「總體金融學」最重要的思想家申鉉松所說的：「我們需要分析的全球經濟，並非以『島嶼模型』為條件，分析各國間的國際經濟互動，而是要透過企業資產負債表的『連鎖矩陣』來分析銀行對銀行的資產負債表。」

全球有將近三十家大到不能倒的「系統性重要金融機構」，如果再加上各國國內足以影響該國金融系統穩定的最主要銀行，全球或許有一百家大型金融機構同時必須納入「總體審慎監理」的決策評估範圍內，這也意味著，當今的全球金融市場已經被這些大型金融機構的連鎖關係

環環相扣綁在一起、牽一髮而動全身。這就是我們想宏觀地判斷未來新一波金融危機發展時，最好的分析起點，也是身為一位全球投資者，最需要去留意的關鍵點。

我認為，若把全球主要國家的央行合起來視為全球經濟的心臟，當我們要衡量身體健康狀態就需要量測血壓的變化，檢視這些大型金融機構的資產負債表健康度就是血壓；我們都知道如果心臟停止跳動會導致死亡，但在心臟停止跳動前，最好的指標就是血壓。

最後，我想以作者所寫的這一段話作為此篇導讀的結尾：「危機事實上並沒有結束。我們面對的不是重複發生的危機，而是危機的突變與轉移。」這同時也是給國際金融市場投資者一個必須正視的警訊。

願善良、紀律、智慧與你我同在！

## 前言 全球化時代的第一次危機

二〇〇八年九月十六日星期二，這是「雷曼兄弟破產隔天」，也是全球貨幣市場失靈的一天。九月十六日，位於華盛頓特區的聯準會開始祭出緊急計畫，對世界各國的央行釋出數千億美元。華爾街的目光全都瞄準美國國際集團（AIG），要看這個全球保險巨頭能否撐過這一天？還是會步入投資銀行雷曼兄弟的後塵，完全消失？衝擊正向外擴散，幾個星期就讓工廠與造船廠裡的勞工、世界各地的金融市場與商品交易受到影響。此外，曼哈頓中城舉行的聯合國大會第六十三次會議也在這天開幕。

聯合國大樓位於東四十二街，並非紐約金融重鎮。九月二十三日上午參加會議的演講者也沒有詳細說明銀行危機的技術性問題，但他們堅持要談論危機背後的廣大意涵。第一位發言的政府領導人是巴西總統魯拉（Lula），他大力譴責引發危機的自私和投機所造成的混亂。<sup>1</sup>相對來說，隨後上台的美國總統喬治·布希（George W. Bush）反倒引起恐慌。跟實際狀況不同的是，布希看起來並不像跛腳鴨，沒有受到八年執政失敗的困擾。<sup>2</sup>他的演講前半部分全都圍繞在全球恐怖主義的幽靈，接著則從民主進步裡最保守的主題得到慰藉。他看到烏克蘭和喬治亞最後出現「顏色革命」（注：[color revolutions](#)，一九八〇、一九九〇年代發生在中亞、東歐國家的政變，多以顏色命名），但這些政治運動都可以回溯到二〇〇三和二〇〇四年。在美國總統的演講稿中，讓華爾街面臨幾乎毀滅的金融危機只分配到最後兩小段。對布希來說，「動盪」是美國政府要處理的挑戰，不是多邊行動的問題。



不過其他國家並不同意。菲律賓總統葛洛莉雅·亞羅育（Gloria Macapagal Arroyo）談到，美國的金融危機已經引發一場不確定的「可怕海嘯」，不只影響「曼哈頓島」，還遍及全球。自從二〇〇七年第一波微震撼動金融市場以來，世人一再自我安慰地說：「最糟的情況已經過去。」但一次又一次，「隧道盡頭的光明」呈現的是「一列迎面而來的火車，朝全球金融體系帶來新衝擊。」<sup>3</sup>不論美國下多少功夫來穩定局勢，仍舊沒有效果。

在聯合國發表演說的演講者一個接一個把危機與全球治理，拿來跟美國作為最終世界主導力量的地位連結起來。身為剛經歷毀滅性金融危機存活下來的國家代表，阿根廷總統克里斯蒂娜·費南德茲·德基希納（Cristina Fernández de Kirchner）並不是唯一暗暗幸災樂禍的人。只有這一次讓美國無法把危機歸咎給周邊國家。這場危機「源自世界第一大經濟體」。數十年來，拉丁美洲都被教導：「市場會解決所有事情。」現在華爾街失敗了，布希還承諾美國財政部會出手拯救。但是美國是否有能力因應？「目前的干預，」費南德茲強調，不只是「印象中最大的一次，」還是「由一個擁有驚人貿易量與財政赤字的國家插手。」<sup>4</sup>如果不制止，那麼限制許多新興國家財政和貨幣紀律的「華盛頓共識」

（注：Washington Consensus，一九八九年針對陷入債務危機的拉丁美洲國家所提出的一套經濟改革主張，包括實行緊縮政策、削減福利支出、金融與貿易自由化的措施等等。因為得到世界銀行支持，被視為是美國控制拉丁美洲經濟的手段）顯然已經失效。「這是檢視美國行為與政策的歷史契機。」不只拉丁美洲國家表達不滿，歐洲國家也加入。

「世界不再是一個擁有單一強大力量的單極世界，也不是有著東方和西方國家的兩極世界，現在是一個多極世界，」<sup>5</sup>尼可拉斯·薩科奇（Nicolas Sarkozy）喃喃地說，他是法國總統兼歐盟理事會（EU

Council) 主席。「二十一世紀的世界」不可能受「二十世紀的制度控制」。聯合國安全理事會 (United Nations Security Council) 和八大工業國組織 (G8) 必須擴大。世界必須有一個新的架構，一個十三大 (G13) 或十四大工業國組織 (G14)。<sup>6</sup>

新千禧年以來，在聯合國裡並不是第一次提到全球治理和美國的角色問題。當法國總統在聯合國反對美國的單邊主義時，沒有人會忽略二〇〇三年伊拉克在災難性戰爭中掙扎的情況可能重演，那是歐洲與美國、政府與公民痛苦分道揚鑣的時刻。<sup>7</sup>它顯示出兩大洲之間的政治文化有著驚人的鴻溝。布希和共和黨右派的支持者想要拉攏充滿正義感的二十一世紀世界公民並不容易。<sup>8</sup>他們談的全都是先進民主的發展，甚至搞不清楚自己在二〇〇〇年已經贏得選舉，首次同時控制白宮與國會兩院。他們與英國首相東尼·布萊爾 (Tony Blair) 合作，誤導世界相信伊拉克擁有大規模毀滅性武器。他們厚臉皮地訴諸神啟，並操弄十字軍東征的狂熱，無視歐盟和聯合國喜歡端出開明、透明、自由、全球性等現代性的概念。當然，那就是他們的門面、他們的政治象徵。但是政治象徵很重要，這是建構意義與霸權的基本要素。

到了二〇〇八年，布希政府已經輸掉這場戰鬥，而且金融危機給人留下災難的印象，這是個嚴酷的歷史結果。僅僅在五年的時間裡，美國，這個世界最強大的國家，優異的外交政策和經濟政策全都面臨慘敗。而且彷彿要強化布希的去合法化執政，在二〇〇八年八月，美國的民主制度還呈現出荒謬的景象。在世界面臨全球金融危機的時候，共和黨選擇明顯不合格的阿拉斯加州長莎拉·裴林 (Sarah Palin) 擔任約翰·麥坎 (John McCain) 的副總統競選搭檔，她對國際事務的幼稚看法成為全世界的笑柄。最糟的是，大多數美國選民並沒有理解到這是個笑話，他們熱愛裴林。<sup>9</sup>談了幾年要推翻阿拉伯獨裁政權後，全球輿論

開始懷疑美國政權正在改變。隨著小布希下台，由老布希製造的後冷戰秩序已經搖搖欲墜。

聯合國大會在紐約開幕前幾週，世界呈現出多極化現實的兩個示範。一方面，中國在奧運會的驚人表現讓西方國家相形見绌，尤其是相較於一九九六年讓西方國家沮喪的亞特蘭大奧運會，還記得當時有個另類右派（alt-right）的狂熱份子利用土製金屬管式炸彈（pipe bomb）試圖要阻止奧運舉行。<sup>10</sup>如果說麵包和馬戲團是取得統治正當性的基礎，那麼在經濟蓬勃發展的帶動下，中國政府正精彩上演這樣的表現。在此同時，隨著煙火在北京綻放，俄羅斯的軍隊正進軍喬治亞，對這個追求成為北大西洋公約組織（NATO）會員國的小國家進行嚴厲的懲罰攻擊。<sup>11</sup>薩科奇則剛結束停火談判，從歐洲東部邊境來到紐約。這開啟俄羅斯與西方國家間一連串公開衝突的序幕，最終導致另一個追求成為北大西洋公約組織會員國的烏克蘭被暴力分裂，以及眾人妄加臆測俄羅斯打算顛覆二〇一六年美國總統大選。

二〇〇八年金融危機再次成為美國霸權衰弱的另一個標誌，而且當十年後危機重現、裴林的後繼者唐納·川普（Donald Trump）當選總統時，這個觀點很容易得到證實。如果沒有二〇一七年一月二十日川普語氣蠻橫的就職演說，現在很難讀到二〇〇八年在聯合國的演講，以及清楚記住他們對美國單邊主義的批評。在那個天氣灰濛濛的星期五，第四十五任總統在國會大廈的台階上傳達出美國處於危機之中的形象，他主政的國家陷入混亂，國際地位也在衰退。他宣稱，這場「大屠殺」必須結束。但要怎麼做呢？川普的回答很強硬：那天，他和他的支持者頒布一項「讓每個城市、每個國家的首都和每個權力殿堂裡都聽得見的法令。從今以後，我們國家有個新願景。從今以後，只有美國第一、美國第一……」<sup>12</sup>如果美國的確遭受強烈的危機，如果美國不再至高無上，

如果美國必須「再次變得偉大」（對川普來說，這些事實不言可喻），那麼他至少要「頒布」自己擬定的法令。這就是美國右派政黨對二十一世紀的挑戰所給出的答案。

二〇〇三、二〇〇八和二〇一七年的事件無疑是近期國際歷史的關鍵時刻，但這些事件之間有什麼關聯？二〇〇八年的經濟危機、二〇〇三年的地緣政治災難，以及二〇〇六年十一月大選後的美國政治危機之間有什麼關聯？這三個時間點標示著怎樣的歷史轉折？這對歐洲有什麼意義？對亞洲呢？而這與英國從伊拉克戰爭、二〇〇八年倫敦金融城危機，到二〇一六年的脫歐危機這段相對較輕微、但不那麼驚人的發展軌跡有什麼關聯？

這本書的看法是，二〇〇八年九月聯合國的演講者是對的。金融危機，以及經濟、政治和地緣政治對這場危機的反應，對於理解現今不斷改變的世界至關重要。但是要了解它們的意義，我們必須做兩件事。我們必須把銀行業的危機放在更廣泛的政治和地緣政治背景來考量。同時，我們必須深入理解銀行業的內部運作，我們必須去做二〇〇八年九月聯合國大會沒有做到的事，我們必須設法解決金融體系的經濟問題，這必然是一個技術性事件，有時可能還有點無趣。這本書處理的大多數資料都有種冷冰冰的疏離感，這是一種選擇。追蹤達沃斯思維模式的內部運作並不是了解權力和金錢在危機過程中如何運作的唯一途徑（注：世界經濟論壇每年冬天都在達沃斯舉行，會議期間會邀請各國學界、政界、商界、媒體領袖探討世界面臨的急迫問題，因此這裡也成為權力交鋒的場所）。試著從受到影響或按照規矩做事的人留下的足跡，以及他們形塑出矛盾的市場導向文化，來重建他們的邏輯。<sup>13</sup>但這裡要對那些充滿視覺效果的必要表演提供一種解釋，試圖顯示出權力與金錢的流動如何從內部運作與不運作。而且這個特別的黑盒子很值得撬開來，因為

就像這本書要說的，這個在二〇〇八年普遍流傳的簡單構想認為，基本上這是美國人的危機，甚至是盎格魯薩克遜人的危機，還有現在正處於美國單極權力讓位的關鍵時刻，但實際上這些都是嚴重的誤導。

美國與世界各地的評論家都希望接受這是「全美國人的危機」的概念，藉此來掩蓋美國與歐洲深切連結的現實情況。<sup>14</sup>在這種情況下，也使批評與義憤引導到錯誤的方向。事實上，危機不僅在美國，還在全球，而且最重要的是，北大西洋才是危機的發源地。而且這個危機還以充滿爭議與問題的方式回到世界金融經濟中心，影響美國這個唯一能應對這項挑戰的國家。<sup>15</sup>這種能力來自一種結構性的影響，那就是美國是唯一可以生產美元的國家。但這也與政策選擇的做法有關：對美國來說是正面的做法，對歐洲來說可能是產生災難的負面做法。闡明這種相互依賴，以及全球金融體系最終仰賴美元的重要性，不只是為了要正確理解歷史，重要的是，這還提供一種新的視角，解釋川普政府宣稱要從一個相互連結的多極世界中獨立出來所產生的險境。

## 緊密相連的全球貨幣體系

僅僅將二〇〇八年的危機視為美國本土的問題是很誘人的做法，因為危機就從那裡開始。這也會讓世界各地的人高興地想像這個超級大國終於得到報應。倫敦金融城爆發危機也增添這種關鍵氛圍，這讓歐洲人方便把責任丟到英吉利海峽另一頭的英國，然後英國再橫越大西洋把責任丟給美國。事實上，這是提前準備好的劇本。就像在本書第一部分會看到，美國內外批評布希總統政策的經濟學家，包括這個時代許多頂尖

的總體經濟學家，都已經準備好一齣災難性的劇本。這個劇本圍繞著美國的雙赤字（預算赤字與貿易逆差），以及美國依賴外債的影響。布希政府的債務增加是個不定時炸彈，而且在二〇〇八年歐洲面臨危機時，它們認定這是獨特的英美危機，這樣的想法在十八個月後間接得到證實。這個危機似乎遵循一套相當不同的劇本，圍繞著歐元區的政治和結構。因此，歷史似乎按照美國危機接著歐洲危機的順序發生，每個危機都有各自獨特的經濟和政治邏輯。

這本書的論點是，以美國受到影響為主軸來看待二〇〇八年的危機和後果，根本誤解與低估危機在經濟與歷史上的重要性。當然，危機的核心在美國房地產市場。身在其中的數百萬美國家庭最早受到打擊，而且受到的影響最嚴重。但這場災難並不是二〇〇八年以前普遍預期會出現的美國國家危機與財政危機。許多人擔心的中美關係崩潰風險得到壓抑，但相對的，平凡的美國房地產市場所引發的金融危機則威脅世界經濟。這場危機的影響遠遠超出美國之外，撼動世界一些最先進經濟體的金融體系，包括倫敦金融城、東亞、西歐和俄羅斯，而且還在持續發展中。與大西洋兩岸流行的論述相反，歐元區的危機不是一個單獨而特殊的事件，而是緊接在二〇〇八年衝擊之後的事件。將危機重新描述成一個在歐元區內部、而且是以公債政治學為中心的危機，本身就是一種政治行動。在二〇一〇年後的幾年內，這變成經濟政策中某種類似跨大西洋文化戰爭的情況，任何時期的歷史都必須小心繞過這個地雷區。

如果這本書第一個挑戰是標示出這種誤解，以及從北大西洋為中心向外發散的全球金融危機，並呈現出二〇〇八至二〇一二年的危機還在持續發展，那麼第二個挑戰就是說明各國對這場動盪做出與沒做出的反應。危機的影響不一，但全球都受到影響。而且從各國的反應力道來看，新興市場政府相當驚人的證實多極化的現況。一九九〇年代的新興

市場危機，包括墨西哥（一九九五年）；南韓、泰國、印尼（一九九七年）；俄羅斯（一九九八年）；以及阿根廷（二〇〇一年），已經讓這些國家學到，喪失國家主權有多容易。它們已經學到這個教訓。這些在一九九〇年代受害的國家下定決心「強化國力」，到了十年後的二〇〇八年，沒有一個國家被迫尋求國際貨幣基金的援助。對於西方國家引進的金融危機，中國的反應在全球史上的意義是：經濟活動的天平已經加速移往東亞國家。

有人可能會試著做出結論，認為全球化危機已經再次確認民族國家的不可或缺，以及新型國家資本主義的出現。而且隨著政治反對勢力成形，這樣的論點在接下來幾年獲得更大的力量。<sup>16</sup>但是如果我們仔細觀察二〇〇八年金融危機的周邊地區，而不是核心地區，很明顯這樣的診斷充其量只說明一部分的情況。在新興市場中，二〇〇八年金融危機最危急的兩個國家是俄羅斯和南韓。它們的共同點除了是經濟蓬勃發展的出口國之外，還有與歐洲和美國的金融體系深度融合。後來證明這是關鍵，它們經歷的不只是出口崩潰，還有銀行業「突然停止」提供資金。<sup>17</sup>因此，擁有貿易順差和巨額外匯的國家遭受嚴重的貨幣危機，儘管據說貿易順差與外匯存底是民族國家經濟自給自足的基本要素。情況被更加誇大，而這也是歐洲和美國在北大西洋發生的故事。二〇〇八年秋季，威脅北大西洋經濟穩定的是提供給歐洲超大型銀行的美元嚴重短缺，這個因素不易察覺，而且幾乎沒有被公開討論。短缺的數量不是數百億或數千億美元，而是數兆美元。這與原先預測的危機原因正好相反，原先認為原因是美元過剩，但其實是美元資金嚴重短缺。結果美元並沒有暴跌，反而上漲了。

如果我們要掌握這個沒預測到的風暴動態，就必須超越二十世紀初繼承下來、大家熟知的總體經濟學認知架構。第一次世界大戰與第二次

世界大戰後對國際經濟形成的總體經濟觀點，圍繞的是民族國家、國家的生產系統和各國產生的貿易不平衡。<sup>18</sup>這種經濟觀點長久以來被認為是凱因斯的看法。不出所料，二〇〇八年爆發的危機引來一九三〇年代的回憶，而且引來回歸「大師」的呼聲。<sup>19</sup>事實上，如果想要掌握二〇〇九年以後的消費與投資崩盤、失業率激增，以及財政政策和貨幣政策的選擇動態，凱因斯經濟學不可或缺。<sup>20</sup>但談到要分析在深度全球化時代爆發的金融危機時，標準的總體經濟學方法有其局限。在國際貿易的討論中，現在普遍認為國家經濟不再那麼重要。推動全球貿易的不再是國家經濟體之間的關係，而是跨國公司廣泛協調合作的「價值鏈」。<sup>21</sup>全球金融業務也是如此。為了了解二〇〇八年在全球金融體系內爆發的緊張情勢，我們必須超越凱因斯的總體經濟學，以及他那熟悉的國家經濟統計機制。正如國際清算銀行（Bank for International Settlements, BIS）首席經濟學家，也是新一代「總體金融學」最重要的思想家申鉉松

（Hyun Song Shin）提到：我們需要分析的全球經濟，並非以「島嶼模型」（island model）為條件，分析各國間的國際經濟互動，而是要透過企業資產負債表的「連鎖矩陣」（interlocking matrix）來分析銀行對銀行的資產負債表。<sup>22</sup>二〇〇七至二〇〇九年的全球金融危機和二〇一〇年之後的歐元區危機都證明，在預測現代金融危機造成的衝擊力道與速度上，政府赤字和經常帳失衡是很糟糕的預測要素。<sup>23</sup>只有專注在這個金融帳連鎖矩陣裡所出現的驚人調整，才能理解這點。與預算和貿易等傳統「總體經濟失衡」所施加的所有壓力相比，現代全球銀行的擠兌會更快速的轉移更多的資金。<sup>24</sup>

歐洲、美國、俄羅斯和南韓在二〇〇八年的經歷，以及歐洲在二〇一〇年之後再次經歷到的是銀行同業拆款市場崩潰。只要銀行業規模適當，大量的國家外匯存底就會幫忙度過難關，這就是俄羅斯倖免於難，



但南韓苦苦掙扎的原因。而在歐洲，不僅沒有貨幣準備，銀行的規模與美元計價的業務都很難想像可以採取獨立的自我穩定措施。沒有一個頂尖的央行提前衡量到這些風險。它們沒有預見全球化融資如何與美國房貸熱潮相連，聯準會和美國財政部也誤判九月十五日雷曼兄弟破產的影響規模。過去從來沒有像這樣大型、關係緊密的體系幾乎完全內爆，即使在一九三〇年代也沒有。但是一旦風險的規模變得很明確，美國的主管機關就趕忙採取行動。就像我們會在本書第二部分看到，歐洲人和美國人不只動用國家力量來救助陷入困境的銀行，聯準會還採取一項真正讓人驚嘆的創新，它把自己塑造成全球銀行體系最後的流動性提供者。它提供美元給所有在紐約的人，不論是銀行還是美國人。透過所謂的流動性換匯協議（liquidity swap lines），聯準會允許精心挑選的核心央行按照自身需求發行美元貸款。在突然大量增加的跨大西洋活動中，歐洲央行（European Central Bank, ECB）處於領先，它們對歐洲銀行體系注入數兆美元。

這種反應讓人驚訝的不只是規模，還有這與一九七〇年代以來經濟史的傳統故事相互矛盾，畢竟危機之前的數十年來一直是由「市場革命」的概念和國家干預主義的退卻所主導。<sup>25</sup>當然，政府與監理單位還是持續運作，但是它們被委託給「獨立」機構，也就是象徵性「獨立的央行」。它的工作是確保政策有紀律、規律與可以預測。政治和任意的措施是良好治理的敵人。在全球化通貨緊縮的新體制下，權力的平衡被內建為正常狀態，班·柏南克（Ben Bernanke）委婉地稱之為「經濟大平穩現象」（great moderation）。<sup>26</sup>籠罩在「新自由主義」（neoliberalism）制度的疑問是，相同的規則是否適用於每個人，或是真實情況是否對某些人來說是規則，但對其他人則是任意的措施。<sup>27</sup>美國對一九九〇年代新興市場危機與接下來二〇〇〇年代初期網路泡沫危機

進行的選擇性干預所引發的懷疑，在二〇〇八年的事件中得到強而有力的證實。事實上，新自由主義制度的克制和紀律是在一個附帶條件下運作：如果出現重大金融危機威脅到「系統性」的利益，那麼我們最後會發現自己生活在一個不受限制，但是擁有大政府、大規模行政措施與干預主義的時代。這種干預主義與其說是法規治理，還不如說更像是軍事行動或急診醫療。這顯示一個必要但令人不安的事實，自一九七〇年代以來，這種壓抑已經形塑出經濟政策的整體發展。現代貨幣體系的基礎無法削減其政治性。

毫無疑問，所有商品都有政治性。但是貨幣、貸款與建立在它們上面的金融架構是由政治權力所構成，而不是某種程度由心懷不軌的人、智慧型手機和石油所產生的社會習俗和法律所構成。在現代貨幣金字塔頂端的是法定貨幣。<sup>28</sup>這些貨幣是由政府產生與核可，除了擁有法定貨幣的地位以外，背後沒有其他東西「支持」。隨著一九七一至一九七三年布雷頓森林體系（Bretton Woods system）的崩潰，這種不可思議的事首次成為現實。根據一九四四年的布雷頓森林協議（Bretton Woods agreement），美元是全球貨幣體系的支柱，與黃金掛勾。當然，這不過是一個慣例。當一九七一年八月十五日美國為了生存，堅持必須緊縮貨幣時，尼克森總統（President Nixon）拋棄這項協議，這是歷史性的休止符。貨幣出現以來，世界上第一次有貨幣沒有根據某個金屬本位運作。規範貨幣和信貸所創造的貨幣政策很可能因此解放。但是擺脫「黃金枷鎖」之後，政策制定者實際上擁有多少自由呢？即使是對美國來說，強大的社會與經濟力量也使美元無法持續釘住黃金。在美國國內，社會逐漸富裕，大家互相爭奪所得大餅，而在美國國外，則是將一九六〇年代的倫敦境外美元交易自由化。一九七〇年代，當這些力量在沒有一個貨幣本位下得到釋放時，導致已開發經濟體的通貨膨脹率飆升至二

0%，這是在和平時期前所未見的事。但這並非拋棄自由化，到了一九八〇年代初期，全球資金流動的任何限制都被取消了。正是為了要馴服金屬貨幣結束所釋放出無紀律的力量，市場革命和新自由主義才開創「紀律的邏輯」（logic of discipline）。<sup>29</sup>到了一九八〇年代中期，聯準會主席保羅·沃克（Paul Volcker）想要遏止通貨膨脹，突然開啟升息循環。在出現經濟大平穩現象的年代，只有股票和房地產的價格在上漲。當二〇〇八年泡沫破滅，世界面臨的不是通貨膨脹，而是通貨緊縮時，主要的央行都丟開強加給自己的束縛。它們會採取任何措施來防止信貸崩潰，它們會採取任何措施來保持金融體系的運作。而且因為現代銀行體系既是全球性為基礎，也以美元為基礎，這意味著美國會採取前所未有的跨國行動。

聯準會提供的流動性非常驚人，這在歷史上有長遠的意義。專家普遍認為，聯準會對世界經濟注入美元的換匯協議（swap lines）可能是危機期間的決定性創新。<sup>30</sup>但是在公共論述中，這些措施依舊不被關注。取而代之的是將討論圍繞在個別銀行的紓困，以及隨後央行以量化寬鬆（Quantitative Easing）名義掀起的干預爭議。舉例來說，即使是在柏南克的回憶錄裡，提到二〇〇八年跨大西洋流動性措施的篇幅，遠遠比談論接管美國國際集團或擔憂房貸救助的政治情勢要少得多。<sup>31</sup>

聯準會的措施因為有技術和行政上的複雜性，無疑顯得晦澀難懂。但政治超越這一點。二〇〇八年的銀行紓困引發長期持續而嚴厲的指責，而且是基於很好的理由。數十億納稅人的錢被用來紓困貪婪的銀行。有些干預措施產生報酬，但有些並沒有。紓困期間有很多高度爭議性的選擇。在美國，這使得共和黨內部的分歧加劇，在八年後帶來嚴重的後果。但這個問題超越個別決策或政黨的政治綱領，變成是我們思考與談論現代經濟結構的方法。的確，在總體金融學方法支持者的清楚解

釋下，危機強迫我們直接回頭重新想像國際經濟學的分析方法。在二十世紀分析國際經濟互動的島嶼模式中，基本分析單位是相互貿易的國家經濟體，它們會產生貿易順差和赤字，並累積國家債權與債務。經濟學家創造出這些熟悉的實體基本單位，在失業率、通貨膨脹和國內生產毛額（本書接下來都以GDP標示）上給這些經濟實體一個日常實務的現況，並圍繞這些數字發展出一個整體的國家政治概念。<sup>32</sup>優質的經濟政策會帶來經濟成長。至於分配的問題，也就是「誰拿走利益？」的政治問題，可能與考量「經濟規模擴大程度」的大眾利益相當。相較之下，持續關注企業資產負債表「連鎖矩陣」的新總體金融學則是掀開所有自我安慰的委婉說法。之所以關注企業資產負債表，而非國家經濟總值，是因為金融體系裡的實體活動都在那裡。這頗具啟發性，更能掌控經濟政策。但這暴露政治上一些難以理解的事。事實上，金融體系並不包括「國家的金流」，也不是由大量不知名的個別小公司所構成（那是「完全競爭」的理想狀態）。而且在經濟上，這些小公司就像個別公民。絕大多數的民間信貸是由關係密切的寡占公司所放款，這是申鉉松提到「連鎖矩陣」中的關鍵組織。全球有二十到三十家重要的銀行。如果加上在各國國內的主要銀行，全球或許有一百家大型金融機構。認定與監理所謂「系統性重要金融機構」（systemically important financial institutions, SIFIs）的技術被稱為「總體審慎監理」（macroprudential supervision），這是在危機發生後主要的政府創新。這些銀行和銀行經營者都是書裡提到戲劇性事件中的關鍵角色。

對於柏南克提供全球流動性這個「具有重要歷史意義」的政策來說，嚴酷的事實是，這牽涉到把數兆美元的放款交給一小群的銀行、它們的股東，以及領取不尋常高薪的員工。事實上，就像我們看到的，我們可以精確列出誰得到什麼東西。更尷尬的情況是，儘管聯準會是美國的央

行，但至少有一半的流動性提供給總部在歐洲的銀行，而不是在美國的銀行。從理論來看，這是總體經濟學的危機；但從實務來看，這是傳統貨幣政策工具的危機；出於相同的原因，這也是現代政治的嚴重危機。無論聯準會的措施有多麼前所未見和有效，即使是一貫支持全球化的政治人物，也幾乎無法說清楚這項措施的實務意義。雖然我們居住在一個企業寡占的世界並不是祕密，但在危機期間和之後，這個現實和政府認定的優先事項卻因此暴露出來。難以忍受並極具爭議的事實是，大西洋兩岸的民主政治已經窒息。

## 歐元區的危機政治學

從歐洲人已經說過的話看來，他們非常樂意忘掉自家跨國銀行捲入跨大西洋危機，這應該沒什麼好訝異的。二〇〇八年，英國人有自己的災難要處理。而由法國和德國領導的歐元區則因為二〇一〇年以後陷入「主權債務危機」，使得二〇〇八年的金融危機在記憶中漸漸消失。<sup>33</sup>沒有國家想要承認對聯準會的依賴，而且不想對聯準會盡義務，或是順從。在這方面，美國人也失去權威感。歐洲人都太過於輕易否認二〇〇八至二〇〇九年與美國危機的抗爭，結果率先讓世界陷入麻煩，這是另一種急就章與無紀律的例子。這成為跨大西洋文化戰爭的第一階段，與歐元區危機有關的經濟政策激辯達到高潮，這是本書第三部分關注的焦點。

由於這些情況基本上是相關的危機，而且第一個危機的規模大很多，還極為快速，因此可以把本書第二部分描述二〇〇八年全球經濟崩

盤相對有效的遏止，與第三部分描述歐元區不斷升高的災難所造成的痛苦進行比較。對於希臘債務，歐洲人用自己的語言來建構危機故事。它的核心是主權債務的政治學，但就像歐盟資深經濟官員現在公開承認的，這沒有經濟學的依據。<sup>34</sup>長期來看，公債永續也許是個問題。希臘沒有償債能力，但對更廣泛的歐元區危機來說，共同點並不是過多的公債，而是過度使用槓桿的金融體系因為過於依賴短期市場融資，進而導致危險的脆弱性。歐元區危機是二〇〇八年北大西洋金融體系震盪所產生的大規模餘震，因為透過歐盟錯綜複雜的政治架構延遲出現。<sup>35</sup>就像一位與歐盟紓困計畫密切相關的頂尖歐盟專家說到：「如果我們（在二〇〇八年）已經把銀行交由中央監理，馬上就可以解決這個問題。」<sup>36</sup>相反的，歐元區危機擴大成民間信貸危機、政府信貸危機，以及一場歐洲計畫危機間的惡性循環。

要如何解釋二〇〇八年放款機構危機奇怪的變形為二〇一〇年後借款人的危機？很難不去懷疑其中耍了什麼花招。雖然歐洲的納稅人飽受折磨，但銀行和其他放款機構已經從提供給紓困國家的資金中獲得報酬。從這裡可以做出結論，二〇一〇年之後的歐元區危機隱含的邏輯是重現二〇〇八年的銀行紓困，但這次是裝的。有位言語犀利的評論家認為，這是歷史上最偉大的「掛羊頭賣狗肉」現象。<sup>37</sup>但令人困惑的是，如果真是這樣，如果歐元區發生的事只是掩飾二〇〇八年的事件重演，那麼至少會預期看到美國式的結果。正如其中的主要人物清楚意識到，對美國危機的奮勇抵抗，呈現出巨大的不公平。<sup>38</sup>銀行家繼續過著講究的生活，領取社會救濟金的人則勉強過日子。但是，雖然成本效益分配讓人無法接受，但是美國的危機管理至少有發揮成效。二〇〇九年以來，美國經濟持續成長，而且，至少按照官方統計數據設定的標準，現在已經接近充分就業。相較之下，透過刻意選擇的政策，歐元區把數千萬公民

帶進類似一九三〇年代蕭條的深淵，這是有史以來自己釀成最嚴重的一場經濟災難。希臘，這個經濟規模只占歐盟GDP一至一.五%的小國家，成為這場災難的核心，把歐洲歷史轉變成一種痛苦諷刺的形象。

數百萬人無緣無故受到這樣的對待，這樣的場景應該會激起憤怒。但我們應該要充分思考這些憤怒的來源。這裡的關鍵詞是「無緣無故」。<sup>39</sup>在回應二〇〇八至二〇〇九年金融危機時，有個清楚的邏輯在運作。不可否認，這是一種分類邏輯（class logic）：「先保護華爾街，之後再擔憂一般民眾。」但這至少還有個根本原理，以及一個大規模的操作模式。以相同的邏輯歸咎給歐元區的管理階層，則是給予歐元區領導人過多的信任。這裡說的故事並不是一個成功的政治詭計：歐盟菁英努力以巧妙的掩飾來保護歐洲大企業的利益。而是一場災難、一團混亂而矛盾的幻想、錯失一個機會而沮喪的戲劇性場景、領導階層的失誤與集體行動的失敗。如果說到因此受益的團體，像是少數得到報酬的債券持有人，或是一家擺脫痛苦重整的銀行，這些團體其實都很小，與付出的龐大成本完全不成比例。這並不是說在這場戲裡，德國、法國、國際貨幣基金等個別演員都缺乏邏輯，而是他們不得不起行動，後來的集體成果是一場災難。它們祭出的歐盟計畫造成的社會與政治傷害也許永遠沒辦法恢復。但是，在這種混亂應該激起的憤怒中，我們很容易忘記另一個長期的後果。緊接在二〇〇八至二〇〇九年跨大西洋金融危機之後的歐元區危機所呈現的糟糕管理做法，不只使歐洲公民產生危害，也導致歐洲企業承受嚴重的後果，那些依靠工作與薪資過活的人也無奈的捲入其中。

企業根本不是歐盟危機管理的受益者，還是其中的受害者，尤其是歐洲銀行。二〇〇八年以來，全球企業的權力結構會出現改變不只是因為亞洲崛起，還有歐洲衰退。<sup>40</sup>對於常聽到誇耀德國貿易順差的歐洲人

來說，這也許很奇怪。但就像德國最具洞察力的經濟學家強調，這些貿易順差同樣是抑制進口與成功拉抬出口所導致的結果。<sup>41</sup>歐洲企業在全球排名不可避免的下滑歷歷在目，雖然我們不希望這樣，但是世界經濟不是由中等規模的「中小型公司」企業家所經營，而是由幾千家由一小群資產管理公司用交叉持股控制的大公司經營。在這樣的企業競爭戰場上，二〇〇八至二〇一三年的危機帶給歐洲資本一個歷史上的挫敗。毫無疑問有很多因素導致這點，但是關鍵點是歐洲的經濟狀況。出口很重要，但就像中國與美國都證明，沒有什麼產業可以替代有利可圖的國內市場。如果我們用偏激的觀點認為歐元區的基本使命不是為公民服務，而是為歐洲的資金提供一個可以在國內累積資本、有利可圖的地方，那不可避免會有這個結論。二〇一〇至二〇一三年是場慘敗，而且主要並非因為歐元區組織缺席所導致，而是企業領導人、自以為是的央行總裁與思想保守的政治人物做出的抉擇所導致的結果。

當然，我們也許不歡迎以這種方式所組織的世界。歐洲人也許會很窩心看到歐盟委員會（European Commission）為了保護消費者，與Google等全球獨占廠商較量，以及挑戰蘋果的逃稅行為等不尋常的做法。<sup>42</sup>但是，對矽谷企業的罰款只占這些企業現金準備的一小部分。另一個表明權力平衡的不同版本出現在二〇一六年，當時金融界屏息等待美國司法部公布對德意志銀行（Deutsche Bank）房貸詐欺案提出的和解金規模。大家都知道德意志銀行的財務狀況很脆弱，這讓美國當局掌握它的命運。<sup>43</sup>一個多世紀以來它一直屬於德國的強健企業，如今卻受到美國控制。在危機之後，它是最後一家擁有國際地位的歐洲投資銀行。

歐洲人也許希望退出全球性的企業控制權爭奪戰，他們甚至可能希望因此獲得更大程度的民主政治自由。但是風險在於，他們愈來愈仰賴其他人的技術、歐元區的發展相對停滯，加上因此依賴出口其他市場的



歐洲成長模式，使得這種以自治自居的希望落空。歐洲不是一個自主的經濟體，歐洲的風險是成為其他資本家統合主義（capitalist corporatism）的目標。的確，就國際金融而言，大局已定。在雙重危機之後，歐洲已經出局了，未來將由在危機中倖存的美國與新崛起的中國所決定。<sup>44</sup>中國和美國也許會選擇搬到倫敦金融城，但在英國脫歐後，這甚至已經沒有那麼理所當然。華爾街、香港和上海也許會忽視歐洲。

如果這只是歐洲自我傷害的一場戲，那就太糟糕了。但是將歐元區危機的歷史寫成只是歐洲人的歷史，比把二〇〇八年金融危機的歷史寫成是全美國人的歷史更具誤導性。事實上，歐元區危機一再蔓延。二〇一一年春季、二〇一一年秋季，然後是二〇一二年夏季，歐元區至少有三次面臨失序解體的邊緣，明顯有可能發生主權債務危機，使得價值數兆美元的公債遭到吞噬。德國或其他國家本來可以免疫的想法是個幻想，結果導致戰線驚人的反轉。二〇〇八年，世故的歐洲人曾經呼籲布希政府認知到全球化的現實。十八個月後，歐巴馬政府裡的中間派自由主義者請求歐元區，在面對德國政府和歐洲央行保守派頑固而魯莽的抵抗時穩定金融體系。二〇一〇年四月，在二十國集團（注：即G20，由七大工業國〔美國、英國、法國、德國、義大利、加拿大、日本〕、金磚五國〔中國、印度、巴西、俄羅斯、南非〕、七個重要經濟體〔澳洲、墨西哥、南韓、土耳其、印尼、沙烏地阿拉伯、阿根廷〕以及歐盟組成）其他國家的判斷中，歐元區危機已經太過兇險，而且歐洲人太過無能，無法解決自己留下來的問題。為了防止希臘成為「另一個雷曼兄弟」，美國動員國際貨幣基金這個二十世紀中全球主義的典型產物來拯救二十一世紀的歐洲。二〇一〇年五月的救援行動使危機停止進一步擴大，但卻把歐洲、國際貨幣基金和美國綁在一起成為共犯，拖入一場七年後還是無法從中解脫的惡夢糾纏。它也沒有阻止債券市場的恐慌。直

到二〇一二年夏季，主要的歐洲主權債務危機前景威脅到美國和世界其他經濟體。在華盛頓和二十國集團國家的堅持督促下，直到二〇一二年七月歐洲才穩定下來，而且是藉著一般認為歐洲央行遲來的「美國化」來做到這點。<sup>45</sup>

## 危機的突變與轉移

如果時間停在二〇一二年秋季，就會發現情況與四年前的紐約有明顯差異。儘管一開始前景不佳，但是如果否認歐巴馬政府展現出美國企業自由主義的再次流行就太唐突了。的確，即便今天感覺金融危機已經結束，經濟在不久前的某一刻已經恢復正常狀態，都得回頭來看二〇一二年秋季的情況。在那時，全面性危機的嚴重威脅已經結束，而且有個恢復正常的跡象是，實際上美國並沒有被拉下霸主地位。二〇一二年歐巴馬再次贏得大選，裴林的看漲聲勢也停了下來。在國際上，在聯準會慷慨供應美元的幫助下，新興市場蓬勃發展。歐盟則在拚命追趕。二〇〇八年，歐巴馬採取謙虛而謹慎的基調，將自己與布希和錢尼執政時期的政策保持距離，到了二〇一二年，則恢復典型的例外主義敘事（exceptionalist narrative）。美國「不可或缺」，這個在柯林頓時代創造的流行語重獲新生。<sup>46</sup>考量全局的外交政策思維重新流行，新的國界是跨大西洋貿易與投資夥伴協議（TTIP）和跨太平洋夥伴協定（TPP）的「貿易」條約，實際上是商業、金融、科技和法律在地緣政治目的上進行整合的超大型計畫。不過歐巴馬第一個總統任期的表現令人失望，這可能要歸咎給保守的反對派。雖可以預測得到，但仍令人感到沮喪。

賦予相當多動力的現代性和全球資本主義則是要求很高的領頭羊，保守派扯後腿只是預料之中。但最終歷史會推進。即使在歐洲，務實的管理主義最終會勝過保守派的教條。

如果要了解過去十年的歷史，就必須認真對待這個再次得意的時刻。考慮到隨後發生的事件，我們的回顧很容易被暴怒、憤慨和恐懼結合的陰影所籠罩。但那時恢復自信的感覺很真實，而且留下學術遺產。當時是第一次開始有人寫下對經濟危機的調查。最樂觀的人堅持《金融體系發揮功效》（*The System Worked*）；<sup>47</sup>還有人宣稱二〇〇八年已經變成《現況危機》（*The Status Quo Crisis*）<sup>48</sup>；最悲觀的版本則認為我們生活在一個《擺滿鏡子的大廳》（*Hall of Mirrors*）<sup>49</sup>裡。正是因為危機太早就被有效抑制，才產生出這種虛假的穩定感。這反而會削弱根本改革所需的能量，而且這意味著危機會重複發生的嚴重風險。但是危機的重複發生與危機延續或擴大不同，這些說法都理所當然地說明二〇〇八至二〇一二年的危機已經結束，不管多麼悲觀的版本都是如此。這也是這本書開始論述的基礎，這本書打算對已經結束的危機進行週年回顧，二〇一三年的緊急任務似乎是解釋華爾街和歐元區危機怎麼相互關聯的歷史，充分展現危機的跨國特性，影響擴及西歐、東歐和亞洲；凸顯在應對危機的反應與聯準會採取的新措施上，聯合國是不可或缺的角色；詳細記錄危機的痛苦與歐洲的反應持續失當，以及解釋跨大西洋的金融外交嚴酷但沒被正確評價的時期。這些事情仍然值得去做，但現在已經呈現出一種更不祥的新意義。因為只有掌握以美元為主的金融體系內部運作，以及這個體系的脆弱性，我們才能了解在二〇一七年隱藏的風險。如果川普的總統任期是美國政治威信的最低點，那麼這一切就更令人不安了，因為對美國的高度仰賴不只出現在二〇〇八年，在歐元區危機時也是如此。

我們現在必須處理的是，與二〇一二至二〇一三年的基本假設相反，危機事實上並未結束。我們面對的不是重複發生的危機，而是危機的突變與轉移。正如本書第四部分顯示，二〇〇七至二〇一二年的金融和經濟危機在二〇一三年至二〇一七年間演變成冷戰後世界秩序下一個廣泛的政治與地緣政治危機。而且無法避免有著明顯的政治意義。把保守主義當作危機應對的信條可能是個災難，但是二〇一二年以來發生的事件認為中間派自由主義者取得勝利也是錯誤的。<sup>50</sup>隨著在美國針對不平等的辯論已經明顯升級，中間派自由主義很難為現代資本主義民主的長期問題提供有說服力的解答。危機使原來就存在的不平等，以及權力剝奪感所產生的緊張局面加劇，並使二〇〇八年以來應對危機所採取的激烈措施加大力道，儘管這些措施的短期效果顯著，但都有副作用。在這點上，保守派是對的。而在這段期間拋出來的地緣政治挑戰並沒有消失，這些挑戰並非來自中東國家的激烈動盪，或是「斯拉夫」國家的落後，而是全球化的成功推進。挑戰已經加大。雖然「西方聯盟」仍然存在，但協調能力愈來愈差。二〇一四年，日本突然傾向與中國對抗，歐盟這個「不發展地緣政治」的巨人，則如「夢遊」般陷入俄羅斯與烏克蘭的衝突。同時，在歐元區危機處理的一團糟之後，歐洲的左翼與右翼政黨都出現大動員。但是在面對糟糕的政府失靈時，並沒有展現出歐洲民主的活力，反而難看地將後危機時期的新政治妖魔化為「民粹主義」，這也許在某種程度上可以看成與一九三〇年代的情況一樣，或是歸咎於俄羅斯的惡意影響。維持現狀的力量聚集在歐元集團（注：Eurogroup，由歐元區各國財政部長所組成，非正式但有實質影響力的會議），想要開始抑制與抵抗二〇一五年希臘和葡萄牙上任的左翼政府。在新增的權力支持下，歐洲央行完全動起來，這無疑對歐元區的穩健產生影響。更加急迫的問題則是歐洲民主的限制與不平衡。反對左

派，攻擊政策的合理性，這種野蠻的抵制策略發揮效果。而且就像英國脫歐、波蘭和匈牙利的情況所證實的，他們沒有反對右派。

## 問題的根源

歷史學家很喜歡告訴自己，時間差是個補品。它允許超然與客觀判斷的存在，這通常是這門學科對外宣傳的優點，但那取決於你在哪裡利用時間。歷史寫作並沒有逃避它試圖重新建構的歷史。更相關的問題不是要經過多少時間之後才能把歷史寫下來，而是在這段過渡期間發生什麼事，以及在寫作的當下預期未來發展。如果這本書的完成時間更接近事件開始描述的時間，那就很容易寫作，結論也會更明確。雖然目前一系列的事件可能過於樂觀，但是像這樣在十年後寫一本書也許更加容易。當然，對一個服膺英國、德國、「曼哈頓島」和歐盟的左派自由主義歷史學家來說，二〇〇八年金融危機十週年並不是一個舒服的制高點。情況可能會更糟。一九二九年經濟大恐慌的十週年紀念書籍應該在一九三九年出版。不過那時我們還未出生。但現在無疑是比危機開始前想像的，更讓人覺得不舒服與不安的時刻。

在川普勝選之後，很多折磨我們的不安症狀和危機，在於他代表著相當粗俗的各種後真相政治（注：[postfactual politics](#)，後真相政治是指人們不在重視事情的真實性，每個人都說別人在說謊，自己的看法才是對的）。他不說事實，他不講道理，他說話前後不一。權力看起來已經從理性、邏輯一致性和事實根據的基本價值中脫鉤。是什麼情況導致這種退化？有人可能會引用一系列複雜的因素。當然，不擇手段地在政治

上散布謠言、流行文化的墮落，以及有線電視和社群媒體的封閉世界也是問題的一部分，就像川普的個性一樣。但是把目前的後真相狀態歸咎於川普和他的支持者只是妄加猜測而已。<sup>51</sup>就像這本書要顯示的，這次危機的歷史證明，在「實際」處理目前的情況時，確實有著持續而根深柢固困難。這不只是對真理感到反感與那些被認為是民粹主義者的人的問題。這個問題更為廣泛、更為深入，而且影響主流政治的核心與邊緣。我們不需要回到那些針對伊拉克戰爭所做出的惡名昭彰誤導與不一致的證據，以及迎合政府的媒體報導。歐盟委員會現任主席尚克勞德·容克（Jean-Claude Juncker）在二〇一一年春季就曾言明：「當事情變嚴重時，你必須說謊。」<sup>52</sup>至少有人會說他知道他在做什麼。如果我們相信他說的話，那麼一個對公共論述的後真相方法只不過是目前資本主義的治理要求。

信譽的喪失明顯而普遍，傷害很強烈。如果自由主義者只要「振作起來，拍拍身上的灰塵，然後重新開始」，就好像大蕭條時期的一首歌說：假使美國失敗了，我們應該尋求一位看起來很年輕的法國總統或無情可靠的德國總理來領導，引述這種說法的人不是頭腦簡單，就是不夠真誠。這不是說以二〇〇八年以來的災難規模，或歐洲和美國普遍存在的政治不平衡，無法對危機做出適當反應；這不是說要漠視中間派和右派已經失敗，而且左派大規模地阻撓和自我設限這樣的政治僵局；也不是要承認有些損失無法彌補，而且有時候適當的反應並不只是為了要繼續前進，相反的還要等上一段時間，挑出我們期望的毀滅，清點已經打破的身分認同與幻滅。這種在重建上的努力存在某種不穩定，但即使回顧過去，也能夠仰賴全球資本主義的急切動態來迫使我們前進。它已經拉著我們了。就像會在最後一章看到，我們已經接到下一次的經濟挑戰和危機，不是在美國或歐洲，而是在亞洲和新興市場。回顧並不是一種

拒絕的舉動，這只是為了逐漸接受過去、對找尋出問題的地方付出必要的集體努力。要做到這點，沒有什麼事能取代深入探究金融機器的運作。我們會在那裡發現把世界弄得四分五裂的機制，以及為什麼這樣的解體會如此突然的原因。

- 
- 1 <http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/brazil.shtml>.
  - 2 [http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/usa\\_en.pdf](http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/usa_en.pdf).
  - 3 [http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/philippines\\_en.pdf](http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/philippines_en.pdf).
  - 4 <http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/argentina.shtml>.
  - 5 [http://www.un.org/press/en/2008/080923\\_Sarkozy.doc.htm](http://www.un.org/press/en/2008/080923_Sarkozy.doc.htm).
  - 6 [http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/uk\\_en.pdf](http://www.un.org/en/ga/63/generaldebate/pdf/uk_en.pdf).
  - 7 P. H. Gordon and J. Shapiro, *Allies at War: America, Europe, and the Crisis over Iraq* (New York: McGraw-Hill, 2004).
  - 8 J. Habermas and J. Derrida, “February 15, or What Binds Europe Together: Plea for a Common Foreign Policy, Beginning in Core Europe,” *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, May 31, 2003, in *Old Europe, New Europe, Core Europe*, ed. D. Levy, M. Pensky, and J. Torpey (London: Verso, 2005).
  - 9 T. Purdum, “It Came from Wasilla,” *Vanity Fair* 39 (2009).
  - 10 G. Jarvie, D. Hwang and M. Brennan, *Sport, Revolution, and the Beijing Olympics*, (Oxford: Bloomsbury Academic, 2008); and M. E. Price and D. Dayan, *Owning the Olympics: Narratives of the New China* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 2011).
  - 11 G. Toal, *Near Abroad: Putin, the West and the Contest over Ukraine and the Caucasus* (New York: Oxford University Press, 2017).
  - 12 D. Trump, “Remarks of President Donald J. Trump— As Prepared for Delivery, Inaugural Address” (speech, Washington, DC, January 20, 2017), <https://www.whitehouse.gov/inaugural-address>; and for video, <http://www.cnn.com/videos/politics/2017/01/20/trump-speech-america-first-sot.cnn>.
  - 13 以優秀的心理學方法分析美國與英國的危機結果，請見T. Clark, *Hard Times: Inequality, Recession, Aftermath* (New Haven, CT: Yale University Press, 2014).
  - 14 A. S. Blinder, *After the Music Stopped* (New York: Penguin, 2014)是同時對危機與美國人的

反應最好的經濟學解釋，還有G. Packer, *The Unwinding: An Inner History of the New America* (New York: Farrar, Straus and Giroux, 2013).

- 15 深表贊同的還有L. Panitchin and S. Gindin, *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire* (London: Verso, 2012); E. S. Prasad, *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014); H. M. Schwartz, *Subprime Nation: American Power, Global Capital, and the Housing Bubble* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2009); and P. Gowan, “Crisis in the Heartland,” *New Left Review* 55 (2009), 5– 29.
- 16 I. Bremmer, “The Return of State Capitalism,” *Survival* 50 (2008) 55– 64; and J. Gyriel, “The Return of Europe’s Nation-States: The Upside of the EU’s Crisis,” *Foreign Affairs* 95 (2016), 94.
- 17 因為道格拉斯·亞當斯 (Douglas Adams) 《銀河便車指南》 (*Hitchhiker’s Guide to the Galaxy*) 的名氣，「突然停止」 (sudden stop) 這個概念被引進國際經濟學，請參考G. A. Calvo, “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops,” *Journal of Applied Economics* 1 (November 1998), 35– 54.
- 18 A. Tooze, *Statistics and the German State: The Making of Modern Economic Knowledge* (Cambridge: Cambridge University Press, 2001); and T. Mitchell, *Rule of Experts* (Berkeley: University of California Press, 2001).
- 19 R. Skidelsky, *Keynes: The Return of the Master* (New York: PublicAffairs, 2010).
- 20 保羅·克魯曼堅定並有說服力的為一九三〇年代的IS-LM模型辯護，這對於理解經濟衰退與緩慢復甦的機制很重要，請參考P. Krugman, “IS-LMentary” (*Conscience of a Liberal Blog*), *New York Times*, October 9, 2011, and “Economics in the Crisis” (*Conscience of a Liberal Blog*), *New York Times*, March 5, 2012.
- 21 R. Baldwin, “Global Supply Chains: Why They Emerged, Why They Matter, and Where They Are Going,” in *Global Value Chains in a Changing World*, ed. D. K. Elms and P. Low (Geneva: WTO, 2013), 13– 60.
- 22 H. S. Shin, “Globalisation: Real and Financial,” BIS 87th Annual General Meeting, [https://www.bis.org/speeches/sp170625b\\_slides.pdf](https://www.bis.org/speeches/sp170625b_slides.pdf).
- 23 M. Obstfeld and A. M. Taylor, “International Monetary Relations: Taking Finance Seriously” (CEPR Discussion Paper No. DP12079, June 2017), <https://ssrn.com/abstract=2980858>.
- 24 一些關鍵文件可見T. Adrian and H. S. Shin, “Liquidity and Leverage,” *Journal of Financial Intermediation* 19 (July 2010), 418– 437; C. Borio and P. Disyatat, “Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?” (BIS Working Paper 346, 2011); 以及S. Avdjiev, R. N. McCauly and H. S. Shin, “Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance,” *Economic Policy* 31 (2016), 409– 451.
- 25 Paradigmatically, D. Yergin and J. Stanislaw, *The Commanding Heights: The Battle for the World Economy* (New York: Simon & Schuster, 2002).



- 26 B. Bernanke, “The Great Moderation,” Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004.
- 27 D. Harvey, *A Brief History of Neoliberalism* (New York: Oxford University Press, 2007)可以取代很多討論。
- 28 G. Ingham, *The Nature of Money* (Cambridge: Polity, 2004)簡單概述複雜與多方論述的文獻。
- 29 A. Roberts, *The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government* (New York: Oxford University Press, 2011)可以取代很多討論。
- 30 “Re-Thinking the Lender of Last Resort” (BIS Working Paper 79, September 2014), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2504682>.
- 31 在B. Bernanke, *Courage to Act* (New York: W. W. Norton, 2015), 270– 291書中不只一再提到涉及數兆美元的換匯協議，還用一整章說明如何致力拯救美國國際集團。
- 32 D. Coyle, *GDP: A Brief but Affectionate History* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2015); P. Lepenies, *The Power of a Single Number: A Political History of GDP* (New York: Columbia University Press, 2016); and T. E. Shenk, “Inventing the American Economy,” *Columbia University Academic Commons* (PhD, 2016), <https://doi.org/10.7916/D8NZ87N1>.
- 33 關於法國的看法，值得注意的有M. Roche, *Histoire secrète d’un krach qui dure* (Paris: Albin-Michel, 2016)。對於德國如何遏止危機，請參考L. Müller, *Bank-Räuber: Wie kriminelle Manager und unfähige Politiker uns in den Ruin treiben* (Berlin: Econ, 2010)。
- 34 請參考二〇一六年四月哥倫比亞大學歐洲研究所（European Institute, Columbia）馬可·布提（Marco Buti）的看法，請參考<https://www.youtube.com/watch?v=7aGtNbmvmTs>。
- 35 不是拒絕接受最適通貨區域理論（theories of optimum currency），就是拒絕接受分歧的經濟成長體制會導致的歐元失敗並關注在金融發展上，同意這裡的解釋有：M. Sandbu, *Europe’s Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2015); E. Jones, “The Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro,” in *The Future of the Euro*, ed. M. Matthijs and M. Blyth (New York: Oxford University Press, 2015); E. Jones, “Getting the Story Right: How You Should Choose Between Different Interpretations of the European Crisis (and Why You Should Care),” *Journal of European Integration* 37.7 (2015), 817– 832; and W. Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment* (Oxford: Oxford University Press, 2017)。
- 36 T. Wieser quoted in C. Gammelmin and R. Löw, *Europas Strippenzieher: Wer in Brüssel Wirklich Regiert* (Berlin: Econ, 2014), 65.
- 37 M. Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (Oxford: Oxford University Press, 2013), 73.
- 38 T. F. Geithner, *Stress Test: Reflections on Financial Crises* (New York: Crown, 2015)令人欽佩的坦承這點。

- 39 對凱因斯學派的自由主義者來說，「泥淖」（muddle）是很重要的概念，請參考G. Mann, *In the Long Run We Are All Dead: Keynesianism, Political Economy, and Revolution* (London: Verso, 2017).
- 40 “From Clout to Rout: Why European Companies Have Become a Fading Force in Global Business,” *Economist*, June 30, 2016.
- 41 M. Fratzscher, *Die Deutschland-Illusion: Warum wir unsere Wirtschaft überschätzen und Europa brauchen* (München: Carl Hanser, 2014); J. Bibow, “The Euro Debt Crisis and Germany’s Euro Trilemma,” *Levy Economics Institute* (Working Paper 721, May 2012); and S. Dullien, “A German Model for Europe?,” *European Council on Foreign Relations*, July 2013.
- 42 “CSU für Apple, Linke gegen Steuerdeals,” *Neues Deutschland*, September 1, 2016.
- 43 J. B. Stewart, “Deutsche Bank as Next Lehman Brothers: Far-Fetched but Not Unthinkable,” *New York Times*, October 6, 2016.
- 44 C. Goodhart and D. Schoemaker, “The United States Dominates Global Investment Banking: Does It Matter for Europe?,” *Bruegel Policy Contribution* (2016).
- 45 “Special Report: How Mario Draghi Is Reshaping Europe’s Central Bank,” *Reuters*, January 9, 2013; and L. Elliott, “Take a Bow Mario Draghi— Has the ECB Chief Saved the Eurozone?,” *Guardian*, June 8, 2017.
- 46 Z. Micah, “The Myth of the Indispensable Nation,” *Foreign Policy*, November 6, 2014.
- 47 D. W. Drexner, *The System Worked: How the World Stopped Another Great Depression* (Oxford: Oxford University Press, 2014).
- 48 E. Helleiner, *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown* (Oxford: Oxford University Press, 2014).
- 49 B. Eichengreen, *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses and Misuses of History* (Oxford: Oxford University Press, 2015).
- 50 T. Frank, *Listen, Liberal: Or, Whatever Happened to the Party of the People?* (New York: Macmillan, 2016).
- 51 在眾多文獻中，下面兩篇是特別完整的文章：W. Davies, “The Age of Post-Truth Politics,” *New York Times*, August 24, 2016; 與 A. M. Rondón, “Donald Trump’s Fictional America,” *Politico*, April 2, 2017, <https://www.politico.com/magazine/story/2017/04/donald-trumps-fictional-america-post-fact-venezuela-214973>.
- 52 C. Forelle, “Luxembourg Lies on Secret Meeting,” *Wall Street Journal*, May 9, 2011.

## PART I 風暴齊聚

## 第1章 錯誤的危機

二〇〇六年四月五日，伊利諾州年輕的新任參議員巴拉克·歐巴馬（Barack Obama）從國會山莊舉行的印度核武協議討論抽身，參加在布魯金斯研究所（Brookings Institution）一個新智庫計畫的開幕。<sup>1</sup>布魯金斯研究所被視為世界上最有影響力的社會科學研究中心。對歐巴馬來說，出現在布魯金斯研究所可以說是一場能否接任總統職務的面試。<sup>2</sup>他針對漢彌爾頓計畫（the Hamilton Project）進行一場演講。漢彌爾頓計畫是民主黨重要人士羅伯特·魯賓（Robert Rubin）發起的一個新倡議。魯賓在一九九〇年代中間派民主黨人與抱持全球化思維的銀行家之間奔走聯繫，可以說是重新塑造美國經濟政策的象徵。一九九三年，身為高盛（Goldman Sachs）共同執行長的魯賓辭去華爾街高層的職位，擔任全國經濟委員會（National Economic Council）第一任主席，這是由比爾·柯林頓（Bill Clinton）成立，與國家安全署（National Security Council）同層級的單位。兩年後，魯賓被任命為財政部長。與魯賓主持二〇〇六年四月布魯金斯會議的是一位年輕的經濟學家彼得·奧薩格（Peter Orszag），他也是柯林頓政府裡的資深人士，後來成為歐巴馬的預算辦公室主任。二〇〇八年，歐巴馬整個經濟團隊幾乎都是從魯賓的財政部老團隊中招募。漢彌爾頓計畫在金融危機前十二個月、歐巴馬上任前兩年半發起，展現出影響歐巴馬最有影響力的顧問群中一些人的世界觀。它顯示出他們看得見與看不見的事情。

## 美國財政赤字的威脅

魯賓在一九九九年回到商業界之後，就很擔心華爾街的變化。全球化一直是一九九〇年代的核心挑戰，到了新千禧年更是如此。但是在布希第二任總統任期執政兩年後，共和黨政府的政策讓美國陷入風險。它們沒有減輕全球競爭的壓力，反而在分裂美國社會。這引發反全球化的強烈反彈和一場災難性的金融危機，對美國的貨幣穩定和美元的全球地位產生疑慮。

魯賓和他的信徒在全球化的世界裡做得並不糟。離開財政部後，魯賓退休成為花旗集團（Citigroup）非執行董事長，這是個有影響力的頭銜。在學術界、政府機關和顧問工作間跳槽的奧薩格最後自然也在花旗落腳。但一般美國人描述的故事並不一樣。過去曾有美好的時刻，柯林頓的親信一直在慶祝一九九〇年代科技與華爾街的雙重榮景。但是一九七〇年代以來，薪資並沒有跟上生產力的成長，對於參與漢彌爾頓計畫的菁英領導階層來說，矛頭指向哪裡很清楚。美國的學校並沒有提供年輕人必要的教育來確保領先地位。漢彌爾頓計畫發表的第一份報告提出的建議是改善教師聘任，以及好好利用孩童的暑假。<sup>3</sup>這是用具體細節、「以證據為主」、非意識形態的方法去提升生產力來主導經濟政策討論的時代。不過它的目的很明顯是政治性的。就像歐巴馬在演講中提到：

當你投資教育、健保與美國勞工的福利時，它會透過經濟的每個層面帶來紅利.....我認為如果你對這間會議室裡的人進行調查，就會發現大多數的人都強力支持自由貿易，而且都相信市場。事實上，對於該怎麼處理全球經濟的輸家，鮑伯（魯賓）和我已經持續

爭論大約一年。過去我們會傾向說，看吧，我們必須把餅做大，而且要重新培訓需要再訓練的人。但事實上，我們對這方面從沒有認真對待.....只是記在心裡而已.....住在伊利諾州迪凱特（Decatur）、蓋爾斯堡（Galesburg）的人已經看到工作消失了。他們失去健保，失去退休保障.....他們認為這可能是第一個兒孫輩比自己這輩更糟的世代。<sup>4</sup>

這是對無限上綱的美國夢的一種反叛，而且有潛在風險會擴大成政治反對勢力。就像歐巴馬說：「接著，其中有些人最後會展現出某種本土主義者的情緒、保護主義，以及我們在華盛頓這裡爭辯的反移民情緒。因此會對這裡正在進行的工作產生實質影響，這不是一個不見血的過程。」<sup>5</sup>

二〇〇六年，在對全球化的擔憂，以及民粹主義者叛亂的風險已經很明顯的情況下，經濟民族主義有個說法是，歐巴馬本人並不害怕罷工：「當你把赤字降低，而且我們的債務不在外國人手上時，我們都會贏。」與全球競爭力相比，漢彌爾頓團隊認定當務之急是債務問題。

身為柯林頓的財政部長，羅伯特·魯賓最自豪的是把雷根時代的赤字轉變成可觀的財政預算盈餘。從那時起，在共和黨人的掌權下，美國很快朝錯誤的方向發展。二〇〇一年六月，在網路泡沫破滅和充滿爭議的選舉之後，布希政府兌現減稅政策，估計十年內會減少一兆三千五百億美元的聯邦稅收。<sup>6</sup>這項政策是要回饋給主要的支持者，但也消耗魯賓的預算盈餘，而且還是故意這樣做。共和黨人說服自己，當預算有盈餘時，往往會鼓勵政府有更多支出，因此他們提出對應的做法。雷根時期的共和黨策略家率先稱要「餓死野獸」（注：[starving the beast](#)，美國保守派主張的財政手段，透過減稅降低政府收入，迫使政府必須削減開

支；所謂的「野獸」指的是政府的公共服務支出，包括醫療、教育和社會福利等）。<sup>7</sup>藉著加強減稅的力道，導致財政危機，這樣政府就會創造一個無法抵抗的必要做法，削減社會福利支出，並縮減政府的介入。

問題是，減稅之後，預期的支出削減從沒有出現過。二〇〇一年九月十一日的恐怖攻擊使美國處於戰爭狀態，布希政府做出的反應是大幅增加國防支出。這一定程度上讓人糟糕的聯想起越戰，還有後來使美國陷入泥淖的伊拉克戰爭。二〇〇六年，就在與漢彌爾頓小組會面的時候，伊拉克正處於血腥的宗教派系內戰邊緣。現在的問題是如何撤出軍隊。伊拉克的情況讓美國人覺得丟臉洩氣，代價也非常高昂。布希政府盡力將戰爭費用排除在經常性預算之外，所以民主黨專家手工生產預算。到了二〇〇八年，光是阿富汗和伊拉克戰爭的相關法案就編列至少九千零四十億美元。不太保守的估計，投入的經費高達三兆美元。這肯定超過第二次世界大戰以來任何戰爭的花費。<sup>8</sup>

當然，這筆錢付得出來。<sup>9</sup>美國已經比珍珠港事件發生的時候更加富有，但是布希政府不只沒有推翻減稅政策，二〇〇三年五月還加碼提出進一步的減稅方案。在軍隊預算絕對不能改變、其他權衡性支出（注：[discretionary expenditure](#)，日常運作的支出）又沒有大到會產生影響下，共和黨人只能提出要削減用來彌平社會嚴重不公平的「福利」（entitlements）。然而提案過不了參議院，那裡的共和黨只稍微占多數，而且「溫和派」掌握著勢力平衡。正是這種僵局，使得魯賓在二〇〇〇年產生的八百六十四億美元預算盈餘，到了二〇〇四年出現破記錄的五千六百八十億美元預算赤字，而且赤字看不見盡頭。<sup>10</sup>

漢彌爾頓計畫最初的靈感來自奧薩格和魯賓在二〇〇四年論文中發出的警訊。<sup>11</sup>首先，布希的赤字推升利率，並擠壓民間投資。進一步發展下去將隱含一個更嚴重的情況。「預期到遙遠的未來，巨額赤字可能

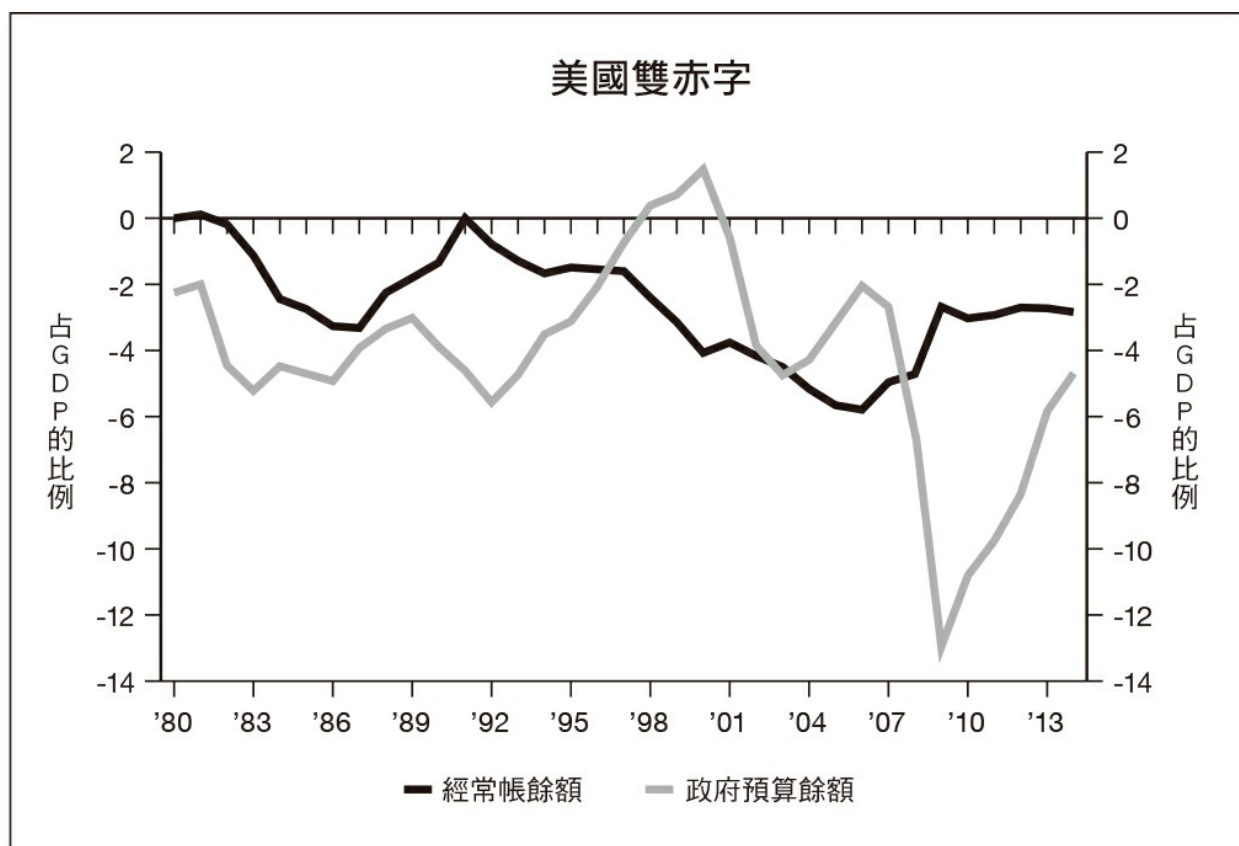
會造成市場預期的根本改變，而且在國內外都導致相關市場信心喪失。」魯賓與奧薩格一本正經的提到：「如果沒有完全排除對預算赤字的傳統分析，接下來大致上會產生負面的動態效應。在小幅而短暫的赤字下，這樣的忽略可以理解，而且很適當。但在大幅而持續的赤字環境下，這種情況會愈來愈難以維持。大幅而持續的赤字可能會嚴重影響民眾的期望與信心，結果會產生潛在財政赤字、金融市場和實體經濟間自我強化的惡性循環。」簡而言之，傳統分析並不足以引發危言聳聽。它「嚴肅考量」的並不是美國很有可能走向「財政或金融混亂」。

當柯林頓政府的前朝官員提到「潛在財政赤字、金融市場和實體經濟」的「惡性循環」時，他們知道自己說的是什麼。他們認為，這是從高支出的雷根和布希政府承擔下來的後果。一九九三年，面對債券市場的拋售，柯林頓擱置一項野心勃勃的經濟刺激計畫。<sup>12</sup>在魯賓和聯準會主席艾倫·葛林斯潘（Alan Greenspan）的慫恿下，削減赤字成為柯林頓團隊的口頭禪。首席政治顧問詹姆士·卡維里（James Carville）留下發人深省的話：「我曾經認為，如果有來生，我想要回來擔任總統或教宗，或是一個有四成打擊率的棒球選手。但現在我想要回到債券市場，在那裡你可以恐嚇每個人。」<sup>13</sup>

一九八〇和一九九〇年代是所謂的債市俠客（bond vigilantes）站在陽光下的日子。十年後，他們仍然在市場上。的確，債券基金規模比以往任何時候都還龐大。但就像歐巴馬暗示的情況，國內投資人並非魯賓信徒們最擔心的一群人，外國投資人才是關鍵因素。布希政府的赤字主要是藉由外國人購買債券來融資。奧薩格和魯賓的論文指出，美國公債仍被視為世界上最安全的投資。沒有違約或突然爆發通貨膨脹的可能性。「但是如果那樣的預期發生改變，投資人很難看到政策過程如何避免採取極端措施，後果可能會比傳統估計所建議的情況更為嚴峻。」也



不是只有支持柯林頓的人擔心這件事。二〇〇三年，沒有黨派色彩的國會預算辦公室覺得有必要提醒民眾某個極端狀況可能出現，那就是外國投資人停止買進美國股票，結果導致美元暴跌、利率上升、通貨膨脹增加。「由於預期獲利減少、通貨膨脹和利率上升，股票市場可能會崩潰，而且消費者可能會突然減少消費。此外，美國的經濟問題可能會蔓延到世界其他地區，並嚴重削弱美國貿易夥伴的經濟。」<sup>14</sup>



資料來源：管理預算辦公室與經濟分析局

美國的赤字規模可能會輕易受到債券市場的壓力影響。外國投資人可能會突然拋售公債，這引發用來調節美國貿易失衡的外部融資可能突然停止的惡夢。但是，讓這個場景產生真實恐懼感的是外國投資人的身分。直到一九八〇年代，美國主要的外國投資人都是歐洲人。後來擁有

巨額貿易順差的日本接下這個位置，到了這個新世紀，日本仍是美國最大的債權人之一。但在一九九〇年代，隨著日圓飆升，以及日本國內經濟受到毀滅性的房地產泡沫破滅影響，日本的競爭威脅已經消退。千禧年以來，全球化已經造就新的亞洲面貌。二〇〇六年四月，當歐巴馬談到要保持「債務不受外國控制時」，每個人都知道他說的外國是中國的共產黨政權。

## 中國的崛起

一九七〇年代以來，中國一直是美國在地緣政治上最關注的焦點。尼克森和季辛吉藉著讓中國擺脫蘇聯的懷抱，緩和冷戰時期的交鋒。現在蘇聯已經從關注的視野中淡出，冷戰的歐洲戰場也隨之消失。美國強權的新目光看向太平洋，而中國是未來的競爭對手。自從納粹德國崛起以來，美國首次面對一個擁有潛在地緣政治競爭力、敵對政治體制，同時又有資本主義經濟成功故事的強權。歐巴馬從印度核武協議的談判離開，來到布魯金斯參加會議，反映出這個巧合。美國要在亞洲尋找新盟友，對美國（至少對漢彌爾頓團隊）來說，比核子武器更重要的事，還是經濟。

把中國推向全球化的是柯林頓政府。一九九五年十一月，華盛頓鼓勵北京申請加入新成立的世界貿易組織（World Trade Organization, WTO），當然，美國在一九四五年以後對西歐國家、一九五〇年代和一九六〇年代對日本和東亞國家，以及一九九〇年代對東歐國家都做過這件事。開放市場對美國企業、美國投資人和美國消費者都有好處。美國

的經濟利益如此廣泛，可以說實際上這就等同於全球資本主義。<sup>15</sup>到了一九九〇年代中期，華盛頓放棄正面挑戰中共的人權、法治或民主問題。相反的，民主黨和共和黨的全球主義者都打賭，強大、非人為操控的商業力量會在適當的時候馴服中國，在世界秩序中讓中國成為意氣相投的「利害關係人」。<sup>16</sup>

中國的成長很驚人，美國投資人也從中獲得暴利。通用汽車等美國製造商在中國賭上未來。<sup>17</sup>一九九五年至一九九六年台灣海峽短暫的風暴後，美中外交關係冷卻，不過中國的絕對規模已經成為強力競爭者。隨著一九八九年天安門的鎮壓，共產黨發出不拋棄一黨領政的意圖。從那之後，一種流行的意識形態形成，那就是民族主義等於共產主義。<sup>18</sup>如果華盛頓賭的是國際貿易和全球化會將中國「西化」，那麼中國共產黨賭的剛好相反。<sup>19</sup>共產黨領導人打賭，迅速的經濟成長並不會削弱政權，反而會鞏固國家偉大復興成功舵手的地位。北京利用貿易的機會，卻從沒有支持要完全開放市場。它決定誰可以投資，以及投資的條件。它控制資金進出，允許中國人民銀行（注：中國的中央銀行）控制匯率，而且從一九九四年以來就藉著釘住美元來做這件事。

選擇釘住美元並不特殊。儘管金融界使用的敘事邏輯是市場自由化，但市場並不是平的。全球貿易體系有階級之分，在這個金字塔頂端的主要貨幣就是美元。<sup>20</sup>二十一世紀初與美元相關的經濟網絡占全球經濟規模大約六五%（以GDP加權計算）。<sup>21</sup>而沒有釘住美元的貨幣往往是與歐元掛勾。通常，會盯住其他國家的貨幣都是弱勢的信號。在很多情況下，匯率會設定在一個理想、高估的水準，這會創造短期優勢，使進口產品變便宜，在地的寡占廠商就能以折扣價搶購著名的外國房地產。但這也隱藏龐大的風險，貨幣可能會脫鉤，而且如果出現這種情況，經常會產生一陣衝擊。固定匯率帶來的穩定樣貌會鼓勵外資大量流

入，這有助於促進國內經濟活動，創造一個從國外融資、失衡的貿易帳，而作為外資進出管道的銀行業則會蓬勃發展，這就會造成危機。<sup>22</sup>當國際投資人失去信心，就會出現資金突然停止流入的毀滅性後果。然後央行的外匯存底就會流失，而且除了讓貨幣脫鉤以外，沒有其他選擇。穩定性將被災難性的貶值取代。先把錢拿出來的人會先得救，而用外國貨幣借錢的人則會面臨破產。

一九九〇年代就發生一連串的金融風暴，包括一九九四年在墨西哥；一九九七年在馬來西亞、南韓、印尼和泰國；一九九八年在俄羅斯；一九九九年在巴西。美國聯準會主席艾倫·葛林斯潘、財政部長羅伯特·魯賓和接任魯賓位置的賴瑞·桑默斯（Larry Summers）因為遏止這些危機，贏得「拯救世界團隊」（Committee to Save the World）的讚賞。<sup>23</sup>二〇〇一年，美國的超級英雄不在場的時候發生什麼事？隨著布希政府完全受到九一一恐怖攻擊事件的干擾，金融投機襲擊阿根廷。儘管有國際貨幣基金提供兩百二十億美元的貸款，在沒有美國擔保下，阿根廷的地位變得難以維持；八〇%的阿根廷民間債務是以美元計價，但阿根廷的經濟只有二五%是出口導向產業。<sup>24</sup>二〇〇一年十二月，隨著美元外流，阿根廷政府停止銀行帳戶進出。在一陣暴亂中，二十四條人命被奪走，政府崩潰。到了二〇〇一年十二月二十四日，阿根廷宣布停止支付一千四百四十億美元的債務，包括積欠外國債權人九百三十億美元的債務。披索兌美元的匯率從一比一暴跌至三比一，美元借款人破產。經濟回落至一九八〇年代初期以來從沒見過的水準。隨著二十一世紀開始，阿根廷人有一半的人口都落到貧窮線以下。<sup>25</sup>

中國無意成為資金突然停止流入的受害者，也無意因為缺錢而接受美國的援助。<sup>26</sup>為了平衡風險，北京釘住美元匯率的時候，選擇的匯率不是太高，而是太低，日本和德國在一九五〇年代和一九六〇年代就是

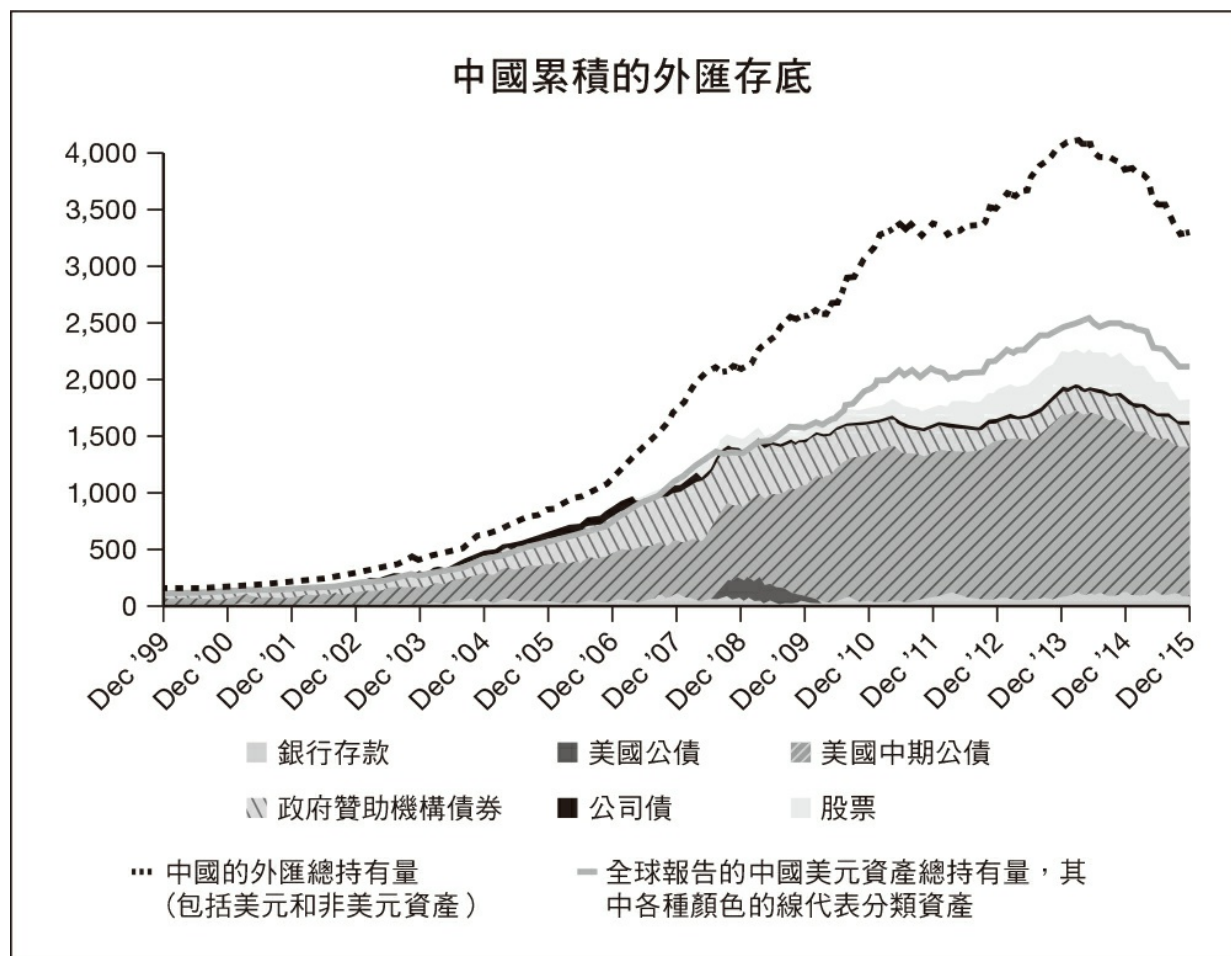
這樣做。<sup>27</sup>這是出口帶動成長的訣竅，但會自己製造緊張情勢。貨幣低估會使得進口產品比原本該付出的價格還貴，這會降低生活水準。當與美國出現貿易順差，而且拿這些錢來買進美國公債時，等於是窮苦的中國人把資金借給有錢的美國人，讓美國消費者融資買進中國大型新工廠的產品。此外，維持人為的低匯率本身就是一場戰鬥。隨著中國對美國的貿易順差從二〇〇〇年的八百三十億美元飆升到二〇〇九年的兩千兩百七十億美元，為了持續壓低人民幣的價值，中國的央行必須持續買進美元，賣出人民幣。為了做到這點，它持續印鈔票。在正常情況下，這會在國內爆發通貨膨脹，消除任何競爭優勢，而且引發社會動盪。所以，為了「消除」干預所產生的影響，中國人民銀行要求所有中國的銀行持有大量、而且愈來愈多的預防性超額準備，藉此有效消除流通貨幣。這是一種極度不平衡的狀況，而且只有中國政界和商界菁英的關係夠緊密才能維持，這是建立在這些菁英共同加入共產黨，而且強制共享獲利的關係上。中國的企業和它們的老闆（新興的寡占企業家）從龐大的出口導向產業發展熱潮中得到豐厚的獲利。<sup>28</sup>中國的農民和勞工則追逐夢想，希望能在城市裡成功發展。此外，在全球經濟不確定下，北京龐大的外匯存底提供最佳擔保，萬一出現危機，中國的主權不會受到侵犯。

有這麼多貨幣釘住美元，不可能藉著貶值或升值來調整出口競爭力，因此全球經濟兩極化的分成出口為主的貿易順差國家，以及進口為主的貿易逆差國家，這就不足為奇了。僅僅在二〇〇五年前三個月，美國就出現經常帳赤字（商品與服務的貿易支出與投資所得的超額匯出）將近兩千億美元。這個數字在那一年達到七千九百二十億美元，而且在二〇〇六年出現進一步惡化的跡象。對於處於「全球失衡」中的貿易順差國家來說，所謂的主權基金（sovereign wealth funds, SWF）就成為龐大的金庫。根據在華盛頓特區的彼得森國際經濟研究所（Peterson

Institute for International Economics) 估計，二〇〇七年新興市場主權基金持有至少兩兆美元的資產，此外，這些國家的央行還持有數兆美元的外匯存底。<sup>29</sup>沙烏地中央銀行 (Saudi Arabian Monetary Authority) 的現金充裕，挪威和新加坡的主權基金也是如此。一些主權基金會進行高風險的股票投資。中國國家外匯管理局則尋求安全與可預期的報酬，它選擇的安全資產就是美國長期公債和由美國政府擔保的證券。

這種失衡令人擔憂，不過至少到現在為止，擁有貿易順差的國家在擔憂，他們預期，美元脫鉤的第一次衝擊會由另一方承擔。在全球最大赤字經濟體的美國，當外國投資人拋棄美國資產時，就會看到貨幣貶值和利率飆升。正是這種情況導致奧薩格、魯賓和參議員歐巴馬如此關注這件事。不只有他們這樣想。在著名的外交關係協會 (Council on Foreign Relations) 官方刊物《外交》雜誌 (Foreign Affairs) 上，協會會長、彼得森國際經濟研究所和黑石私募基金集團 (Blackstone Private Equity Group) 創辦人彼得·彼得森 (Peter G. Peterson) 對美國的雙赤字發出警訊。<sup>30</sup>經濟學家努里艾爾·魯比尼 (Nouriel Roubini) 和布拉德·賽澤 (Brad Setser) 警告，如果投資人失去信心，美國可能會面臨非常突然的美元貶值與利率大幅上升，<sup>31</sup>這可能會成為第二次世界大戰以來最嚴重的經濟衰退。<sup>32</sup>而且美國不只會衰退，在亞洲崛起下還會抬不起頭來。當然，如果美國遭遇危機，中國也會受害。<sup>33</sup>尼爾·佛格森 (Niall Ferguson) 和莫里茲·舒拉瑞克 (Moritz Schularick) 提出「中美共同體」 (Chimerica) 這個詞來描述中美經濟綜合體。<sup>34</sup>對從財政部轉到哈佛大學校長這份痛苦工作的賴瑞·桑默斯來說，重新喚起冷戰時期確保互相毀滅的記憶。這告訴華爾街的觀眾，世界經濟的核心處於「金融恐怖平衡」。<sup>35</sup>不同的是，在冷戰時期，經濟一直是美國的強項。現在美國的殺手鐮還包括希望中國因為「太大」而失敗，這絕對是

很難讓人放心的診斷。



注：考量透過比利時的持有量與英國的流量後所做的估計

資料來源：Brad Setser, "How Many Treasuries Does China Still Own?," Follow the Money (blog), Council on Foreign Relations, June 9, 2016, <https://www.cfr.org/blog/how-many-treasuries-does-china-still-own>.

## 中美矛盾

就像漢彌爾頓計畫的要求，為了緩解失衡的情況，解決方案顯然是要緊縮財政：減少聯邦政府的赤字、緊縮國內需求、減少中國產品的進

口與中國資金的流入。但是布希政府似乎不在意這點。二〇〇二年離開內閣的前財政部長保羅．歐尼爾（Paul O'Neill）在二〇〇四年揭露布希政府初期的施政內幕，包含一個困擾經濟決策者的癥結。二〇〇二年十一月，歐尼爾試圖警告副總統迪克．錢尼（Dick Cheney），飆升的「預算赤字……對經濟產生威脅」。他得到的回應是錢尼用接下來的話打斷他：「你知道……雷根證實赤字並不重要。」共和黨人贏得國會期中選舉，減稅是共和黨的「執政費」。不到一個月，歐尼爾就被解雇了。<sup>36</sup>從魯賓派民主黨的角度來看，這不僅僅是經濟外行，也是政治醜聞。跟隨老布希的腳步，他們花好幾年的時間痛苦的削減雷根造成的赤字，如果錢尼代表的共和黨意見盛行，那就破壞美國兩黨輪流執政的基礎。如果共和黨人把經濟當作是為享有特權的選民榨取資源，民主黨要如何實行負責任的「國家」經濟政策呢？正如柯林頓時期在財政部負責經濟政策的助理副部長布拉德福德．德隆（Bradford DeLong）沮喪地說：「為了提高經濟成長率，魯賓和我們這些小人物竭盡全力恢復美國政府的財政平衡。但後來我們做的事情是……讓喬治．布希進行右派階級戰爭：他的政策促使稅後所得不均更加擴大。」<sup>37</sup>

這個問題迫在眉睫，因為在二〇〇六年十一月重要的期中選舉之後，眾議院與參議院的控制權換手。這一切的變化只能說是命運的操弄，民主黨人在一九三〇年代美國資本主義遭遇嚴重危機期間掌權。但那是未來的事。在二〇〇六年的問題是，身為新的國會山莊掌權者，民主黨是否應該再次承擔削減赤字的責任。在黨內有很多人疑惑，為什麼他們應該接受這樣的重擔，特別是左派人士。<sup>38</sup>就像一位中間派人士提到：「在財政責任上，兩黨都有責任，而且在共和黨不想要處理的情況下，民主黨人無法單獨承擔這個責任。」<sup>39</sup>或許避免共和黨在國會再一次「抨擊財富兩極化」最好的方法，是把很多錢花在公共工程、社會福



利和創造就業上，在這些地方，即使共和黨人也不會考慮要擴大減稅。就像德隆辭職時提到：「如果接任柯林頓政府的是正常的繼任者，那麼羅伯特·魯賓和柯林頓執政團隊已經建立的創造財政盈餘政策對美國非常有利。但是當不能保證下次是「正常的」共和黨繼承人時，未來的民主黨政府應該採取什麼適當的財政政策？」<sup>40</sup>

在這樣的兩難下，奧薩格和魯賓提到的災難性場景就具有不同的意義。在民主黨內部掌控議程與贏過共和黨一樣重要。如果在努力改進赤字危急關頭中，所有問題都是在經濟的這裡或那裡成長一個百分點，那麼為什麼民主黨人不把黨派的優先考量放在第一位呢？但是，如果產生威脅的是一場威瑪共和國（Weimar）式的災難（注：指一九一八至一九二四年德國威瑪共和國在第一次到第二次世界大戰中間經歷的惡性通貨膨脹），那麼民主黨的左派肯定會陷入困境，而且會優先考慮削減預算。

因為財政政策的政治僵局，以及美國經濟的明顯失衡，有人預期其他代理人會快速採取行動，那個代理人就是在聯準會的強力守護者。在保羅·沃克（一九七九至一九八七年任職）和接任的艾倫·葛林斯潘（一九八七至二〇〇六年任職）的掌管下，美國央行的威信升至新的高點。就專家權威性和在美國政府結構中不容置疑的地位來看，幾乎可與美國國防安全機構匹敵。<sup>41</sup>然而諷刺的是，隨著聯準會的聲譽和權威增加，政策的關鍵工具似乎正失去效用。聯準會設定的短期利率似乎不再能設定經濟其他領域的成長速度。

在網路泡沫破滅之後，葛林斯潘已經降息至三．五％。九一一恐怖攻擊後進一步降息，到二〇〇三年夏季降到一％，然後從二〇〇四年開始，聯準會開始升息。面對美國貿易赤字與國內經濟的快速繁榮，這是標準處方。這應該會增加民間儲蓄，並限制投資。<sup>42</sup>但讓聯準會沮喪的

是，這個處方的效果很微弱。最不可思議的是，隨著聯準會提高短期利率，長期債券市場的利率並沒有跟著反應。長期債券買家太多，推動債券價格上漲，殖利率下降，這應該不意外。<sup>43</sup>很多美國的交易夥伴國藉著固定兌換美元的匯率，不只阻止美元的貶值，也許還會使美國的競爭力恢復。它們也避免利率上升導致美元貶值的正常情況。在實質固定匯率的情況下，利率上升不會減少貸款的供給，反而會產生相反的效果，使美國的投資更有吸引力，吸引更多外資流入。

聯準會發現自己困在中國將人民幣釘住美元的決心，以及美國國會拒絕抑制政府預算赤字之間。中國失衡的成長步伐創造的超額儲蓄必須投資海外，AAA級的美國公債是作為準備資產的好選擇。身為聯準會新任命的成員，普林斯頓大學經濟學家柏南克在政策辯論上的第一個貢獻是創造「全球儲蓄過剩」（global savings glut）這個詞，用來描述聯準會主要的政策工具對經濟失去槓桿作用的情況。<sup>44</sup>因為國外資金容易取得，使得聯準會的升息效果被抵消。同時降低國會緊縮財政政策的壓力。隨著資金激增，美國利率因此壓低，使得國內經濟回溫，而且吸納進口，尤其是來自中國的進口品。但除非國會徹底改變政策，或是匯率普遍自由化，不然聯準會能做的事情有限。這就是柏南克在二〇〇六年二月一日接任聯準會主席時，承接下來混沌不明的遺產。

柏南克溫和而矮小的外表很快就在全球經濟史中占據一席之地。他可能會成為一個不尋常但高度重要的案例，可能能夠「從歷史中吸取教訓」。二〇〇二年十一月，在米爾頓·傅利曼（Milton Friedman）和安娜·施瓦茲（Anna Schwartz，與傅利曼合著貨幣學派聖經《美國貨幣史》（*A Monetary History of the United States*））的慶生會上，柏南克肯定的說：「我想對米爾頓和安娜說：關於大蕭條的看法，你們是正確的，這是我們造成的。我們很抱歉，但多虧你們，我們再也不會這樣做

了。」<sup>45</sup>由於一九七〇年代貨幣學派錯誤地跟對抗通貨膨脹連結在一起，所以有人很容易會將柏南克肯定的話與傳統央行總裁穩定物價的承諾混為一談。的確，柏南克正致力讓物價穩定，但是他承諾要防範的是通貨緊縮，而不是通貨膨脹。一九三〇年代的教訓是，聯準會必須迅速採取行動，不只要防止貨幣供給過度增加，也要防止銀行倒閉導致經濟崩盤。<sup>46</sup>在柏南克看來，這樣就不會有通貨緊縮。新任聯準會主席的表現，以及在美國決策機構間共享的堅定決心，會決定應對危機時貨幣政策的反應。在這個過程中，柏南克會重新定義身為現代政府機構的央行能夠做的事。在後見之明的壓力下，很容易會忘記當時他的任命有多普通。他是個值得信賴的人，沒有過分自我膨脹，是多數人能接受、可靠的共和黨人。首先，在政策上，他廣為人知的事情是他相信，要延續經濟大平穩現象，也就是讓失業率和通貨膨脹率比過去波動小很多的情況，最好的方法是採取他描述的「受限制的權衡操作」（constrained discretion），這是一種基於規則的政策制定方法。<sup>47</sup>

柏南克精通一九二〇和一九三〇年代金匯兌本位制（Gold-exchange Standard）時期的災難史，他非常了解固定匯率制度失衡有什麼危險。他對中國的貨幣政策極度不滿。<sup>48</sup>但是央行總裁間都是以禮相待，聯準會無法斥責中國的貨幣政策，同樣的規則也適用在美國財政部與國會上。二〇〇〇年代初期，國會開始通過數十項法案，指責中國是匯率操縱國，違反世界貿易組織的規範，並要求要給予制裁。正是這些倡議使得像漢彌爾頓計畫圈子裡的人升起對「民粹主義者的保護主義」（populist protectionism）的恐懼。二〇〇五年七月，為了緩解美國經濟的壓力，中國開始允許人民幣緩步的升值。最後導致人民幣升值二三%。但這種情況緩慢得讓人覺得很痛苦。

為了加快人民幣的升值速度，華盛頓裡有些人贊成訴諸國際貨幣基

金。為什麼全球貨幣監理機構沒有呼籲中國解決國際收支失衡的問題？二〇〇五年九月，財政部副部長提姆·亞當斯（Tim Adams）在一場被廣泛報導的演講中表示，國際貨幣基金看起來「心不在焉」。<sup>49</sup>但是推動國際貨幣基金作為仲裁者會有嚴重的後果。除非在國際貨幣基金的董事會中，中國的投票權重與它的經濟規模相當，不然無法期望中國會接受國際貨幣基金的建議。此外，北京也期望國際貨幣基金的監理也適用美國，對執掌白宮的共和黨來說，這不太可能有吸引力。<sup>50</sup>除非市場驅動調整，或是國際監督，不然「金融恐怖」的平衡是藉由冷戰狀態的高峰會等外交活動來管理。而且布希總統最後一任財政部長選擇亨利·鮑爾森（Henry M. Paulson）並非巧合。就像魯賓一樣，鮑爾森從高盛執行長轉到財政部工作。但是除了投資銀行的資歷外，會讓鮑爾森得到這份工作的原因是他有著中國通的名聲。他很愛誇耀自己在天安門廣場大屠殺以來已經訪問中國七十次。<sup>51</sup>他沒有特別喜歡國際貨幣基金這類多邊組織，相反的，他更喜歡雙邊對話，有人稱這是「兩大強權」（G2）的形式。<sup>52</sup>鮑爾森第一個行動是發起美中戰略與經濟對話，而且親自負責美方的部分。<sup>53</sup>

## 美元會被拋售嗎？

二〇〇七年秋季，即使隱約出現相當不同的危機，美元仍是關注的焦點。《經濟學人》（*Economist*）警告會有一場「美元恐慌」。<sup>54</sup>德國《明鏡週刊》（*Spiegel*）宣告「珍珠港沒有戰爭」。債券交易巨頭太平洋投資管理公司（PIMCO）的領導人比爾·葛洛斯（Bill Gross）據傳

跟億萬富翁投資人華倫·巴菲特（Warren Buffett）一樣，正在出售債券資產。二〇〇七年十一月，彭博社（Bloomberg）報導，世界收入最高的超級名模、巴西的吉賽兒·邦臣（Gisele Bündchen）要求寶僑家品（Procter & Gamble）以歐元支付潘婷（Pantene）的品牌代言費。邦臣的淨資產超過三億美元，無法忽視貨幣市場的看法。此外，饒舌歌手傑斯（Jay Z）還在音樂錄影帶裡大肆宣傳歐元。

如果歐元是閃亮新星，美元真的過時了嗎？在二〇〇七年夏季，保羅·克魯曼贏得諾貝爾獎的前一年，他勾勒出一個他描述為「大笨狼時刻」（注：[Wile E. Coyote moment](#)，著名的卡通狼，經常往懸崖跑，但跑出懸崖外面才發現懸在半空中，然後掉下去）的邏輯，在那個時刻，外國投資人會突然意識到，除非他們購買美元，不然沒有任何東西能夠阻止美元升值。<sup>55</sup>就像卡通人物靠著如螺旋槳般快速擺動的腳讓自己懸在半空中一樣，美元也掛在懸崖上。令人欣慰的是，克魯曼向讀者保證，美國大多數的債務都是用自己的貨幣計價，所以美元崩盤的影響可以得到緩衝。不會碰到阿根廷的情況。但如果聯準會被迫突然升息，美國就會面對嚴重的經濟緊縮。克魯曼總結說：「這不會很有趣。」

制定美國經濟政策的人中，最優秀和最聰明的人擔心中美貿易失衡並沒有錯。如果美元真的崩盤，那會是一場災難。十年過去了，這種情況仍然籠罩世界經濟。二〇〇八年會遏止危機的威脅，那是因為雙方都有深厚的利益，而且因為華盛頓和北京都把這件事當成重要的優先事項處理。從一開始，中美的金融關係明顯就被政治化，而且被理解為強權外交的問題。沒有人會幻想這只是一種市場關係，只是一般的商業問題。當鮑爾森擔憂中國拋售美元時，他知道要打電話到北京找誰。賴瑞·桑默斯以冷戰來比喻，證明情況比他意識到的更貼切。要保持金融恐怖的平衡。<sup>56</sup>但同時，就像布拉德福德·德隆說的那樣，美國決策菁

英專注在「錯誤的危機」<sup>57</sup>，這種情況變得愈來愈明顯。與二〇〇八年永遠相關的危機並不是由中國拋售美國公債引發的美國主權債務危機，而是完全由西方資本主義產生的危機，這是由有毒的次級房貸證券化商品所驅動的華爾街崩盤，使歐洲陷入困境。

- 
- 1 會議主持資料可參考P. Orszag, “Restoring America’s Promise of Opportunity, Prosperity and Growth,” Brookings Institution, Washington, DC, 2006, [http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads\\_and\\_links/Restoring\\_Americas\\_Promise\\_of\\_Opportunity\\_Prosperty\\_and\\_Growth\\_Transcript.pdf](http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads_and_links/Restoring_Americas_Promise_of_Opportunity_Prosperty_and_Growth_Transcript.pdf).
  - 2 R. Rubin, *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington* (New York: Random House, 2003); and N. Prins, *All the Presidents’ Bankers: The Hidden Alliances That Drive American Power* (New York: Nation Books, 2014).
  - 3 R. Altman, P. Orszag, J. Bordoff and R. Rubin, “An Economic Strategy to Advance Opportunity, Prosperity, and Growth,” The Hamilton Project, April 2006, [http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads\\_and\\_links/An\\_Economic\\_Strategy\\_to\\_Advance\\_Opportunity\\_Prosperty\\_and\\_Growth.pdf](http://www.hamiltonproject.org/assets/legacy/files/downloads_and_links/An_Economic_Strategy_to_Advance_Opportunity_Prosperty_and_Growth.pdf).
  - 4 對歐巴馬演講影片的仔細分析，請見<https://www.nakedcapitalism.com/2013/04/obama-at-the-hamilton-project-2006-this-is-not-a-bloodless-process.html>.
  - 5 Orszag, “Restoring America’s Promise.”
  - 6 美國稅務聯合委員估計H.R. 1836, May 26, 2001, JCX-51-01的會議協議對預算的影響。
  - 7 P. Blustein, “Reagan’s Record,” *Wall Street Journal*, October 21, 1985.
  - 8 S. M. Kosiak, *Cost of the Wars in Iraq and Afghanistan, and Other Military Operations Through 2008 and Beyond*, CSBA, December 15, 2008; and J. Stiglitz and L. Bilmes, *The Three Trillion Dollar War* (New York: W. W. Norton, 2008).
  - 9 T. Oatley, *A Political Economy of American Hegemony: Buildups, Booms, and Busts* (New York: CUP, 2015).
  - 10 資料來自<https://www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data#2>.
  - 11 A. Sinai, P. Orszag and R. Rubin, “Sustained Budget Deficits: Longer-Run US Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray,” Brookings Institution, January 5, 2004.

- 12 具有高度影響力的描述請參考B. Woodward, *The Agenda: Inside the Clinton White House* (New York: Simon & Schuster, 1994).
- 13 D. Wessel and T. T. Vogel Jr., “Arcane World of Bonds Is Guide and Beacon to a Populist President,” *Wall Street Journal*, February 25, 1993, A1.
- 14 “The Long-Term Budget Outlook,” CBO, Washington, DC, 2005, 26. For a Republican view see L. Ball and N. G. Mankiw, “What Do Budget Deficits Do?,” NBER Working Paper 5263, September 1995.
- 15 下面兩本書有共同的基本主張：P. Anderson, *American Foreign Policy and Its Thinkers* (London: Verso, 2015); 和 A. Negri and M. Hardt, *Empire* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2000).
- 16 這句話出自後來擔任美國副國務卿的羅伯·佐立克，收錄自：R. Zoellick, “Whither China? From Membership to Responsibility,” *New York*, September 21, 2005 (New York: NCUSCR, 2005), <https://2001-2009.state.gov/s/d/former/zoellick/rem /53682.htm>.
- 17 M. J. Dunne, *American Wheels, Chinese Roads: The Story of General Motors in China* (Singapore: Wiley, 2011).
- 18 Z. Wang, *Never Forget National Humiliation: Historical Memory in Chinese Politics and Foreign Relations* (New York: Columbia University Press, 2012).
- 19 M. Mandelbaum, *Mission Failure: America and the World in the Post– Cold War Era* (Oxford: Oxford University Press, 2016).
- 20 Perry Mehrling, “Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance,” *City University London*, February 2, 2013, [https://www.city.ac.uk/\\_\\_\\_ data/assets/pdf\\_ file/0018/163440/Mehrling\\_ Future-Global-Finance-126sn0t.pdf](https://www.city.ac.uk/___ data/assets/pdf_ file/0018/163440/Mehrling_ Future-Global-Finance-126sn0t.pdf).獨特的將金錢的階級本質、影子銀行和「金錢觀」聯繫起來。
- 21 E. Ilzetkzi, C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, “Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?,” (NBER Working Paper 23134, 2017).
- 22 M. Pettis, *The Volatility Machine: Emerging Economies and the Threat of Financial Collapse* (New York: Oxford University Press, 2001).
- 23 *Time* (cover), February 1999; and Rubin and Weisberg, *In an Uncertain World*.
- 24 G. A. Calvo, “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America” (NBER Working Paper 11153, 2005).
- 25 “The Argentine Crisis, 2001– 2002,” Rabobank, August 23, 2013, <https://economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002-/>.
- 26 M. Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 2008).
- 27 M. P. Dooley, D. Folkerts Landau and P. Garber, “The Revived Bretton Woods System,” *International Journal of Finance & Economics* 9 (2004), 307– 313.
- 28 D. A. Steinberg, “Why Has China Accumulated Such Large Foreign Reserves?,” in *The Great*

Wall of Money: Power and Politics in China's International Monetary Relations, ed. E. Helleiner and J. Kirshner (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2014), 71.

- 29 E. M. Truman, "Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability," Peterson Institute for International Economics, August 2007, <https://piie.com/publications/pb/pb07-6.pdf>.
- 30 P. G. Peterson, "Riding for a Fall," *Foreign Affairs* (September/October 2004), <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2004-09-01/riding-fall>.
- 31 N. Roubini, "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances," November 2004, <http://people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>.
- 32 S. Edwards, "Is the US Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?" (NBER Working Paper 11541, August 2005).
- 33 N. Ferguson and M. Schularick, "'Chimerica' and the Global Asset Market Boom," *International Finance* 10 (2007), 215– 239, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2362.2007.00210.x/abstract>.
- 34 Ferguson and Schularick, "'Chimerica.'"
- 35 L. H. Summers, "The United States and the Global Adjustment Process" (speech, Stavros S. Niarchos Lecture Institute, Washington, DC, 2004).
- 36 R. Suskind, *The Price of Loyalty: George W. Bush, the White House, and the Education of Paul O'Neill* (New York: Simon & Schuster, 2004), 291– 292.
- 37 B. DeLong, "I Belong to No Organized Political Party," *Grasping Reality with Both Hands* (blog), November 2006, <http://www.bradford-delong.com/2006/11/index.html>.
- 38 A. Berman, *Herding Donkeys: The Fight to Rebuild the Democratic Party and Reshape American Politics* (New York: Picador, 2010).
- 39 引述的話來自Matthew Yglesias in B. DeLong, "I Belong to No Organized Political Party."
- 40 "Brad DeLong: The Democrats' Line in the Sand," *Economist's View*, June 30, 2008, <http://economistsview.typepad.com/economistsview/2008/06/brad-delong-the.html>.
- 41 L R. Jacobs and D. King, *Fed Power: How Finance Wins* (Oxford: Oxford University Press, 2016).
- 42 二〇〇四年六月二十九至三十日聯邦市場公開委員會會議記錄，請參考 <https://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20040630.htm>.
- 43 在一九六〇年代總體經濟學已經開發出在開放經濟下所謂的「蒙代爾－弗萊明模型」(Mundell-Fleming model)，請參考J. M. Boughton, "On the Origins of the Fleming-Mundell Model" (IMF Staff Papers 50, 2003), 1– 9.
- 44 B. Bernanke, "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit," No. 77, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 2005.



- 45 B. Bernanke, “On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday” (conference to honor Milton Friedman, November 8, 2002).
- 46 M. Friedman and A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867– 1960* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008), 407– 414.
- 47 Ben S. Bernanke, “Constrained Discretion and Monetary Policy,” remarks before the Money Marketeers of New York (New York: New York University, 2003).
- 48 B. Applebaum, “Bernanke, as Professor, Tries to Buff Fed’s Image,” *New York Times*, March 20, 2012, and B. Bernanke, “The Federal Reserve and the Financial Crisis Origins and Mission of the Federal Reserve,” Lecture 1, George Washington University School of Business, March 20, 2012.
- 49 T. Adams, “The US View on IMF Reform” (Conference on IMF reform, September 23, 2005), <https://piie.com/commentary/speeches-papers/us-view-imf-reform>.
- 50 P. Blustein, *Off Balance: The Travails of Institutions That Govern the Global Financial System* (Waterloo, Ontario: CIGI, 2013), 51– 66.
- 51 “Paulson May Be Bringing Heft to China Currency Drive,” *Taipei Times*, June 1, 2006.
- 52 具有影響力的福瑞德·伯格斯坦 (Fred Bergsten) 不遺餘力倡導兩大強權形式，請參考“A Partnership of Equals: How Washington Should Respond to China’s Economic Challenge,” *Foreign Affairs* 87 (July/August, 2008): 57– 69.
- 53 “Fact Sheet Creation of the US-China Strategic Economic Dialogue,” US Department of the Treasury, September 20, 2006, <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp107.aspx>. H. M. Paulson Jr., “A Strategic Economic Engagement: Strengthening US-Chinese Ties,” *Foreign Affairs* 87 (September/October 2008), 59– 77.
- 54 對於後面的引述，請參考“The Panic About the Dollar,” *Economist*, November 29, 2007; G. Steingart, “A Pearl Harbor Without War,” *Der Spiegel*, November 13, 2007; “Supermodel ‘Rejects Dollar Pay,’ ” *BBC News*, November 6, 2007; M. Nizza, “Heads Turn over Model’s Disputed Dollar,” *New York Times*, November 6, 2007; “Gisele Bundchen Doesn’t Want to Be Paid in Dollars,” *Fox News*, November 5, 2007; C. Giles, “Adjustment or Affliction?,” *Financial Times*, December 10, 2007; and D. Osborne, “Rappers Join Models in Insisting on Euros as Greenbacks Fall Further Out of Fashion,” *Independent*, November 17, 2007.
- 55 P. Krugman, “Will There Be a Dollar Crisis?,” *Economic Policy* 22 (2007), 436– 467.
- 56 D. W. Drezner, “Bad Debts: Assessing China’s Financial Influence in Great Power Politics,” *International Security* 34 (Fall 2009), 7– 45.
- 57 J. B. DeLong, “The Wrong Financial Crisis,” *Vox*, October 10, 2008.

## 第2章 次級房貸

當經濟學家聯想到漢彌爾頓計畫設想的災難時，他們開始擔心過多的公債、辦學表現不佳與中國的拋售。但他們沒有對美國經濟、銀行與金融市場的基本運作提出質疑。美國的問題是人民、社會和政治，而不是經濟。然而到了二〇〇六年，雖然經濟看起來還不錯，不過很明顯有些事情很嚴重。從二〇〇〇年代初期開始，美國經濟受到巨額的財政赤字與房價持續上漲的支撐。現在，美國有些社區面臨嚴重挑戰，數萬個拿房屋抵押借款的家庭無法還款。在辛辛那提（Cincinnati）和克里夫蘭（Cleveland）等周邊少數民族為主的社區，以及佛羅里達州沿公路帶狀發展的地方，全都無法繳出房貸。美國房地產市場的多頭行情突然停止，而且因此引發全球危機。

對數千萬美國人來說，這場危機傷及美國的痛處。但與全球經濟失衡和中美關係的變化過程相比，美國房貸融資機制只是一個地區事件。這個美國的插曲如何撼動全球金融體系，而且引發全球危機呢？答案很簡單，房地產也許很普通，豪宅可能很平凡，但它們在全世界可銷售的財富中占了很大的比例。有人估計，美國房地產占全球財產的比重高達二〇%。<sup>1</sup>美國家庭占全球家庭總數九%。在危機發生時，七〇%的美國家庭擁有自己的房屋，這樣的家庭總共超過八千萬。這些家庭也是世界經濟需求最大的來源。二〇〇七年，美國消費者買進大約一六%的全球產出，不過沒有什麼比飆升的房價讓他們感覺更好。由於二〇〇六年美國房價在十年內幾乎漲了一倍，這使家庭財富增加六．五兆美元，不只對美國，也對世界經濟提供龐大的動力。<sup>2</sup>隨著美國消費支出飆升至十

兆美元，二〇〇〇至二〇〇七年使全球需求增加九千三百七十億美元。<sup>3</sup>

如此大幅的波動顯然有助於解釋二〇〇七年的經濟衰退。但要解釋是如何引發一場金融危機，伴隨銀行倒閉所引發全球恐慌蔓延與信用緊縮，還需要補充一件重要的事：房地產不只是最大宗的單一財富，還是最重要的抵押品類型。<sup>4</sup>房貸不但使景氣循環加大，而還把房價週期與金融危機連繫起來。<sup>5</sup>在一九九〇年代和二〇〇七年爆發危機期間，美國房貸因為四項改變，變成一個動態而不穩定的力量，包括房貸的證券化、房貸併入昂貴而高風險的銀行業成長策略、新融資來源與國際化的流通。這四項改變都可以追溯至一九七〇年代末和一九八〇年代初布雷頓森林體系崩潰後的世界經濟事務改變。

## 房貸證券化

一九七九年十月六日，聯準會主要決定利率的聯邦公開市場委員會（the Federal Open Market Committee）不定期的會議之後，聯準會主席保羅·沃克宣布，聯準會今後會試圖嚴格規範銀行準備，而且預期利率會上升。<sup>6</sup>這正是聯準會對通貨膨脹熱潮威脅美國經濟穩定、美國的全球地位，以及美元的地位所做出的反應。自從尼克森讓美元與黃金脫鉤之後，各國貨幣的匯價在沒有金屬本位下相互浮動，只有用政治紀律來阻止無限制的印鈔。與一些人的擔憂相反，通貨膨脹並沒有失控。但隨著一九七九年通貨膨脹率加速到一四%，沃克和聯準會決定該是踩煞車的時候了。那是現代聯準會權力誕生的時刻，利率是它的武器。就像直率的德國總理赫爾穆特·施密特（Helmut Schmidt）說的，沃克把實質

利率（經通貨膨脹調整後的利率）推高到「自耶穌誕生以來」從沒見過的水準。<sup>7</sup>他並不是在誇大。一九八一年六月，優惠放款利率達到二一％。

結果，美國和全球經濟都出現劇烈的衝擊。美元飆升，失業率也一樣。通貨膨脹從一九八〇年三月的一四．八％驟降至一九八三年的三％。在英國，這是柴契爾（Thatcher）政府剛執政時遭遇的危機。在德國則使施密特下台，改由赫爾穆特．柯爾（Helmut Kohl）的保守派政府取代。<sup>8</sup>法國總統法蘭索瓦．密特朗（François Mitterrand）的社會主義政府則在一九八三年被迫跟進聯準會的政策。沃克造成的衝擊為班．柏南克之後取名的「經濟大平穩現象」奠定基礎。<sup>9</sup>這不只是通貨膨脹的終結，還是西方經濟大部分製造業基地的終結，以及工會談判能力的終結。他們不能再與物價漲幅一樣拉高薪資，而且，美國戰後的政治經濟還有另一個部分並沒有在一九八〇年代的通貨緊縮衝擊中存活下來，那就是新政時期出現的特殊住宅信貸體系。

一九三〇年代以來，美國住宅信貸一直是以商業銀行和地方儲蓄銀行（所謂的儲貸銀行）為主，提供長期固定利率的貸款。到了一九六〇年代末期，三十年期固定利率貸款已經變成常態，而且只需要付少到五％頭期款。<sup>10</sup>這筆融資是由存款機構提供有利率上限的政府擔保儲蓄帳戶。這是一九七〇年代擁有房屋的家庭比例擴大到將近六六％的基礎。對於擁有長期固定利率房貸的屋主來說，後布雷頓森林體系時代的通貨膨脹是一筆意外之財。在利率保持固定下，貸款的實際價值被吃掉了。對借錢給他們的銀行而言則是場災難。在通貨膨脹和利率波動的時代，因為銀行承襲一九五〇年代的利率上限，所以無法留住存款人，更不用說吸引新存款人了。為了從貨幣市場借錢或發行債券，它們現在面對聯準會設定較低的利率。在此同時，隨著新房貸利率的飆升，它們的

固定利率房貸投資因此貶值。<sup>11</sup>一九八〇年代初期，在近四千家仍在經營的儲貸銀行中，絕大多數都處於破產狀態。在清算成本很高，以及雷根時代普遍流行的自由市場意識下，阻力最小的解決方法是解除管制，降低資本要求，希望他們能自行擺脫困境。商業銀行在這場試驗中存活下來，不過儲貸銀行並沒有成功。超過一千家銀行破產，剩下的大多數銀行則接受紓困、被買走或合併。以一九九〇年代的幣值計算，解決的成本花了納稅人一千兩百四十億美元。<sup>12</sup>

到了一九八〇年代末期，總體經濟情勢還算穩定，通貨膨脹趨緩，利率正在下降。雖然大多數債券投資人在這個新時代的績效不錯，但持有房貸的人都必須面對另一個風險。美國房貸借款人都有權利以較低的利率提前還款和再融資。這可以提振經濟，因為借款人可以降低房貸的還款金額，而且借款人的消費傾向往往比放款機構更高。<sup>13</sup>但是對放款機構來說，這意味著美國房貸契約高度偏袒其中一方。在利率上升期間，固定利率的貸款價值降低。在執行寬鬆貨幣政策期間，當利率下降時，借款人會再融資。只有在一九四五至一九七一年間普遍實行布雷頓森林體系的穩定條件下，三十年期固定利率的貸款才是可行的生意。在浮動貨幣制度下，這樣偏袒一邊是很危險的，尤其是如果風險集中在自有資金來源有限的小型房貸放款機構的時候。解決方法是擴大規模，採用基於市場的新融資模式，而且把政府機構置於這個體系的中心。

在儲貸銀行崩潰之後，美國房貸系統的根本支柱是所謂由政府贊助機構（government-sponsored enterprise, GSE）。<sup>14</sup>政府贊助機構的航空母艦是房利美（Fannie Mae），這是一九三八年成立，為了創立一個次級市場，給想要發行由新政（the New Deal）推動、聯邦住宅管理局（Federal Housing Administration）擔保房貸的放款機構。房利美並沒有提供房貸，它主要是向美國各地專門發行聯邦住宅管理局擔保房貸的商

業銀行買進這些房貸。房利美作為擔保人，它降低借款成本，而且為放款機構與「主要」借款人設定一個國家標準。這有助於透過房貸來統一全美國的標準。房利美能融資來便宜購買這些標準化房貸，因為這些債務的信用評等被認定是由不可能倒閉的政府機構發行。所謂政府機構債務（agency debt）就相當於財政部的債務。出於相同的原因，房利美的債務會呈現在聯邦政府的資產負債表上。在越戰期間財政緊張時期，為了消除債務，房利美在一九六八年民營化。仍致力提供貸款給軍公教人員和退伍軍人的分支機構則被分拆為吉利美（Ginnie Mae）。「新房利美」獲得許可去買進任何符合特定品質標準的房貸，不管政府有沒有擔保，這些房貸也就是所謂的標準型房貸（conforming loans）。到了一九七〇年，國會立法成立第三個機構：聯邦住宅房貸公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation），又稱為房地美（Freddie Mac），藉著買進由儲貸銀行發行的所有房貸來達到公平競爭。

儘管有政府擔保，但因為固定利率的貸款部位龐大，政府贊助機構在一九八〇年代初期受到沃克的衝擊政策嚴重打擊，房利美接近破產，但是存活下來，而且隨著一九九〇年代的房市復甦，政府贊助機構蓬勃發展。多虧它們與聯邦政府還有些關係，政府贊助機構繼續享有融資成本的大幅折扣。到了二十世紀末，房利美和房地美合起來至少擔保全美國五〇%的房貸。創造標準型房貸，也就是符合政府贊助機構擔保的房貸，是美國房貸業務的基礎。在美國普遍被認為是在市場革命中引領世界的時代，卻看到美國的房地產市場成為仰賴從新政演變而來的政府贊助機構的房貸機器，這實在是很強烈的諷刺。這也是美國房貸問題深刻而無法簡化的政治化來源。

南北戰爭以來，美國的住宅政策和房貸發放就是系統性的支持多數白人的房屋所有權。<sup>15</sup>一九九〇年代，推動讓低收入戶和「欠缺社會服

務的」弱勢社區擁有房屋，成為國會的優先事項。一九九二年的「聯邦住宅企業金融安全與健全法案」（The Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act）要求政府贊助機構設定貸款目標。一九九五年十二月，政府公布放款目標瞄準欠缺社區服務的地區與低收入戶的住宅。一九九〇年代和二〇〇〇年代許多新屋主都是少數民族的家庭，在新政的住宅政策中，他們被制度劃為「紅線」，數十年來申辦房貸都被否決。從這個角度來看，房地產榮景有部分原因是各式各樣非裔美國人和拉丁裔中產階級的崛起，而且民主黨人動用政黨力量運作的結果。<sup>16</sup>因為他們對民主黨的影響力，政府贊助機構在華盛頓特區建立最有權力的一支遊說團體。他們的政治勢力很有名。出於相同的原因，政府贊助機構的房貸制度總是會引起美國右派的憤怒。大多數自由市場支持者的內心深信，政府贊助機構的干擾要為二〇〇六年開始出現的災難負責。政府贊助機構的政治任務是由改革派設定，將資金注入欠缺社會服務的社區。由於附屬在聯邦政府下，它們有扭曲市場的資金優勢。當你扭曲市場時，危機就不可避免。<sup>17</sup>正是這種對政府贊助機構的保守批評，形塑出共和黨在二〇〇八年危機達到高點時做出的反應。對國會裡多數人而言，不只要對銀行紓困（這些銀行至少是想賺錢的民營企業）。紓困計畫還要不顧一切的以納稅人的錢拯救由民主黨控制的房地產福利機構，這些機構是設計來服務受寵愛的少數族群。

這是共和黨強力動員的言論根據。但如果要當作二〇〇六年危機正在醞釀的一種解釋，這種政治批評並不準確。房利美和房地美對要購買的貸款設定的最低品質標準很高，政府贊助機構並不支持二〇〇五至二〇〇六年開始集體違約的那些低品質次級房貸。這些有毒貸款是由民間放款機構推動的新房貸融資系統的產品，這個系統在二〇〇〇年代初期全面實行。儘管政府贊助機構符合政府的放款配額，但以追求獲利為主導

的民間放款機構在放款給欠缺社區服務的社區上更加大膽創新。<sup>18</sup>從這個角度來看，政府贊助機構並沒有創造危機，但是如果沒有它們貢獻的兩項創新，很難想像會有這個危機，這兩項創新就是創始及分配的房貸放款系統（originate-to-distribute mortgage lending system），以及證券化。

一九三〇年代成立以來，政府贊助機構的補貼模式就是讓最初的房貸與最終的融資分開。最初提供貸款給美國家庭的商業銀行在賣房貸給房利美時，房貸已經得到清償，這使他們能夠發放更多貸款。這是由政府贊助機構發行的債務，用來資助在資產負債表上持有的房貸，最終為貸款提供資金。這就是後來大家熟知的「創始及分配」（originate to distribute）的基本架構。房貸放款機構不需要在資產負債表上擁有房貸，他們變成仲介商，為了賺取服務費而經營。政府擔保政府贊助機構的信用評等，支撐整個系統。

從一九七〇年代開始，政府贊助機構面對利率的不穩定與對美國房貸模式的破壞性影響，採取進一步的關鍵步驟。在投資銀行的幫助下，它們率先將房貸證券化。<sup>19</sup>與其把地方產生的房貸保留在帳上，它們寧可藉著發行債券來融資，把房貸直接賣給投資人。為了這樣做，它們將房貸包裝成不同的房貸組合（pools），銷售它們的股份，也就是證券。個別放款的獨特風險會集合在一起。希望持有房地產的投資人可以買進一個風險廣泛分散的投資組合，不需要建立一個必須去放款、廣泛橫跨美國經濟的分支網絡。它們充分意識到匯率波動帶來的風險與報酬。證券化會讓市場以討價還價的方式決定融資成本，而不是透過小額儲蓄和放款來碰運氣取得可行的貸款。

一九七〇年，吉利美執行第一次證券化作業。這是個簡單的模式，被稱為轉付房貸證券（pass-through），房貸組合產生的收入會透過吉利



美轉付給投資人。讓人不滿意的地方是這仍是一種政府獨占，所羅門兄弟（Salomon Brothers）的路易斯·藍尼瑞（Lewis Ranieri）和他的團隊衝勁十足的在一九七七年為美國銀行（Bank of America）打造第一個民間房貸證券化商品。<sup>20</sup>但那時需要一個勇敢的投資人買進一籃子的固定利率房貸。直到一九八〇年代初期的利率衝擊之後，證券化商品才浮上檯面。房貸放款機構因為擁有棘手的低利房貸投資組合，所以轉向市場，透過將這些房貸證券化並銷售出去，來拿回一些期望得到的報酬。從一九八〇年代開始，政府贊助機構與投資銀行合作，不僅創造出轉付房貸擔保證券（mortgage-backed securities, MBS），還創造所謂的擔保房貸憑證（collateralized mortgage obligations, CMO），允許把一組房貸擔保證券切分成各種風險等級順位的證券，這就是所謂的結構化融資證券（structured finance）創始。第一順位償債權利的證券，違約和提前還款的風險都很低。分券（tranches）等級順位愈低的證券就可以賣給尋求高風險投資標的的投資人。最高順位優先等級的分券除非出現不太可能發生的大規模集體違約，不然都會得到清償。那些最高順位的分券即使是來自高收益率、高風險債券為主的房貸組合，也可能會被指定為低風險的證券，而且評等機構會被迫把它們歸類為AAA評等（在大多數的證券化商品中，八〇%被指定為最高順位，而且給予AAA評等）。

不出所料，因為給房貸擔保證券非常高的評等，評等機構的角色後來變得極具爭議。到了一九九〇年代，穆迪投資人服務公司（Moody's Investors Service）和標準普爾（Standard & Poor's）在全球債券評等產業中占有八〇%的市占率。<sup>21</sup>惠譽（Fitch）則取得一五%的市場。它們並沒有藉著隨意給出最高等級的AAA評等來控制全球市場。在二〇〇八年，只有六家AAA評等的企業，而且只有十幾個國家享有AAA評等。儘管一九八〇年代以來，實際上是債券發行商付錢請評等機構對債券進

行評等，而不是由訂閱資訊服務的人負擔評等費用。債券發行商付費的做法產生一種利益衝突。但是評等機構如果看起來是在銷售好評等，就會遭受很大的損失，而且如果它們只是對客戶偶爾發行的債券提供優惠，得到的收益相對較少。但房貸證券化業務改變這樣的算計。房貸擔保證券的發行量龐大，涉及數萬種分券，再加上事實上流量集中在少數發行商手中，這給評等機構一個強烈的動機去「提供幫助」。<sup>22</sup>但更重要的是房貸擔保證券的本質。導致房貸擔保證券的評等與它的標的資產評等不同的地方，並不是因為這些債券是由面對不可預測的全球競爭力量的公司所發行，而是房貸擔保證券結合數千種據說可以預測的資產，那就是一般國內房貸。評等機構不必根據一家公司的業務前景，或多或少的利用主觀評估來計算違約風險，也不必以一個國家的財政政策來做出判斷。相反的，它們可以假設許多房貸的統計特性已知，然後套用標準化的數學公式計算風險。假設你知道違約率，而且能夠對於房貸的相關程度做出假設，那麼一旦集合足夠的房貸，並用風險大小來切分成各分券，那麼最高順位等級的分券不還錢的機率很可能無限小。數萬種資產擔保證券（asset-backed securities, ABS）因此可以獲得超級安全的AAA評等。而順位較低的分券評等則完全是另外一件事，雖然違約的風險比只持有房貸要高得多，但是在適當的收益率下，也可能會找到買家。

在儲貸銀行的災難之後，這個想法把風險從直接參與放款的機構外放出去，而且藉著將房貸轉變成提供各種收益與風險組合的證券來吸引投資人。這種做法成功了。一九八〇年，有六七%的美國房貸直接記在商業銀行的資產負債表上，到了一九九〇年代末期，美國長期固定利率、分期付款的房貸所涉及的風險全都被證券化，而且風險比一九七九年沃克突然宣布升息時廣泛分散到金融體系的其他地方。政府贊助機構

持有這些擔保證券，銀行也持有，就連退休基金和保險基金也一樣。<sup>23</sup>

與儲貸銀行的模式相比，證券化操作因而在分散風險上發揮作用。但是同樣的做法是否使謹慎監控標的貸款的動機降低呢？藉著分配資金的來源，新的系統是否消除謹慎監控貸款的動機呢？一個持有完整三十年期房貸的在地放款機構有充分理由非常謹慎的監督客戶，但是到了一九九〇年代，美國的房貸在賣給投資人前，至少會經過五個不同的機構，包括房貸原始放款機構、把房貸組合起來的批發商、評估風險的承銷商、政府贊助機構，以及管理利息收入的服務商。在這條供應鏈上，投資人有信心這些工作都會正確完成嗎？在這條供應鏈上的每個步驟，參與者主要關心的都是數量和費用，誰有興趣維持服務品質？或許並不是政府補貼導致不良貸款蓬勃發展與二〇〇七至二〇〇八年的危機，而是這些不當誘因所導致。<sup>24</sup>

如果一九九〇年代初期以政府贊助機構為中心的房貸融資模式仍然在二〇〇〇年代初期占據主導地位，那麼這種理論在表面上看來很合理。但事實上，在二〇〇〇年代初期，當次貸危機爆發時，產業又出現變化。證券化商品比過去更具優勢。政府贊助機構仍然負責買進最高順位的標準型房貸，並將其證券化。但隨著一系列更有動力擴大事業的參與機構進入房貸市場，它們主要的商業模式不再是拆解與分散風險，而是整合流程的每個步驟，包括在資產負債表上持有大量的證券。<sup>25</sup>正是這種基於整合而非分解的成長模式，使這個系統崩潰。

## 新銀行的成長策略

導致二〇〇〇年代初期迅速成長的民間房貸產業發展被扭曲了，但這也可以追溯到一九七〇年代布雷頓森林體系的崩潰，以及隨之而來貨幣、物價、利率和資金流動的鬆綁。不只是儲貸機構，還有整個金融業，全都被迫重新思考自己的商業模式，而且華爾街的投資銀行和商業銀行也一樣。

國內和國際金融鬆綁的新世界對投資銀行有利，這幾乎不用多說。<sup>26</sup>以客戶的名義，交易與發行債券和其他證券的業務，使他們比其他市場參與者享有「優勢」。<sup>27</sup>一九七五年，華爾街經紀商對交易股票收取的固定費用遭到廢除，導致激烈競爭，扼殺小公司的生存空間，並強迫自營、研究和投資銀行業務整合。一九八〇年代，隨著利率下降和債券開啟長期多頭行情，使得所謂的固定收益證券（與股票相反）交易變得愈來愈重要。德崇證券（Drexel Burnham Lambert）開創高收益公司債市場，也就是大家熟知的垃圾債券市場。此外，所羅門兄弟幫助政府贊助機構設計證券化模型，並發行每一批新的房貸擔保證券。對其他客戶來說，投資銀行家正努力去找出對貨幣和利率波動進行避險的方法。舉例來說，他們開發交換契約（swaps），允許客戶以較高的貨幣風險交易。它們創造很多機制，允許一個客戶承擔利率波動的風險，另一個客戶則選擇固定利率。在一九九〇年代，摩根大通（J.P. Morgan）有個團隊設計出信用違約交換（credit default swap, CDS），這是要防止不還錢的風險，並允許放款機構調整放款風險。<sup>28</sup>同時，投資銀行逐漸增加交易活動，它們發現可以透過成交量和槓桿操作來賺取獲利，報酬特別高。在一九八〇年代初期，美國的投資銀行菁英在股票上賺到超過五〇%的報酬。

但是要達到交易規模會引發融資問題。投資銀行沒有存款。它們在批發融資市場（wholesale funding markets）向其他銀行或法人的基金借

錢來放款。在一九七〇年代末期和一九八〇年代初期的通貨膨脹和利率衝擊之後，使他們處於最佳位置。如果投資銀行沒有存戶，在通貨膨脹之後，那些適合儲蓄的人再也不想要把錢存入銀行，而是選擇改投資貨幣市場基金，這是新時代特別的金融機構。<sup>29</sup>這些基金對尋求比銀行存款更高利率的富有家庭有更高的吸引力。貨幣市場基金在沒有政府擔保下提供即時可用的帳戶，而且藉著自己的操盤保證，每投資一元至少可以得到一元加上某個吸引人的利率。為了避開破產的儲貸銀行與勉強求生的商業銀行，現金存款流向專業管理的龐大現金池（cash pools），在華爾街尋求良好的收益。

貨幣基金並不是唯一的現金池。企業也開始更專業的管理自己的現金池。從一九七〇年代開始，有愈來愈多超級富豪將自己擁有的數十億美元交由基金和家族辦公室（family offices）管理。到了一九九〇年代末期，這些法人的現金池累積的財富可能高達一兆美元，全都在尋找絕對安全或接近絕對安全的高流動性、生息的投資機會。<sup>30</sup>抵押證券來貸款，或是買進知名投資銀行的商業本票，正是管理現金池的經理人想要的短期安全資產。而且作為發行基金的銀行家，也就是所謂的主要經紀商（prime brokerage），則是投資銀行的理想業務。

這些法人的現金池，以及它們為批發融資市場帶來的流動性，正是現代投資銀行崛起的燃料，它們能夠調動的資源愈多（不論是向批發市場借錢或拿銀行的存款），交易量就愈大，獲利就愈高。直到一九八〇年代，投資銀行還是合夥企業，業務相對較小，在華爾街和倫敦金融城具有知名度，並受到尊重，但並不是家喻戶曉的名字。全新的衍生性金融工具引發出有能力管理風險的信念，再加上能夠取用法人的現金池，使它們能夠擴大規模，創造「新華爾街」。<sup>31</sup>像高盛、摩根士丹利

（Morgan Stanley）和美林（Merrill Lynch）這類公司從沒沒無聞晉升明

星地位。原先是以合夥企業成立，在交易活動和衍生性商品業務大規模擴張下，意味著必須發行股票並上市。美林在一九七一年已經上市。貝爾斯登（Bear Stearns）在一九八五年緊接在後，摩根士丹利一九八六年上市。高盛是最後一個，到一九九九年五月才首次公開發行（IPO）。<sup>32</sup>羅伯特·魯賓正是這個新華爾街的典型高手，投資銀行甚至有自己的人進入政府。於是高盛開始獲得「高盛政府」（government Sachs）的綽號。

一九八〇年代以來，投資銀行在控制不確定性上發展業務，隨著資產市場蓬勃發展，它們用更高的槓桿操作。<sup>33</sup>但有時候不確定性會來個回馬槍。全球布局的美國銀行業從一九九四年在墨西哥到一九九八年在俄羅斯面對一系列的重大危機。一九九八年九月，由俄羅斯不確定性所引發的長期資本管理公司（Long-Term Capital Management）破產，要不是華爾街主要公司採取一致的行動，不然整個避險基金產業可能全都會被打垮。<sup>34</sup>接下來發生的是一九九八年至二〇〇一年的網路泡沫與破滅，這是由新華爾街與矽谷創造的產物。最後，安隆（Enron）爆出驚人的會計醜聞，一度讓提供會計與管理顧問服務的傳奇公司安達信會計師事務所（Arthur Andersen）解體。到了二〇〇〇年代初期，經過二十年的急速成長，華爾街正面對一場政治和監理的反彈，迫切需要「明日之星」。由於投資銀行在債券交易上的專業，以及在房貸證券化上代表政府贊助機構的角色，不難預見雷曼兄弟和貝爾斯登等鬥志旺盛的投資銀行下一步會做什麼。

對商業銀行來說，後沃克時代的經營更為艱難，它們失去存款、失去房貸業務，有可能重蹈儲貸銀行的覆轍嗎？<sup>35</sup>為了在一九九〇年代重建獲利能力，美國的商業銀行經歷大幅的整合。一九九〇至二〇〇〇年間，前十大銀行的資產比重從一〇%增加至五〇%。此外，它們還尋找

出新的商業模式。<sup>36</sup>它們不認為要與客戶和社區維持終身的關係，而是將自己重新定位為收取手續費的服務供應商。它們總是會提供房貸，但是通常會把房貸賣給政府贊助機構。以它們現在面臨的壓力，房貸市場，與風險分級的創始、證券化、銷售和服務，似乎是把熟悉的商業銀行業務和巨額融資的期望連接起來的天然橋樑。但是要參與這全套的活動，必須要讓監理鬆綁。新政期間將商業銀行與投資銀行分開的法規必須廢除。柯林頓時期的財政部先後在魯賓與賴瑞·桑默斯的管理下，給了它們需要的東西。到了一九九九年，一九三〇年代留下來的銀行監理法規被棄置一旁。花旗集團和美國銀行快速開啟綜合銀行（universal banking）的新時代。從商業銀行延伸到華爾街，這個歐洲大陸更為熟悉的模式現在來到美國。

二〇〇〇年代初期在房貸榮景上第三組參與者已經在一九九〇年代開展業務，包括華盛頓互惠銀行（Washington Mutual）等儲貸銀行災難的倖存者，以及全國金融公司（Countrywide Financial）等專業房貸放款公司。<sup>37</sup>它們是政府贊助機構的供應商，它們的房貸放款受到限制。但是為什麼要壓制它們的雄心壯志呢？為什麼不將產業鏈整合起來？到了一九九〇年代末期和二〇〇〇年代初期，這三類銀行，包括投資銀行、商業銀行和房貸放款機構，都依循這個邏輯。它們不是圍著政府贊助機構安排自己的房貸業務，而是著手建立整合的房貸證券化業務。全球金融公司從放款業務擴大到證券化業務。你可以想像花旗這樣的大型銀行從房貸放款、房貸證券化、房貸擔保證券的銷售、持有與交易等每個階段都擔任供應商。更引人注意的是雷曼兄弟和貝爾斯登等投資銀行的發展。這些投資銀行起初的定位是與一般商業銀行的客戶隔離。早在一九九〇年代，貝爾斯登就已經投資房貸放款機構和服務商EMC房貸公司（EMC Mortgage），而雷曼兄弟則把四家小型房貸機構併入自己的投

資銀行。

到了二〇〇〇年代初期，以民間房貸證券化為中心的企業戰略已經全面就緒。但因為房利美與房地美擁有融資優勢，使它們仍然在市場中享有主導地位。而另一次利率衝擊，加上政府贊助機構的小問題，給了民間房貸證券化機器發展的機會。<sup>38</sup>

當網路泡沫後緊跟著出現九一一恐怖攻擊時，聯準會把利率降至一%。就像艾倫·葛林斯潘明確指出的情況，借款人之間爆發一場爭奪戰，希望能以盡可能低的利率，讓盡可能多的長期房貸得以再融資。從原始放款機構的角度來看，這很痛苦。但是它引發一場即時的消費支出浪潮，而且對房貸產業來說，這導致服務費大幅增加。這個產業出現前所未見的大幅震盪。與二〇〇一年發行一兆美元的新房貸相比，二〇〇三年的房貸放款飆升到三．八兆美元，其中有二．五三兆美元是再融資。在這樣的蓬勃發展中，政府贊助機構仍是主要的玩家。它們繼續獨占優質房貸市場，它們的市占率在二〇〇三年達到五七%的最高點。但到那時出現停滯。在二〇〇〇年初期產業大幅成長的時候，政府贊助機構並沒有完全光明正大，會計和違規行為一堆。由於擔心會出現另一個安隆事件，監理機關先後要求房地美與房利美額外增加資本。它們不是要募集新資金，就是要縮減資產負債表。為了確保它們採取後者的做法，監理機關限制它們的資產負債表規模上限。<sup>39</sup>這樣就幫民間房貸發行商開啟大門。

二〇〇〇至二〇〇三年葛林斯潘引起的再融資熱潮期間，不只是政府贊助機構很忙碌，房貸發行量的大幅增加，意味著也有很多非傳統、「不合標準的」商品來滿足大家的需求。但是決定性事件發生在二〇〇四年初期，當時利率已經達到谷底，再融資熱潮已經結束，而且政府贊助機構停止放款。隨著房貸供應鏈早已準備好等待中，這時剛好可以接管民



間房貸產業。拋棄一九九〇年代政府贊助機構為中心的模式，它們沒有先考慮標準型房貸，而是支持標榜「非傳統的」房貸，也就是次級、比準A級評等（Alt-A）還好一點的超大型房貸。

民間房貸發行商發現，如果審查傳統房貸有利可圖，那麼次級房貸的獲利甚至會更高。<sup>40</sup>金融工程操作更為精細，而且可以對這項服務收取更高的費用。現在，固定收益投資銀行家的技術完全發揮作用，即使是標榜不合標準的民間非標準型房貸擔保證券，一旦整合在結構化商品裡，只要占比夠大，依然可以得到AAA的評等。為了管理風險，信用違約交換（credit default swaps）一旦由投資銀行專屬訂做，生產就可以工業化。主流保險公司，像是美國國際集團，為國外的房貸證券化合約提供信用違約交換保險。在考量標的房貸的品質下，並不是所有分券都是好的。但這刺激投資銀行擴大擔保債權憑證（collateralized debt obligation, CDO）業務。擔保債權憑證是把房貸風險評等在中間的「夾層融資」（mezzanine）重新包裝成另一種房貸證券化合約。藉著把這些房貸結合再一起，而且分成不同風險，就可以用大量BBB評等的資產，生產出更多AAA評等分券的證券。一旦完成後，接著就可以更進一步，將擔保債權憑證中低評等的夾層融資集結起來分券，再一次創造出雙層擔保債權憑證（CDO-squared）。而且再一次憑著風險獨立的邏輯，以及評等機構的青睞，這些證券裡甚至有一部分可以得到AAA的評等保證。

製造安全資產

到了二〇〇〇年代初期，民間房貸產業等著起飛，它有新的原料：證券化房貸；它有自己的機制，而且它的工程師也準備就緒。二〇〇三年傳統房貸的再融資熱潮結束，引起非傳統貸款的發展。為了讓熱潮達到最後階段，它需要最後一項要素。必須有人有興趣買進已經製造出來、價值數千億美元的證券。如果沒有需求來搭配供給，房貸擔保證券的價格就可能會下跌，殖利率就會飆升，導致借款利率上升，遏止房貸熱潮。這種情況不僅沒有發生，長期利率還維持固定，而且利差（非標準型房貸借款人必須支付的溢價）縮減，這意味著第三次歷史性的轉變可能會產生二〇〇〇年代的榮景，這個改變不只是在供給面上，也在需求面上，導致對安全資產的需求激增，以及法人現金池轉往房貸融資。<sup>41</sup>也就是在這個時候，銀行房貸業務的技術機制與幾個重要議題重新連繫起來，包括中國和新興市場的崛起、不平等的加劇與西方世界的財富分配兩極化。

要了解這種聯繫，最好的起點是回到與房貸擔保證券有關、最讓人憤慨的事：信用評等。AAA評等很重要，因為這把它們歸類為像公債的資產，吸引尋找安全資產的投資人。<sup>42</sup>AAA是品質的象徵，而且就像這類資產的憑證，它發出信號說：如果你正在尋找安全資產，不必再找了。在不穩定的資本主義經濟中，這樣的資產組成可以提供一個接近中立安全的部位。它們有需求，而且在某些情況下，一些特別厭惡風險與幾乎沒有獨立研究與評估能力的基金，像是退休基金、貨幣基金等等的投資人，會依法要求買進這類資產。就像有位在這個領域重要的經濟學家說到：「所有人類的歷史，幾乎都可以描寫為尋找與生產不同形式的安全資產。」<sup>43</sup>這種說法可能是對的，但問題是，一九九〇年代末期和二〇〇〇年代初期發生什麼事，造成對安全資產的需求大幅增加？

答案的第一部分來自一九九〇年代新興市場經濟體的發展。由於它

們有貿易順差，而且期望自我保護，以免重蹈一九九四至一九九八年的危機，所以它們想要保留資產，在遇到緊急情況時可以變現。而最符合這種描述的資產就是長期和短期美國公債。在二〇〇〇年代初期，中國和其他新興市場國家買進所有美國公債，即使第一任布希政府可能會產生驚人的預算赤字。總體經濟學家擔憂這會造成經常帳失衡，以及突然停止購買可能引發大災難。因為他們並沒有同流合汙的參與像房貸擔保證券這樣的技術研發，所以沒有注意到新興市場基金的流入可能會在金融市場產生影響。新興市場投資人首先買進公債，接著買進政府贊助機構發行的機構債券。這讓其他法人尋找替代商品，而彌補這個需求缺口的技術就是金融工程。如果退休基金、人壽保險業者，以及幫獲利公司和超級有錢人累積的巨額現金池操盤的經理人都需要安全資產，美國房貸機器當然知道要合成的產品是AAA評等的證券。

但我們必須再次小心，全球被以美元計價的安全資產需求拖著走，有助於解釋為什麼房貸通路不會導致AAA證券供給過多。但對確實賣給投資人的民間發行資產擔保證券來說，很少人聽過它們。當市場情況變糟時，它們會放在資產負債表上的非流動性項目，不再被視為安全的資產。故意將不安全的房貸重新包裝的投資銀行就會被提告。當然，損失會影響投資配置，並影響數百萬領取年金的人所做出的消費決定。但是這並不會創造金融危機，讓銀行倒閉擴散至全世界。拿來與網路泡沫相比會更有啟發意義。它創造激增的財富，隨後崩潰。它觸發嚴重的衰退，但並沒有導致銀行危機。二〇〇〇年代初期的次級房貸蓬勃發展導致金融危機，因為與證券化自稱的邏輯相反，數千億民間房貸擔保證券並沒有在銀行體系外散播，而是堆在房貸放款機構和證券化商品發行商的資產負債表上。<sup>44</sup>

## 外匯存底和法人爭奪美國短期安全資產

未收回總額	2005	2006	2007	2008	2009	2010
短期公債 *	1,146	1,173	1,192	1,909	2,558	2,487
短期機構債券 **	568	489	560	903	844	618
<b>總計</b>	<b>1,714</b>	<b>1,662</b>	<b>1,752</b>	<b>2,812</b>	<b>3,402</b>	<b>3,105</b>
<b>(一) 外國官方持有</b>						
短期公債	216	193	181	273	562	na
短期機構債券	112	110	80	130	34	na
<b>總計</b>	<b>328</b>	<b>303</b>	<b>261</b>	<b>403</b>	<b>596</b>	<b>na</b>
<b>(一) 法人現金池的需求：</b>						
法人現金池 (根據現有數據)	1,771	2,120	2,216	1,834	2,041	1,911
法人現金池 (估計總數)	3,120	3,735	3,852	3,467	3,596	3,432
<b>平均</b>	<b>2,445</b>	<b>2,927</b>	<b>3,034</b>	<b>2,650</b>	<b>2,818</b>	<b>2,672</b>
<b>= 安全、具流動性、短期產品的赤字</b>	<b>(1,059)</b>	<b>(1,568)</b>	<b>(1,543)</b>	<b>(241)</b>	<b>(12)</b>	<b>na</b>

\* 包括公債與到期日一年以內的公債

\*\* 包括機構貼現票據

資料來源：Zoltan Pozsar, "Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System," *Financial Markets, Institutions & Instruments* 22, no. 5 (2013): 283–318, figure 5.

為什麼證券化商品發行商最後會持有自己的產品？一部分是生產系統本身的問題。證券化商品製造的分券有些有吸引力，有些沒有。比較沒有吸引力的分券必定會遲遲無法進入市場。此外，經營房貸管道的銀行相信自己的商業主張。對現行的融資成本來說，持有房貸擔保證券非常有利可圖。在房貸供應鏈中，銀行是獲利來源，所以為什麼不會因此致富呢？這是種選擇，並不是每間銀行都這麼做。承擔最高風險的銀行是大型房貸放款機構和擴張最積極的商業銀行，包括花旗集團、美國銀行和華盛頓互惠銀行，以及兩家最小型、鬥志最旺盛的投資銀行：雷曼

兄弟與貝爾斯登。相較之下，摩根大通在二〇〇六年已經開始對房貸管道的發展踩煞車，而且在信用違約交換市場買進更多契約來防範。高盛則跳過避險，下重注在房地產市場即將崩盤上。<sup>45</sup>

由於涉及次級房貸的業務，因此很容易說明它們為什麼會這麼謹慎。但是這也反映銀行業更基本的考量。在資產負債表上建立龐大的房貸擔保證券部位並不只涉及到資產面的風險，還涉及在融資面上擴大負債。而且這把我們帶到二〇〇七至二〇〇八年危機的真正核心。如果房貸生產線是在自己的資產負債表上持有價值數兆美元民間房貸擔保證券和資產擔保證券，那麼這些證券要如何融資呢？投資銀行的新模式也在這裡提供答案。如果像全國金融公司這樣新出現的房貸放款機構沒有存款戶，雷曼兄弟也一樣。雷曼兄弟利用現金池在批發融資市場取得資金，新的房貸放款機構也一樣。這就是危機核心真正的致命機制。來自貨幣市場現金池的資金被用來資助持有大量房貸擔保證券的資產負債表。

提供房貸融資最大的機制是資產擔保商業本票（asset-backed commercial paper, ABCP）。<sup>46</sup>美國前三大資產擔保商業本票發行商是美國銀行、花旗銀行跟摩根大通。管理這項業務的工具是所謂的結構型投資工具（structured investment vehicles, SIV），這是由它們的「發起企業」（sponsors）提供最低資本的法律實體組織，然而在其他方面卻與母行的資產負債表分開。母行會把大量的抵押債券（mortgage bonds）、證券化汽車貸款、信用卡債務或就學貸款放進這些結構型投資工具裡。結構型投資工具會交給母行證券，以及發行資產擔保商業本票來籌資。這些是由結構型投資工具的資產與擁有良好信譽的母行所擔保的三個月期票據。雖然結構型投資工具過去沒有記錄，但因為它持有的證券價值，以及因為大家假設它能享有發起銀行的背書，因此能以有競爭力的利率來發行商業本票。值得注意的是，直到二〇〇〇年代初期實

行的銀行法規，放在結構型投資工具資產負債表的資產都能為所需的一小部分資本背書。資產負債表膨脹是有風險的，但是這會提高資本報酬率。藉著在長期報酬與短期融資成本間進行利差交易，進一步創造獲利。一般情況下，資產擔保商業本票工具會持有到期日三到五年的證券組合，並透過銷售幾天至三個月內就要償還的商業本票來融資。對於管理現金池的經理人而言，商業本票比標的證券更有吸引力，因為期限非常短，而且由高評等的商業銀行擔保。對母行來說，結構型投資工具持有混合高風險資產帶來的報酬，與高評等的資產擔保商業本票所付出的低利成本，兩者之間有很大的利差。

如果結構型投資工具與資產擔保商業本票的模式涉及一定程度存款與放款的期限不合（maturity mismatch），那麼投資銀行就是把這個模式推到極端。投資銀行的整個商業模式是基於批發融資。最有彈性的工具是所謂的附買回交易（repurchase agreements，或repo）。在附買回交易中，銀行會買進證券，並承諾以特定價格在短至一個晚上、長至三個月內付錢為條件，立即賣出證券。它實際上是一個擔保短期融資的協議。投資銀行會買進一億美元的證券，並向一檔基金或其他投資銀行進行附買回交易，賣出附買回交易存單的機構要付少量的利息給擁有存單的投資人。它也接受價值減記（haircut），雖然交易一億美元的公債，但不會獲得全部的價值，只會得到九千八百萬美元的現金，未來也會以九千八百萬美元的價格回購。此時，價值減記會決定投資銀行必須用多少自有資金來持有證券，也就是在交易中使用槓桿操作。<sup>47</sup>二%的價值減記，意味著如果要購買一億美元證券並獲得這些債券的利息，銀行需要兩百萬美元的自有資金，剩下的錢可以用附買回交易來獲得。使用這個機制，少量的資金也能夠撐起一個更大的資產負債表，當然前提是附買回交易可以不斷「續約」，而且價值減記不會突然增加。

到了二〇〇〇年代，紐約附買回交易市場的抵押品每天損失數兆美元的價值，它分成兩個市場：雙邊附買回市場與三方附買回市場。兩個市場都是櫃台買賣的專業市場，只受到央行或監理機構寬鬆的管制。我們擁有最好的交易數據是由摩根大通或紐約梅隆銀行（Bank of New York Mellon）等第三方管理的三方附買回市場，它們會在附買回合約的期間持有抵押品。<sup>48</sup>在三方附買回交易中，使用的抵押品評等都很高，幾乎全都是美國公債或政府贊助機構的房貸擔保證券。由於擁有額外的保護層，三方附買回交易就像是貨幣市場基金等法人現金池進行的附買回交易一樣。三方附買回交易並沒有使用民間房貸擔保證券來融資，不過在雙邊附買回交易市場上，這些證券可以獲得融資。現有的最好數據顯示，雙邊附買回交易市場比三方市場大三倍。<sup>49</sup>因為雙邊市場的參與者往往是投資銀行和避險基金，因此可接受作為抵押品的資產類型更為廣泛。在這裡，與資產擔保商業本票、各類銀行間的拆款與無擔保借款一樣，投資銀行可以把持有的民間房貸擔保證券與擔保債權憑證投資組合進行融資。因為抵押品的種類廣泛，二〇〇七年春季在雙邊附買回市場的價值減記從美國公債的〇.二五%，到評等較差的資產擔保貸款一〇%以上都有。

就像商業本票一樣，附買回交易面臨嚴重的融資風險，你可能不會被續約。具體來說，風險在於，如果一個像雷曼兄弟或貝爾斯登的投資銀行，被認為投資組合有很大的部分會遭受嚴重損失，不論這些投資組合是由商業本票、雙邊附買回交易，或是其他類型的金融業拆款，都會使大家普遍失去信心。接著在三方市場就會被認為沒有資格成為交易對手，而且會發現自己被排除在必要融資之外。潛在風險規模很大。雷曼兄弟在二〇〇七年會計年度結算的資產負債表上有六千九百一十億美元的資產，其中五〇%是透過附買回交易來融資。高盛、美林和摩根士丹

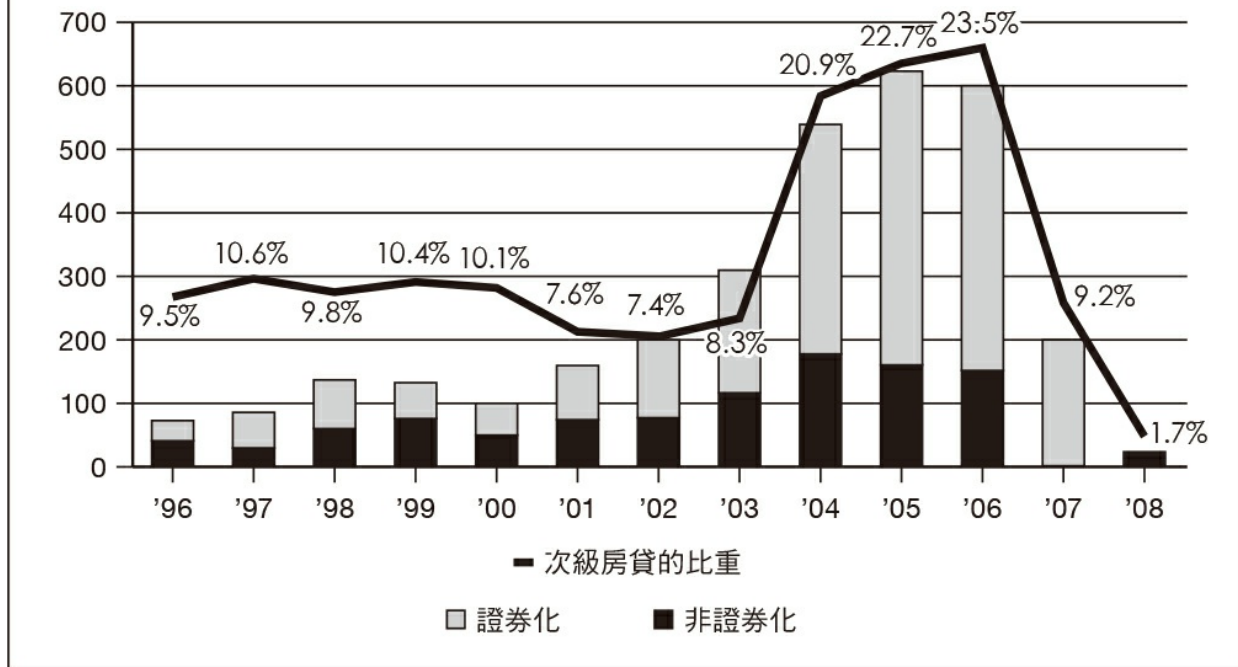
利的附買回交易比重有四〇%。<sup>50</sup>如果這些投資銀行中有一家無法進入附買回交易市場，它的商業模式馬上就會崩潰，在它的整個資產負債表上不只有房貸擔保證券業務，還有衍生性商品、貨幣與利率交換契約，這些市場全都會被拖垮。

## 評等機構加入

由於涉及這麼多利益，美國房貸放款在最後一次榮景時出現驚人的擴張就不奇怪了。在一九九九至二〇〇三年間，七〇%的新房貸仍符合傳統政府贊助機構的標準型房貸，到了再融資榮景結束，這種平衡發生變化。到了二〇〇六年，七〇%的新房貸是次級房貸或其他非傳統貸款，它們不是提供給政府贊助機構進行證券化，而是用來產生民間房貸擔保證券。二〇〇五年和二〇〇六年都發行一兆美元的非標準型房貸，相較之下，二〇〇一年這樣的房貸只有一千億美元。房利美和房地美正忙著跟進，在自己的投資組合中買進三千億美元非政府贊助機構發行的證券化房貸。政府贊助機構被推著前進，但它們不是開車的人。它們正跟全球金融公司這樣的新興公司競爭，在二〇〇六年美國發行的所有房貸中，這家公司占了二〇%。<sup>51</sup>它們與雷曼兄弟等整合房貸融資管道、分工精細的投資銀行競爭。二〇〇五年，在雷曼兄弟發行一千三百三十億美元的房貸擔保證券 / 擔保債權憑證中，三分之二的房貸來自自己的次級貸款發行商。華爾街的頂尖銀行也無可奈何。



## 1996-2008年美國次級放款的興衰



注：證券化比例的定義是特定年分發行的次級證券除以放款金額。二〇〇七年發行的證券超過放款金額。  
資料來源：Inside Mortgage Finance.

透過這個食物鏈傳遞的訊息很簡單：我們想要處理更多房貸債務，而且品質愈糟愈好。透過機率獨立的魔力，進入風險分類與組合過程的債務，評等愈糟，效果就愈顯著。大部分沒有所得證明、低評等、高收益的債券都變身AAA評等。任何榮景都可以預期會出現不負責任、接近犯罪或全然的詐欺行為。但是房貸證券化機制有系統的在房貸放款品質上競相比爛。這與在抵押品組合中，標的證券的高收益，以及付給購買AAA評等資產擔保證券來產生獲利的低利率，這兩者的利差不同。從二〇〇四年開始，進入這個系統的次級房貸有整整一半沒有財力證明，或是財力證明不完全，而且三〇%是給預期無法還款的人只還利息的貸款。<sup>52</sup>

評等機構隨後會面臨在這個過程是否參與共謀的尖銳問題，這並沒有讓銀行付錢給它們對債券進行評等，以及三大評等機構競相提供最有效率與便宜的AAA評等管道的情況有所改善。評等機構會辯解它們使用的公式已經過反覆考驗，而且得到這片土地上最聰明的經濟學家認可。但是結果還是要看債券有沒有還款。惠譽採用風險評估模型去產生少數讓人渴望擁有的AAA評等證券，它發現自己大幅排除次級證券業務。<sup>53</sup>正如後來國會調查顯示，穆迪和標準普爾的評等機構員工清楚意識到他們創造的怪物。就像二〇〇六年十二月一位評等專家在另一封電子郵件中提到：「我們都希望變成有錢人，而且在這個紙牌屋倒塌前退休。」<sup>54</sup>

當然有些人變有錢了。在投資銀行業，一九八〇年代和一九九〇年代末期的獲利很好，現在每個人都在賺錢。在二〇〇〇年代初期，美國經濟中所有的獲利有三五%都來自金融業，而且高層分到的錢讓人側目。雖然一九九〇年代它們已經轉為上市公司，銷售股份給投資人，但是華爾街的公司還是繼續以合夥企業的方式有效運作。採取的規則是扣除利息成本後，一半的淨利保留給員工，另一半付給股東。在二〇〇六會計年度，紐約金融從業人員獲得六百億美元的紅利，而且二〇〇七年的紅利達到六百六十億美元的高峰。<sup>55</sup>對投資銀行的資深員工來說，這都轉變成每筆數千萬美元的報酬。從一九九四年起擔任雷曼兄弟執行長、帶領雷曼兄弟快速成長的理查·富爾德（Richard Fuld），在二〇〇〇至二〇〇八年間賺到四億八千四百八十萬美元的薪資與紅利。這實在很驚人，但要了解運作這個系統的人抱持的心態，大家必須理解，即使是最頂尖的投資銀行家也知道，他們不是現金遊戲中真正的國王。與在主要經紀業務（prime brokerage）、附買回交易和資產擔保商業本票市場交易的避險基金經理人相比，他們的報酬相形見绌。在避險基金和私募股

權集團，一個人每年可以賺到數億、甚至數十億美元。二〇〇七年，前六大避險基金經理人每個人至少得到十億美元的報酬。

貪婪也不受限在最高層。毫無疑問，許多房貸借款人都因為一個系統性誤導他們的流程受害，而且他們有興趣這樣做。但是一旦房地產市場從均衡狀態變成繁榮狀態，每個人不管願不願意都會變成投機者。在預期資產會增值下，房屋所有權的意義也跟著改變。不論是否喜歡，屋主都處於投機的立場。實際上，這些取得浮動利率、低信用評等房貸來擁有房子的人也在投機，認為他們的房產價值會增加，這樣他們的資產就足以用更好的條件再融資。這些進一步的再融資，加入真正的房地產投機狂歡。二〇〇六年，美國的新房貸有整整三分之一是為了買進第二間房、第三間房，甚至第四間房。在佛羅里達、亞利桑那與加州這些知名的「泡沫州」，這個比例高達四五%。<sup>56</sup>顯然，這不是華爾街或康乃狄克州黃金海岸創造的財富，但是真正的房地產投機已經變成一個全民運動。

## 2007 年第二季在外流通的美國民間資產擔保證券和公司債融資金額

	民間資產擔保證券		公司債	
	總量	%	總量	%
在外流通總數	5,213	100%	5,591	100%
<b>短期融資</b>				
資產擔保商業本票	1,173	23%		%
<b>直接持有</b>				
貨幣市場基金	243	5%	179	3%
證券借款人	502	10%	369	7%
<b>附買回交易</b>				
貨幣市場基金	31	1%	42	1%
證券借款人	165	3%	121	2%
<b>短期融資總數</b>	<b>2,113</b>	<b>41%</b>	<b>711</b>	<b>13%</b>

單位：10 億美元

資料來源：Arvind Krishnamurthy, Stefan Nagel and Dmitry Orlov, "Sizing Up Repo," *Journal of Finance* 69, no. 6 (2014): 2381–2417, table II.

如果專注在真正產生泡沫的市場，總計到二〇〇七年夏季，已經發行五兆兩千一百三十億美元的民間資產擔保證券，也就是包括從非傳統房貸產生的房貸擔保證券，以及卡債、就學貸款和車貸。其中最危險的房貸部分，次級房貸的房貸擔保證券總計有一．三兆美元，雖然「只」占美國房貸市場一二%，但是二〇〇三年以來這類房貸的生產就激增一．三兆美元。在總數五．一三兆美元中，超過三兆美元是由長期投資人持有，七千億美元是直接由投資基金或投資銀行持有，但是銀行持有的一．一七三兆美元是藉由發行資產擔保商業本票來進行資產負債表外的融資。因此，對尋求將現金放在三個月內到期投資商品的投資人來說，資產擔保商業本票變成最大宗的短期貨幣市場工具。資產擔保商業本票市場甚至比美國政府為了管理現金流而發行的短期公債市場還大。

如果有一個管道能將房地產危機向外擴散，啟動全球金融危機，那就是資產擔保商業本票市場，這是民間房貸擔保證券取得批發融資的地方。

## 危機的信號

每年八月，中央銀行界和貨幣經濟學界的菁英都會齊聚在懷俄明州傑克森霍爾（Jackson Hole）的度假勝地。二〇〇五年八月，會議的主題不是美國房地產市場正在醞釀的危機，而是要紀念即將卸任的聯準會主席艾倫·葛林斯潘。大多數的演講都相當樂觀，但是有人發出一個異議，那是印度出生、但不折不扣是美國經濟學家菁英的拉古拉姆·拉詹（Raghuram G. Rajan），他是芝加哥大學布斯商學院（Chicago Booth business school）教授與國際貨幣基金首席經濟學家。他的論文有個充滿異端的標題〈金融發展已經使世界更有風險嗎？〉（Has Financial Development Made the World Riskier?）<sup>57</sup>拉詹擔憂現代金融中介機構的急速發展正在建立一個危險的新風險偏好。在葛林斯潘的歡送會上，這個訊息很不受歡迎。拉詹被賴瑞·桑默斯公開批評。桑默斯充分展現前財政部長的權威，他說自己「在這個議題上從艾倫·葛林斯潘那裡學到很多……而且……他發現這篇基本、略帶盧德主義（注：Luddite，原指十九世紀在英國抵抗工業革命的人，現在泛指反對任何新科技的人）前提的論文在很大的程度上產生誤導。」<sup>58</sup>強調現代複雜金融體系有風險，就像拉詹不看場合做的事，是引來「限制」和其他「誤導政策的衝動做法」，這就像害怕墜機而放棄搭飛機出遊一樣。

桑默斯警告，即使是討論系統內的風險也會引發危險的政治反應，

而且等於是抵制技術進步。他的回應象徵四十年來推動取消管制的態度。初期真正具有決定性的舉動可以回溯到一九六〇年代再度出現的全球資本市場、布雷頓森林體系的崩潰、利率管制鬆綁與一九八〇年代初期的資本流動。<sup>59</sup>正是這些舉動引發幣值不穩定，並促使沃克升息引發衝擊。正是這種動盪迫使房地產市場創新，並引起新型的華爾街投資銀行變得高度活躍。資金流的競爭接著推動這一切。魯賓和桑默斯對一九九九年的「金融服務現代化法案」（Financial Services Modernization Act）加入個人的理念，解除限制商業銀行與投資銀行結合的最終條款。在離開財政部幾個月後，魯賓回鍋銀行業，進入花旗集團，桑默斯花了稍微長一點的時間才加入華爾街，但是在傑克森霍爾與拉詹的衝突後不到一年，他就加入避險基金德劭基金（D. E. Shaw），擔任兼職的董事總經理。

桑默斯對拉詹的反應更有說服力，因為世界經濟裡很明顯出現壓力的徵兆。在總體經濟政策的層面上，桑默斯願意對自己提到的金融恐怖平衡發出警告。對一般緊縮財政政策的建議可能有些幫助。但把問題指向那裡，可能會離金融體系裡真正的壓力源頭愈來愈遠。的確，從金融穩定的角度來看，如果在流通的AAA評等證券中，有更多是真正的美國政府公債，而不是金融工程的產品，這樣做可能很理想。總之，將這個例子放在總體經濟的整體水準來看很方便，要求共和黨總統改變做法特別容易，質疑房市榮景與奠基在上面的龐大華爾街體系則讓人不太舒服。

推進器的數量遠遠超過凶兆預言家的數量，而且不只是在傑克森霍爾。房貸產業的遊說團體做得很好。全國房地產經紀人協會（National Association of Realtors）首席經濟學家大衛·雷瑞（David Lereah）出了一本《為什麼房市榮景不會變蕭條》（*Why the Real Estate Boom Will*

Not Bust)。<sup>60</sup><sup>61</sup>保守派的學者，像是《國家評論》雜誌（*National Review*）經濟學的編輯賴瑞·庫德洛（Larry Kudlow）抨擊：「所有預期拉斯維加斯或佛羅里達州那布勒斯市（Naples）房價崩盤的笨蛋只是想要打倒消費者、經濟體裡的其他產業與整個股票市場。」<sup>62</sup>庫德洛不需要擔憂，主管機關對於抑制房市榮景沒有任何急迫感。

簡而言之，在安隆事件之後，有股加強管制的呼籲。有人談到應該要求將結構型投資工具移到資產負債表外的母公司投入更多資金支應。僅僅是這種威脅就足以使資產擔保商業本票產業的成長陷入停滯。穆迪警告投資人，銀行可能很快就會面臨其中一個最容易籌資的管道關閉。但是在二〇〇四年七月，由於次級貸款實際上正在快速發展，監理機關同意提供一項永久豁免措施，如果資產記在銀行的資產負債表上，那麼以結構型投資工具持有的資產就允許只用一〇%的資本擔保。這對於花旗集團和美國銀行這樣的大型商業銀行特別有吸引力，這些銀行受到較嚴格的資本管制，在與管制相對較少的投資銀行競爭時處於極大的劣勢。在這樣的管制改變之後，資產擔保商業本票市場的規模從六千五百億美元暴增至超過一兆美元。<sup>63</sup>到了二〇〇七年夏季，光是花旗集團在資產擔保商業本票上就擔保九百二十七億美元，足以賠掉整個一級資本（注：Tier 1 capital，一級資本包括銀行股本加上保留盈餘，是銀行最穩固的資本）。

不只是在放鬆管制上故作姿態，就像是一九九九年的法規，正是這種明顯小規模的管制改變，使得影子銀行自由的成長。附買回交易市場也是如此。傳統上，附買回交易會限制抵押的資產類型，只有在破產時才能免除在自動中止程序（automatic stay）外的資產，包括美國政府和機構的證券、銀行定期存款單和銀行承兌匯票。如果這類證券在附買回交易中被當作抵押品，萬一借款人破產就可以立刻沒收，用來補償任何

損失。二〇〇五年的「防止濫用破產法與消費者保護法案」(the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act) 提供債權人更強大的保護，免受違約的借款人損害，但諷刺的是，這增加債權人放款的意願。不過也將提供特殊保護的附買回交易抵押品範圍擴大，包括房貸和房貸相關證券。毫不意外的是，在這個法規實行之後，以非標準資產作為擔保的雙邊附買回交易激增。<sup>64</sup>

聯準會能否透過更嚴厲的利率政策來遏止泡沫？葛林斯潘在二〇〇〇年代初期的降息已經引發放款激增。的確，很顯然葛林斯潘打算引發一場再融資熱潮，來幫助經濟從科技泡沫和九一一恐怖攻擊的衝擊中恢復。但是聯準會沒有意識到，再融資熱潮會引發房貸機器出現結構性轉變。當然到了二〇〇四年，很明顯到了升息的時候。聯準會分十七次將利率從二〇〇四年六月的一%緩緩升至二〇〇六年的五.二五%。這是微幅調整，並不是嚇人的舉動。房貸熱潮持續不斷，全球對美國安全資產的需求與影子銀行業也在擴張。到了二〇〇六年春季，在許多時事評論員發出警報下，殖利率曲線出現反轉，長期利率低於聯準會設定的短期利率。這通常是出問題的訊號，意味著借短債放長債的正常銀行融資模式不再合理。

最終，殖利率曲線的反轉本身也會導致經濟衰退，但是葛林斯潘或柏南克並沒有遏止房貸熱潮，這個熱潮自己結束。最遲到二〇〇五年，低評等的房貸很明顯成為一顆定時炸彈，許多次級房貸採用期末整付 (balloon rate) 的還款方式，這種房貸在之後二到三年間迅速增加。二〇〇七年，受低收入借款人青睞的一般浮動利率房貸，年利率從七%至八%調整至一〇%至一五%。<sup>65</sup> 正如德意志銀行葛瑞·李普曼 (Greg Lippmann) 這樣的交易員認知到，在二〇〇六年八月到二〇〇九年八月間，七千三百八十億美元的房貸會經歷「還款衝擊」。<sup>66</sup> 隨著支付的利



息增加，違約風潮基本上無法避免。一旦發生違約風潮，房價停止上漲和市場反轉就只是時間問題。到那時，數百萬投機性房地產投資會變糟，許多家庭會失去房子，成千上萬的房貸擔保證券會違約，而且擁有擔保證券的人會致富。在李普曼主張德意志銀行要放空資產擔保證券的眾多文件中，沒有任何地方提到聯準會正在採取緊縮貨幣政策。次級房貸機器內建自動緊縮計時器，除非房價繼續創記錄的上漲，不然就會殘忍的啟動緊縮機制，馬上停止成長。

這是第一輪緊縮機制，二〇〇六年在美國各地最有壓力的社區已經開始感受到緊縮狀況。違約率正在上升。不久之後，大家開始質疑最低品質的擔保債權憑證所取得的AAA評等。為了取得優勢，愈來愈多反向投資人開始建立「大賣空」部位，後來他們都因此出名。參與其中的玩家包括德意志銀行的李普曼、摩根大通和高盛，以及一群避險基金。為了建立部位，他們買進信用違約交換，這是設計用來在違約時提供保護的衍生性商品。這些大幅持有放空部位的人預期會碰到海難，正在預訂救生艇。他們不是持有擔保證券直到債券違約與付款到期，就是以高額獲利把持有的部位賣給迫切需要違約保護的放款機構。一個問題是時機，還有資金問題。當大眾仍然推升市場上漲時，在信用違約交換市場做多是個昂貴而傷腦筋的主張，你處在資產擔保商業本票和附買回交易未升段的對立面。二〇〇七年夏季，花旗集團的執行長查克·普林斯（Chuck Prince）仍然告訴記者：「只要音樂繼續，你就必須起身跳舞，而我們還在跳舞。」<sup>67</sup>問題是，音樂停止時會發生什麼事？

---

1 Y. Barnes, "Around the World in Dollars and Cents," Savills World Research, 2016,

<http://pdf.euro.savills.co.uk/global-research/around-the-world-in-dollars-and-cents-2016.pdf>.

- 2 Congressional Budget Office, “Housing Wealth and Consumer Spending Report,” 110th Cong., January 2007.
- 3 UNCTAD, Trade and Development Report 2010, New York, 44.
- 4 O. Jordà, M. Schularick and A. M. Taylor, “Betting the House,” Federal Reserve Bank of San Francisco, June 2014.
- 5 O. Jordà, M. Schularick and A. M. Taylor, “The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles,” *Economic Policy* 31 (September 2014), 107– 152.
- 6 W. L. Silber, *Volcker: The Triumph of Persistence* (New York: Bloomsbury Press, 2012), 125– 215.
- 7 L. Silk, “The Interest Rate Issue,” *New York Times*, July 21, 1981.
- 8 這時的政治情況可參考S. Eich and A. Tooze, “The Great Inflation,” in *Vorgeschichte der Gegenwart: Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, ed. A. Doering-Manteuffel, L. Raphael and T. Schlemmer (Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 2015).
- 9 Remarks by Governor Ben S. Bernanke, “The Great Moderation,” at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004. For a review of the literature that Bernanke was drawing on see James H. Stock and Mark W. Watson, “Has the Business Cycle Changed and Why?,” *NBER Macroeconomics Annual* 17 (2002), 159– 218.
- 10 R. K. Green and S. M. Wachter, “The American Mortgage in Historical and International Context,” *Journal of Economic Perspectives* 19 (2005), 93– 114.
- 11 W. H. Starbuck and P. N. Pant, “Trying to Help S& Ls: How Organizations with Good Intentions Jointly Enacted Disaster,” in *Organizational Decision Making*, ed. Z. Shapira (Cambridge: Cambridge University Press, 1996), 35– 60 把一個更複雜的故事進行簡化分析。
- 12 T. Curry and L. Shibut, “The Costs of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences,” *FDIC Banking Review*, [https://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec /brv13n2\\_2.pdf](https://www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec /brv13n2_2.pdf).
- 13 Schwartz, *Subprime Nation*, 96– 101.
- 14 R. K. Green and A. B. Schnare, “The Rise and Fall of Fannie Mae and Freddie Mac: Lessons Learned and Options for Reform,” No. 8521, USC Lusk Center for Real Estate, 2009.
- 15 R. Rothstein, *The Color of Law: A Forgotten History of How Our Government Segregated America* (New York: W. W. Norton, 2017).
- 16 J. B. Judis and R. Teixeira, *The Emerging Democratic Majority* (New York: Macmillan, 2002).
- 17 對這個案例最有影響力的描述請參考C. W. Calomiris and S. H. Haber, *Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit* (Princeton, NJ: Princeton

University Press, 2014). For a critical review, see M. Konzcal, “Guest Post: A Review of *Fragile by Design*,” Roosevelt Institute, November 3, 2017.

- 18 D. Jaffee and J. M. Quigley, “The Future of the Government Sponsored Enterprises: The Role for Government in the US Mortgage Market” (NBER Working Paper 17685, Cambridge, MA, 2011).
- 19 N. Fligstein and A. Goldstein, “A Long Strange Trip: The State and Mortgage Securitization, 1968– 2010,” in *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*, ed. A. Preda and K. Knorr-Cetina (Oxford: Oxford University Press, 2012), 339– 356.
- 20 M. Lewis, *Liar’s Poker* (New York: W. W. Norton, 2010); and B. McLean and J. Nocera, *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis* (New York: Penguin, 2010) 提到的故事很有說服力。
- 21 K. Dennis, “The Ratings Game,” *University of Miami Law Review* 63 ( 2008– 2009); and L. J. White, “The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle,” *Critical Review* 21 (2009), 2– 3, 389– 399.
- 22 N. Fligstein and A. Goldstein, “The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis,” in *Markets on Trial: The Economic Sociology of the US Financial Crisis, Part A*, ed. M. Lounsbury and P. M. Hirsch (Bingley: Emerald Group, 2010), 29– 70.
- 23 Jaffee and Quigley, “The Future of the Government Sponsored Enterprises.”
- 24 A. B. Ashcraft and T. Schuermann, “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 318 (March 2008).
- 25 A. Goldstein and N. Fligstein, “The Transformation of Mortgage Finance and the Industrial Roots of the Mortgage Meltdown,” Mimeo, 2014.
- 26 P. Gowan, *The Global Gamble: Washington’s Faustian Bid for World Dominance* (London: Verso, 1999).
- 27 P. Augar, *The Greed Merchants: How the Investment Banks Played the Free Market Game* (London: Penguin, 2005).
- 28 G. Tett, *Fool’s Gold: The Inside Story of J.P. Morgan and How Wall St. Greed Corrupted Its Bold Dream and Created Financial Catastrophe* (New York: Free Press, 2009).
- 29 G. Krippner, *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2011).
- 30 Z. Pozsar, “Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the US Banking System” (IMF Working Paper 11/109, August 2011).
- 31 P. Gowan, “Crisis in the Heartland,” *New Left Review* 55 (January/February 2009).
- 32 Augar, *Greed Merchants*, 34.
- 33 Tobias T. Adrian and H. S. Shin, “Liquidity and Lleverage,” *Journal of Financial Intermediation* 19 (2010), 418– 437.

- 34 D. MacKenzie, *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets* (Cambridge, MA: MIT Press, 2006), 211– 242.
- 35 G. F. Davis and M. S. Mizruchi, “The Money Center Cannot Hold: Commercial Banks in the US System of Corporate Governance,” *Administrative Science Quarterly* 44 (June 1999), 215– 239.
- 36 以下的內容根據的是Goldstein and Fligstein, “The Transformation of Mortgage Finance.”
- 37 K. Grind, *The Lost Bank: The Story of Washington Mutual— the Biggest Bank Failure in American History* (New York: Simon & Schuster, 2012).
- 38 A. Blundell-Wignall, P. Atkinson and S. H. Lee, “The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues,” *OECD Financial Market Trends* (2008). As the authors stress, “2004 is critical in thinking about causality.”
- 39 W. Poole, “The GSEs: Where Do We Stand?,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 95 (November/December 2013), 601– 611.
- 40 對一般結構性金融與危機經濟學的精彩介紹，請參考A. Milne, *The Fall of the House of Credit: What Went Wrong in Banking and What Can Be Done to Repair the Damage?* (Cambridge: Cambridge University Press, 2009).
- 41 安全資產短缺的文獻歸納可參考： R. J. Caballero, E. Farhi and P. Gourinchas, “The Safe Assets Shortage Conundrum,” *Journal of Economic Perspectives* 31 (Summer 2017), 29– 46.
- 42 D. Clement, “Interview with Gary Gorton,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, December 1, 2010.
- 43 G. Gorton, “The History and Economics of Safe Assets” (NBER Working Paper 22210, April 2016).
- 44 Goldstein and Fligstein, “Transformation”; V. V. Acharya, P. Schnabl and G. Suarez, “Securitization Without Risk Transfer,” *Journal of Financial Economics* 107 (2013), 515– 536; and E. Engelen et al., *After the Great Complacency: Financial Crisis and the Politics of Reform* (Oxford: Oxford University Press, 2011), 61.
- 45 Tett, *Fool’s Gold*, 124– 143.
- 46 V. V. Acharya, P. Schnabl and G. Suarez, “Securitization Without Risk Transfer.”
- 47 T. Adrian and H. S. Shin, “Financial Intermediaries and Monetary Economics,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 398 (revised May 2010).
- 48 T. Adrian et al., “Repo and Securities Lending,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 529 (revised February 2013).
- 49 G. B. Gorton and A. Metrick, “Who Ran on Repo?” (NBER Working Paper 18455, October 2012).
- 50 E. Callan, “Lehman Brothers— Leverage Analysis,” *Lehman Brothers*, April 7, 2008, [https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/docs/DEBTORS/LBEX-DOCID%](https://web.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/docs/DEBTORS/LBEX-DOCID%2020080407.pdf)

201401225.pdf.

- 51 S. Olster, “How the Roof Fell In on Countrywide,” *Fortune*, December 23, 2010.
- 52 *Ibid.*
- 53 Engelen et al., *After the Great Complacence*, 56.
- 54 <https://web.archive.org/web/20090226105739/http://oversight.house.gov/documents/20081022>
- 55 “Ker-ching: The Thorny Issue of Bankers’ Bonuses,” *Economist*, January 26, 2008.
- 56 A. Haughwout et al., “ ‘Flip This House’: Investor Speculation and the Housing Bubble,” *Liberty Street Economics* (blog), Federal Reserve Bank of New York, December 5, 2011.
- 57 R. G. Rajan, “Has Financial Development Made the World Riskier?” (NBER Working Paper 11728, November 2005).
- 58 M. D. Knight, “General Discussion: Has Financial Development Made the World Riskier?,” Kansas City Federal Reserve, 2005, [https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/GD5\\_2005.pdf](https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/GD5_2005.pdf).
- 59 E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1996).
- 60 D. Rosato, “Confessions of a Former Real Estate Bull,” *CNN Money*, January 6, 2009.
- 61 D. Lereah, *Why the Real Estate Boom Will Not Bust* (New York: Crown, 2005).
- 62 L. Kudlow, “The Housing Bears Are Wrong Again,” *National Review*, June 20, 2005.
- 63 Acharya, Schnabl and Suarez, “Securitization Without Risk Transfer.”
- 64 E. R. Morrison and J. Riegel, “Financial Contracts and the New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges,” *American Bankruptcy Institute Law Review* 13 (2005), 641– 644.
- 65 H. M. Schwartz, *Subprime Nation*, 180.
- 66 “Shorting Home Equity Mezzanine Tranches: A Strategy to Cash In on a Slowing Housing Market,” Deutsche Bank, February 2007, [http://www.valuwalk.com/wp-content/uploads/2015/05/2007\\_Subprime\\_Shorting-Home-Equity-Mezzanine-Tranches-1.pdf](http://www.valuwalk.com/wp-content/uploads/2015/05/2007_Subprime_Shorting-Home-Equity-Mezzanine-Tranches-1.pdf).
- 67 M. Nakomoto and D. Wighton, “Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-outs,” *Financial Times*, July 9, 2007.

### 第3章 跨大西洋金融體系

美國人認為問題是自己的，外人只要欣然接受就好。隨著二〇〇七至二〇〇八年房貸危機像致命病毒一樣散布到美國各城市，歐洲時事評論員開始談論美國人的國家危機。就像發起伊拉克戰爭和否認氣候變遷一樣，「野蠻」金融資本主義是有毒的英裔美國人現代性變種的一部分。<sup>1</sup>當風暴在二〇〇八年爆發時，可以明顯感受到歐洲政治人物的幸災樂禍。表面上，在聯合國還是禮貌性的交談。隨著華爾街在二〇〇八年九月十六日翻船，德國強硬派的社會民主黨（SPD）財政部長佩爾·史坦布律克（Peer Steinbrück）走到德國國會大廈前面，宣布全球金融體系正面對源自美國的危機，但到目前為止德國還倖免於難。他後來告訴德國的國會議員，「美國的自由放任意識形態，」像在次貸危機期間的作為，「既簡化又危險。」他充滿自信的預期美國很快會喪失超級金融強權的角色。<sup>2</sup>法國總統薩科奇和他竊竊私語，九月二十五日才剛從紐約回來的薩科奇過去被認為是大西洋資本主義真正的信徒，他告訴在法國土倫市（Toulon）的群眾：「市場總是正確的構想很瘋狂……自由放任已經結束了。最有權威的全能市場已經結束了。」<sup>3</sup>而且那個瘋狂的想法就出自義大利總理席維歐·貝魯斯柯尼（Silvio Berlusconi）坦率的財政部長朱利歐·特雷蒙蒂（Giulio Tremonti），他吹噓義大利的銀行體系沒有問題，因為「它不會說英語」。<sup>4</sup>這樣的回答很省事，卻是在自欺欺人。美國的證券化房貸系統從一開始的設計就是要吸收外資進入美國金融市場，而且外國銀行並沒有很慢才看到這個機會。

## 活躍的德國金融業

一九八〇年代以來，美國人逐漸習慣一個想法：讓亞洲人擁有自家的公債，一開始是日本人，現在則是中國人。這就是困擾漢彌爾頓計畫的焦慮。他們沒想到要處理外國人擁有大部分美國房產的問題。到了二〇〇八年，大約四分之一的證券化房貸商品由外國投資人持有。房利美和房地美藉著賣出證券給外國投資人，為投資組合中五．四兆美元的房貸擔保證券融資一．七兆美元。中國是到目前為止這些「機構債券」最大的外國投資人，估計持有五千億至六千億美元。<sup>5</sup>但是，在證券化房貸業務中風險較高的商品上，則是歐洲人持有最多，而不是亞洲人。<sup>6</sup>

對於那些不受房利美或房地美擔保的非標準型高風險房貸擔保證券來說，歐洲投資人持有的比重大約是二九%。<sup>7</sup>二〇〇六年，在美國房貸證券化熱潮的高峰，新發行的民間房貸擔保證券有三分之一是由英國或歐洲銀行擔保。<sup>8</sup>在證券化生產鏈中，歐洲銀行所在的位置是非常重要的，而在這個生產鏈中最薄弱的環節，則是資產擔保商業本票。二〇〇七年夏季，雖然花旗集團在資產負債表外的結構型投資工具中暴險最多，但主導市場的卻是歐洲銀行。總之，三分之二的商業本票是由歐洲發起企業持有，包括五七%的美元計價商業本票。在評等機構的評價中，歐洲的銀行有很好的評等，但是它們沒有大量的美元存款戶。如果它們想要加入房貸擔保證券的熱潮，就必須進入批發融資市場。

在歐洲的發起企業中，德國的金融機構特別突出，最受人矚目的是參與其中的德國銀行。德國巨擘德意志銀行是華爾街的玩家，它在麥可．路易士（Michael Lewis）描述金融海嘯的暢銷書《大賣空》（*The Big Short*），以及之後參議院的調查中特別醒目並非毫無根據；<sup>9</sup>德國第二大銀行德勒斯登銀行（Dresdner Bank）也深度參與美國市場；就連德

國較小的國營地方銀行（Landesbanken）也參與美國的冒險。二〇〇〇年代初期，在布魯塞爾的堅持下，地方政府無法繼續對國營地方銀行進行擔保，用來降低融資成本，而它的反應是投注在高風險的金融工程上；來自德國前工業重鎮的銀行，像是薩克森儲蓄銀行（Sachsen-Finanzgruppe）、西德意志銀行（WestLB）和杜塞道夫（Düsseldorf）的德國工業銀行（IKB Deutsche Industriebank）在美國的房地產投資上豪賭。至少有四家德國發起機構在資產擔保商業本票上的暴險大到足以賠上好幾倍股本，包括薩克森儲蓄銀行、西德意志銀行、德國工業銀行和德勒斯登銀行。

歐洲銀行也沒有限制自己只能交易證券。歐洲人入境隨俗，加入美國同業整合供應鏈的行列，這樣就可以自己控制房貸放款。畢竟，如果一家華爾街投資銀行能夠做到這點，為什麼一家在消金業務上有些經驗的歐洲銀行做不到？從一九九〇年代中期開始，像英國匯豐銀行（HSBC）就積極在美國房貸市場加碼。到了二〇〇五年，匯豐已經可以自誇總共為四十五萬房貸戶提供價值七百億美元的服務；<sup>10</sup>瑞士信貸（Credit Suisse）建立一個美國房貸服務部門，來處理二〇〇〇年代初期最大的資產擔保證券的擔保債權憑證業務。<sup>11</sup>德意志銀行與全國金融公司和美利凱斯特房貸公司（AmeriQuest）等大型房貸製造機器關係密切。二〇〇六年，這家德國銀行收購擁有次級房貸專業的房貸投資信託公司（MortgageIT Holdings）和小教堂融資公司（Chapel Funding LLC）。就像德意志銀行在一份新聞稿中呈現的喜悅，上面提到，擁有美國信貸金字塔底部這些業務的所有權，將「提供顯著的競爭優勢，像是獲得產品的穩定來源，在房貸資本市場中銷售。」<sup>12</sup>從產生高收益擔保債權憑證的角度來看，這正好是房貸金字塔底部最有吸引力的原因。



## 資產擔保商業本票發起企業的所在國與融資的貨幣金額

貨幣／發起地點	美元	歐元	日圓	其他貨幣	總計
比利時	30,473	4,729	0	0	35,202
丹麥	1,796	0	0	0	1,796
法國	51,237	23,670	228	557	75,692
德國	139,068	62,885	0	2,566	204,519
義大利	1,365	0	0	0	1,365
日本	18,107	0	22,713	0	40,820
荷蘭	56,790	65,859	0	3,116	125,765
瑞典	1,719	0	0	0	1,719
瑞士	13,082	0	0	0	13,082
英國	92,842	62,298	0	3,209	158,349
美國	302,054	0	0	2,996	305,050
總計	714,871	219,441	22,941	12,444	969,697

單位：百萬美元

資料來源：Viral V. Acharya and Philipp Schnabl, “Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09,” IMF Economic Review 58, no. 1 (2010): 37–73, figure 15. Based on data from Moody’s.

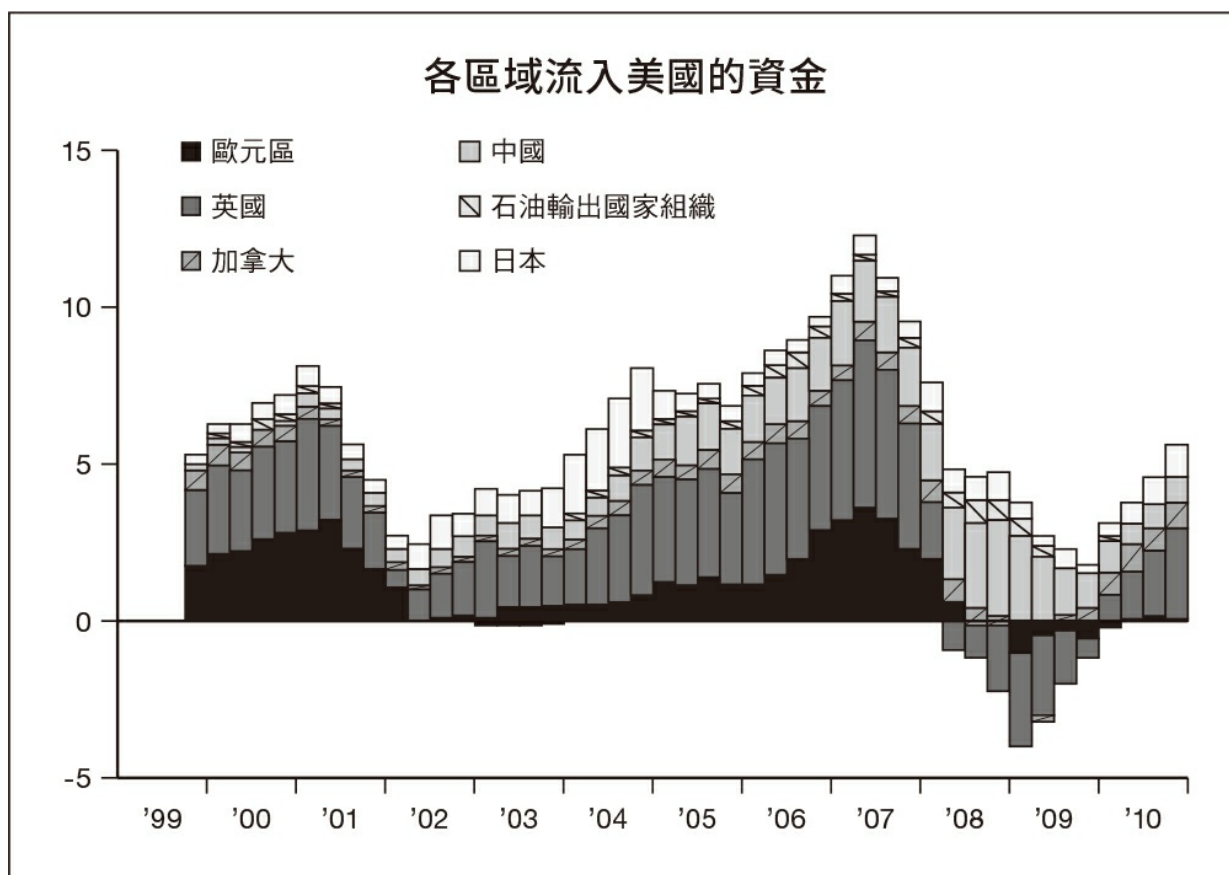
## 歐洲才是美國最大債主

這怎麼可能？要了解中國如何取得美國的債權很容易。中國有龐大的貿易順差，它的金融機關把美元收益拿來投資在美國公債，進而引發賴瑞·桑默斯描繪的「金融恐怖平衡」場景。但在那些擔心全球總體經濟失衡的人中，卻很少提到歐洲。與中國相比，歐盟對美國的經常帳順差較為溫和，從全世界來看，歐洲的經常帳有適度的逆差。歐洲人並沒有讓貨幣釘住美元，在布魯塞爾，沒有哪個機構為了努力穩定貨幣，把

部分力氣花在累積外國資產，而且也沒有德國的主權基金。那歐洲銀行為什麼會擁有如此龐大的美國房貸？

答案是，歐洲銀行的經營方式就跟愛冒險的美國同行一樣。它們借美元來用美元放款。而且如果不考慮資金進出美國的淨流量（流入減流出），也就是與同業的貿易順差或逆差，而是考慮總流量，也就是記錄在每個方向買賣多少資產，那麼這項業務的規模就會顯現出來。從總流量的數據顯示，到目前為止，美國資產最大的買家、在危機前借錢給美國最大的外國放款機構，並不是亞洲人，而是歐洲人。的確，在二〇〇七年，從英國流入美國的資金大約是中國流入美國資金的兩倍。

二〇〇八年以前，從亞洲流向美國的淨資金可以合理的解讀為，在金融上對應美國對亞洲間的貿易逆差，相較之下，歐洲與亞洲間的資金流動構成一個與兩地貿易關係完全獨立的金融循環系統。從亞洲到美國，橫跨太平洋的資金只往一個方向流動。但在北大西洋金融體系中，資金會雙向流動，會流進美國，也會流出美國。這就是市場主導的銀行業模式邏輯。歐洲的銀行並沒有遍布全美國的分行，但是像雷曼兄弟這樣的華爾街企業也沒有。這就是銀行業以市場主導模式的美妙之處。用華爾街借來的美元來買進美國各地的房貸來持有。



單位：占美國GDP的比例

資料來源：Claudio Borio and Piti Disyatat, "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?," BIS Working Paper 346 (2011), graph 6.

資產擔保商業本票市場是展示這個跨大西洋系統的絕妙場所。資產擔保商業本票的融資管道是管理來自美國與歐洲的各種證券化資產。<sup>13</sup> 隨著這些證券被當作抵押品，它們接著發行短期商業本票，讓美國管理現金池的經理人購買。二〇〇八年，美國主要非政府貨幣市場基金有一半投資在歐洲銀行和歐洲銀行的投資工具所發行的債務和商業本票，這樣的金額有一兆美元。<sup>14</sup> 這些投資有一大部分只是把錢從華爾街的一間辦公室搬到另一間辦公室，其中一個地址掛上歐洲銀行的名字。但數千億美元則以更迂迴的路線移動，它們從紐約的外國銀行分支機構流出美國，到歐洲銀行的總部，再回到美國投資，有時則會透過像都柏林（Dublin）或開曼群島（Cayman Islands）等境外避稅天堂。<sup>15</sup> 正是這種

跨大西洋金融軸心的自旋運動，推動二十一世紀初期激增的金融全球化。

在管理這些資金流時，歐洲銀行多種幣別的資產負債表扮演很重要的角色。為了了解這些資金流的本質，就以一家熱衷參與獲利豐厚的美國房貸業務的德國銀行為例。這家銀行沒有現成的美元存款戶，它擁有的負債全以歐元計價，包括存款、發行的債券和短期借款。這意味著德國的銀行如果想要以美元放款，會出現融資問題。但在這方面與華爾街的投資銀行沒有什麼不同。為了參與這波有利可圖的美國證券化風潮，歐洲銀行可以把部分歐元換成美元（選擇一）、持有多頭美元部位或利用交換合約來避險（選項二）、或是德國銀行直接在美國借錢（選項三），例如向現在中國正在買進、而且很容易賺到比公債還高一些報酬的美國貨幣基金借錢。結果德國銀行的資產負債表呈現的特色是負債和資產有不同的到期日，而且以各種貨幣計價。此外，它的交易夥伴包括一家銀行或其他拿美元來換歐元的銀行（如果它們選擇以選項一或二來融資），或是一檔美國貨幣基金會持有一家德國銀行發行的美元計價債務（選項三）。在國家的國際收支統計中，大家會在同一家銀行帳目上同時看到對美國的借款和放款，大家可能會算出有多少淨流出、收支相抵的數字、往哪個方向流動，但並不知道每個方向確定的規模。這與兩頭大象站在馬戲團蹺蹺板兩端保持平衡的計算方法類似。這沒有錯，但這對於在牽涉其中的力量並不是非常好的描述。

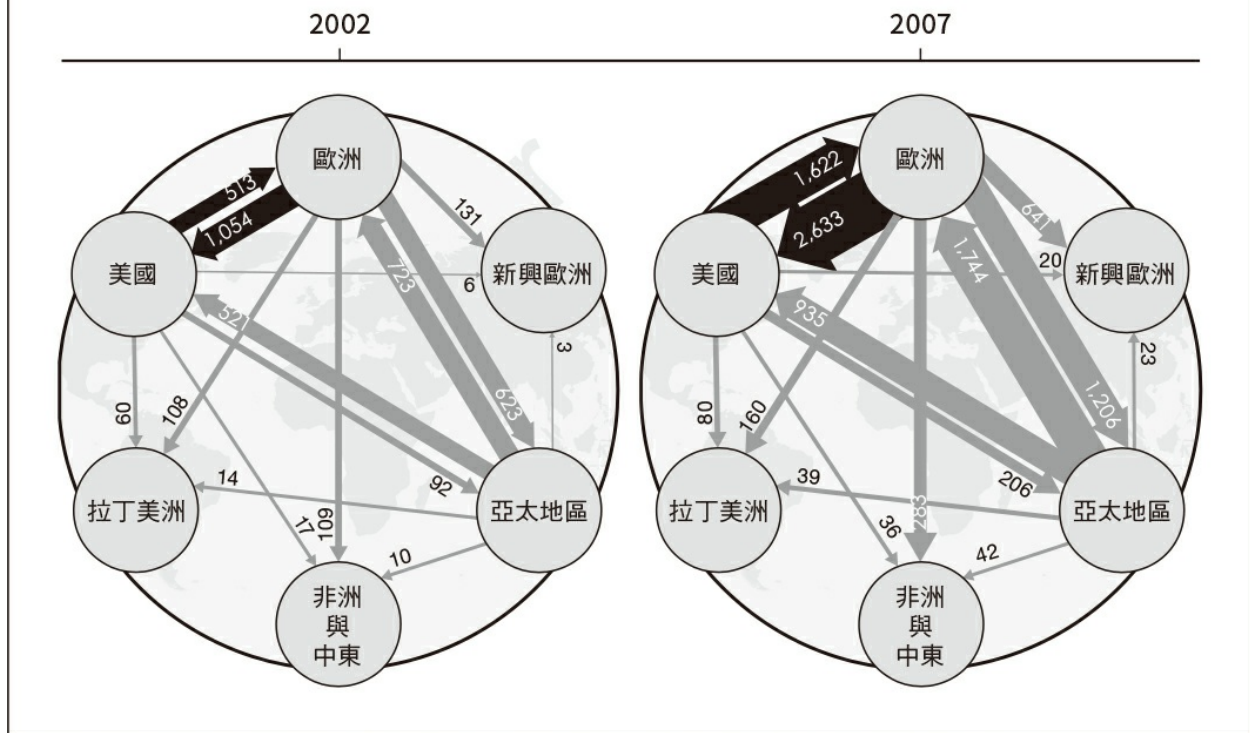
中國的崛起主導當代對二十一世紀初期全球化的看法，而且引起最多關注的是中國與美國之間的失衡。賴瑞·桑默斯的金融恐怖平衡說、班·柏南克的儲蓄過剩說，這些對地緣政治的擔憂全都指向這個地方。但是如果我們只畫出每年的資金流量，但沒有畫出跨國銀行間的債權，就會進一步證明單方面的中美關係會如何導致危機。但世界金融的中心

線並不是在亞洲與美國，而是歐洲與美國。的確，在跨國銀行債權網絡中，六個最重要的兩方聯繫有五個與歐洲有關。

歐洲銀行業持有美國的債權是這個系統裡最大的一環，接下來則是亞洲持有歐洲的債權和美國持有歐洲的債權。歐洲持有亞洲的債權比很多評論家認為亞洲持有美國的債權數字還高。的確，光是西歐持有新興市場的債權就比美國持有亞洲的債權高出兩倍以上。同樣值得注意的是，富含石油與天然氣的中東投資人傾向透過歐洲來轉移資金，而非直接透過美國。這個模式已經在一九七〇年代建立起來。在布希「反恐戰爭」的激進政治傾向只是讓這個模式更為加強。歐洲金融中心提供一個安全的管道，透過這個管道，來自亞洲和東歐的資金接著大量投入到美國更為投機的投資標的。中國偏好透過比利時來買進很多美國債權並非毫無道理。在這個過程中，用聯準會分析師的話來說，歐洲金融體系開始以「全球避險基金」的方式運作，借短債，放長債。<sup>16</sup>

這意味的是這個論點進一步的重要發展。如果圍繞著中美貿易平衡來建構金融全球化的想像是個誤導，那麼想像以美國證券化為中心，把外人「牽扯進來」也沒有抓住重點。事實上，在二十一世紀初期，整個國際銀行業的結構橫跨大西洋。新華爾街的地理位置並不是局限在曼哈頓的南端，而是一個北大西洋系統。第二個節點則是與紐約分開，但與紐約的關係重要到無法分割的倫敦金融城。<sup>17</sup>

## 金融全球化圍繞著歐洲：跨國銀行債券



注：箭頭的粗細表示債權在外流通股份的規模。箭頭的方向表示索賠的方向：箭頭從區域A指向區域B，表示在區域A的銀行借錢給位於區域B的銀行。

單位：十億美元

資料來源：Stefan Avdjiev, Robert N. McCauley and Hyun Song Shin, "Breaking Free of the Triple Coincidence in International Finance," *Economic Policy* 31, no. 87 (2016): 409- 451, graph 6.

在十九世紀金本位與大英帝國時代，倫敦原本就憑著自己的實力成為全球金融的首都。一九五〇年代以來，倫敦金融城賦予自己的新角色是成為境外全球美元融資的主要樞紐。

## 美元全球化

第二次世界大戰之後，布雷頓森林貨幣體系已經試圖限制投機性的

資本流動，這提供美國公債和聯準會控制權。目標是盡量減少貨幣不穩定，並管理全球美元的短缺。但是這意味著美國主管機關現在會對中國的往來進行各種控制，這對民間銀行是一種束縛。從一九五〇年代開始，在英國主管機關的默許下，倫敦金融城發展成一個迴避這些限制的金融中心。<sup>18</sup>英國、美國、歐洲，然後是亞洲的銀行也開始將倫敦當作一個沒有管制美元存款與放款的金融中心。首先，利用這些「歐洲美元」（eurodollar）帳戶的共產主義國家希望保持出口收入安全，免受美國財政部的干涉。它們設定一個趨勢。到了一九六〇年代，倫敦的歐洲美元帳戶為一個大致不受管制的全球金融市場提供一個基本的框架。因此，我們今天所知道的美國金融霸權有個複雜的地理學。就像iPhone的製造商不能化約為矽谷一樣，也不能把美國金融霸權化約為華爾街。美元霸權是透過一個網絡成形的。借助倫敦，美元得以全球化。<sup>19</sup>

在追求獲利的驅動下，藉著銀行的槓桿運作，境外美元從一開始就是一股破壞性的力量。它們很少關注布雷頓森林體系下美元的官方價值，而且它們施加的壓力有助於使釘住黃金的做法愈來愈難以維持。到了一九七三年，布雷頓森林體系終於崩潰，石油輸出國組織的美元收入幾乎同時激增，境外資金則透過倫敦的歐洲美元帳戶急速湧入。到了一九八〇年代初期，英國與美國都取消對資本移動的所有限制，隨後在一九八六年十月則是柴契爾推出「金融大改革」（Big Bang）來解除管制。倫敦金融城對外資開放，犧牲幾個世紀以來對建立一個真正全球金融中心極為重要的公會結構。十年之內，英國的投資銀行被美國與歐洲的競爭對手併吞，<sup>20</sup>美國、亞洲和歐洲的資金湧入。這不僅涉及管制的改變與大量的資金流動，還涉及倫敦金融城中世紀的市中心重劃。為了安置各國銀行所需要的大型新辦公室和電子交易櫃台，加拿大房地產大亨在金絲雀碼頭（Canary Wharf）廢棄的後工業化碼頭區建造一個大型

的新型複合辦公室。二〇〇四年四月，英國首相高登·布朗（Gordon Brown）為銀行街（Bank Street）二十五號上的新雷曼兄弟辦公室開幕剪綵。<sup>21</sup>同時，新避險基金產業在梅菲爾區（Mayfair）找到舒適的新家，美國保險公司美國國際集團也選擇把之後惡名昭彰的金融產品部門安排在這裡。

對於很多節奏最快速的全球交易來說，交易的地點首選是倫敦，而不是華爾街。二〇〇七年，全球外匯交易總量有三五％是透過倫敦金融城的電腦系統進行，平均一天的處理量高達一兆美元。<sup>22</sup>歐洲銀行是這項業務最大的玩家，倫敦也是櫃台買賣（over-the-counter, OTC）利率衍生性商品業務的樞紐，這是一種避開利率波動風險的方法，也是對附買回交易重要的補充商品。在利率衍生性商品一年超過六百兆美元的交易量中，倫敦占四三％，紐約占二四％。<sup>23</sup>

在柴契爾金融大改革十年後，英國的銀行面臨激烈的競爭壓力，東尼·布萊爾的新工黨政府（注：New Labour，指的是一九九〇年代中期至二〇一〇年由布萊爾與布朗領導的工黨。一九九六年工黨修改黨章，接受市場經濟，希望能結合資本主義和社會主義的理念）開始進一步精簡倫敦的監理系統。<sup>24</sup>九個專業監理單位整合成一家機構：金融監理總署（Financial Services Authority, FSA）。它為金融監理設立新的低標。東尼·布萊爾的財政大臣高登·布朗誇耀說金融監理總署提供「少量而有限的監督」。<sup>25</sup>金融監理總署的任務是「以最有效與最有效率的方式」來達到它的「目標」。「不損害英國的競爭地位」是首要任務。<sup>26</sup>金融監理總署被要求對干預措施進行成本效益分析，而且要以其他國家的運作為基準進行比較。<sup>27</sup>在這樣的任務要求下，金融監理總署的職員人數只有美國同行的一小部分並不奇怪。就像金融監理總署第一任署長霍華·戴維斯（Howard Davies）以當時身為自由主義者的說法說道：



「金融監理總署的哲學從一開始創立時我就說過：『這是法定成年人（consenting adults）的私下行為嗎？那是他們的問題。』」<sup>28</sup>有些事情可以在倫敦做，但不能在紐約做，像是「抵押品再質押」（collateral rehypothecation）。

附買回交易是投資銀行彈性調度資金的主要來源，其他銀行則是扮演「經紀自營商」（broker-dealers）的角色，將證券抵押來換取現金。它們要怎麼處理大量庫存的抵押品呢？為什麼不拿這些抵押品進一步當作附買回交易貸款的抵押品，也就是所謂的「附賣回交易」（reverse repo）呢？這次是經紀商為了自身利益。在美國，根據可回溯至一九三四年的規定，這類抵押品的再質押嚴格限制不得超過持有抵押品價值的一四〇%，但是在英國，再質押並沒有任何限制。因此，根據國際貨幣組織分析師團隊的調查，倫敦金融城成為「美國無法提供的高槓桿操作平台」。這種交易的規模很龐大。根據國際貨幣基金團隊的資料顯示，歐洲和美國主要銀行進出倫敦的交易，使抵押品的價值有效憑空增加四〇〇%，總共增加約四．五兆美元的融資。<sup>29</sup>

英國的自由化不僅是開放英國市場，也扮演移除全球監理管制柵欄的作用。跨大西洋的回饋循環推動雙方的減少管制。<sup>30</sup>柯林頓政府在一九九〇年代推翻新政時代以來最後的金融管制，做出鬆綁管制、而非與世隔絕的著名決定。一九九九年的法律稱為「金融服務現代化法案」是有原因的。現代金融業有個美國工業界正在追逐、並由全球競爭所定義的願景，特別是在倫敦金融城。在推動立法上，參議員查爾斯．舒默（Charles Schumer，紐約的民主黨議員）堅持「美國在世界金融中心的主導地位」正受到威脅。如果國會沒有通過這項法案，倫敦、法蘭克福或上海會接管這個位置。<sup>31</sup>當然紐約肯定會受益，但是這不應該被誤導成從全國冠軍的角度思考。沒有人比大型華爾街企業在倫敦辦公室工作

的美國籍銀行家更積極的把倫敦塑造成全球市場。華爾街想要的是把在倫敦允許的「法定成年人」冒險行為搬回美國。

不只是在倫敦的美國人，歐洲政治人物和文化批評家也許也對自由放縱的「盎格魯薩克遜」（Anglo-Saxon）金融業抱持懷疑的態度，但這低估歐洲人參與建構全球金融體系的程度。從一九八〇年代開始，瑞士、德國、法國和荷蘭的銀行都開始透過積極併購來取得倫敦金融城的控制權。這多半是它們大膽進入美國市場的跳板。一九八九年，德意志銀行先收購摩根建富集團（Morgan Grenfell Group），之後一九九九年才在美國併購信孚銀行（Bankers Trust），以及二〇〇二年收購一家美國資產管理公司史卡德投資（Scudder Investments）。不久之後，德國主要銀行宣布英語是公司的官方語言。瑞士信貸在一九九〇年不尋常的開始收購第一波士頓銀行（First Boston），然後在一九九六至一九九七年重組為瑞士信貸第一波士頓銀行（Credit Suisse First Boston, CSFB），同年併購巴克萊銀行（Barclays）在倫敦的巴克萊證券（Barclays de Zoete Wedd, BZW）。德國的德勒斯登銀行在一九九五年買下佳信投資銀行（Kleinwort Benson），之後在二〇〇一年收購小型但具有高度影響力的紐約投資銀行華瑟史坦佩雷拉集團（Wasserstein Perella）。一九八〇年代，倫敦金融城內的浩威證券（Hoare Govett）先被賣給太平洋銀行（Security Pacific），後來被擴張的荷蘭銀行（ABN AMRO）搶購，在被一家泛歐財團併購與拆解之前，荷蘭銀行已經成為資產擔保商業本票主要的歐洲發行商。瑞士的瑞銀集團（UBS-SBC）一九九五年在倫敦併購華寶證券（S. G. Warburg），隨後在一九九七年買下紐約的投資銀行德威公司（Dillon, Read & Co.）。一九九九年與美林證券合併談判破裂後，瑞銀收購資產管理公司普惠（PaineWebber），隨著固定收益和貨幣市場業務蓬勃發展，二〇〇四年六月，瑞銀集團執行長馬賽爾·奧斯

貝爾（Marcel Ospel）宣布，它的雄心是讓這家瑞士銀行不僅成為首屈一指的財經管理機構，而且成為頂尖的投資銀行。<sup>32</sup>瑞銀從沒有達到這個目標，但它在康乃狄克州總部的大型辦公室確實設法使這家銀行成為繼美林和花旗之後第三大房貸擔保證券的民間發行商，並成為風險最高的夾層融資的資產擔保證券領導廠商。

二〇〇七年，倫敦金融城總共有兩百五十家外國銀行和銀行的分行，幾乎是紐約銀行數量的兩倍。<sup>33</sup>但華爾街在歐洲的足跡非常顯著，紐約前二十大經紀自營商中，有十二家是外國人擁有或持有五〇%的資產。<sup>34</sup>這些是最重要的競爭對手，但是投機的歐洲金融機構有各種形式和規模，而且這並不是局限在倫敦金融城與華爾街的軸線。從一九八〇年代開始，都柏林開始建立自己低稅率、低管制的管轄區，吸引來自歐洲和北美的銀行家。有個恰當的例子是德國的銀行德普發（Depfa）。在一九二二年威瑪共和國時代，普魯士政府為了補貼住宅貸款而成立德普發銀行，這家銀行為了利用愛爾蘭友好的稅率，在二〇〇二年搬到都柏林的國際金融服務中心（International Financial Services Center）。德普發很快就成為全球知名提供基礎建設融資的投機金融機構，為西班牙赫雷斯市（city of Jerez）提供信用貸款、為雅典提供財務建議，並為都柏林的會議中心與連接提華納（Tijuana）和聖地牙哥（San Diego）的收費道路提供融資。這個在愛爾蘭的德國銀行投資威斯康辛州的教師退休基金，並為溫哥華的金穗大橋計畫（Golden Ears Bridge project）提供資金。在危機爆發的時候，信用評等公司穆迪的報告指出，德普發銀行的總資產已經膨脹至兩千一百八十億美元，是雷曼兄弟的三分之一。<sup>35</sup>這樣驚人的擴張並非來自德普發自己的資源，它一開始擁有的資本非常少。德普發銀行的成長跟其他市場導向的現代銀行一樣，都是借錢來放款，而且這樣做可以獲得可觀的獲利。事實上，這麼多的獲利吸引慕尼

黑房貸放款機構聯合裕寶銀行（Hypo Real Estate）的注意。聯合裕寶銀行希望能分散風險，而且在二〇〇七年七月敲定收購德普發銀行的計畫，兩家銀行合併後的資產超過四千億歐元。<sup>36</sup>

## 監理架構落後

由於現代銀行是在十九世紀和二十世紀的美國和歐洲發展成熟，所以它們都在區域和國家內發展。它們與本國的財政部、央行和監理機關關係密切、而且往往形成一種排外的關係。一九五〇年代，銀行業的再全球化（reglobalization）鬆綁，引發根本的治理問題。最初的動力是去創立一個金融業務區，讓倫敦等境外中心只受輕微的管制。但是最晚到一九七〇年代初期，很明顯可以看到這個跨大西洋的金融體系有潛在不穩定的危險。<sup>37</sup>此外，銀行之間在獲利與市占率的競爭，反而引發競相比爛的管制鬆綁競賽。一九八四年，聯準會主席保羅·沃克提出新的規定，制定銀行的最低資本適足率，希望能夠避免相對穩健的銀行被資本相對不足的競爭對手削減優勢，尤其是日本銀行。要了解銀行面對帳上貸款損失的恢復能力，資本是重要的衡量標準。銀行擁有的資本愈多，就愈能夠吸收損失。然而，銀行的帳面貸款相對資本愈多，能夠提供給投資人的報酬就會愈高。這個精細的法律結構，設計重點是持有資產負債表外的證券化資產，將投資的資本達到最少，並讓槓桿操作達到最大。因此，資本比例（Capital ratios）就是銀行監理的痛點之一。經過多年的僵局之後，一九八六年九月，聯準會和英格蘭銀行（Bank of England）達成協議，在一九八八年七月終於讓巴塞爾銀行監理委員會

（Basel Committee）通過知名的「資本協定」（Capital Accord），又稱為「第一版巴塞爾協定」（Basel I）。從此之後，大型國際銀行的最低資本適足率目標被設定為應該持有正常商業貸款的八%。<sup>38</sup>

幾乎在這個標準設定後不久，對於這項協議的定義、執行與後果就開始出現爭論。如果八%的規定只是當作簡單的比例來執行，那麼可能會鼓勵銀行瘋狂地進行最高風險的投資，試圖從每一美元的資本中擠出一分一毫的獲利，這會刺激銀行去承擔風險。因此巴塞爾銀行監理委員會提供一個基本的風險加權系統，持有經濟合作發展組織（OECD，富有國家的專屬俱樂部）會員國短期低風險的政府公債不需要有資本準備。<sup>39</sup>房貸與房貸擔保證券也被認定以低風險來加權。但是從成本效益來考量，這個系統繼續鼓勵銀行承擔風險。此外，「第一版巴塞爾協定」的寬鬆規定，使得銀行能夠在資產負債表外的投資組合中持有大部分由特殊目的機構（Special purpose vehicle, SPV）發行的資產商業本票來融資，這是歐洲銀行在資產擔保商業本票市場如此活躍的主要原因之一。它們的國家監理機關以這種方式解釋「第一版巴塞爾協定」，允許它們持有數千億美元的證券，而且以短期商業本票融資，而不是投入很多自有資金。它們的資金不只緊俏，而且存款與放款的期限不合的情況也很嚇人。

「第一版巴塞爾協定」顯然並不完善，這促使各國尋找一個新框架，最後在二〇〇四年簽訂「第二版巴塞爾協定」（Basel II accord）。但從一個制度轉換到另一個制度得要有個理由。儘管「第一版巴塞爾協定」是傳統的規定，目標是從外部對產業制定標準，但「第二版巴塞爾協定」主要的企圖卻是將風險監理對準銀行家自己定義的「最佳商業實務」。「第二版巴塞爾協定」確實要求資產負債表外的風險納入銀行的帳目，同時也鼓勵它們將自己的風險加權模型應用在這些資產上，來決

定自己必須要擁有多少資本來緩衝。對於民間信用評等機構發布的信用評等也更加依賴。<sup>40</sup>雖然「第二版巴塞爾協定」名義上維持八%的資本適足率，但一旦大銀行利用自己的風險加權模型，就會發現可以維持比過去更大的資產負債表。在「第一版巴塞爾協定」下，房貸資產已經被評定為相對安全，而且只以五○%的資產加權來計算必須持有的資本。

「第二版巴塞爾協定」則是將房貸的資本加權降至三五%，不是藉著更嚴的規定來緩和房市榮景，結果使持有高收益房貸擔保資產更具吸引力。<sup>41</sup>正如民間證券化商品的熱潮即將加速一樣，管制變得更少。<sup>42</sup>

美化這個數字有個方法，那就是在投資組合中買進高風險資產的違約保險。「法定資本寬減」(regulatory capital relief) 違約保險的主要供應商是美國保險巨頭美國國際集團，以及它在倫敦和巴黎的金融產品辦公室。截至二○○七年底為止，它為主要歐洲銀行持有的三千七百九十億美元資產提供保險，主要客戶有荷蘭銀行(五百六十二億美元)、丹麥的丹斯克銀行(Danske Bank, 三百二十二億美元)、德國的復興信貸銀行(KfW, 三百億美元)、法國房貸放款機構住宅信貸公司(Crédit Logement, 兩百九十三億美元)、法國巴黎銀行(BNP Paribas, 兩百三十三億美元)與法國興業銀行(Société Générale, 一百五十六億美元)。<sup>43</sup>美國國際集團的保險總共能讓它們省下一百六十億美元的法定資本，進一步增加槓桿操作、獲利和紅利。<sup>44</sup>

「第二版巴塞爾協定」並非強制進行深入檢查和外部稽核，而是非常強調自我管制、資訊揭露與透明度。在監督上，「消息靈通的」市場判斷，會比「任意的」監理決策做得更好。畢竟，理性的投資人沒有興趣暴露在可能有災難性損失的風險上，或是說有能力做出推斷。因此他們會相應的對銀行的股票訂價，發出清楚的信號來說明哪些銀行是安全的，哪些不安全。監理機關完全順從的邏輯是，它們理應管制這些業

務，因此全球銀行業主要的遊說團體國際金融協會（Institute of International Finance）為巴塞爾銀行監理委員會準備好即將成為「第二版巴塞爾協定」條例的草案版本。<sup>45</sup>

巴塞爾架構並沒有很好的設計來提升監理標準。第一版與第二版的巴塞爾協定都把「本國法規」視為不可侵犯的原則。這要求這個體系的簽署成員接受其他會員國的規定就夠了。所以在監理寬鬆的國家，銀行可以根據國內法規在有利可圖的美國和歐洲市場經營。出於相同的原因，這也免除倫敦金融城和紐約需要負責對聚集在管轄區裡的數百家外國銀行進行繁重的監督。<sup>46</sup>聯準會在二〇〇一年一月宣布，在本國被認為資本充足的外國金融控股公司，在美國的銀行業務不需要達到美國單獨規定的資本適足率，這使影響進一步擴大。<sup>47</sup>儘管歐洲的銀行在美國的業務規模龐大，但並沒有被要求要在美國持有足夠的資本。

毫不意外，在條文如此寬鬆的情況下，歐洲監理機關在推動「第二版巴塞爾協定」時遇到的阻力很小，這是持續擴張的歐洲銀行能夠快樂存活的框架。美國證券交易委員會和監督美國投資銀行的紐約聯準會持相似的看法。引人注意的是，監督美國中小型銀行的美國聯邦存款保險公司（FDIC）跳出來反對。聯邦存款保險公司董事長希拉·貝爾

（Sheila Bair）是由共和黨任命、坦率的中西部人，她懷疑大銀行可以有效「設定自己的資本適足率」。<sup>48</sup>這會讓它們比小型競爭對手更有競爭優勢。美國聯邦存款保險公司估計，引進「第二版巴塞爾協定」會允許大銀行減少二二%的資本。二〇〇六年，貝爾投入所有政治影響力來拖延政策上路的時間。隨著柏南克擔任新任聯準會主席，她商議出一個妥協的方案，每家銀行因為引進「第二版巴塞爾協定」所導致的短期資本減少，不得少於二〇〇一年以前的一五%。<sup>49</sup>因此，如果槓桿投資（資產負債表對銀行資本比）在一定程度上被視為是銀行風險的基本指標，

那麼在危機發生前，美國和歐洲在這個數字上有相當大的差距。根據國際清算銀行的計算，德意志銀行、瑞銀集團和巴克萊銀行等三家在全球金融市場最有衝勁的歐洲玩家，使用的槓桿都超過四十比一，相較之下，美國主要競爭者使用的槓桿平均是二十比一。二〇〇七年，即使是在危機全面爆發前，德意志銀行和瑞銀集團使用的槓桿高達五十比一。<sup>50</sup>即使考量歐洲和美國的銀行資產負債表在某種程度上的差異，這樣的差距也很明顯。

這對美國銀行來說似乎不太公平。它們的產業遊說團體做出的反應是努力推動一個公平競爭的環境。二〇〇七年二月，紐約市長麥可·彭博（Michael Bloomberg）前往倫敦，他在那裡與英國金融監理總署署長會面，而且利用倫敦的平台來遊說在美國進一步放寬管制。「如果紐約市還要保持世界金融首都的地位，那麼國會就必須執行像英國金融監理總署這種精簡而靈活的監理架構，」市長緩慢地說道。彭博不是唯一去倫敦的人。同一個月，英國《金融時報》（*Financial Times*）報導，花旗集團已經「重組管理階層，讓倫敦的資深經理人擁有更大的影響力，其中五個人負責自己部門的全球業務，而且將商品部門的全球負責人遷往倫敦。美林、摩根大通和雷曼兄弟也讓負責全球管理角色的資深經理人駐點在英國。」<sup>51</sup>正是因為有這些壓力，彭博與參議員查爾斯·舒默在二〇〇七年一月把麥肯錫的一份報告以他們的名字來取名，警告紐約作為世界頂尖金融中心的地位正受到威脅，除非它與國際標準保持一致。「結果很清楚……我們的監理架構是一堆複雜的法規，而不是一般人都能理解的一組簡化原則，就像英國和其他地方一樣。」<sup>52</sup>

當然，在全球資本市場建立的每個階段，智庫、經濟學家和律師都會貢獻構想與論證，來證明未來發展的正當性。科技變革提供銀行大量處理資訊的新能力，他們製造的複雜金融工具散發一種充滿活力的魅



力。<sup>53</sup>排外的銀行家社群創造一個一般認為的社會力場與過度的優越感。他們是宇宙的主人，他們不能失敗。但是擴張與變革的基本動力是在尋求獲利上相互競爭，在金融工程、跨國資本移動和在華爾街、倫敦金融城和巴塞爾間競爭放寬管制的競爭場中發揮作用。主要的參與者不是完全沒有察覺到風險，而是他們相信自己有能力去管理風險，並全力讓報酬率達到最大。所以對槓桿操作的每條法規與每個限制，全都受到壓倒性的競爭力量 and 一九六〇年代以來龐大而不受限制的資金移動所質疑與顛覆。

如果管制失敗怎麼辦？如果跨大西洋的金融體系出現全面危機要怎麼辦？沒有人想要問這個問題。一九九〇年代拯救新興市場時，正是華盛頓在獨領風騷。美國財政部和國際貨幣基金的行動一致，雖然它們面對歐洲人的堅定批評與有意拖延，但是它們擁有的資源有能力對墨西哥或南韓紓困。<sup>54</sup>跨大西洋金融體系有可能碰到資金循環枯竭嗎？這裡牽涉的總金額可能很龐大，不是數十億美元、甚至不是數千億美元，而是數兆美元。如果是最後一個情況，美國的銀行可以預期會得到聯準會無止境的資源，但是對於經營多貨幣資產負債表的歐洲銀行來說，這個問題特別急迫。在緊急情況下，它們可以在哪裡得到需要的美元？誰是它們的最後貸款人？

全球的金融穩定委員會（Financial Stability Forum, FSF）是一九九〇年代金融危機之後成立的組織，二〇〇〇年以來一直很小心的處理這個問題。英格蘭銀行的約翰·吉韋（John Gieve）熱衷「沙盤推演」，他會假設一家國際銀行破產下會發生的情況，但他幾乎沒有熱情。英格蘭銀行總裁莫文·金恩則是一位受過嚴格訓練的總體經濟學家，對於金融穩定的技術問題沒有什麼興趣。「美國方面沒有意願討論具體的例子。我們提議要把匯豐銀行或巴克萊銀行實際的資產負債表拿來討論，這樣它

們或許會拿花旗或雷曼兄弟的案例當作回報，但從沒有開始過。」<sup>55</sup>歐洲央行是否有必要的美元準備來支撐歐洲金融體系？這是一個老生常談的問題，在全球流動性無窮的世界裡似乎過時了。<sup>56</sup>但是當國際清算銀行的分析師提出這個問題時，答案變得很嚴肅。在二〇〇七年底的歐洲銀行資產負債表中，美元資產（放款）與美元負債（透過存款、債券或短期貨幣市場借款來融資）間，存在著一．一兆美元至一．三兆美元差額。<sup>57</sup>

擁有這些美元的央行只有中國和美國，在樂觀看待金融市場的情況下，它們「囤積」美元，一般這被認為是不安全的跡象，這是一九九七年金融危機受到創傷的後果。這說明的是，沒有人會找麻煩去問擁有龐大全球化銀行體系的歐洲國家是否有適當的貨幣準備？果不其然，考量它們管轄區裡的銀行業務規模，瑞士和英國央行持有的外匯存底驚人的低，每個都不到五百億美元。歐洲央行用來支持歐元區銀行體系胡亂擴張的資金則略高於兩千億美元。這說明它們對金融風險和金融主權的假設有什麼問題？後來，當時其中一位坦率的央行總裁被問到，在危機之前是如何判斷持有最低數量的外匯存底是合理做法時，他停頓片刻，微笑表示理解，然後很簡單的說：「考量我們與聯準會的長期關係，我們預期取得美元不會有任何的困難。」換句話說，有個假設是雙方會合作，而且在緊急情況下，聯準會會提供歐洲必要的美元，尤其是提供給倫敦。考量境外美元業務的規模，沒有其他的答案。但是出於相同的理由（這也是一個讓人驚訝的大膽假設），期望是如此匪夷所思，所以最好不要說出來。

- 1 「布希的野蠻資本主義」這個詞來自：Robin Cook, Tony Blair's former foreign secretary; see R. Cook, "A Strong Europe— Or Bush's Feral US Capitalism," *Guardian*, October 28, 2004.
- 2 "Lessons from a Crisis," *Economist*, October 2, 2008.
- 3 "Le discours de Nicolas Sarkozy à Toulon," *Le Monde*, September 25, 2008.
- 4 S. Zedda, "Italian Banks' Paths Through the Crisis," *Scientific Research*, March 2016.
- 5 B. Setser, "Too Chinese (and Russian) to Fail?," *Follow the Money* (blog), Council on Foreign Relations, July 12, 2008; and Schwartz, *Subprime Nation*, 101– 104.
- 6 C. Bertaut, L. P. DeMarco, S. Kamin and R. Tryon, "ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis," *Journal of International Economics* 99 (2012), 219– 234; and B. Bernanke, C. Bertaut, L. DeMarco and S. Kamin, "International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003– 2007" (*International Finance Discussion Papers*, 2011).
- 7 D. O. Beltran, L. Pounder and C. Thomas, "Foreign Exposure to Asset-Backed Securities of US Origin" (*International Finance Discussion Papers* 939, August 2008, table 6, line 6).
- 8 Bank of England, *Financial Stability Report* (October 22, 2007), table 2.14.
- 9 M. Lewis, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* (New York: W. W. Norton, 2010); and United States Senate Permanent Subcommittee of Investigations, "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse," April 13, 2011.
- 10 HSBC, "Fact Sheet," April 2005, [http://www.banking.us.hsbc.com/personal/pdf/fact\\_sheet\\_4-05.pdf](http://www.banking.us.hsbc.com/personal/pdf/fact_sheet_4-05.pdf).
- 11 M. Zaki, *UBS, les dessous d'un scandale: Comment l'empire aux trois clés a perdu son pari* (Lausanne: Favre Sa, 2008), 121.
- 12 "Deutsche Bank to Acquire MortgageIT Holdings, Inc.," Deutsche Bank, July 12, 2006.
- 13 V. Acharya and P. Schnabl, "Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007– 09," *Jacques Polak Annual Research Conference*, November 5– 6, 2009.
- 14 N. Baba, R. N. McCauley and S. Ramaswamy, "US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks," *BIS Quarterly Review*, March 2009.
- 15 H. S. Shin, "Global Banking Glut and Loan Risk Premium," *Jacques Polak Annual Research Conference*, November 10– 11, 2011.
- 16 Bertaut et al., "ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis."
- 17 T. Norfield, *The City: London and the Global Power of Finance* (London: Verso, 2017); D. Kynaston, *City of London: The History*, vol. 4 (London: Penguin, 2002); and N. Shaxson, *Treasure Islands: Uncovering the Damage of Offshore Banking and Tax Havens* (New York: St. Martin's Press, 2012).

- 18 E. Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1996).
- 19 J. Green, “Anglo-American Development, the Euromarkets, and the Deeper Origins of Neoliberal Deregulation,” *Review of International Studies* 42 (2016), 425–449.
- 20 P. Augar, *The Death of Gentlemanly Capitalism: The Rise and Fall of London’s Investment Banks* (London: Penguin, 2000).
- 21 這間辦公室是雷曼兄弟二〇〇一年從安隆公司那裡承接下來，請參考 [https://en.wikipedia.org/wiki/25\\_Bank\\_Street](https://en.wikipedia.org/wiki/25_Bank_Street).
- 22 “Triennial Central Bank Survey: Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010,” Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, December 2010, <http://www.bis.org/publ/rpfx10t.pdf>.
- 23 L. Jones, “Current Issues Affecting the OTC Derivatives Market and Its Importance to London,” City of London, April 2009, <https://www.cityoflondon.gov.uk/business/economic-research-and-information/research-publications/Documents/research%202009/Current%20issues%20affecting%20the%20OTC%20derivatives%20market%20and%20its%20importance%20to%20London.pdf>.
- 24 G. Morgan, “Supporting the City: Economic Patriotism in Financial Markets,” *Journal of European Public Policy* 19 (2012), 373–387.
- 25 R. Wade, “Financial Regime Change?,” *New Left Review* 53 (September/October 2008).
- 26 “Financial Regulation: Industry Changes Prompt Need to Reconsider US Regulatory Structure,” US Government Accountability Office, GAO-05-61, October 6, 2004.
- 27 A. Baker, “Restraining Regulatory Capture? Angloamerica, Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance,” *International Affairs* 86 (2010), 647–663.
- 28 Wade, “Financial Regime Change?”
- 29 M. Singh and J. Aitken, “The (Sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System” (IMF Working Paper WP/10/172, July 2010).
- 30 Green, “Anglo-American Development.”
- 31 M. Hirsch, *Capital Offense: How Washington’s Wise Men Turned America’s Future Over to Wall Street* (Hoboken, NJ: Wiley, 2010), 200.
- 32 Zaki, UBS, 75.
- 33 L. S. Talani, “The Impact of the Global Financial Crisis on the City of London: Towards the End of Hegemony?,” *Competition and Change* 15 (February 2011), 11–30.
- 34 D. K. Tarullo, “Regulating Large Foreign Banking Organizations,” Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the Twenty-first Century: An Agenda for Europe and the United States, March 27, 2014.
- 35 “Rating Action: Moody’s Downgrades Depfa Entities to A2, BFSR at D+,” Moody’s Investors

Service, September 30, 2008.

- 36 G. Robinson, "Hypo to Buy Depfa Bank for €5.7bn," *Financial Times*, July 23, 2007.
- 37 W. Munchau, *The Meltdown Years* (Munich: McGraw-Hill, 2010), 19– 28.
- 38 D. K. Tarullo, "Banking on Basel," Peterson Institute for International Economics, 2008.
- 39 R. Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2007), 88.
- 40 Abdelal, *Capital Rules*, 193– 194.
- 41 A. Blundell-Wignall, P. Atkinson and S. H. Lee, "The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues," ' OECD Financial Markets Trends (2008).
- 42 A. Blundell-Wignall and P. Atkinson, "The Subprime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform" (2008), in P. Bloxham and C. Kent, *Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008*, proceedings of a conference, Reserve Bank of Australia, Sydney.
- 43 "The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy," 111th Cong., US Government Printing Office, June 10, 2010; and R. Peston, "How Banks Depend on AIG," BBC News, September 16, 2008.
- 44 "The AIG Rescue, Its Impact on Markets," 111th Cong.
- 45 A. Baker, "Restraining Regulatory Capture? Anglo-America, Crisis Politics and Trajectories of Change in Global Financial Governance," *International Affairs* 86 (2010), 647– 663.
- 46 M. Thiemann, "In the Shadow of Basel: How Competitive Politics Bred the Crisis," *Review of International Political Economy* (February 5, 2014), 1203– 1239.
- 47 M. Berlin, "New Rules for Foreign Banks: What's at Stake?," *Business Review*, Federal Reserve of Philadelphia, 2015; and "Letter SR 01-1: Application of the Board's Capital Adequacy Guidelines to Bank Holding Companies Owned by Foreign Banking Organizations," Board of Governors of the Federal Reserve System, January 5, 2001, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2001/sr0101.htm>.
- 48 S. Bair (speech, Risk Management and Allocation Conference, July 25, 2007).
- 49 S. Bair, *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself* (New York: Free Press, 2012), 38– 39.
- 50 S. G. Cecchetti, "Five Years in the Tower" (speech, BIS Annual Conference, 2013). In 2008 Deutsche's leverage would soar to 70:1. On UBS, see Zaki, UBS, 117.
- 51 C. Hughes and J. Grant, "City Limits: London Counts the Cost of Six Stormy Months for Banks," *Financial Times*, January 20, 2008.
- 52 J. R. Dearie and G. J. Vojta, "Reform and Modernization of Financial Supervision in the United States: A Competitive and Prudential Imperative," Mimeo, 2007.
- 53 A. Appadurai, *Banking on Words: The Failure of Language in the Age of Derivative Finance* (Chicago: University of Chicago Press, 2015).

- 54 P. Blustein, *The Chastening: Inside the Crisis That Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF* (New York: PublicAffairs, 2003).
- 55 Roche, *Histoire secrete d'un krach qui dure*, 99– 100; and P. Blustein, *Off Balance*, 113– 114.
- 56 M. Obstfeld, J. C. Shambaugh and A. M. Taylor, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008” (NBER Working Paper 14826, 2009).
- 57 P. McGuire and G. von Peter, “The US Dollar Shortage in Global Banking,” *BIS Quarterly Review*, March 2009.
- 58 針對這個論點的評論請參考： J. Aizenman and L. Jaewoo, “Financial Versus Monetary Mercantilism: Long-Run View of Large International Reserves Hoarding,” *World Economy* 31 (2008), 593– 611.

## 第4章 歐元區

如果歐洲傾向不強調在二〇〇八年「美國」在金融危機中扮演的角色，那麼從二〇一〇年開始，歐洲被「真正」屬於自己的歐洲危機毀滅時，掩蓋行蹤就容易了。歐元區危機緊接在華爾街和美國房貸泡沫破滅的腳步之後。但是就如同傳統的理解，華爾街危機和歐元區的災難似乎屬於不同的世界。雖然美國危機涉及到過度擴張的銀行和房貸借款人貪婪與財務過度擴張的驅動，但是歐元區危機卻是圍繞著典型的歐洲財政和國家主權問題打轉。這會導致希臘對抗德國，而且喚起第二次世界大戰的記憶。這兩種危機的描述方式都是唯利是圖的美國人、爭吵不休的歐洲民族主義。但是這兩次危機的時間是如此靠近，難道只是運氣不好嗎？兩次危機都是相同的銀行參與其中，這只是運氣不好嗎？如果美國危機的成形不像一般認為全都是美國人造成的，那麼「歐洲」是如何成為歐元區的問題？

### 內部矛盾

隨著二十一世紀開始，歐洲人肯定會因為專注在政治問題與制度建立而得到原諒。一九九九至二〇〇二年間引進歐元作為單一貨幣，以及二〇〇四年歐盟擴大到包含西歐大多數地區，它們著手進行真正引人注目的實驗，這個實驗更多是受到政治和地緣政治的考量來推動，而不是

經濟考量。<sup>1</sup>

就歐元來說，故事可以回溯到一九七〇年代初期布雷頓森林體系的崩潰。一九四五至一九七一年間，歐洲人並不擔心歐洲內部的貨幣問題，釘住諾克斯堡（Fort Knox）黃金準備的美元是全球體系的支柱。自從尼克森在一九七一年放棄與黃金掛勾之後，歐洲就面臨一個問題。波動的匯率會破壞把歐洲緊密整合的貿易網絡。另一方面，藉著讓歐洲貨幣相互掛勾來創造一個匯率穩定的區域，重新開啟基本的權力問題。在歐洲貨幣體系中，誰的貨幣可以取代美元作為支柱，成為「關鍵貨幣」？如果資金移動有所限制，使投機資金的攻擊有限，那麼資金壓力也許可以控制。但是到了一九八〇年代初期，歐洲美元業務自由放縱的習慣已經成為全球的規範，不同貨幣間的熱錢激增，對財務狀況更為脆弱的國家帶來極大的壓力，而且對德國保守的央行產生無法容忍的影響。從一九七〇年代初期開始，德國央行的反通貨膨脹立場，以及因此產生強勢地德國馬克，不僅限制在波昂（Bonn）的西德政府，也限制其他歐洲國家政府。到了一九八三年，即使是在法蘭索瓦·密特朗主政下的社會主義政府也被迫屈服。在一九八一至一九八三年間一連串混亂的貶值之後，巴黎放棄在法國實現社會民主主義（social democracy）的努力，改採「強勢法郎」（franc fort）的強勢通貨政策。把利率強勢設定在法郎兌德國馬克不貶值的水準上，即使這意味著借款人必須付出一八%以上的利息。經濟合作發展組織等國際組織的歐洲官員並沒有試圖要限制資金流動，這促使更進一步的自由化。對歐洲各國間的固定匯率不限制資金流動所產生的壓力，反過來為偏好歐洲更緊密整合的人提供一個有力的論據。<sup>2</sup>歐洲貨幣體系（European Monetary System）中較弱勢的成員要如何在貨幣政策的管理上重新獲得控制，哪怕控制權只有一點點？到了一九八〇年代末期，有個計畫正在醞釀，歐盟委員會主席雅



克·德洛爾（Jacques Delors）和他在法國社會黨（French Socialist Party）的支持者率先推動貨幣整合的另一輪談判。考量國家利益受到的威脅，如果突然結束冷戰，國家利益可能會消失。一九八九年柏林圍牆倒塌，加上德國總理赫爾穆特·柯爾義無反顧地推動統一，可能會讓德國變得更具優勢。在柯爾和密特朗看來，貨幣聯盟和無法改變的經濟統一，似乎是在一個和平、穩定的歐洲大陸保護一個更大的德國最好的方法。<sup>3</sup> 德國放棄德國馬克的代價是，新的歐洲央行履行承諾，繼續保留德國央行的保守傳統。但是一個聯合的央行理事會讓其他會員國都能發表意見，而且貨幣聯盟會終結金融市場所施加的毀滅性跨國壓力。

這是一項極具野心的工程。貨幣聯盟在二〇〇一年全面實行。有單一的歐洲央行。有財政規定去限制赤字並設定債務上限（被稱為「穩定與成長公約」（Stability and Growth Pact））。但歐元顯然還沒完成。<sup>4</sup> 它沒有統一的經濟政策，對銀行業也沒有統一的監理架構。然而，在進一步整合上沒有太大的急迫性。在整合初期，新貨幣區的表現相當不錯，歐洲成長加速。在採用單一貨幣後，歐元一開始先升值，通膨保持平穩。資本市場風平浪靜。

儘管有這種良好的氛圍，歐元區內外的專家都專注著兩個問題。第一個是，歐洲內部貿易先前存在的失衡是否會隨著時間經過縮減或擴大？<sup>5</sup> 令人擔憂的是，缺少貨幣調整可能會導致差距拉大，因為較沒有競爭力的區域會進一步落後。第二，有外部衝擊不對稱的風險。<sup>6</sup> 旅遊業的蕭條對希臘的傷害比對德國的傷害大。中國進口需求的崩潰會以不傷害愛爾蘭的方式使德國受害。特別是美國評論家警告，歐洲的勞動市場並沒有美國同業的靈活或移動性。<sup>7</sup> 而且在面對危機的時候，如果人們不願意搬到其他地方，歐洲就需要一個共同的福利、稅收和支出體系，允許資金從更繁榮的地區流向受到沉重打擊的地區。靠著勞工移

動，社會保障、失能和失業救濟這根支柱，支撐從阿拉巴馬州到加州整個美國經濟的龐大多樣性。令人擔憂的是，二〇〇〇年代初期在布魯塞爾有很多人沾沾自喜，但在建立財政重分配（注：[fiscal redistribution](#)，政府利用職權透過財政手段，例如預算分配、銀行貸款、價格變動等方式，達成財富重分配的效果）和責任分擔的整體機制上卻沒有什麼急迫感，這對於幫助歐元區度過衰退是必要的，更不用說遇到重大金融危機的時候了。

要讓歐洲完全整合，需要歐元區各成員付出大量的努力，特別是義大利得嚴格的省吃儉用。<sup>8</sup>一九九〇年代對義大利財政穩定做出的集體努力，塑造出新一代義大利技術官僚和政治人物，他們繼續在歐洲政治中扮演關鍵作用，其中包括馬利歐·蒙帝（Mario Monti），他是經濟學家、歐盟委員會委員，以及未來的義大利總理，還有馬利歐·德拉吉（Mario Draghi），他是未來的歐洲央行總裁。<sup>9</sup>另一位義大利經濟學家羅馬諾·普羅迪（Romano Prodi）則是歐盟委員會主席，負責監督推出的新貨幣。但是在精通一九九二至一九九三年義大利嚴重的金融政治危機，並取得歐元成員資格後，羅馬沒留下什麼活力可以進一步行動。席維歐·貝魯斯柯尼的義大利前進黨（Forza Italia）在二〇〇一年的勝選是那個時代的寫照。歐洲整合不但沒有被進一步推動，各國也沒有嚴格遵守「馬斯垂克條約」（Maastricht Treaty）規定的預算標準設定。二〇〇三年，法國和德國的預算赤字都超過三%的規定，但是布魯塞爾免去對這些重量級國家的制裁。這引起主張財政紀律的人發出警告。歐盟的中央機構是否有政治勇氣去處罰更大的會員國？對其他會員國來說，更緊迫的問題是德國出了什麼狀況？

德國加入歐元區並不順利，其他會員國想要確保兌德國馬克的匯率有競爭力，這導致德國出口受到衝擊。德國破壞預算赤字的規範，反映

出國內經濟成長的疲弱。國際媒體稱德國是「歐洲病夫」。<sup>10</sup>德國人自己則提到「封鎖的社會」（blockierte Gesellschaft）。<sup>11</sup>一九九八至二〇〇五年執掌德國的是格哈德·施洛德（Gerhard Schröder）的紅綠聯盟（注：Red-Green coalition，由德國社會民主黨〔紅〕與綠黨〔綠〕組成的政治聯盟），他們做出的反應出乎意料的充滿活力。多年來，在前東德突然工業化下，德國人痛苦承受很高的長期失業率。二〇〇五年的失業率達到一〇.六%的高峰。為了對抗這個禍害，二〇〇三至二〇〇五年間，施洛德政府宣布一個名為「二〇一〇議程」（Agenda 2010）的國家重建計畫。主要的重點在勞動市場自由化和削減福利等多階段計畫，這是由福斯汽車（VW）人資主管彼得·哈茲（Peter Hartz）領導的委員會設計。<sup>12</sup>第四階段、也是最後一個階段的「哈茲第四法案」（Hartz IV）削減計畫，成為描述德國新「改革」的代名詞。失業者重返工作，薪資限制使德國恢復競爭力。得到的獎勵就是德國在二〇〇三年吹噓自己成為世界出口冠軍（Exportweltmeister）。

「二〇一〇議程」確立德國政壇對兩黨政治的新理解。<sup>13</sup>德國已經完成統一的龐大任務，它克服內部的困難，並進行「改革」，讓經濟回到健康的道路上。這個說法表面上很有說服力，而且對柏林如何處理歐元區危機產生重大影響，但是這樣的說法禁不起嚴密的檢驗。「哈茲第四法案」削減計畫肯定會促使數百萬領取長期失業救濟金的人幾乎自願轉到一些沒有保障的工作上。這有助於降低像收銀員和清潔工人等非技術性勞工的薪資。在歐元推出的前十年，儘管德國生產力飆升，卻有一半的德國家庭薪資根本沒有成長。這減少失業，也增加稅前薪資的不平等，而且降低德國對歐洲鄰國的薪資差距。至於德國出口商的競爭力，「哈茲第四法案」削減計畫的影響並沒有那麼明顯。<sup>14</sup>德國企業不會透過削減非技術性勞工的薪資來爭取出口訂單。更重要的競爭優勢來源在

把生產外包給東歐和南歐，加上二〇〇〇年代初期全球經濟復甦的推動。

雖然「哈茲第四法案」削減計畫對經濟的影響被誇大了，但它確實改變德國政治。藍領選民和社會民主黨裡的左派人士從沒有原諒施洛德推出「哈茲第四法案」削減計畫。<sup>15</sup>左派人士從社會民主黨出走，與前東德的共產黨聯合起來，結果產生一個叫做左派黨（Die Linke）的新政黨，集結將近一〇%的選民。左派黨、社會民主黨和綠黨合成一支強大的政治勢力。這個紅紅綠聯盟（注：[Red-Red-Green coalition](#)，指左派黨〔紅〕、社會民主黨〔紅〕和綠黨〔綠〕）有能力贏得多數席位，但他們對「二〇一〇議程」的看法嚴重分歧，難以想像會出現一個有廣泛基礎民意的中間派與左派聯盟。結果是他們拱手交出政治主導權。未來的幾十年，德國基督教民主黨（German Christian Democracy）與領導人梅克爾（Angela Merkel）成為歐洲政治決定性的力量。

梅克爾可以說是歐洲政治中心有名無實的領導人，她在經濟與金融政策的保守立場和現代化的文化間搖擺不定。<sup>16</sup>當她第一次出現在政治舞台時，她的形象顯得更為冷酷無情。二〇〇五年的大選帶給梅克爾權力，讓她得以經營一個強力支持市場經濟的平台。但這很不受歡迎，隨後她就軟化立場，但毫無疑問，「二〇〇五議程」根本是表達出總理的個人願景。這個願景可以歸納為三個數字：七、二十五和五十。就像梅克爾喜歡強調的，歐洲有全球七%的人口，而且占全球生產總值的二五%，但卻占五〇%的社會福利支出。<sup>17</sup>就像梅克爾的看法，這種情況無法持續下去。充其量來說，德國的經濟成長穩定而緩慢。德國人口與大多數歐洲國家的人口正在老化，必須由政府支出提供福利。財政重整使得梅克爾政府得以強勢延續。二〇〇六年一月，她第一次在達沃斯演講時宣布：「要將社會市場經濟理解為二十一世紀的全新社會市場經濟，我們首先必須針對未來幾代人與政治走向有所了解，重新調整政策

優先順序。對於在德國的我們來說，這意味著首先要弄清楚我們的財政狀況、我們的預算。我們有人口問題，我們知道年輕人太少，而且我們藉著提高債務、犧牲未來的生活。這意味著我們剝奪下一代投資和發展的空間，這並不道德。」<sup>18</sup>

毋庸置疑，對關注稅收與抑制國家支出的企業說客來說是個福音。但是梅克爾第一任政府是與選舉失敗的社會民主黨合組的大聯盟。<sup>19</sup>像「哈茲第四法案」削減計畫的財政重整措施在德國得到跨黨派的共識。財政部由佩爾·史坦布律克發言，他是一九七〇年代和一九八〇年代社會民主黨傳奇總理赫爾穆特·施密特的助手。<sup>20</sup>史坦布律克深切致力去執行供給面、反凱因斯的經濟政策。對他來說，恢復「財政空間」

（fiscal room）不僅僅是金融穩定的問題。在半自動化的社會福利支出（entitlement spending）和利息支出的影響下，政府預算的僵化顯示一個更廣泛影響已開發國家的問題，那就是民主政治和民主參與的危機。如果調配預算的空間受到社會福利支出的限制，還款金額和低稅率無論如何只能占GDP的一%，那麼政黨能夠提供選民什麼選擇？當然民眾可能自始至終都支持共和黨的錢尼派，而且只是增加赤字。但是如果有人不願意冒那樣的風險，大家就會被迫進入中立的狀態。像德國這種比例代表制，會導致選民對政治的厭惡與政黨版圖的分裂，還有曾經執政的基督教民主聯盟（CDU）和德國社會民主黨全都擠在中立的立場。梅克爾的大聯盟顯示出這樣的僵局。「後民主」（postdemocracy）這個詞在二〇〇〇年代初期成為德國政治談論的流行語並不意外。<sup>21</sup>矛盾的是，對史坦布律克來說，現今的紀律是對迎來的自由所做出的承諾。

在這些高尚的考量以外，德國的財政戰略也受到更多根本的選舉優勢算計所推動。自兩德統一的二十多年來，西德對東德投入重建與地方補貼超過一兆歐元。<sup>22</sup>在二〇〇五至二〇〇六年梅克爾大聯盟政府執政期

間，西德各州，特別是有錢的南方州，瀰漫著不滿的情緒。他們被徵召加入與東德團結一致的龐大行動，現在他們已經受夠了。對於要求重新調整讓德國東部與北部州遠離貧困與負債優先政策的富有南方州來說，赤字上限並不是那麼隱晦的承諾。財政控制問題對歐元區的未來產生致命的影響，從二〇〇〇年代以來，德國的政策已經在聯邦轉帳聯盟（注：[federal transfer union](#)，協助其他歐元區國家周轉紓困，以解決債務問題）中把財政控制問題視為一項公平問題。在希臘危機爆發很久之前，西德最繁榮的地區已經明確拒絕承擔其他人的債務，不管是德國還是其他地方的債務。「東方」的消費支出使西德企業產生大量訂單，實際上德國產品是從西方出口到東方，因此「東方」產生的債務應該由「西方承擔」，這個論點並沒有發揮作用。二〇一〇年以後，相同的論點在歐洲也沒有發揮作用。德國公眾輿論中最有影響力的選民與呼聲需求很簡單：全面要求紀律。二〇〇六年成立一個制定新聯邦財政結算的委員會，這個想法是依循二〇〇一年瑞士的做法，採取「舉債煞車機制」（注：[debt brake](#)，以法律規定限制聯邦與地方政府的預算赤字，以平衡財政）來阻止聯邦政府、州政府或地方政府的債務進一步擴大。商定多層級的政治協議是很緩慢的工作，但史坦布律克和德國財政部很樂觀。隨著全球經濟前景在二〇〇七至二〇〇八年開始變糟，德國財政部預計到二〇一一年會出現預算盈餘。<sup>23</sup>

當然，國家政治與統一大戲給德國內部的討論染上一個特別的色彩，但是沒有必要對德國歷史的特性建構一套新論述，或是尋找一些特殊的德國創傷，來解釋柏林對財政紀律引發的新關注。事實上，德國內部的爭論與美國魯賓那群人的討論有非常相似的地方。在大西洋兩岸，全球化、競爭力和財政持續性都是關鍵問題，這應該沒什麼好驚訝。中國的崛起和現代福利國家的資金取得問題是共同的挑戰。布希政府也許

在歐洲是政治毒藥，但是在一九九〇年代末期，柯林頓的民主黨政府一直給格哈德·施洛德的紅綠聯盟帶來靈感。<sup>24</sup>梅克爾是徹頭徹尾的大西洋主義者。但如果說各國都有共同的考量事項，那麼也有共同的盲點。儘管歐元區的每個人都關注在讓勞動力回應全球競爭的需求，都呼籲要有相同的財政紀律，但是大家幾乎都沒有意識到全球金融體系釋放出不穩定的力量。在歐洲，與美國一樣，被認為出問題的是政治人物、勞工與領取社會福利的人，而不是銀行或金融市場。

## 歐洲央行的特殊角色

如果說歐洲沒有共同的財政政策或勞動市場政策，至少還有一個共同的貨幣政策，負責維護的機構是二〇〇三年十一月由尚克勞德·特里榭（Jean-Claude Trichet）所領導的歐洲央行。<sup>25</sup>這正是密特朗期望的交易：由法國人負責歐洲貨幣。但是這個協議的另一面是，歐洲央行的運作方式來自德國央行。而且特里榭非常適合扮演這種雙重角色。他是非常保守的前法國央行（Banque de France）總裁。歐洲央行的獨立性是他的最高信念，而且他小心的守護。歐洲央行的設置章程提供大量的保護措施。藉著最低的透明度要求，讓它的討論不受公眾審查。為了防止它被用來當作財政政策的工具，它禁止透過發行新公債賺錢。不像聯準會有物價穩定和完全就業的雙重目標，歐洲央行的唯一目標只有物價穩定。

這些要求使得歐洲央行最不像現代的央行。<sup>26</sup>說它是非政治性的並不精確，因為事實上，它把對通貨膨脹根深柢固的保守偏見視為歐洲不

可質疑的正統信念。要說反通貨膨脹政策是歐洲央行唯一的雄心壯志也不盡公平，它還希望推動歐洲成為金融中心、讓歐元成為強勢貨幣，而且這意味著要積極發展歐洲債券市場。具體來說，這意味著把美國公債的附買回模式進口到歐洲。公債之所以成為更具吸引力的資產，是因為它能夠附買回，這是一九八〇年代法國學到的教訓。在德國要求履約的財政壓力下，法國藉著提供美式的附買回功能積極推動本國債券市場。<sup>27</sup>法國債券愈容易即時流通，買賣就會更加活躍，而且會更加接受這個符合法國借款需求的市場。在德國央行的反對下，歐洲央行採用附買回作為核心運作模式。不像英格蘭銀行或聯準會等更為傳統的央行，歐洲央行並沒有持有大量公債。它透過民間債券與公債等大量債券的附買回來管理歐洲金融體系。<sup>28</sup>買進自家政府公債的是歐洲各國的銀行，而不是歐洲央行。但它們會這樣做是理解到，如果它們急需現金，可以在附買回的基礎上用債券與歐洲央行變現。附買回的條款和歐洲央行對債券價值減記的規模，是歐元區聯合金融體系的基本調節變數。在這方面，市場邏輯在某個程度上就內建在歐洲央行的運作中，聯準會或英格蘭銀行並不是這樣運作。

如果歐洲央行希望以最大的壓力來讓歐洲各國政府保有財政紀律，那麼它可能會針對個別國家採取歧視性、特定的附買回公債價值減記制度，對不太可靠的外圍歐元區借款人要求更嚴厲的條件。在美國雙邊附買回市場中，不同類型債券的價值減記差異很大。價值減記較高時，需要銀行有更多的資產來抵押持有的債券，而且要縮減自己的債券投資組合。在一九九〇年代末期的歐洲，希臘不得不提供比德國高很多的利率來吸引借款人。但歐洲央行沒有採取歧視性制度，它採納的觀點是單一貨幣暗示單一利率，它以相同條件來對所有歐洲主權國家的債券進行附買回。<sup>29</sup>不出所料，隨著投資人哄抬希臘、義大利、葡萄牙和西班牙等



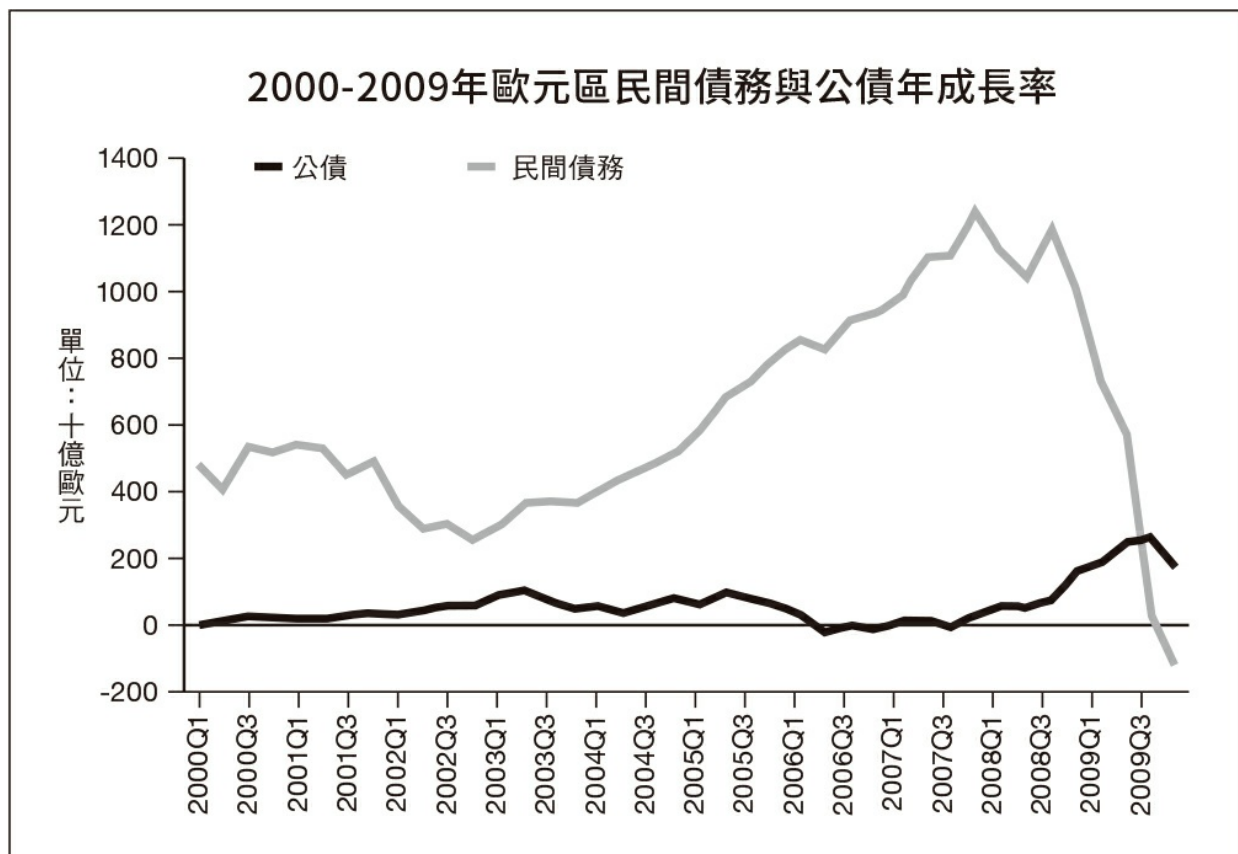
國家的高收益債券價格，導致收益率大幅縮減。在歐洲央行看來，這些債券現在與德國絕對可靠的公債一樣。結果產生一個自我反省迴路（Self-reflective loop），歐洲央行仰賴市場去讓借款的政府執行紀律，同時市場開始假設，歐洲央行的「單一債券」（one bond）政策暗示，即使是最糟的貸款人，也隱含可以得到歐洲的擔保。

結果，希臘和葡萄牙可以用比有史以來更好的條件來借款，而且大家已經預期到這會導致新的政府債務大幅增加。閱讀歐元區危機的一些評論時，大家會想像這樣的情況確實可能出現。<sup>30</sup>但是，儘管有空前的低利率，事實上，二〇〇一年之後已經沒有公債發行熱潮。某些國家的借款比其他國家還多，整體來說，馬斯垂克條約對赤字施加的限制效果有限，尤其當大家考量到收益率縮減所帶來的借款誘因。即使制度架構存在顯著的模糊性，但在主要政府借款人沒有嚴重濫用下，實際上還保持冷靜的感覺。的確，隨著經濟成長更加快速，歐元區公債占GDP的比例下降七個百分點。<sup>31</sup>

無法達到歐元區預算限制的國家好壞參半。葡萄牙的公債比例增加特別快，它的預算編制無疑很鬆散。但是當它加入歐元的時候，它的債務水準很低。不幸的是，葡萄牙錯誤的以沒有競爭力的匯率進入歐元區。由於經濟成長減速與不負責任的借款，隨之而來的是公債占GDP的比例顯著惡化。<sup>32</sup>希臘是另一個無賴。在一九九〇年代，為了得到歐元區會員資格，希臘跟義大利一樣努力維持基本財政盈餘（primary surpluses，不包括償債預算的盈餘）。即使利息成本占GDP一一.五%，還是能控制赤字。歐元區成立後，希臘的借款成本和償債費用下降超過一半，這可能是大規模整頓財政的好機會。但雅典卻採取減稅措施，結果耗盡基本財政盈餘，而且赤字擴大到占GDP五.五%，這個數字是馬斯垂克條約限制的兩倍。只有在名目所得快速成長下，這種情況

才得以忍受。<sup>33</sup>然而，使希臘情況變危急的並不是二〇〇一年之後的借款增加速度，而是一九八〇年代和一九九〇年代建立的債務，那時，由於政府支出與昂貴借款的大幅增加，使得現代希臘民主得以建立。<sup>34</sup>在二〇〇〇年，希臘債務已經達到GDP的一〇四%。

儘管沒有完全了解希臘問題的嚴重性，但這是大家都知道的問題，只是問題現在看來無足輕重。二〇〇〇年代初期更具政治意義的事件是法國和德國違反「穩定與成長公約」，這無疑損害財政紀律的權威。但這造成什麼經濟後果？金融市場對德國公債與法國公債（也稱為OATs）的需求很大，利率仍然很低。法國維持貿易平衡的水準，德國政府則增加債務，但是將債務與消費支出和投資支出結合起來，藉此抑制愈來愈多的經常帳盈餘。從歐元區的總體經濟平衡角度來看，如果德國更廣泛的打破財政規定可能會更好。



資料來源：Richard Baldwin and Daniel Gros, “The Euro in Crisis: What to Do?,” in *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done* (2010), 1- 24, figure 3, [http://voxeu.org/sites/default/files/file/Eurozone\\_Rescue.pdf](http://voxeu.org/sites/default/files/file/Eurozone_Rescue.pdf).

「民主赤字」（democratic deficits）的保守假設與不負責任的政治人物揮霍無度的習慣可能相反，但是歐元區在沒有一個無法更改的財政憲法下形成，並沒有導致無節制的政府借款狂歡。確實，歐元區危機的背景是債務的巨幅增加，但那是民間債務，而不是政府債務。歐元區同樣迎來失控、市場驅動的信貸創造過程，歐洲銀行正積極的為北大西洋經濟體作出貢獻。

資金流向的背後含意

就像英國《金融時報》經濟評論家馬丁·桑德布（Martin Sandbu）提到，歐元區「最大的不幸」是誕生在「有史以來最大的民間信貸泡沫中」。<sup>35</sup>有人可能會補充說，這不完全是運氣不好的問題。為了應對一九七〇年代初期所釋放出的全球資金大幅波動，提供必要的資金規模始終是歐洲貨幣聯盟（European Monetary Union）存在的主要理由。但是二〇〇〇年代全球信貸擴張，使得至今為止經歷過的任何事情都相形見绌，而歐洲的銀行則處於繁榮的浪頭上。法國、德國、義大利、荷比盧三國、西班牙、愛爾蘭和英國的銀行將信貸投入有利可圖的成長熱點。歐元區允許它們不去考慮邊界風險或匯率風險，因此歐元區裡的跨國貸款暴增，甚至比全球的跨國金融成長更快。<sup>36</sup>歐洲的銀行家在歐元區使用大量相同的現代銀行技術，將這些技術投入到倫敦和紐約有利可圖的用途上。證券化一直是歐洲房貸融資的一種方法，特別是在德國，德式房貸擔保證券模式（Pfandbrief model）自十八世紀以來一直是主要工具。但是從二〇〇〇年代初期開始，美式證券化商品也開始在歐洲大受歡迎。二〇〇七年，歐洲有超過五千億美元的貸款被證券化。二〇〇八年，歐洲資產證券化商品的發行總額達到七千五百億美元，而且在英國和西班牙特別盛行。<sup>37</sup>

再一次，就像美國的國際金融一樣，很容易欺騙自己，認為自己了解歐洲內部的資金流向。我們在腦海裡清楚描繪出歐洲的經濟階級，知道這些貸款到了希臘、西班牙、愛爾蘭。我們知道德國是主要的「順差國家」和「債權國」。因此這是否意味著德國為信貸榮景提供融資？當然，德國有最大的貿易順差，而且是最大的資金進出口國家。但是就歐洲內部的整體資金流動來說，這個簡單的心智圖就跟在全球化的視角上只關注在中美金融關係一樣具有誤導性。

多虧歐盟委員會裡經濟學家的努力，我們可以將歐洲境內的資金流

動描繪成整個世界經濟中，廣大資金流動的一部分。在下頁表格，我們可以看到前幾章描繪的世界經濟樣貌，然而，如果我們只專注在歐洲內部的資金流動，顯然德國並沒有主導歐洲金融體系，儘管它有出口實力。德國是最大的淨放款國，它的地位就像中國對美國經濟的關係一樣。歐洲境內的資金和它們在全球經濟的地位一樣，沒有反映出貿易影響力。德國是汽車和機械的出口冠軍，銀行和金融業則是由其他國家領先。英國、法國、荷比盧三國和愛爾蘭（愛爾蘭隱含在「其他歐元區國家」中）是資金流動的關鍵中心。倫敦金融城是世界各銀行總部的所在地，包括所有頂尖的德國銀行，它們是每個歐元區會員國的主要金融合作夥伴，儘管它並不是貨幣聯盟的成員。法國和荷比盧三國特別重要，因為它們是外部資金流入歐元區的管道。來自美國和世界其他國家的放款機構顯然傾向與法國、荷蘭和比利時的知名同業做生意，然後這些國家的放款機構再將資金轉移到歐洲周邊國家。法國是主要的金融中心，不是因為它有巨額的貿易順差，而是因為它有大量願意借錢放款、擁有雄心壯志的銀行：有四千四百五十億歐元流出法國，而且有四千四百七十億歐元流入法國，只留下二十億歐元的淨失衡。同時，有六千零二十億歐元從荷比盧的銀行中心流出，五千五百九十億歐元流入，差額則由荷蘭的貿易順差補足。

2004-2006 年歐元區與全球經濟的跨國資金流動

從／至	德國	希臘	西班牙	法國	義大利	奧地利	葡萄牙	荷比盧三國	其他歐元區國家	波蘭	瑞典	英國	其他歐盟國家	非歐盟國家	美國	日本	瑞士	其他OECD國家	境外交易	香港	世界其他國家	總計
德國	-	3	41	27	23	20	5	56	38	4	4	84	15	61	29	-5	12	15	18	1	-11	382
希臘	1	-	0	0	0	0	0	2	1	0	0	7	1	9	1	0	0	1	1	0	6	20
西班牙	2	0	-	16	7	3	5	23	5	1	0	34	4	54	8	0	1	6	-2	0	40	154
法國	27	4	29	-	35	7	3	69	45	1	1	95	5	126	43	11	13	13	32	-1	13	445
義大利	20	3	8	15	-	6	1	39	8	1	-1	30	1	5	-10	-3	-1	1	5	-1	9	131
奧地利	13	1	2	3	5	-	0	6	9	2	0	4	11	15	1	0	1	2	4	0	3	68
葡萄牙	1	1	4	2	0	0	-	4	1	0	0	2	0	5	1	0	0	1	1	0	2	21
荷比盧三國	48	9	43	78	38	9	4	-	47	6	4	155	6	167	100	14	14	36	38	3	-46	602
其他歐元區國家	20	3	17	15	24	3	9	25	-	2	6	67	7	110	51	11	0	13	25	1	9	308
波蘭	1	0	0	1	0	1	0	2	0	-	0	1	1	4	0	0	1	0	0	0	2	11
瑞典	6	0	2	2	0	0	0	6	13	0	-	12	7	16	5	1	0	10	6	0	-7	63
英國	24	3	41	110	1	2	-3	64	64	2	7	-	14	562	228	59	35	53	102	9	69	884
其他歐盟國家	7	0	1	3	1	1	1	2	3	0	6	16	-	17	16	1	-14	4	2	0	7	57

從／至	德國	希臘	西班牙	法國	義大利	奧地利	葡萄牙	荷比盧三國	其他歐元區國家	波蘭	瑞典	英國	其他歐盟國家	非歐盟國家	美國	日本	瑞士	其他OECD國家	境外交易	香港	世界其他國家	總計
非歐盟國家	72	7	27	181	33	17	8	275	78	1	12	431	9	-	816	80	-4	165	19	61	0	2287
美國	-6	1	8	68	9	4	-1	40	30	2	8	156	-2	427	-	64	16	75	202	8	56	738
日本	5	1	2	18	1	0	0	21	2	1	-1	36	1	130	44	-	1	12	82	2	-18	212
瑞士	9	1	0	9	1	2	0	4	4	0	0	60	2	24	-1	5	-	8	60	0	-53	111
其他OECD國家	16	2	4	11	3	1	1	26	9	0	2	26	4	178	82	4	5	-	-7	2	73	262
境外交易	7	0	-18	29	-1	2	4	29	9	0	5	90	0	-10	173	4	23	9	-	16	-58	323
香港	0	0	0	2	0	0	0	7	2	0	0	10	0	71	6	-2	2	12	64	-	-11	94
世界其他國家	9	1	23	40	14	4	2	134	15	-2	-4	19	4	0	443	-11	-56	21	-6	31	-	682
總計	211	33	209	447	162	66	32	559	305	20	39	904	82	1973	1219	155	51	290	627	71	87	

單位：10 億歐元

注：直接投資、證券投資組合和「其他」投資（不包括衍生性金融商品）的（淨資產取得）估計總流量。

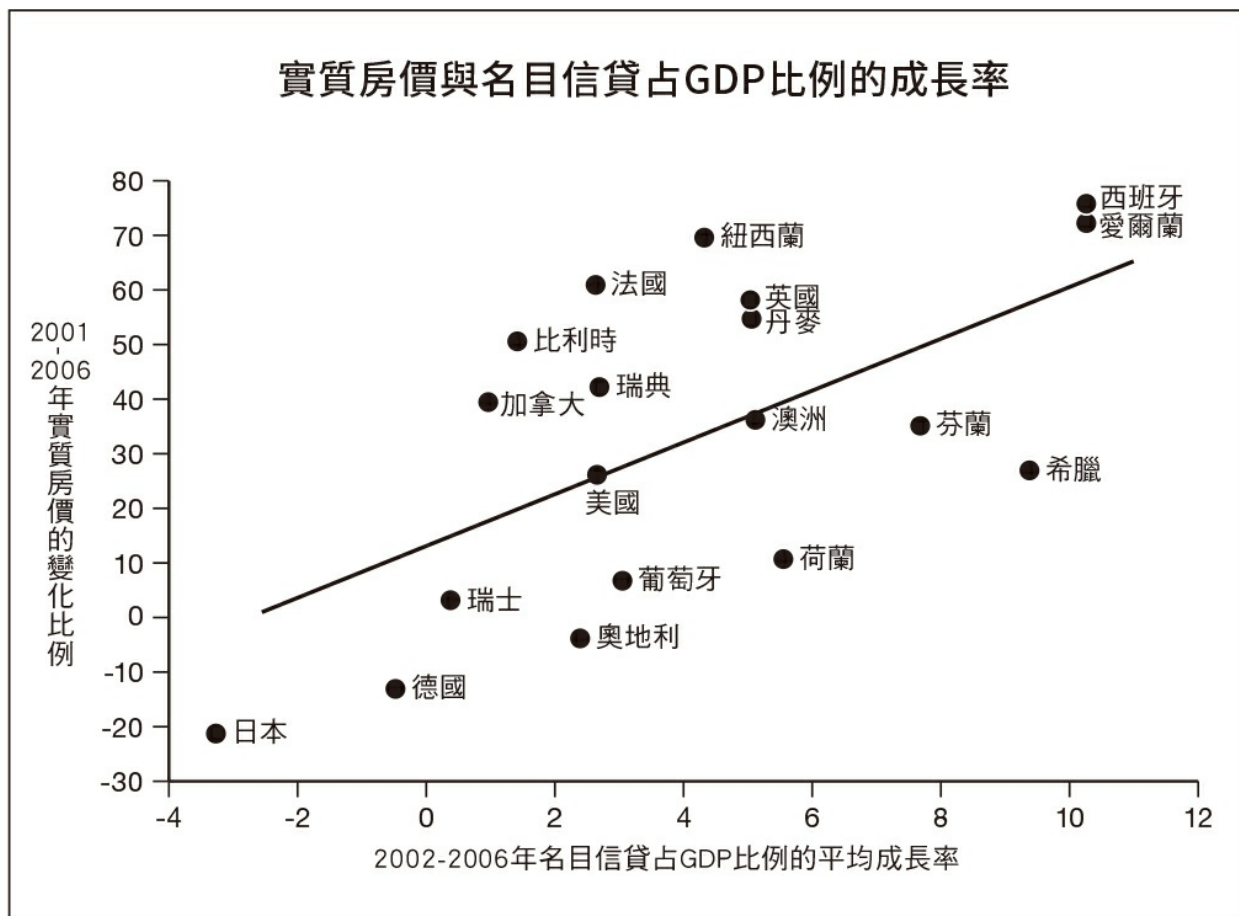
資料來源：A. Hobza and S. Zeugner, "The 'Imbalanced Balance' and Its Unravelling: Current Accounts and Bilateral Financial Flows in the Euro Area," European Commission Economic Papers 520 (2014): table A.2.

歐洲各地的資金流動就像全球各地的經濟一樣，不是由貿易流來驅動，而是由銀行家的商業邏輯來驅動，這些銀行家會尋找最便宜的資金和最好的報酬。在歐洲，推動美國經濟繁榮的資產價格和資產負債表盤旋增加甚至更加明顯。二〇〇一至二〇〇六年間，希臘、芬蘭、瑞典、比利時、丹麥、英國、法國、愛爾蘭和西班牙全都經歷比激勵美國經濟更為嚴重的房市榮景。在愛爾蘭和西班牙，信貸成長和房價上漲的結合確實有爆炸性的影響。

正是這些信貸推動的榮景，導致歐元區的貿易與財政失衡，而不是倒過來。來自世界各地的大量信貸，流入到像西班牙的熱點地區，推動那裡的經濟活絡。這讓馬德里產生健全的稅收，自豪的誇耀擁有財政盈餘。這也為德國產生出口訂單，外國需求推動積弱不振的德國經濟，提高所得和獲利。<sup>38</sup>但是德國家庭和企業不想要在德國花掉增加的所得，

不論是用在消費或投資上。於是德國政府把錢借出來，但還不足以吸收差額。透過銀行同業拆款市場，北方國家剩餘的流動資金有助於為歐洲各地的企業提供融資。毫無意外，一些資金流到西班牙。最終帳戶會平衡，德國的儲蓄對應到西班牙的貿易逆差。但會計認定不等於因果關係，不是德國的超額儲蓄或出口導致西班牙的經濟榮景，而是這種失衡的信貸推動經濟榮景，導致需求失衡、貿易流動和儲蓄失衡。歐洲的銀行體系提供彈性的中介功能。如果德國的國內經濟更為穩健，德國對進口產品的需求會更大，歐元區內的貿易失衡可能會更小。西班牙經濟也許會有稍微大的部分可以用來生產出口到德國的產品，而不是供應國內的經濟繁榮。但沒有理由認定，來自德國這個更為快速成長國家的淨儲蓄資金較少，會使愛爾蘭或西班牙信貸推動經濟成長的速度減緩。在現代金融中，信貸不是受「實體經濟」「基本面」束縛的固定金額。這個數字可以彈性調整，在資產價格上漲時，很容易自己擴張至跨國的規模。





資料來源：Prakash Kannan, Pau Rabanal and Alasdair M. Scott, “Macroeconomic Patterns and Monetary Policy in the Run-up to Asset Price Busts,” IMF Working Papers (November 2009), figure 2.

至於希臘，這個即將成為歐元區危機中心的國家，在這個局面下處於哪個位置？它存在，但很微小。二〇〇四至二〇〇六年歐元區平均一年境內跨國資金約一．八兆歐元，希臘占三百三十億歐元，比例不到二％，與希臘經濟占歐元區GDP的比例相當。在這筆資金流中，愛爾蘭與西班牙的占比相較來說大很多。但是希臘也經歷跟美國相同的房地產榮景。希臘的危險信號並不是二〇〇一年以後的資金流入，而是新的借款被加進過去幾十年已經累積的大量債務中。如果突然切斷資金流會發生什麼事？這是令人擔憂的問題，但是因為希臘的規模很小，很少受到媒體關注。

稍後會說，歐洲央行應該採取更多措施來抑制愛爾蘭和西班牙的快速成長，但在歐洲央行為整個歐元區設定單一利率的條件下，要這樣做很困難，這顯然是真的。事實上，藉著設定低利率，歐洲央行優先考量的是刺激德國經濟的需求，而非抑制周邊國家成長的需求。這是一個合理的決定，因為德國的經濟規模大得多。此外，在歐洲經濟熱點的投資報酬率召喚下，想像歐洲央行會透過升息來抑制經濟成長只是一廂情願。如果歐盟的商業數據可信，那麼西班牙旅遊業和房地產的投資報酬率超過三〇%，難怪投資會蜂擁而至。<sup>39</sup>在金融全球化的世界裡，歐洲央行無法像聯準會阻止資金流入美國，限制資金不能流到那些熱點。愛爾蘭的銀行就是很好的例子。它們在歐洲央行的直接權限之外從倫敦金融城得到批發資金。<sup>40</sup>

要讓快速成長放緩，不需要歐洲央行溫和調整利率，而是要讓成長國家的政府採取全面性的經濟政策。這也許包括更嚴格的放款規定、遏制銀行體系的成長，甚至是採取緊縮財政政策。事實上，以西班牙來說，要嚴密掌控較大型、較國際化的銀行。外國投資人期望有較高的監理標準，讓它們安然度過危機。<sup>41</sup>但是對於當地的房貸放款機構而言並非如此，西班牙儲蓄銀行（cajas）在信貸市場的市占率是五〇%。<sup>42</sup>它們與地方政治緊密相連，而且完全沉浸在房地產的榮景中。二〇〇二至二〇〇九年間，它們的業務成長到原來的二．五倍，導致總資產達到四千八百三十億歐元，相當於西班牙GDP的四〇%。<sup>43</sup>但盡全力限制它們放款，很容易被視為是馬德里政府在爭奪權力。為什麼西班牙的政治人物會採取這種不受歡迎的措施呢？泡沫的一個副作用是使資產負債表看起來很好，強硬的監理改革似乎不必要，而且有懲罰性。<sup>44</sup>西班牙人正在享受多年後重回鎂光燈下的風光，西班牙電信公司（Telefónica）、法羅里奧集團（Ferrovial）和桑坦德銀行（Banco Santander）等公司正

崛起成為全球玩家。時尚巨擘Zara的老闆阿曼西奧．奧蒂嘉（Amancio Ortega）成為歐洲最有錢的億萬富翁。總理約瑟．路易斯．羅德里格茲．薩巴德洛（José Luis Rodríguez Zapatero）正在為西班牙遊說，希望能被邀請加入擴增的八大工業國組織。憑著精簡的社會服務與正在成長的稅收，西班牙政府的預算表現比法國或德國好得多。為什麼要抑制民間部門這種看起來很健康的爆發性成長呢？

在愛爾蘭少數政治菁英裡也瀰漫類似的熱情。因為歐盟投資人的寵愛，以及銀行家和開發商過從甚密的關係，政治人物大力吹噓都柏林的國際金融服務中心在全球的吸引力。愛爾蘭的稅收制度使外國公司能夠偷偷摸摸的將過去數千億美元的獲利從美國和其他歐洲國家稅務機關抽走。雖然愛爾蘭是歐元區的會員國，而且從布魯塞爾那裡獲得龐大的補助金，但愛爾蘭喜歡將自己視為是「歐洲大陸遙遠的周邊地帶、美國（或英美）自由市場價值觀的前哨站，在那裡，各式各樣的社會民主主義仍然有政治規範。」<sup>45</sup>在二〇〇八年美國總統選舉中，在菲爾．格拉姆（Phil Gramm）影響下，世界呈現不一致的奇觀。他在一九九〇年代在國會帶頭要求放鬆管制，現在有希望成為共和黨候選人約翰．麥坎的經濟顧問，他讚揚愛爾蘭呈現低稅經濟的完美理想。灰頭土臉的前總理柏帝．艾恆（Bertie Ahern）則巡迴世界，向觀眾推銷「極端的經濟全球化、低個人稅率與公司稅率、『對企業友好』的政府和寬鬆管制」的好處。

## 2000-2007 年歐元區的負債增加情況

	家庭	非金融機構	金融機構	政府	總負債增加	實質房價指數
比利時	7	57	124	-26	162	48.7
德國	-10	0	33	5	27	-14.0
愛爾蘭	54	-13	612	-8	645	52.8
希臘	32	13	41	4	90	37.2
西班牙	34	78	74	-24	162	73.1
法國	15	20	113	5	152	81.7
義大利	17	23	22	-7	55	37.6
荷蘭	32	-42	217	-12	195	14.4
奧地利	7	68	72	-7	140	1.2
葡萄牙	26	12	71	13	122	-11.2
芬蘭	23	-77	70	-11	4	37.7
歐元區 11 國	21	12	132	-6	159	28.3
丹麥	37	60	145	-26	216	57.9
瑞典	24	49	70	-10	133	55.3
英國	31	-34	367	1	365	63.4
平均	23	15	145	-7	176	38.3

單位：占 GDP 的比例

資料來源：Calculated from Eurostat and OECD data (for the real home price index) from S. T. H. Storm and C. W. M. Naastepad, "Myths, Mix-ups and Mishandlings: What Caused the Eurozone Crisis?" Annual Conference Institute for New Economic Thinking, "Liberté, Égalité, Fragilité," Paris, France, April 2015, [https:// www.ineteconomics.org/ uploads/ papers/ The-Eurozone-Crisis.pdf](https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/The-Eurozone-Crisis.pdf).

## 里斯本條約

建立一個貨幣聯盟涉及很多風險，而且歐洲毫無疑問應該要增加財政憲法。但是歐洲的主要問題並不是缺乏一個財政政策的消防法規，問題在缺乏一個金融業的消防部門。<sup>46</sup>在國家建設上會失敗，最重要的原

因並不是沒有財政聯盟，而是沒能產生處理銀行危機的能力。應對高度連結的金融資本主義需要一個有紀律、有行動能力，而且有意願去做事的國家。應對這場歐洲醞釀的大規模銀行危機，需要一個確實非常有能力的國家。

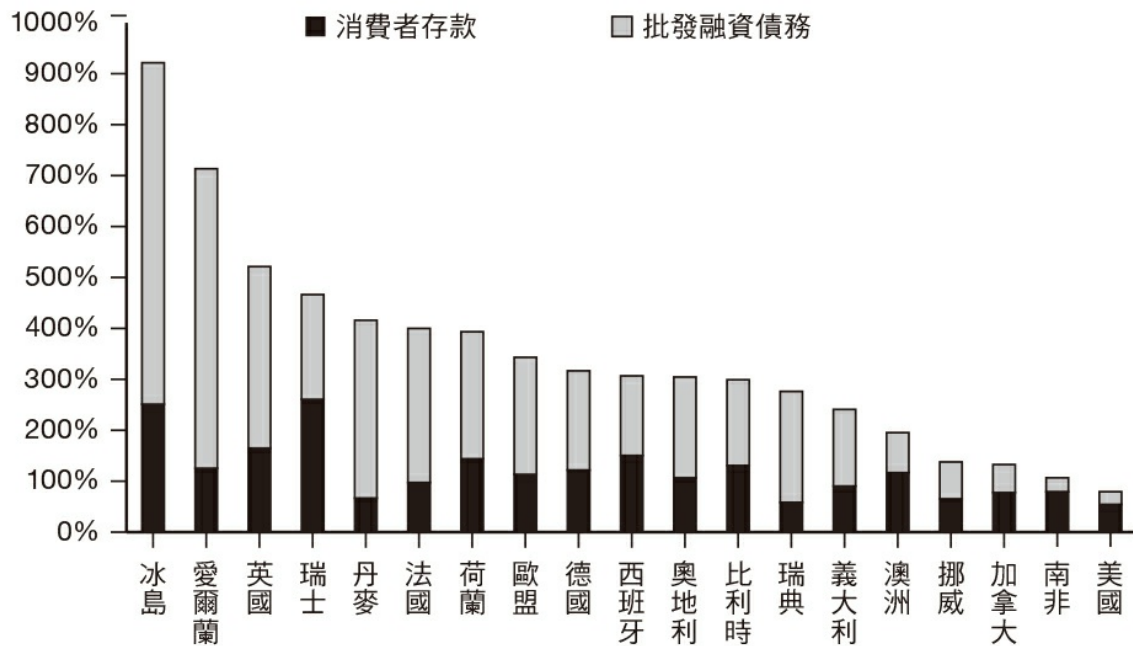
只有當我們整合歐洲銀行在當地與全球的活動，才會清楚這樣一個必備的機制有多糟，得以全面了解它們是如何驚人的過度成長壯大。美國的銀行非常大，而且對全球金融非常重要。但在歐洲，銀行融資的成長最不成比例。<sup>47</sup>歐洲的銀行一直都很龐大，不像美國，那裡的股票和債券市場是企業融資的主要來源，歐洲經濟長期以來都重度仰賴銀行放款。但是，歐洲的銀行遍布整個歐盟，而且在利用跨大西洋金融管道的優勢下，它們的規模已經變得很巨大。二〇〇七年，世界上資產最多的三大銀行都在歐洲，包括蘇格蘭皇家銀行（RBS）、德意志銀行和法國巴黎銀行。它們的資產合起來占全球GDP一七%。每家銀行的資產都接近母國（英國、德國和法國）的GDP，這三個國家剛好是歐盟三大經濟體。<sup>48</sup>小國愛爾蘭的情況更為極端。銀行的負債總計達到GDP的七倍，法國和荷蘭在伯仲之間，負債總計是GDP的四倍。德國和西班牙的銀行擁有的負債總共是GDP的三倍。按照這個標準，歐元區每個會員國裡「銀行過度競爭」（overbank）的情況至少是美國三倍以上，此外，與美國的同業相比，歐洲的銀行更加仰賴以市場導向變動的「批發」融資。

由於資產負債表的規模和歐洲銀行業務的複雜性，可以預見，只有集體行動足以挽救可能蔓延至歐元區的危機。要求以統一的行動來控制商業活動中的特定產業，來確保那個產業的安全，這個做法完全不符合歐洲的歷史。的確，歐洲整合的源起是理解到歐洲的煤炭和鋼鐵工業是衝突和不穩定的根源。出於這種邏輯所產生的歐洲煤鋼共同體

（European Coal and Steel Community）成為「歐洲拯救民族國家」（European Rescue of the Nation State）的第一步。<sup>49</sup>同樣的，一九六〇年代所策劃的「共同農業政策」（Common Agricultural Policy），抑制國家在支撐農產品價格政策上的外溢效果。只有在一九八〇年代，歐盟這種產業願景才逐漸過時，由簡單到讓人起疑的單一市場所取代。這是歐元區真正的赤字，這是金融市場合為一體的貨幣聯盟，但是卻沒有提供銀行業聯盟所需要的監理機構。如果要說歐洲需要真正的財政憲法有什麼迫切的原因，那就是為大額的保險存款和救助基金提供金融支持。

一九九〇年代末期，隨著歐洲貨幣聯盟的成立逼近，賴瑞·桑默斯魯莽的要求國際金融專家集合起來開會：「在場的歐洲人能否跟我解釋，如果西班牙的一家銀行陷入嚴重困境會發生什麼事？西班牙的監理機關、西班牙央行、歐洲央行和布魯塞爾各自擔負什麼責任？」這個問題使整個會場鴉雀無聲。在一陣尷尬之後，接下來「歐洲人之間出現一陣混亂的爭論，結果沒有產生出解決方法，只是感覺他們不想要在其他人的面前公開這些私下協議。」<sup>50</sup>回顧這個意外事件，桑默斯將混亂與尷尬的沉默歸咎於歐洲政治時常意見分歧，但實際上美國並沒有什麼不同。美國也沒有人想要去考慮銀行倒閉會發生什麼情況，不管是一九九七年還是二〇〇七年。的確，桑默斯二〇〇五年八月在傑克森霍爾的會議上對拉詹的無理評論是非常明確的反應，他是強制執行那個禁忌「非常認真的人」之一。否認的情況很常見，不同之處在於，當不可思議的事情發生的時候，美國有個聯邦政府的架構能在其中應變。歐盟不幸的地方是，當危機爆發時，不只缺乏這種架構。到了危機出現時，歐盟還在受根本的政治局限限制，它們正要努力建立一個更為穩定的憲法框架。

## 2008年歐盟國家的銀行負債占「本國」的GDP比例



注：截至2008年為止。

資料來源：<https://qz.com/19386/europe-is-still-massively-overbanked-by-the-way/>。根據巴克萊研究中心 (Barclays Research) 的數據。

直到二〇〇〇年代初期，歐盟都在政治學家稱為「寬容共識」(permissive consensus) 的背景下運作。<sup>51</sup>歐洲人接受逐步朝更緊密的聯盟推進，他們沒有熱情，但也沒有人抗議。歐盟並不是一個突兀的存在。與普遍的看法相反，歐盟絕不是龐大的官僚機構。歐盟雇用的人數比大多數中等城市少，但這個廣大、雜亂無章的憲法架構缺乏民主責任，這明顯讓人不滿。而且一旦歐盟在二〇〇四年擴大到囊括新的東歐會員國，會讓人更為不滿。二〇〇一年十二月，歐洲高峰會 (European Council) 批評一份起草憲法文件的歐洲公約，這份文件提到要確保效率、更明確的責任範圍，以及為歐洲的擴張鋪路。這份公約是由歐洲主

義（Europeanism）的老將、前法國總統季斯卡·德斯坦（Giscard D'Estaing）帶領影響力人士組成的委員會所起草。<sup>52</sup>這個提案想要在多數決的中央決策與不可簡化的歐洲民主國家角色間確立新的平衡。它將構成歐洲整合支柱的各種機構和條約附屬在一個能主導所有事項的歐洲聯盟上。歐洲的野心定義在：優先考慮充分就業、「社會公義」和「世代間團結一致」，以及打擊「社會排斥（social exclusion）和歧視」的「社會市場經濟」，同時也承諾要保有「高度競爭力」。<sup>53</sup>

這套憲法條文令人滿意地混合著二〇〇〇年代初期所有優質治理的妙策，歐洲工會運動（The European Trade Union movement）獲得批准。東尼·布萊爾和英國新工黨政府都熱心在推動。在華盛頓特區，漢彌爾頓計畫可能會很高興的掛名推薦，但在二〇〇五年五月二十九日，這套憲法被法國的公投否決，接著六月的荷蘭公投也否決。左派對歐盟支持市場特性的敵意，以及民族主義者對布魯塞爾的敵意聯合起來，提供堅實多數的反對力量。這產生強烈的震撼，寬容共識被廢棄。不論這套憲法的是非曲直，全民民主（popular democracy）都已經做出論斷，而且讓歐洲的菁英處於混亂狀態。<sup>54</sup>在經濟和金融整合日益緊密，以及歐盟擴張到東歐的現實情況下，重組歐洲的計畫不能簡單放棄。必須找到替代品。如果真正的憲法不再是一套可行的主張，那歐洲就必須以反覆試驗過的政府間協定來發展。這讓德國發揮關鍵作用，而且從二〇〇五年十一月開始，這意味著讓梅克爾發揮關鍵作用。

梅克爾與歐洲的關係跟她的導師赫爾穆特·柯爾大不相同。<sup>55</sup>因為她在冷戰時期的東德成長，初期她著迷於外面的世界，先是俄羅斯，然後是英國和美國。這與她擁護全球主義，以及全球主義在一九九〇年代導致環境政治和氣候變遷的情況一致。德國的統一塑造了她。除此之外，梅克爾的世界還比歐洲更大。關鍵的含意是，在歐洲事務中，德國



總理並沒有向布魯塞爾尋求解決方案，她不是聯邦主義者，梅克爾沒有預見歐洲的未來是一個建構在由布魯塞爾管理的共同歐洲機構與機器，她提倡政府間主義（注：[intergovernmentalism](#)，國際組織的運作原則之一，強調政府之間的合作，各國仍保有完整的主權）。她在歐洲民族國家之間尋求一些大交易（grand bargains）。有些人懷疑這只是德國偽裝的統治計畫。<sup>56</sup>可能可以說德國政治外圍確實有些民族主義者，但梅克爾並不是其中的成員，其他基督教民主聯盟領導階層的關鍵人物也不是其中成員，例如內政部長沃夫岡·蕭伯樂（Wolfgang Schäuble），他在二〇〇九年取代史坦布律克，成為梅克爾第二任政府的財政部長。蕭伯樂與梅克爾不同，他是聯邦主義者，渴望將歐洲的核心力量推往更高階段的整合。他們共同的期望並不是要主導歐洲，二十一世紀初期的柏林沒有宏大的霸權計畫，他們共同擁有的信念是德國不只要有權力，還能取得適當的歷史地位，在歐洲事務上扮演有自信的否決者。德國的陰暗歷史禁止它擁有統治戰略，甚至擁有過於獨斷的領導，但是聯邦共和國的成功賦予它權力去堅持歐洲的解決方案要符合它的標準，而且柏林會以它認為適合的方式來應用這些標準。這是一種極小、苛求，而且有時武斷而自私的姿態。梅克爾在歐洲事務的立場很容易被設定成「說不夫人」（Madame Non），這得到國內選民的強力支持。如果說這是盲點，該說的是，這並非被壓抑的統治欲望，而是低估德國的成功和國際聲望實際上與歐洲相互依存的傾向，它還僭越德國設定標準的權力。動用否決權會讓決策耗時，而且出現緊急危機時，無論是在財務還是外交事務上，時間的損失可能會造成沉重的代價。危機愈嚴重，擁有否決權的人對於時間的掌控就愈具有決定性。隨著歐洲進入可以預見的狂濤巨浪，對「德國統治」的恐懼與德國領導階層的要求就會更為強化，因此柏林也有決心要控制事情的發展步調。

致命的巧合是，二〇〇五年制定歐洲憲法徹底失敗之後，正巧輪到德國擔任歐盟理事會主席國。這時剛好是梅克爾開始總理生涯的初期，她有責任要為失敗的憲法重新起草，並讓讓替換的憲法通過。經過柏林幾個月來嚴謹高壓的準備，終於在二〇〇七年十二月推出「里斯本條約」（Lisbon Treaty）。就像被取代的憲法一樣，「里斯本條約」將歐洲整合計畫的多個支柱合併為一個擁有五億人口的單一聯盟。它為歐盟制定新的外交和安全政策，它精簡理事會，並確立多數決原則，這對於方便管理已經大幅擴張的架構至關重要。但最重要的是，它確立理事會是以歐洲各國政府為代表，並設立理事會主席作為常駐代表。它終結歐盟委員會與委員會主席在執行領導上的任何意圖。<sup>57</sup>許多原來憲法條約的關鍵條款依然保留，但二〇〇五年的失敗留下持久的印記，那就是重申歐洲各國政府至高無上的地位。在可預見的未來，不會再有更進一步的措施去推動聯邦整合。歐洲的政策不會由布魯塞爾集中決定，而是透過政府間的商議來決定。

隨著二十一世紀的第一次金融業榮景在二〇〇七年崩解，歐洲處於一種矛盾的局面。歐洲在經濟上深度整合，歐洲央行也從遠處管理一個過於活躍、連結歐元區到倫敦金融城和華爾街的金融體系。不過，更廣大的歐洲整合政治卻在倒退。「里斯本條約」信奉政府間主義，而且歐洲選民展現出他們願意對於超過那個界線的舉動行使否決權。在這種失衡的情況下，沒有人猜測得到歐盟怎麼回應這個無法預料到的危機，這樣的觀察已經超過金融議題。

與英美分道揚鑣

如果把二〇〇〇年代初期美國和歐洲的政策討論拿來比較，大家會看到他們有很多共同的想法。兩大洲的政策專家都專注在財政紀律和國際競爭力、供給面誘因、高效率的政府消費、赤字、實證過的福利政策、教育改革，以及彈性的勞動市場。這些是由雷根和柴契爾時代與一九九〇年代華盛頓共識遺留下來、觀念過時的供給面經濟學。大西洋兩岸的決策者有相同的盲點。他們深切相信市場，都沒有意識到全新、市場主導的銀行業模式所構成的威脅。在大西洋的兩岸，他們都不注意銀行仰賴大量批發融資的高槓桿操作所累積的風險。那麼，為什麼兩方都那麼難認清自己承擔的風險？為什麼自二〇〇八年以來大西洋兩岸對危機的描述會有如此明顯的差異？

如果要找一個主要的區別，那肯定是這個：從二〇〇一年九月十一日早上開始，美國就是戰爭裡的超級強國。不僅如此，在布希執政下，美國正在進行全球反恐戰爭。歐洲對九一一恐怖攻擊最初的反應是團結一致，普遍贊同要驅逐來自阿富汗首都喀布爾（Kabul）的塔利班政權。但是到了二〇〇二年冬季至二〇〇三年，隨著華盛頓和倫敦推動入侵伊拉克，這種一致的看法消失了。德國和法國政府表明反對戰爭，而且就像歐洲歷史上幾大示威遊行一樣，數百萬歐洲公民湧上街頭。在這個時刻，美國新保守主義的羅伯特·卡根（Robert Kagan）創造這句名言：美國人來自火星，而歐洲人來自金星。<sup>58</sup>歐洲的頂尖知識份子也以同樣的方式來回應。不太可能意氣相投的尤爾幹·哈伯瑪斯（Jürgen Habermas）和雅克·德希達（Jacques Derrida）激動表達反對立場，耐人尋味的是，對他們來說，大西洋的鴻溝遠遠超出外交政策，它可以延伸到社會政策與政治文化。二十一世紀初期，在受到懲罰的後帝國主義歐洲世界，以及遼闊、霸道好鬥的英語文化圈國家（Anglosphere）之間呈現的現代性內部分歧，無疑是個文化鴻溝。<sup>59</sup>

對九一一恐怖攻擊後的地緣政治解釋，以及我們對金融危機起源的描述，一般會有很大的差距。但是如果我們仔細觀察，會發現二〇〇〇年代初期在伊拉克陷入的困境很明顯困擾著在華盛頓負責制定政策的菁英，它喚起越戰惡夢般的回憶，以及一九三〇年代美國強權與官方威信喪失的危機。中國的崛起增加威脅感。賴瑞·桑默斯把中美貿易平衡視為金融恐怖平衡的說法很生動。這不是德國人或荷蘭人考量貿易順差的方法。一旦危機開始，美國政府領導階層普遍掛在嘴邊的動武宣言甚至變得更加明顯。無論是修辭還是指涉的意義上，這都標誌著跨大西洋的根本分歧。

在政治文化上的差異不容否認。但是，僅僅大聲宣告二〇〇〇年代初期跨大西洋的疏離表象，就認定這是經濟或地緣政治現況的描述，無疑是在雙重意義上自欺欺人。<sup>60</sup>認為「社會歐洲」（social Europe）的構想能以任何必要的方式偏離以美國為代表的「金融資本主義」驅動邏輯，顯然只是個幻想。事實上，歐洲的金融資本主義甚至更為茁壯，而且它的成長有很大一部分歸功於在美國經濟迅速成長時的深層糾結。此外，無論在伊拉克議題上的看法有多不同，歐洲對地緣政治的天真態度都是歷史近期的現象。雖然法國在伊拉克議題上猶豫不決，但它仍是老練的後殖民戰爭鬥士。歐洲不只會發動「小型戰爭」，一九八〇年代時，北大西洋公約組織的歐洲會員國還一直積極參與要贏得冷戰，而且最後取得勝利。在與蘇聯的緊張局勢急劇升級下，投入的賭注幾乎不會再更高。特別值得注意的是德國聯邦政府承諾提供的軍事力量。在高峰時，德國聯邦國防軍（Bundeswehr）的常備兵力有五十萬人，動員兵力有一百三十萬人。一九八三年歐洲之所以部署核子武裝巡洋艦與潘興飛彈（Pershing missiles），是因為在歐洲和美國面對左派人士的一致反對時，緊密連結的大西洋主義者一代在大西洋兩岸努力推動的成果。<sup>61</sup>當

然，在二十一世紀，歐洲天真的信徒正駐紮在布魯塞爾，但在冷戰後的世界，要擺脫地緣政治還很遙遠，儘管歐盟寧可否認這個事實。它和地中海與東歐鄰近國家有著複雜的關係，無法輕易脫離北大西洋公約組織或強制的邊界警察勤務。這一點很重要，因為儘管歐盟與中東的糾葛保持距離，而且拒絕將中國的崛起視為地緣政治的威脅，但這會在歐洲的門口引爆強國的激烈對抗，而且這樣做就像是世界銀行體系開始瓦解一樣。二〇〇八年八月，當金融市場快速衝向災難的時候，俄羅斯向西方支持的代理國喬治亞開戰。

- 
- 1 最權威的歷史描述請參考：H. James, *Making the European Monetary Union* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2012);經濟學家提供一個有用的介紹，請參考J. Pisani-Ferry, *The Euro Crisis and Its Aftermath* (Oxford: Oxford University Press, 2014).關於政治學，請參考D. Marsh, *The Euro: Battle for the New Global Currency* (New Haven, CT: Yale University Press, 2009).
  - 2 R. Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2007).
  - 3 M. E. Sarotte, *1989: The Struggle to Create Post-Cold War Europe* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).
  - 4 更多其他做法請參考T. Mayer, *Europe's Unfinished Currency: The Political Economics of the Euro* (New York: Anthem Press, 2012). 作者在二〇〇九至二〇一二年擔任德意志銀行首席經濟學家。
  - 5 D. Gros, "Will EMU Survive 2010?," Center for European Policy Studies, January 17, 2006 這篇文章表達初期的隱憂。
  - 6 T. Bayoumi and B. Eichengreen, "Shocking Aspects of European Monetary Unification" (NBER Working Paper 3949, 1992).
  - 7 M. Feldstein, "The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability," *Journal of Economic Perspectives* 11 (1997), 23–42.
  - 8 U. G. Silveri, "Italy 1990– 2014: The Transition That Never Happened," *Journal of Modern*

Italian Studies 20 (2015), 171– 175.

- 9 K. Dyson and K. Featherstone, “Italy and EMU as a ‘Vincolo Esterno’: Empowering the Technocrats, Transforming the State,” *South European Society and Politics* 1.2 (1996), 272–299.
- 10 “The Sick Man of the Euro,” *Economist*, June 3, 1999.
- 11 R. R. G. Heinze, *Blockierte Gesellschaft* (Opladen: VS Verlag, 1998); and K. v. Hammerstein et al., “Die blockierte Republik,” *Der Spiegel*, September 21, 2002.
- 12 A. Hassel and C. Schiller, *Der Fall Hartz IV* (Frankfurt: Campus, 2010); and S. Beck and C. Scherrer, “Der rot-grüne Einstieg in den Abschied vom ‘Modell Deutschland’: Ein Erklärungsversuch,” *Prokla* 35 (2005), 111– 130.
- 13 S. Dullien, “A German Model for Europe?,” *European Council on Foreign Relations*, July 1, 2013.
- 14 M. Fratzscher, *Verteilungskampf: Warum Deutschland immer ungleicher wird* (Munich: Carl Hanser, 2016); and C. Odendahl, “The Hartz Myth: A Closer Look at Germany’s Labour Market Reforms,” *Center for European Reform*, June 2017.
- 15 H. Geiling, ed., *Die Krise der SPD: autoritäre oder partizipatorische Demokratie* (Münster: LIT, 2010).
- 16 A. Crawford, *Angela Merkel: A Chancellorship Forged in Crisis* (Sussex: Bloomberg Press, 2013); and M. Qvortrup, *Angela Merkel: Europe’s Most Influential Leader* (New York: Overlook Press, 2016).
- 17 “The Merkel Plan,” *Economist*, June 15, 2013.
- 18 Rede von Bundeskanzlerin, “Dr. Angela Merkel beim Weltwirtschaftsforum am,” January 25, 2006 in Davos, [https://www.bundesregierung.de/Content/DE/Bulletin/2001\\_2007/2006/01/07-1-Merkel.html](https://www.bundesregierung.de/Content/DE/Bulletin/2001_2007/2006/01/07-1-Merkel.html).
- 19 C. Egle and R. Zohlnhöfer, eds., *Die zweite Große Koalition: eine Bilanz der Regierung Merkel 2005– 2009* (Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2010).
- 20 Peer Steinbrück, *Unterm Strich* (Hamburg: Hoffmann und Campe, 2010).
- 21 柯林·克魯西 (Colin Crouch) 在二〇〇〇年提出這個詞，相較於盎格魯薩克遜國家，這個詞在德國得到更多注意，請參考C. Crouch, “Coping with Post-Democracy,” *Fabian Ideas*, no. 598 (2000); C. Crouch, *Post-Democracy* (Cambridge: Polity, 2004); and “Postdemokratie?,” *Aus Politik und Zeitgeschichte*, February 1, 2011.
- 22 S. Lessenich, “Die Kosten der Einheit,” *Bundeszentrale für politische Bildung*, March 30, 2010.
- 23 “Steinbrück setzt auf schwarze Null,” *Der Tagesspiegel*, July 4, 2007.
- 24 W. Wolfrum, *Rot-Grün an der Macht: Deutschland 1998– 2005* (Munich: C. H. Beck, 2013).
- 25 一個有洞察力但不中肯的描繪可參考N. Irwin, *The Alchemists: Three Central Bankers and*

a World on Fire (New York: Penguin, 2013).

- 26 C. Ban, *Ruling Ideas: How Global Neoliberalism Goes Local* (Oxford: Oxford University Press, 2016).
- 27 D. Gabor and C. Ban, “Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets,” *Journal of Common Market Studies* 54 (2015), 617– 635.
- 28 S. Cheun, I. von Köppen-Mertes, and B. Weller, “The Collateral Frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the Financial Market Turmoil,” Occasional Paper No. 107, European Central Bank, 2009; and D. Gabor, “The Power of Collateral: The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis,” (May 18, 2012), available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2062315> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062315>.
- 29 W. Buiter and A. Sibert, “How the Eurosystem’s Treatment of Collateral in Its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and What to Do About It),” CEPR Discussion Papers No. 5387, 2005; and the discussion in Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, 145– 148.
- 30 兩個例子可見: Bernanke, *Courage to Act*, 477; and M. Lewis on Greece, the Eurozone and the implicit German guarantee, “How the Financial Crisis Created a ‘New Third World,’ ” NPR Fresh Air, September 30, 2011, <http://www.npr.org/templates/transcript/transcript.php?storyId=140948138>.
- 31 S. Storm and C. W. Naastepad, “Myths, Mix-ups and Mishandlings: What Caused the Eurozone Crisis?,” Institute for New Economic Thinking Annual Conference, April 11, 2015, table 2.
- 32 P. Lourtie, “Understanding Portugal in the Context of the Euro Crisis,” in *Resolving the European Debt Crisis*, ed. W. R. Cline and G. Wolff (Washington, DC: PIIE, 2012).
- 33 C. Wyplosz and S. Sgherri, “The IMF’s Role in Greece in the Context of the 2010 Stand-By Arrangement,” Independent Evaluation Office of the IMF, BP/16-02/11, 2016.
- 34 S. Kalyvas, *Modern Greece: What Everyone Needs to Know* (Oxford: Oxford University Press, 2015); and M. Husson, “The Greek Public Debt Before the Crisis,” March 2015, <http://hussonet.free.fr/graudite.pdf>.
- 35 Sandbu, *Europe’s Orphan*, 24.
- 36 P. R. Lane, “Capital Flows in the Euro Area,” *Economic Papers* 497 (April 2013).
- 37 G. Gorton and A. Metrick, “Securitization” (2011), in *Handbook of the Economics of Finance*, ed. G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz (North Holland: Elsevier, 2012); and T. Santos, “Antes del Diluvio: The Spanish Banking System in the First Decade of the Euro,” in *After the Flood: How the Great Recession Changed Economic Thought*, Edward L. Glaeser, Tano Santos and Glenn Weyl, eds. (Chicago: University of Chicago Press, 2017).
- 38 Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, 180– 185.

- 39 Storm and Naastepad, “Myths, Mix-ups and Mishandlings.”
- 40 P. R. Lane, “The Funding of the Irish Domestic Banking System During the Boom,” *Journal of the Statistical and Social Inquiry Society of Ireland* 44 (2014), 40– 71.
- 41 S. Royo, “How Did the Spanish Financial System Survive the First Stage of the Global Crisis?,” *Governance* 26 (October 2013), 631– 656; Santos, “Antes del Diluvio.”
- 42 A. Cárdenas, “The Spanish Savings Bank Crisis: History, Causes and Responses” (Working Paper 13-003, Universitat Oberta de Catalunya, 2013); and Santos, “Antes del Diluvio.”
- 43 T. Santos, “El Diluvio: The Spanish Banking Crisis, 2008– 2012,” manuscript, Columbia Business School, Columbia University (2017).
- 44 Santos, “Antes del Diluvio.”
- 45 I. Jack, “Ireland: The Rise and the Crash,” *New York Review of Books*, November 11, 2010, reviewing F. O’Toole, *Ship of Fools: How Stupidity and Corruption Sank the Celtic Tiger* (London: Faber and Faber, 2009).
- 46 P. De Grauwe, “How to Embed the Eurozone in a Political Union,” *Vox*, June 17, 2010. 針對最適通貨區域理論與它們對財政聯盟的堅持的盲點，提出令人震驚的評論可見Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, 174– 179. 一九九二年馬斯垂克條約後對金融穩定討論的評論可見M. Obstfeld, “Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis,” Directorate General Economic and Financial Affairs No. 493 (DG ECFIN), European Commission, 2013.
- 47 對於歐盟預防性安排讓人訝異的平淡總結，請見ECB, “The EU Arrangements for Financial Crisis Management,” *ECB Monthly Bulletin*, February 2007.從危機開始首先強調潛在問題規模的人有N. Veron, “Is Europe Ready for a Major Banking Crisis?,” *Bruegel Policy Brief* (August 9, 2007).
- 48 D. K. Tarullo, “Regulating Large Foreign Banking Organizations” (speech, Harvard Law School Symposium on Building the Financial System of the Twenty-first Century: An Agenda for Europe and the United States, March 27, 2014).
- 49 A. Milward, *European Rescue of the Nation State* (London: Routledge, 1992).
- 50 L. H. Summers, “Summers Speaks,” *Magazine of International Economic Policy* (Fall 2007), [http://www.international-economy.com/TIE\\_F07\\_Summers.pdf](http://www.international-economy.com/TIE_F07_Summers.pdf).
- 51 G. Majone, *Europe as the Would-Be World Power* (Cambridge: Cambridge University Press, 2009).
- 52 M. Bernard, Valéry Giscard d’Estaing: *Les ambitions déçues* (Paris: Armand-Colin, 2014).
- 53 M. O’Neill, *The Struggle for the European Constitution: A Past and Future History* (Basingstoke, UK: Routledge, 2009).
- 54 M. K. Davis Cross, *The Politics of Crisis in Europe* (Cambridge: Cambridge University Press, 2017).



- 55 S. Kornelius, *Angela Merkel: The Chancellor and Her World* (London: Alma Books, 2014).
- 56 一個很棒的討論請參考H. Kundnani, *The Paradox of German Power* (Oxford: Oxford University Press, 2015).
- 57 S. Fabbrini, *Which European Union? Europe After the Euro Crisis* (Cambridge: Cambridge University Press, 2015).
- 58 R. Kagan, “Americans Are from Mars, Europeans Are from Venus,” *Sunday Times*, February 2, 2003, 後來產生下面這本書： R. Kagan, *Paradise and Power: America and Europe in the New World Order* (London: Vintage, 2003).
- 59 Habermas and Derrida, “February 15, or What Binds Europeans Together.”
- 60 In deep agreement with the basic diagnosis common to P. Anderson, *The New Old World* (London: Verso, 2009); 和 P. Baldwin, *The Narcissism of Minor Differences: How America and Europe Are Alike* (Oxford: Oxford University Press, 2009)對基本診斷同樣有明顯一致的看法。
- 61 J. Herf, *War by Other Means: Soviet Power, West German Resistance, and the Battle of the Euromissiles* (New York: Free Press, 1991); and L. Nuti, F. Bozo, M. Rey and B. Rother, eds., *The Euromissile Crisis and the End of the Cold War* (Washington, DC: Woodrow Wilson Center Press, 2015).

## 第5章 多極世界

俄羅斯在二〇〇〇年代初期重返世界舞台，對全球經濟成長的貢獻甚至超越崛起的中國。俄羅斯把石油和天然氣傾瀉到世界市場，銀行和企業在歐洲和美國使勁的借錢。就像中國一樣，俄羅斯擁有龐大的美元外匯存底，但是跟中國不同的是，俄羅斯與美國金融業的關係是間接的。俄羅斯沒有透過出口產品到美國來賺取美元。它把天然氣和石油賣給歐洲和亞洲。此外，儘管中國共產黨充滿自信的接觸西方國家，但蘇聯冷戰失敗的創傷仍然很鮮明。對克里姆林宮來說，尼克森 / 季辛吉與中國破冰的時刻並不是美好的回憶。因此，對曾是蘇聯國家安全委員會（KGB）特務人員的俄羅斯總統普丁（Vladimir Putin）來說，會提出中國和美國寧可不去大聲質問的問題並非偶然。普丁要求要知道，再平衡與再融合的世界經濟對地緣政治秩序有什麼影響？普丁不僅提出這個問題，這樣做的同時，還暴露出西方國家（也就是歐洲內部各國之間，以及歐洲與美國之間）對於應該要用哪種國際框架來架構經濟和金融發展缺乏一致的看法，不只是針對全世界大多數國家的影響，還特別針對歐洲門戶、冷戰後世界資本主義轉型的典範：東歐。

### 冷戰後的地緣政治

歐洲跟亞洲不同，「西方國家」絕對勝過共產主義。在硬實力與軟

實力、軍事、政治和經濟實力上都勝過一籌。雖然德國人也許會對戈巴契夫（Gorbachev）與緩和外交政策（*détente diplomacy*）給予更多的讚賞，但美國會更讚賞雷根和星際大戰，不過大西洋聯盟一致認為自己是勝利的一方。從冷戰結束以來，沒有什麼國家比統一的新德國受益更多，這是德國與美國合作所確保的勝利。一九九〇年，法國總統法蘭索瓦·密特朗贊成在共同的歐洲安全政策中接受前蘇聯集團的和解願景，取代北大西洋公約組織與華沙公約（*Warsaw pact*），<sup>1</sup>但赫爾穆特·柯爾和喬治·布希都不想要為此做任何事。西方國家已經贏了，它為歐洲的統一設定條件。

一九九一年十二月柏林圍牆倒塌與蘇聯解體，使俄羅斯縮小與孤立。俄羅斯在一九一八年列寧（*Lenin*）簽下毀滅性的「布雷斯特-里托夫斯克和約」（*The Treaty of Brest-Litovsk*）後過著黑暗的日子，它從來沒有那麼卑微過。在葉爾欽（*Yeltsin*）的領導下，莫斯科與西方國家的關係很友好。但是俄羅斯的經濟卻深陷危機。用喬治·索羅斯（*George Soros*）的話來說，俄羅斯是「一個中央政府停止運作的中央計畫經濟」。<sup>2</sup>在所謂的過渡性經濟衰退過程中，物價飆升，一九八九至一九九五年間俄羅斯的實質GDP下降四〇%。一九九四年十月十一日「黑色星期二」那天，一次瘋狂的匯率交易讓盧布兌美元貶值四分之一以上。一直到一九九五年，俄羅斯經濟才穩定下來。大量外資進入帶動溫和的復甦，才讓俄羅斯喘一口氣，之後只有在一九九七年亞洲金融危機才亂了方寸。<sup>3</sup>為了努力穩住匯率，俄羅斯央行引進外匯管制，並請求國際貨幣基金緊急貸款。<sup>4</sup>但是在一九九八年八月，葉爾欽政府已經無法掌控。八月十七日，莫斯科讓貨幣貶值，而且宣布俄羅斯銀行業積欠的外債延遲九十天還款。盧布應聲暴跌，從七盧布兌一美元重挫至二十一盧布兌一美元。進口成本大增，向外國借款的俄羅斯人面臨破產。

然後在八月十九日，俄羅斯政府以盧布計價的國內債務發生違約。到了一九九八年十月，有四〇%的人口生活在最低生活水準下。莫斯科為了支付進口食物的費用，懇求國際社群的幫助。隨著年化通貨膨脹率飆升至八四%，俄羅斯人對自己的貨幣失去信心。新千禧年剛開始時，在俄羅斯流通的貨幣中，美元價值占所有貨幣價值的八七%。在美國之外，俄羅斯是世界上最大的美元經濟體。在俄羅斯的國際投資人需要以美元來支付當地的稅款。俄羅斯成為美元化的終極實驗場，這是一個擁有核子武器、由華盛頓供給貨幣的前超級強權。<sup>5</sup>

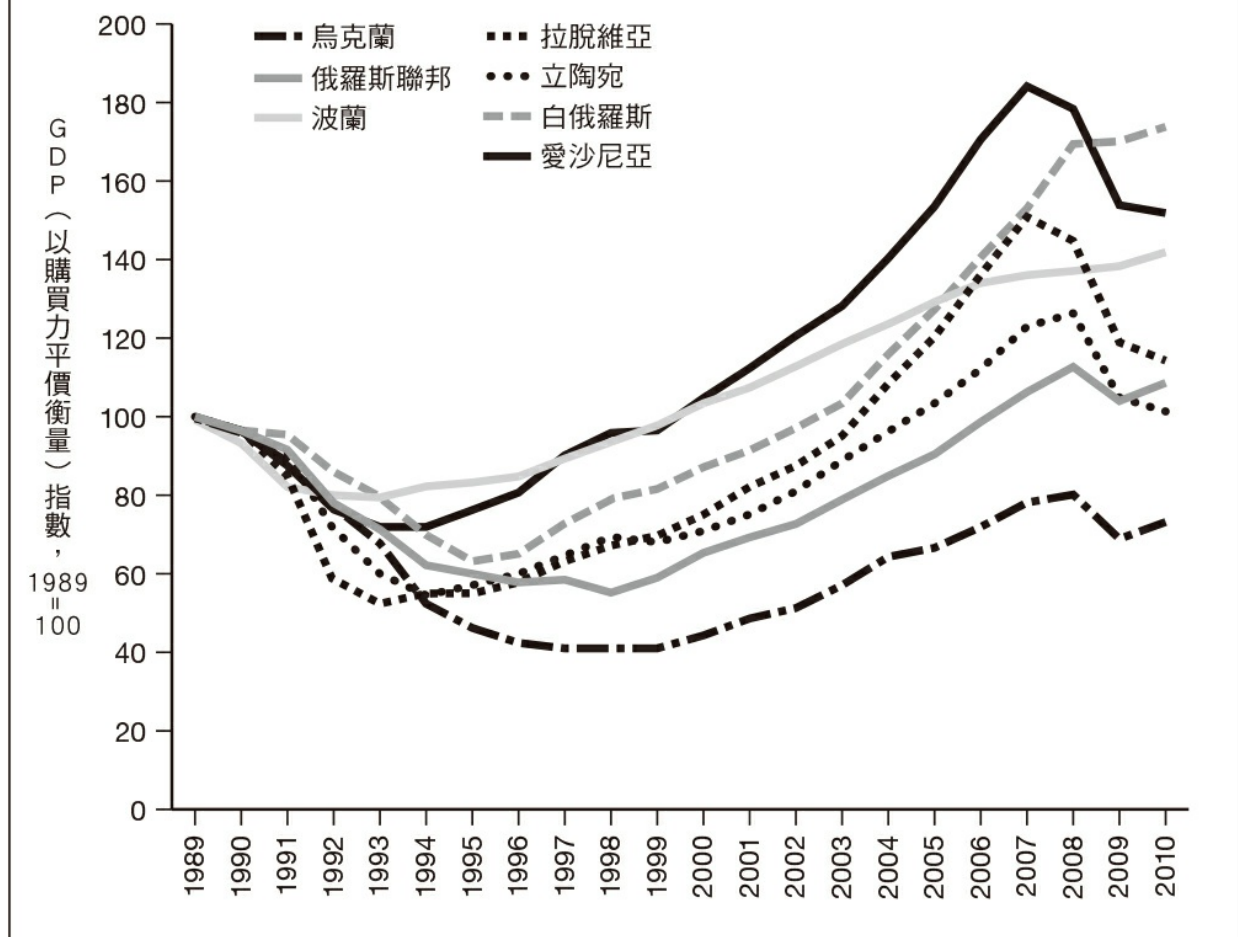
除了新獨立的烏克蘭，俄羅斯是後蘇聯國家中受傷最嚴重的國家，不過在一九九〇年代初期，前東歐集團處境困難。<sup>6</sup>當它們拿掉中央計畫的制度架構時，東歐和前蘇聯國家經濟重創。在一九八九至一九九四年間，生產量下降超過三〇%。隨著實質薪資暴跌與共產主義時代的福利系統解體，通貨膨脹、失業率和社會不平等的現象飆升。在波羅的海國家，一九九〇年代的薪資水準遭遇嚴重打擊，愛沙尼亞的薪資減少六〇%，拉脫維亞減少七〇%。對於數百萬人來說，移民是最好的選擇，就算非法也有必要。

這時北大西洋公約組織和歐盟決定擴展至東方、穩定當前危機、提供未來發展走向，並持續重新繪製地緣政治版圖。<sup>7</sup>歐盟與北大西洋公約組織雙雙擴張並沒有經過協調，這是由東歐人自己驅動，就跟華盛頓、柏林和巴黎驅動一樣。早在一九九一年二月，波蘭、匈牙利、捷克和斯洛伐克所組成的維西格勒集團（Visegrád group）就開始推動成為北大西洋公約組織的會員國。歐盟隨後通過結盟協議，但直到一九九三年，歐盟才決定要擴大，而擴大的條件只有在一九九七年詳細說明。雖然一些外部觀察家呼籲要制定馬歇爾計畫（Marshall Plan）來促進經濟發展，但歐盟針對想加入的東歐國家提供技術與專家援助，要改造它們

的財政、基礎運輸建設、財產權到法律制度等每一件事。北大西洋公約組織因為只關注軍事層面，因此能更快速採取行動。一九九九年，波蘭、匈牙利和捷克就已經被接納成為正式會員。各國真正蜂擁加入是在二〇〇四年。二〇〇四年四月一日，保加利亞、愛沙尼亞、拉脫維亞、立陶宛、斯洛伐克、斯洛維尼亞和羅馬尼亞都加入北大西洋公約組織。一個月後，除了保加利亞和羅馬尼亞，其他國家都加入歐盟。這兩個進度落後的國家到了二〇〇七年才被判斷已經準備好加入歐盟。

從冷戰結束算起已經有十五年。華盛頓反覆思考這個做法，但很多西歐國家並不願意著手向東擴張，這樣做的代價可能很高，很明顯有風險會激怒俄羅斯。二〇〇三年，在入侵伊拉克的看法上，歧見很深，而且場面尷尬。<sup>8</sup>身為北大西洋公約組織與歐盟會員國候選人的東歐國家必須做出選擇。是要站在支持柏林和巴黎反對戰爭那一方，還是要站在華盛頓、倫敦和支持它們的馬德里和羅馬那一方。絕大多數的東歐國家選擇支持戰爭，而美國國防部長唐納德·倫斯斐（Donald Rumsfeld）毫不猶豫的在傷口上撒鹽，玩起「新歐洲」對抗「舊歐洲」的賽局，讓法國和德國感到不滿與孤立。<sup>9</sup>哈伯瑪斯和德希達二〇〇三年獨特的「歐洲認同」願景直接針對英裔美國人，也同樣針對東歐人。這是東歐核心成員國要去考量的事。歐盟委員會對此只能假裝不在乎。委員會主席羅馬諾·普羅迪喜歡宣稱一九八九年柏林圍牆的倒塌與德國和歐洲的再次統一，顯示出的不是歷史的終結，而是新的開始。<sup>10</sup>雖然歐洲的歷史一度意味著衝突和貧困，不過現在的歐洲沒有什麼值得擔憂的事，而且世界也不用害怕歐洲。歐盟已經克服十九世紀典型的強權政治，以及冷戰的武裝戒備。身為穩定、繁榮與法治的提供者，歐盟正在實現哲學家康德（Kant）永久和平的夢想。

## 1989至2010年後社會主義國家的GDP指數：工業化國家



資料來源：<http://www.ggd.net/maddison/maddison-project/home.htm>.

普羅迪提到，彷彿歐盟結合軟實力與硬實力，很快就要成為一個功能齊全的國家。但事實上，冷戰後世界的地緣政治結構變得更加不確定，而且更為搖搖欲墜。歐盟從來就沒有自己發展強力的軍事力量。不只是歐洲的軍事合作有派系鬥爭，華盛頓也禁止合作，但是歐洲各國都取得和平紅利。在俄羅斯經濟疲弱的情況下，有什麼理由不讓冷戰的實質軍事設施發展停下來？正是這個決定奠定二〇〇〇年代跨大西洋分歧的國防安全政策。也讓東歐人更加依賴美國人，隨著進入新世紀，美國人

的軍事優勢變得愈來愈強大。同時，在一九九〇年代初期的第一輪財政援助之後，在塑造東歐更廣泛的結合上，美國不只在外圍發揮作用。在抹去蘇聯實驗的遺產上，正是歐盟起了帶頭作用。

## 東歐與西方國家接軌

將東歐納入歐盟和北大西洋公約組織是一套包含地緣政治、政治和繁文縟節的手續。但是發起的人並不是官僚，而是西歐的企業。<sup>11</sup>因為一九九〇年代的薪資普遍不到德國的四分之一，東歐高技術勞工的吸引力讓人無法抗拒。整合過程甚至比北美自由貿易協定（NAFTA）整合加拿大、美國和墨西哥更引人注目。在共產主義垮台的十年間，東歐大約有一半的製造能力掌握在歐洲跨國公司手上。<sup>12</sup>東歐的汽車生產很快就占歐洲產量一五%，其中九〇%是由外資擁有，福斯汽車併購思科達汽車（Škoda）就是指標性的案例。此外，一九九〇年代波蘭最大單一外國投資人是飛雅特汽車（FIAT），接著是南韓的大宇汽車（Daewoo）。<sup>13</sup>

如果說這是民間資本帶頭，那麼接下來則會看到政府資金的高漲。在整個東歐，高速公路和公共建築都印上歐盟的藍色標誌與星星，儘管最初的支出水準相當低，但是在二〇〇〇年後透過凝聚基金（Cohesion Fund）、歐洲區域發展基金（European Regional Development Fund）和歐盟的農業補貼計畫，數百億歐元從西歐流向東歐。二〇〇七至二〇一三年最後融資期間，在指定用於東歐的一千七百五十億歐元結構基金（structural funds）中，光是波蘭就得到六百七十億歐元。<sup>14</sup>捷克獲得兩

百六十七億歐元，還有兩百五十三億歐元流向匈牙利。在整個地區，歐盟的資金足以資助這七年間七%至一七%的固定資本形成毛額（gross fixed capital formation）。布魯塞爾投注在東歐新會員國的資金規模，直追一九四七年以拯救遭毀滅的西歐而知名的馬歇爾計畫。儘管在第二次世界大戰後，民間資本直到一九五〇年代末才開始大量橫跨大西洋，但在東歐的轉型經濟中，歐盟政府融資帶來的影響立刻就高達民間投資的好幾倍。

一九八〇年代收購東歐的工業基地只是一個開始。到二〇〇八年底為止，西方銀行在後蘇聯經濟體的信貸已經擴大至一．三兆美元。這個巨額數字不只是「外債」導致的結果，還有當地銀行體系的全面整合推波助瀾。在歐元區，法國、荷蘭、英國和比利時的銀行將資金引入像愛爾蘭和西班牙等熱門地區，在前共產主義世界，則由像ING集團等荷蘭銀行、德國的巴伐利亞銀行（Bayerische Landesbank）、奧地利的瑞福森銀行（Raiffeisen Bank）或義大利的裕信銀行（UniCredit）領軍。

在整個東歐，金融整合「持續發展」。在很大程度上，外幣貸款被用來提供房地產、信用卡和車貸融資。在匈牙利，最極端的情況是，二〇〇三至二〇〇八年的家庭債務增加一三〇%，全都是由外幣信貸所組成。有什麼能比借瑞士法郎來買進新房子更個人化、更清楚的表明西方國家已經到來了呢？



## 西歐銀行對中歐和東歐國家的債權金額

	奧地利	比利時	法國	德國	義大利	荷蘭	瑞典	西歐
保加利亞	5.7	2	3.6	2.8	8.1	0.7	0	41.5
捷克	65.1	56.7	38.6	12.7	19	6.2	0.2	205.7
匈牙利	38.3	18.7	11.9	37.9	29.3	5.6	0.3	153.3
波蘭	17.2	25.2	22.9	55.4	54.4	41.2	8.1	287.4
羅馬尼亞	46.5	1.2	17.6	3.8	12.9	11	0.2	124.1
斯洛伐克	33.2	10.9	6.4	4.1	23.6	6.7	0.2	87.3
愛沙尼亞	0.3	0.1	0.1	1.1	0.4	0	32.7	40.2
拉脫維亞	0.8	0	0.4	4.8	1.4	0	25.0	43.3
立陶宛	0.3	0.1	0.4	3.8	0.7	0	28.9	45.5
白俄羅斯	2.1	0.1	0.2	0.9	0.2	0.1	0	3.8
俄羅斯	23.9	10.3	34.7	49.5	25.7	25.5	9.9	222.6
烏克蘭	12.9	0.8	10.6	5	4.9	3.7	5.4	52.8
總計	246.3	126.1	147.4	181.8	180.6	100.7	110.9	1307.5

單位：十億美元

資料來源：Danske Bank Research, “Euro Area: Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe,” February 24, 2009, table 1.

這種同時進行金融、政治和外交的整合是顛覆性的影響。在東歐的主要城市，物質生活水準與西方的基準迅速趨於一致。這給東方最遠、不太受歡迎的前蘇聯加盟共和國留下深刻印象應該不足為奇。到了二〇〇〇年代初期，許多前蘇聯加盟共和國似乎被鎖在時光隧道。身為戈巴契夫時期的外交部長，愛德華·謝瓦納茲（Eduard Shevardnadze）一直是西方國家的寵兒，但是到了二〇〇〇年代初期，他主政的喬治亞充斥著腐敗，甚至無法從國際貨幣基金借到錢。烏克蘭的遭遇幾乎和俄羅斯在一九九〇年代的經濟崩盤一樣嚴重，而且幾乎沒有恢復的跡象，比鄰國波蘭更為痛苦。最重要的是，驅動二〇〇三年和二〇〇四年喬治亞和烏克蘭「顏色革命」的是人民下定決心不要再落後遙遠的西方國家、錯過西

方國家發生的巨大轉變。<sup>15</sup>烏克蘭主要抗議團體PORA的名字可以翻譯成「時間到了」。它的標誌是一個滴答作響的時鐘。<sup>16</sup>後蘇聯的落後國家沒有時間再輸了。在烏克蘭，二〇〇四年的革命人士謹慎地保持地緣政治的平衡，既沒有選擇俄羅斯，也沒有選擇西方國家。在喬治亞，事情變得更簡單。把謝瓦納茲趕下台後，到了二〇〇六年，由西方國家支持、以米哈伊·薩卡希維利（Mikheil Saakashvili）為首的喬治亞新政府脫穎而出，成為世界銀行認可的「最佳改革者」（Top Reformer）。<sup>17</sup>喬治亞軍隊很快轉而支持伊拉克的聯盟。布魯塞爾可能會宣稱「歐盟不會插手地緣政治」，而這個口號適合舊歐洲的決策者，特別是柏林。但對於一九九九年至二〇〇七年間加入北大西洋公約組織與歐盟的新簽約國來說，一點意義也沒有。歐洲整合與北大西洋公約組織都在冷戰中誕生，因為蘇聯落敗，因此它們從一九八九年以來就聯合往東方擴張。就新簽約國來說，與歐盟與北大西洋公約組織聯繫起來，就等於跟美國聯繫起來，這樣的歷史邏輯是不容否認的。與西方國家整合會確保安全和繁榮，但这也隱藏風險，包括金融與地緣政治風險。

## 東歐的樂觀前景

就跟其他新興市場經濟體一樣，在東歐的金融整合中，貨幣問題至關重要。前共產國家沒有統一的貨幣制度。<sup>18</sup>在波羅的海國家中，拉脫維亞選擇直接釘住歐元，由央行管理和捍衛；立陶宛和拉脫維亞則選擇通貨委員會制度（currency boards），將整個國內貨幣體系與委員會持有的歐元數量掛勾；波蘭和捷克則選擇浮動匯率；匈牙利允許福林

（注：forint，匈牙利的貨幣）在一個區間內浮動；保加利亞採用通貨委員會制度，羅馬尼亞則採取浮動式管理，央行會定期干預，讓外匯市場在一個可調整的區間變動。<sup>19</sup>它們的共同點是樂觀預期會與歐盟趨於一致，而且最終成為歐元區成員。而這些希望不僅僅是寫在紙上的夢想，東歐經濟體要先適應進入歐盟的條件，改變做生意與市場運作的方式，以及誰該擁有什麼東西。同樣重要的是，政策制訂機構與政府官員是否可以適應。在英格蘭銀行和歐洲央行的積極參與下，到了二十一世紀初，東歐各國都配備由專業經濟學家組成、西方化的央行。<sup>20</sup>沒有人比央行家熱衷期待加入歐元區的前景。與布魯塞爾和法蘭克福的結盟不只提升他們的地位，也幫他們擋住不必要的國內政治壓力。很快的，他們就會加入全球央行家菁英之列。

結果是，東歐在歐洲大門重現一九九〇年代新興市場過度樂觀的擴張架構。市場改革和民營化的成功故事，加上資金自由流動與相對穩定的匯率，導致資金大量湧入，進而產生匯率升值的壓力。每個指標看起來都很好：國內經濟蓬勃發展、匯率升值、外匯存底增加。這些好消息都可以追溯到一個共同的因素：外資大幅湧入。但如果這樣的大幅湧入反轉怎麼辦？如果突然停止湧入怎麼辦？

二〇〇七年二月，國際貨幣基金在高度機密下進行一次模擬演練，模擬匈牙利資金流向逆轉時該怎麼回應。匈牙利是東歐經濟體暴險最多的國家，所以他們很焦慮，要保守祕密，避免恐慌。國際貨幣基金的資訊部門創造一個單獨的模擬信（SimulationMail）電子信件系統，避免演練的記錄洩漏出去。<sup>21</sup>匈牙利央行重複進行這樣的模擬。二〇〇七年夏季，在歐洲央行舉行的會議上呈現這個讓人放心的樂觀結果。如果真有一點需要注意，那就要提醒一下，匈牙利的銀行也有六〇%掌握在比利時、奧地利、義大利和德國的銀行手上。如果發生危機，如果布達佩斯

要應對，就需要與西歐同行盡可能密切合作。<sup>22</sup>

匈牙利的狀況極度失衡，但是波羅的海國家的狀況甚至更為極端。國際貨幣基金在二〇〇八年初期說拉脫維亞的經濟嚴重過熱，以至於淨出口的金額相當於GDP的二〇%。<sup>23</sup>根據國際貨幣基金的模型，它們的貨幣高估一七%至三七%。當中國和美國在貿易失衡議題上僵持不下的時候，國際貨幣基金的工作人員認為，將拉脫維亞單獨挑出來列為確實「貿易失衡」的國家可能沒有什麼爭議。結果證明計算有誤。任何波羅的海國家公告的非理性繁榮聲明，都被在國際貨幣基金董事會裡的歐洲人阻止。他們希望保持波羅的海國家歐元區成員資格，而且不想冒險讓國際貨幣基金公布的一項警告，引發東歐各國不確定性的連鎖反應。瑞典特別深切關注這點，它們的銀行大量放款給拉脫維亞，使得危機很容易反向蔓延到波羅的海國家。二〇〇七冬季至二〇〇八年，斯堪地那維亞在國際貨幣基金董事會的代表甚至阻止國際貨幣基金派遣代表團到拉脫維亞首都里加（Riga），完成根據組織協定第四條進行的定期報告（Article IV report）。

歐洲沒有人想要泡沫破滅。拉脫維亞正在享受從一九九〇年代低迷中的復甦。二〇〇七年秋季，拉脫維亞外交部搬進一九三〇年代最後被占領、重新整修過的建築物，當時拉脫維亞首次從俄羅斯沙皇統治中獨立出來。<sup>24</sup>正如一位評論家在回顧時提到，大家期望「拉脫維亞能將眼前的外交政策擴展到大西洋兩岸以外的地方，並促進烏克蘭、喬治亞和摩爾多瓦等後蘇聯國家與歐盟和北大西洋工業組織有更緊密的聯繫。據估計，拉脫維亞的共同合作開發預算將快速成長，拉脫維亞要在遙遠的地方設立新的大使館，而且進入非洲幫助較貧窮的國家發展只是時間問題。」<sup>25</sup>要說這是小拉脫維亞的命運轉變只是輕描淡寫，這是一個自大又脆弱的願景。取決於兩個關鍵條件：延續拉脫維亞狂熱的經濟繁榮，

以及龐大鄰國對東歐國家的默許。俄羅斯已經看到一九九〇年五月拉脫維亞要求恢復獨立，也看到拉脫維亞在二〇〇三年秋季對加入歐盟成為會員國舉行公投，推翻俄羅斯少數民族無表決權的情況，而且也看到拉脫維亞和波羅的海鄰國在二〇〇四年四月加入北大西洋公約組織。俄羅斯會持續關注拉脫維亞和其他類似的國家，開始著手讓蘇聯時代的權力疆界回頭推往更遠的東歐嗎？

## 以莫斯科為中心的太陽系

如果說一九九〇年代俄羅斯的經濟很糟糕，那麼新千禧年迎來的是  
一段復甦期。二〇〇〇年五月在總統選舉中取得壓倒性勝利的普丁，未來  
會永遠宣稱俄羅斯的復興都是他的功勞。事實上，俄羅斯的財政命運早  
在一九九九年由普丁的政治導師、嚴厲的前共產主義者葉夫根尼·普里  
馬可夫（Yevgeny Primakov）啟動反轉。盧布的大貶值已經撼動俄羅斯  
的出口產業，並抑制進口。但是復甦的關鍵驅動因素是全球石油業與其他  
原物料商品產業的回春，這是在二〇〇〇年後半普丁就職後幾個月後開  
始。烏拉原油（Urals）的現貨價格從一九九八年每桶九．五七美元，飆  
升到二〇〇八年每桶九十四美元。這可能會對俄羅斯經濟管理造成巨大  
失誤，並使俄羅斯財政不再蓬勃發展。問題是，誰會從這樣的榮景中受  
益，而且這會如何影響俄羅斯與外部世界的關係。

一九九〇年代，俄羅斯的經濟活動大部分都是民營，不過在普丁的  
統治下，能源產業收歸國家控制，實際上這意味的是由在總統四周的寡  
占集團所控制。在能源產業，企業巨擘俄羅斯天然氣工業公司

(Gazprom) 和俄羅斯石油公司 (Rosneft) 是國有企業的攻城要角。一九九〇年代以一項超乎尋常的民營化協議而成為民營石油巨頭尤克斯公司 (Yukos) 的老闆，進而成為億萬富翁的米哈伊爾·霍多爾科夫斯基 (Mikhail B. Khodorkovsky)，在二〇〇三年十月因為逃稅被逮捕並關進監獄，這讓西方輿論在旁邊看得膽戰心驚。<sup>26</sup>一年後，尤克斯公司主要的資產都遭到一家空殼公司被低價搶標一空，成為國有企業俄羅斯石油公司的門面。與此同時，俄羅斯天然氣工業公司藉著收購羅曼·阿布拉莫維奇 (Roman Abramovich) 手中的西伯利亞石油公司 (Sibneft)，鞏固在大型天然氣產業的控制權。阿布拉莫維奇則當上切爾西足球隊 (Chelsea FC) 的老闆，退休到倫敦享受英格蘭超級聯賽 (Premier League) 的頂級生活。二〇〇六年，英國與荷蘭合資的主要石油商殼牌公司 (Shell) 受到被起訴的威脅，被迫將庫頁島 (Sakhalin) 上寶貴的資產賣給俄羅斯天然氣工業公司。二〇〇七年，英俄合資的TNK-BP公司被迫賣出另一個前景看好的天然氣田。雖然俄羅斯石油公司和俄羅斯天然氣工業公司沒有合併，但是它們共同為俄羅斯提供強而有力的企業基礎。有個數據指出，在俄羅斯的石油生產中，政府擁有的企業比例，從二〇〇四年的一九%，提高到二〇〇八年的五〇%。<sup>27</sup>

在國家掌控的能源產業蓬勃發展的推動下，普丁和他的團隊採用一九九〇年代安排的措施來讓俄羅斯的財政狀況恢復。在俄羅斯的國家收入中，只有不到五〇%的稅收來自石油和天然氣。如果石油和天然氣的成長在二〇〇五年以後沒有令人失望的放緩，獲利甚至會更高。然而，隨著石油和天然氣的榮景持續帶來獲利，一般俄羅斯人的家庭消費飆升，每年以一〇%的速度成長，並回到危機前的水準。到了二〇〇七年，低於最低生活水準的人口比例下降至一四%，而且並非美元投機的狂熱造成。物價很穩定，同時不再以美元計價。稅收是用盧布支付，俄羅斯

國會還通過一項法律，對習慣使用美元當作計價單位的公務人員處以罰款。<sup>28</sup>有一次普丁甚至發現自己陷入尷尬的處境。從二〇〇三年開始，以技術官僚經濟學家阿列克謝·古德林（Alexei Kudrin）為首的俄羅斯財政部利用石油和天然氣的收益來累積龐大的國際資產戰略準備。到了二〇〇八年初，這些資產已經達到五千五百億美元。在中國和日本之後，俄羅斯現在是世界上持有美元準備第三大的國家。在普丁的命令下，一位特殊的官員安排食物與重要原物料的國際準備。<sup>29</sup>俄羅斯再也不會受到一九九八年那種感覺羞辱的危機。

因此，俄羅斯似乎成為經濟強國的典範，它擁有巨額的貿易順差，外匯存底激增，而且是一個強大的國家。但是俄羅斯的矛盾地位在於，這種新榮景並非脫離世界經濟而獨立發生，而是與世界經濟糾葛在一起。<sup>30</sup>這種糾葛延伸到石油與天然氣的出口之外。資金流動甚至比過去更快，同時連結境外銀行體系的管道已經準備就緒。石油和天然氣數十億美元的出口收益從未回到俄羅斯。俄羅斯寡占企業的行為就像一九七〇年代石油國家大亨一樣，將自己的財富窩藏在塞普勒斯等境外天堂，再從那裡匯回到倫敦和便利的歐洲美元帳戶。從二〇〇〇年代初期開始，大量資金流回俄羅斯，使得這個模式變得更加複雜。二〇〇七年，這個數字達到一年一千八百零七億美元的高峰，其中只有兩百七十八億美元是外國直接投資（foreign direct investment, FDI）。<sup>31</sup>其餘的資金透過俄羅斯聯邦儲蓄銀行（Sberbank）和俄羅斯外貿銀行（VTB）等國際銀行進入俄羅斯的金融體系。為了防止盧布急速升值，俄羅斯央行跟中國央行一樣，發現不得不以新鑄造的盧布快速買進美元，藉此消除美元流入的影響。由於美元不能在國內流通，莫斯科現在處在一個不熟悉的地位，實際上成為美國的債權人。

在全球原物料成長引發俄羅斯經濟復甦的同時，西歐國家的貨幣往

東湧進前華沙公約的領土範圍，這就像全球資本主義的兩大列強在跨歐亞大陸間猛然交鋒。全球經濟成長使俄羅斯與之前它的衛星國家經濟強健，結果產生矛盾的地緣政治，這是否會使衝突不可避免？當然這不是從經濟的觀點來看這件事。波蘭和波羅的海經濟體的成長，以及烏克蘭、喬治亞和俄羅斯的發展並沒有相互妨礙。歐洲對俄羅斯的出口熱絡，全歐洲大幅仰賴俄羅斯的天然氣。問題是，一個共享與相互連結的榮景是否能夠賦予一個共同的政治意義？是否會成為一個穩定和繁榮的國際秩序基礎？或是說，不均衡但急劇的成長會成為新軍備競賽的燃料？相互依賴是否會被視為是生產與效率，而不是易受影響與威脅的來源？在一九九〇年代的幽暗歲月中，前共產主義經濟體經歷相同的緊急情況，都有過筋疲力竭與混亂的感覺。諷刺的是，共享的成長榮景更具爆炸性。

對西方國家來說，普丁的背景看起來並沒有比葉爾欽好。但在他就任總統的初期，就連批評他的人都承認普丁似乎期望得到華盛頓的認可。<sup>32</sup>九一一恐怖攻擊事件之後，普丁否決很多俄羅斯民族主義者與美國敵對的衝動，在美國入侵阿富汗時提供引人注目的支持。但這種友好關係是片面的。在布希的主政下，華盛頓從沒有認真把俄羅斯當成盟友，而且拒絕把莫斯科對車臣發動的殘暴戰爭看作是對抗恐怖主義和「伊斯蘭極端主義」的一部分。華盛頓的回絕，讓俄羅斯大加利用各國對伊拉克戰爭的歧見。讓德國對抗美國是普丁初期在德國德勒斯登（Dresden）擔任蘇聯國家安全委員會特務經常使用的把戲。不只德國和美國意見不一致，德國比較想要與俄羅斯改善關係，也是柏林與東歐國家疏遠的根源。當德國和俄羅斯二〇〇五年簽訂第一個北溪（Nord Stream）天然氣管線合約，使得俄羅斯天然氣工業公司的天然氣大幅流向西方國家時，波蘭外交部長譴責這是重現一九三九年決定波蘭悲慘命



運的「德蘇互不侵犯公約」（Hitler–Stalin Pact）。當莫斯科稍微修改二〇〇五冬季至二〇〇六年烏克蘭的天然氣價格時，這只是證明波蘭的惡夢成真。到了二〇〇六年初，華沙和華盛頓都呼籲北大西洋公約組織的新部門在選定的能源安全領域與俄羅斯對抗。<sup>33</sup>

但不只是天然氣供給在發揮影響。二〇〇六年四月，在華盛頓的國際貨幣基金和世界銀行會議上，在馬利歐·德拉吉、班·柏南克和尚克勞德·特里榭等央行家的注視下，普丁的財政部長阿列克謝·古德林與美國財政部長握手言和。古德林是來宣布從一九九〇年代悲慘日子開始積欠巴黎俱樂部（注：Paris Club，一九六二年成立的十國集團〔Group of Ten〕，因為常在巴黎聚會，所以有巴黎俱樂部的暱稱）的大量國際債務已經還清，但他也帶來一個不太友善的消息。古德林宣稱，美元有喪失「普遍或絕對準備貨幣」地位的危險。<sup>34</sup>美元的價值實在太不確定了。「無論是從美元匯率還是美國的貿易是否平衡來看，肯定都會引起大家擔憂美元是否還能維持準備貨幣的地位。」從一九九八年俄羅斯財政部長的談話帶來的恥辱開始，這個說法市場已經聽了八年。古德林的言論足以讓美元兌歐元的匯率下跌幾乎五角。

莫斯科街頭的用語更為激憤。二〇〇六年，俄羅斯民族主義運動組織納什（Nashi）召集一群有可能滋事的暴徒在街頭示威遊行，反對美元霸權。一般俄羅斯人對美元不捨的依戀不只是心態脆弱的標誌。傳單告訴路人：「買進一百美元，等於你對美國經濟投資兩千六百六十盧布，這些錢被用在伊拉克戰爭，這些錢被用在建造美國的核子潛艦。各種估計都提到，美元的價值只是票面價值的一五%至二〇%。美元穩定的祕訣是美元區的持續擴張……這是根據對美元的信念簡單建構的金融金字塔騙局（financial pyramid）。」<sup>35</sup>

二〇〇七年二月，俄羅斯總統普丁首次出席著名的慕尼黑安全會議

(Munich Security Conference)。世界各地的政府領導人和部長因為要實現達沃斯商業和經濟上的安全政策而參加慕尼黑安全會議。在全球化的時代，普丁的演講強迫揭開強權政治的問題。<sup>36</sup>回顧冷戰結束這幾十年，普丁問道：西方國家想要看到哪種世界組織？這種組織談到權力和國際法，但是「今天在國際關係上，我們正目睹武力的使用過度，幾乎無法克制，這些軍事力量正把世界拖入永久衝突的深淵……有個國家在各方面的做法都超越國界，當然主要是美國。很明顯它強迫其他國家實行某些經濟、政治、文化和教育政策。嗯，誰會喜歡這樣？……當然這非常危險，實際上這導致沒有人有安全感。我想要強調這點：沒有人有安全感！因為沒有人能夠感受到國際法就像石牆一樣，能夠保護他們。當然，這樣的政策會刺激軍備競賽。」曾幾何時，美國靠著強勁的經濟發展在對抗蘇聯的軍備競賽上獲勝。在這個新千禧年，美國仍然控制大量核子武器和導彈系統。美國的軍事力量不容否認。但是由於現代的經濟發展，任何認為一切都做得到的主張只是不切實際。「國際局勢如此多變，而且改變非常快速，因為許多國家和地區的動態發展而改變……像印度和中國等國家以購買力平價計算的GDP總和已經大過美國，用相同的方式計算，金磚四國（巴西、俄羅斯、印度和中國）的GDP已經超過歐盟國家的GDP。而且根據專家評估，這樣的差距未來只會增加……沒有理由懷疑全球經濟成長新核心國家的經濟潛力會轉化為政治影響力，而且會強化多極世界的發展。」在這種情況下，西方國家想像全球秩序可以建立在自己擁有的歐盟和北大西洋公約組織上，而不是建立在聯合國這個真正廣泛納入各國政府的組織上，不是自欺欺人，就是極度惡劣的行為。西方國家也不能合理宣稱北大西洋公約組織擴張到東歐，「與西方國家聯盟的現代化或確保歐洲安全有任何關係」，除非它猜測俄羅斯有敵意。那麼莫斯科怎麼能不把這樣的擴張解釋成一種「嚴重的

挑釁」呢？

普丁坦承，歐洲和俄羅斯爭執的是能源問題。但這個問題的答案是什麼？他提出，價格應該「由市場決定，而不是取決於政治投機、經濟壓力或黑函。」隨著全球需求強勁成長，俄羅斯無須擔心市場的判斷。俄羅斯的專家欣喜的預測油價未來會達到每桶兩百五十美元。<sup>37</sup>俄羅斯天然氣工業公司在全球企業的排名飆升，預計幾年內就會超越埃克森美孚（ExxonMobil）成為全球最大的上市公司。<sup>38</sup>這意味著俄羅斯不開放給其他企業經營並不公平，當然俄羅斯聲稱這是合法的國家利益，但是「俄羅斯的石油開採有二六%是靠外資。試試看，幫我找出一個廣泛參與西方國家主要經濟產業的俄羅斯企業這種相似的例子，這樣的例子並不存在！」俄羅斯接受信用評等機構的判斷，慶祝評等的改善。它希望獲得世界貿易組織的正式會員資格。不過，普丁在這裡語氣強烈地表示，俄羅斯並不會容忍像歐洲安全與合作組織（Organization for Security and Cooperation in Europe）這樣的組織改變目標，「成為一個庸俗的工具，設計用來促進一個國家或一群國家的外交政策利益。」莫斯科非常不滿二〇〇四年操作俄羅斯選舉的批評言論，它代表沒有重現二〇〇三至二〇〇四年由西方國家支持的喬治亞和烏克蘭革命。<sup>39</sup>

身為俄羅斯頂尖的評論家，德米特里·崔寧（Dmitri Trenin）提到，普丁正把國家帶往多極世界的現實：「直到近期，俄羅斯仍把自己視為西方太陽系裡的冥王星，離太陽中心非常遙遠，但本質上仍是其中一部分。但現在它離開整個軌道：俄羅斯的領導人已經放棄成為西方國家的一部分，並開始建立以莫斯科為中心的太陽系。」俄羅斯正將自己確立為「主要的外部成員，既不是永遠的敵人，也不會自動成為朋友。」<sup>40</sup>問題當然是俄羅斯打算將誰納入它的新「太陽系」。特別是，對後蘇聯和東歐國家的影響是什麼？拉脫維亞重新裝修外交部，而且有

野心將市場經濟模式散布到其他前蘇聯加盟共和國，對這樣的國家來說有什麼意義？二〇〇七年二月，捷克外交部長卡雷爾·斯瓦岑貝格（Karel Schwarzenberg）在慕尼黑立即回應。「我們必須感謝普丁總統，」他諷刺地說：「他不只對這個會議公開表示關注，也清楚以有說服力的說詞證明為什麼北大西洋公約組織必須擴大。」<sup>41</sup>斯瓦岑貝格用過去式說這些話。但是真正的問題在未來。面對普丁的挑戰，西方國家是否滿足於維護東歐現狀，或是這是否意味著默認普丁畫下的界線？西方國家回應普丁提出的挑戰唯一的方法只有推動歐盟和北大西洋公約組織進一步擴大嗎？較小的前共產主義國家很明顯有急迫感，它們在國防安全政策和經濟上很明顯都有弱點。但是歐洲和跨大西洋體系的華盛頓、柏林和巴黎等大型玩家如何回應他們呢？二〇〇八年四月二日至四日在羅馬尼亞首都布加勒斯特（Bucharest）舉行的北大西洋組織高峰會上，這個問題很難堪的爆發開來。

## 俄羅斯與喬治亞戰爭

這場會議舉行的地點本身就具有象徵意義。羅馬尼亞是新歐洲熱切期待的典範，它在二〇〇四年加入北大西洋公約組織，二〇〇七年加入歐盟。羅馬尼亞軍隊正在前南斯拉夫、安哥拉和伊拉克執行警備工作。同時，加入歐盟帶給羅馬尼亞兩千一百萬人口一百九十八億歐元的補貼。這使羅馬尼亞人可以自由移動，並大規模移民到西歐國家，特別是義大利。二〇〇七年在義大利的羅馬尼亞人已經突破一百萬人，因此普羅迪政府努力去抑制當地引發不滿的反移民情緒。<sup>42</sup>在此同時，羅馬尼亞的

經濟成長率達到六%，二〇〇八年預計會增加到七%。羅馬尼亞人號稱自己是「東歐之虎」。<sup>43</sup>有傳言稱羅馬尼亞很快會在二〇一二年加入歐元區的有錢國家俱樂部。在布加勒斯特這個重新整修過的首都，歐洲房地產年鑑（Europe Real Estate Yearbook）的報告提到主要辦公大樓的閒置率不超過〇.〇二%。<sup>44</sup>隨著美國次級房貸市場崩潰，ING房地產公司（ING Real Estate）等國際投資人都在搶購羅馬尼亞的資產，來增加在東歐房地產的投資。<sup>45</sup>身為二〇〇八年四月北大西洋公約組織會議的主辦國，布加勒斯特是喬治·布希為了奠定總統歷史定位最後一次做的最大努力。而且對於俄羅斯與西方國家的未來關係來說，沒有什麼比喬治亞和烏克蘭成為北大西洋公約組織的會員國更具決定性。

二〇〇八年二月，喬治亞跟烏克蘭正式申請加入北大西洋公約組織的會員國行動計畫（Membership Action Plan, MAP），快速入會。<sup>46</sup>在波羅的海國家之後，它們是第四個與第五個蘇聯共和國加入西方聯盟。喬治亞就像波羅的海國家一樣小而棘手。烏克蘭的等級則不同，它擁有四千五百萬人口、龐大的經濟體、處於黑海的戰略位置，對俄羅斯帝國也有歷史意義，烏克蘭與西方國家結盟對俄羅斯來說是可怕的打擊，正是在普丁宣布他的企圖時才停止狀況惡化。或許是因為這本來就是很大的挑釁，美國總統布希立即隱藏在北大西洋公約組織幕後指揮。白宮宣布，歡迎烏克蘭和喬治亞進入會員國行動計畫，這個訊號傳遍那個地區。很清楚是明確向俄羅斯表示「這兩個國家是主權獨立的國家，而且未來也是如此。」這個提案必定讓新歐洲很高興。波蘭政府興高采烈，事實上，柏林和巴黎持保留態度並不會讓人反感。布希也沒有什麼考量他們的心情。美國總統在四月初前往布加勒斯特的途中先到基輔（Kiev）拜訪，在那裡他宣布：「我到這裡，應該是向每個人發出一個清楚的訊號，我的意思就跟我要說的話一樣：烏克蘭加入對我們都有好

處。」<sup>47</sup>就像一個美國官員提到的，即將下台的總統正在「表態」。<sup>48</sup>

在羅馬尼亞首都舉行的北大西洋公約組織會議可以預期會有什麼結果。將俄羅斯總統職位交給同僚迪米崔·梅德韋傑夫（Dmitry Medvedev）前，普丁在首次參加俄羅斯與北大西洋公約組織的聯合會議上無意和解。二〇〇八年二月，西方國家藉著擴大承認科索沃的獨立、否決塞爾維亞的主張（塞爾維亞是俄羅斯的客戶），這等於是在俄羅斯的怨恨創傷上撒鹽。在北大西洋公約組織的會議上，當話題談到烏克蘭和喬治亞時，普丁怒氣沖沖地抗議。他向柏林和巴黎反對會員國行動計畫的構想，要讓計畫停下來。這樣做，他們就可以期望得到義大利、匈牙利和荷比盧的支持，這些國家反對東歐和北歐倡導要將北大西洋公約組織擴大的構想。美國人則注意情勢發展。就像一位布希政府的資深官員向《紐約時報》提到：「大多是歐洲人在爭論……意見相當分歧，但是以好的方式發展。」<sup>49</sup>不過康朵莉莎·萊斯（Condoleezza Rice）沒那麼樂觀，她目睹德國和波蘭的衝突實在讓人不安。以她的說法，在布加勒斯特的論點是：「我沒見過聯盟裡有過比這最尖銳、最有爭議的辯論。事實上，這是我擔任國務卿期間看過最激烈的爭論。」<sup>50</sup>任何正式的會員國申請程序都沒有啟動。但是梅克爾讓步，認為高峰會應該發表一項聲明來支持喬治亞和烏克蘭的意願，而且應該大膽宣稱：「這些國家將會成為北大西洋公約組織的會員國。」<sup>51</sup>這是種敷衍，也是非常糟糕的做法。她邀請俄羅斯人去確認喬治亞和烏克蘭並沒有符合加入北大西洋公約組織的下一步條件。她也邀請喬治亞、烏克蘭和他們的支持者加快步伐。摸稜兩可是一種為了擴大的公式，而且雙方都做出相應的回應。

五月，在波蘭的催促下，歐盟為了烏克蘭採納東歐夥伴的構想，在「里斯本條約」的條件下，新的歐盟外交政策其中一項關鍵要素被開發

出來。<sup>52</sup>儘管它們在布加勒斯特表達反對意見，但柏林或巴黎並沒有反對。歐盟和北大西洋公約組織的步調保持一致。在此同時，俄羅斯和美國的關係急轉直下。雖然普丁喜歡展現出現代化主義者的樣子，但是繼任總統職位的梅德韋傑夫繼續採取強硬路線。隨著二〇〇八年夏季美國金融市場的震盪，一些隱晦的謠言流傳說，莫斯科對美元霸權打算從口頭攻擊轉向聯合行動。美國財政部長鮑爾森沒有透露消息來源，但在奧運會準備期間，他的中國熟人通知他說，他們「收到俄羅斯人的訊息說：『嘿，我們聯合起來在市場賣出房利美和房地美的證券。』」<sup>53</sup>美國房地產市場的脆弱性即將成為地緣政治的武器。身為奧運主辦國正在慶祝這個全球盛會開幕的中國，因為與美國經濟有太多利害關係，認真看待這個建議。但是在二〇〇八年這段期間，俄羅斯確實出脫一千億美元的房利美和房地美債券。就像路透社的報導說，這個決定的動機主要來自國內政治問題。<sup>54</sup>「這些持股受到一些俄羅斯媒體和大眾的敵視，他們謹慎看待高風險投資。」到了二〇〇八年夏季，不必是俄羅斯民族主義者都會認為美國房貸證券是項糟糕的投資標的。政府贊助機構處於房貸危機的核心，而且即將出現驚人的破產。愛國的俄羅斯人沒有理由認為應該要支持美國，畢竟美國公然無視俄羅斯的國家利益。回顧過去，財政部長鮑爾森懊悔的坦承：「這只是讓我理解到我有多脆弱。」<sup>55</sup>

儘管中國拒絕參與破壞全球秩序的行動，但在喬治亞首都提比里斯（Tbilisi）的美國盟友並沒有那麼謹慎。二〇〇八年八月初，在俄羅斯的鼓動下，在叛亂的南奧賽梯（South Ossetia）非正規軍開始砲轟喬治亞的軍隊陣地。<sup>56</sup>八月七日，喬治亞政府上鉤，顯然他們相信已經得到華盛頓的批准。由美國訓練的喬治亞軍隊突然反擊，想要壓制奧賽梯和阿布哈茲（Abkhazia），解決懸而未決的領土問題，而且為成功申請成為

北大西洋公約組織會員國做好準備。隨著北京奧運會嘆為觀止的開幕式突然呈現在西方國家的電視螢幕，喬治亞派遣陸軍和空軍入侵南奧賽梯。莫斯科的回應令人震驚。幾天後，俄羅斯軍隊瓦解喬治亞的小型部隊，造成幾百個人傷亡。根據喬治亞的消息，二十三萬平民被迫逃亡。俄羅斯坦克快速推進，停在喬治亞哥里（Gori）到提比里斯的高速公路上，距離首都只有一小時的車程。

隨著俄羅斯總統梅德韋傑夫二〇〇八年八月八日宣布展開攻擊，這標誌國際秩序的一個轉折點，從此以後，世界必須考量俄羅斯的影響力，西方的反應則是發出譴責。<sup>57</sup>波蘭、烏克蘭和波羅的海的總統都坐飛機到喬治亞聲援。愛沙尼亞要求對俄羅斯制裁，包括驅逐在西方國家讀書的俄羅斯大學生，而且禁止財團老闆去旅遊。<sup>58</sup>波蘭呼籲採取緊急行動，打破俄羅斯天然氣工業公司對歐洲能源供給的控制。華沙急忙簽署一項協議，允許美國為波蘭部署飛彈防禦系統。但是各地的回應摸稜兩可。二〇〇八年八月十二日，美國全神貫注在華爾街與總統大選，法國總統薩科奇往來巴黎與莫斯科，希望能設法從中調停。雖然德國總理梅克爾現在出面支持喬治亞加入北大西洋公約組織，但在九月一日的歐盟特別領袖高峰會，任何反俄羅斯舉動都會激烈地被法國、德國和義大利的聯合陣線阻擋。俄羅斯有三個月的時間撤軍，但是莫斯科已經清楚表達看法。九月十一日，在索契（Sochi）與瓦爾代研討俱樂部（Valdai Discussion Club）的西方專家談話時，普丁表示，任何推動烏克蘭加入北大西洋公約組織的努力都會導致激烈的反制。<sup>59</sup>在此同時，兩百五十億美元的外資離開俄羅斯。但這並不是因為恐慌。這時不是一九九八年，莫斯科有充足的外匯存底來處理這種微小的市場情緒波動。金融體系看起來要崩潰的是美國，而不是俄羅斯。



## 東歐問題

跨大西洋聯盟的分裂並不是新鮮事。柏林、巴黎和布希政府二〇〇二至二〇〇三年在伊拉克戰爭中的意見分歧一直是頭條新聞。但是，俄羅斯和後蘇聯時期的歐洲更為敏感、對歐洲的未來更為重要，而且與過去幾十年金融與政治整合的進展更直接相關。當加入歐元區不完整的計畫與北大西洋金融體系的 political 架構有缺失時，歐洲地緣政治尚未解決的「東歐問題」，形成三個二〇〇八年夏季籠罩西方強權無法解答的政治問題。

這是聯合國大會二〇〇八年九月在紐約召開六十三次會議的背景。不顧全球經濟處於冷戰後第一次出現不穩定平衡狀態，俄羅斯和西方強權進行一場代理戰爭。俄羅斯宣布會抵制進一步擴大西方影響力的任何政策，而且成功應對這樣的威脅。就這點來說，西方是分裂的。對於華沙和華盛頓所有的武力恫嚇，沒有哪個國家有政治意願和資源去支持進一步的向東擴張。正是在這種背景下，法國總統薩科奇向聯合國大會宣告：「歐洲不想要戰爭，不想要文明戰爭，不想要冷戰……世界不再是圍繞一個超級強國的單極世界，也不是圍繞東方和西方的兩極世界，現在是一個多極世界。」<sup>60</sup>實際上，他對普丁十八個月前在慕尼黑的論點讓步。到了二〇〇八年秋季，即使西方國家有能力或意願進一步升高地緣政治的衝突，使西方政治影響力深入東歐的巨大資金浪潮正在迅速消退。西方強權和資金呈現的跡象顯示，數十年來的全球化已經達到極限。在不久的將來，金融危機的嚴重衝擊很有可能會讓地緣政治的緊張情勢穩定下來。但是二〇〇七至二〇〇八年的緊張情勢升級所造成的損害後來證明會持續很久。

- 
- 1 M. E. Sarotte, 1989: *The Struggle to Create Post-Cold War Europe* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2010).
  - 2 G. Soros, “Not Without US Aid,” *Wall Street Journal*, December 7, 1989.
  - 3 M. G. Gilman, *No Precedent, No Plan: Inside Russia’s 1998 Default* (Boston: MIT Press, 2010).
  - 4 P. Blustein, *The Chastening: Inside the Crisis That Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF* (New York: PublicAffairs, 2003), 235– 277.
  - 5 J. Johnson, “Forbidden Fruit: Russia’s Uneasy Relationship with the US Dollar,” *Review of International Political Economy* 15 (2008), 379– 398.
  - 6 P. Ther, *Europe Since 1989: A History* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2016).
  - 7 J. M. Goldgeier, *Not Whether but When: The US Decision to Enlarge NATO* (Washington, DC: Brookings, 1999).
  - 8 S. F. Szabo, *Parting Ways: The Crisis in German-American Relations* (Washington, DC: Brookings, 2004).
  - 9 “Outrage at ‘Old Europe’ Remarks,” *BBC News*, January 23, 2003.
  - 10 R. Prodi, “Europe and Peace” (speech, University of Ulster, April 1, 2004).
  - 11 J. Becker, “Europe’s Other Periphery,” *New Left Review* 99 (May/June 2016).
  - 12 R. Martin, *Constructing Capitalisms: Transforming Business Systems in Central and Eastern Europe* (Oxford: Oxford University Press, 2013).
  - 13 J. Hardy, *Poland’s New Capitalism* (London: Pluto Press, 2009).
  - 14 M. Ferry and I. McMaster, “Cohesion Policy and the Evolution of Regional Policy in Central and Eastern Europe,” *Europe-Asia Studies* 65 (2013), 1502– 1528.
  - 15 K. Wolczuk, “Integration Without Europeanisation: Ukraine and Its Policy Towards the European Union” (EUI working paper 15, Robert Schuman Centre of Advanced Studies, 2004).
  - 16 A. Polese, “Ukraine 2004: Informal Networks, Transformation of Social Capital and Coloured Revolutions,” *Journal of Communist Studies and Transition Politics* 25 (2009), 255– 277.
  - 17 “Doing Business 2006,” *World Bank* (September 13, 2005), <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2006>.
  - 18 “Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks,” *IMF*, June 30, 2004.
  - 19 羅馬尼亞案例的出色論述請參考D. Gabor, *Central Banking and Financialization: A Romanian Account of How Eastern Europe Became Subprime* (Basingstoke, UK: Routledge, 2010).

- 20 J. Johnson, *Priests of Prosperity: How Central Bankers Transformed the Postcommunist World* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2016).
- 21 Blustein, *Off Balance*, 1– 12.
- 22 “Simulating Financial Instability,” Conference on Stress Testing and Financial Crisis Simulation Exercises, European Central Bank, July 12– 13, 2007, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/simulatingfinancialinstability200809en.pdf?6427026bcf400e849ff88415b1386ba>.
- 23 Blustein, *Off Balance*, 67– 92.
- 24 “Minister Rinkēvičs: The Foreign Ministry Building Is a Touchstone for the Nation’s History,” Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Latvia, November 15, 2013.
- 25 T. Rostoks, “Latvia’s Foreign Policy— Living Through Hard Times,” *Diplomaatia* (blog) (April 2010), <https://www.diplomaatia.ee/en/article/latvias-foreign-policy-living-through-hard-times/>.
- 26 R. Sakwa, *The Crisis of Russian Democracy: The Dual State, Factionalism and the Medvedev Succession* (Cambridge: Cambridge University Press, 2010); and R. Sakwa, *Putin and the Oligarchs: The Khodorkovsky-Yukos Affair* (London: I. B. Tauris, 2014).
- 27 P. Hanson, “The Economic Development of Russia: Between State Control and Liberalization” (ISPI Working Paper 32, October 2008).
- 28 Johnson, “Forbidden Fruit.”
- 29 F. Hill and C. G. Gaddy, *Mr. Putin: Operative in the Kremlin* (Washington, DC: Brookings, 2013), chapter 5.
- 30 P. Anderson, “Incommensurate Russia,” *New Left Review* 94 ( July– August 2015).
- 31 World Bank in Russia, *Russia Economic Report 17* (November 2008), table 1.9.
- 32 A. E. Stent, *The Limits of Partnership* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014); and Hill and Gaddy, *Mr. Putin*.
- 33 P. Gallis, *NATO and Energy Security*, CRS Report for Congress (August 15, 2007).
- 34 “Kudrin Has Reservations on Dollar,” *Moscow Times*, April 24, 2006.
- 35 Johnson, “Forbidden Fruit.”
- 36 普丁演講的內容請見“Putin’s Prepared Remarks at 43rd Munich Conference on Security Policy,” *Washington Post*, February 12, 2007.
- 37 “At \$US250 a Barrel, We’re Headed for Meltdown,” *Sydney Morning Herald*, June 21, 2008.
- 38 A. E. Kramer, “As Gazprom Goes, So Goes Russia,” *New York Times*, May 11, 2008.
- 39 “Putin’s Prepared Remarks.”
- 40 D. Trenin, “Russia Leaves the West,” *Foreign Affairs* 85 (July/August 2006), 87.
- 41 “Gates Dismisses Putin Remarks as Blunt Spy Talk,” *Reuters*, February 12, 2007.

- 42 “Migration in Europe: Case Studies: Bulgaria and Romania,” CRCE 2010 Colloquium, 2010.
- 43 “Country report: Lugoj, Romania,” Ungersteel, [http://www.ungersteel.com/unger/download/UngerSteelGroup\\_Lugoj-property\\_Exposee.pdf](http://www.ungersteel.com/unger/download/UngerSteelGroup_Lugoj-property_Exposee.pdf).
- 44 Europe Real Estate Yearbook (The Hague: Europe Real Estate Publishers, 2008), 362.
- 45 “ING Real Estate Buys in Germany and Romania,” PropertyEU (October 9, 2007).
- 46 G. Toal, *Near Abroad: Putin, the West and the Contest over Ukraine and the Caucasus* (Oxford: Oxford University Press, 2017).
- 47 “The President’s News Conference with President Viktor Yushchenko of Ukraine in Kiev, Ukraine,” The American Presidency Project (April 1, 2008), <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=76910>.
- 48 S. Erlanger and S. L. Myers, “NATO Allies Oppose Bush on Georgia and Ukraine,” *New York Times*, April 3, 2008.
- 49 *Ibid.*
- 50 C. Rice, *No Higher Honor: A Memoir of My Years in Washington* (New York: Broadway Books, 2011), 422.
- 51 J. Mearsheimer, “How the West Caused the Ukraine Crisis,” *Foreign Affairs* (August 2014).
- 52 R. Youngs, *Europe’s Eastern Crisis* (Cambridge: Cambridge University Press, 2017), 50– 64.
- 53 R. Peston, “Russia ‘Planned Wall Street Bear Raid,’ ” *BBC News*, March 17, 2014.
- 54 T. Vorobyova, “Russia Will Not Dump Fannie, Freddie Debt: FinMin,” *Reuters*, August 20, 2008.
- 55 Peston, “Russia ‘Planned Wall Street Bear Raid.’ ”
- 56 關於一系列的事件，請參考Independent International Fact-Finding Mission on the Conflict in Georgia Report (September 2009).
- 57 Varvara, “President Medvedev: Events in South Ossieta Show That Russia Is a Force to Be Reckoned With,” *Voices from Russia* (September 6, 2008), <https://02varvara.wordpress.com/2008/09/06/president-medvedev-events-in-south-ossetia-show-that-russia-is-a-force-to-be-reckoned-with/>.
- 58 “Georgian War Exposes Rift with Russians,” *Deutsche Welle*, August 15, 2008.
- 59 A. Rahr, *Putin nach Putin* (Munich: Universitas-Verlag, 2008), 269.
- 60 “Press Conference by President of France Nicolas Sarkozy” (United Nations press conference, September 23, 2008), [http://www.un.org/press/en/2008/080923\\_Sarkozy.doc.htm](http://www.un.org/press/en/2008/080923_Sarkozy.doc.htm).

## PART II 全球危機

## 第6章 史上最嚴重的金融危機

美國房地產價格在二〇〇六年夏季達到高峰，然後才開始緩慢下跌。在愛爾蘭，房價的轉折點出現在二〇〇七年三月。到了夏季，西班牙的建築工地開始關閉。二〇〇七年十月首次看到英國房價下跌。數千萬屋主現在感受到資產估價的力量開始反轉。<sup>1</sup>隨著房價下跌、資產估價減少，而且最嚴重的衝擊是資產估價扣除房貸之後滑落到變成負數，家庭爭相削減支出，並償還卡債和其他短期債務。結果產生抑制消費者需求的經濟衰退。無論發生什麼事，北大西洋經濟有很大一部分陷入不景氣。乍看之下，這正是金融工程應該處理的意外事件。理論上，透過證券化，風險應該已經分散，因此就算是最嚴重的損失也會被廣大的經濟體吸收。但是到了二〇〇七年夏末，顯然實際情況並不相同。雖然房貸擔保證券確實已經廣泛銷售，但大量致命的風險集中在影子銀行體系最脆弱的一些環節上。

第一批陣亡的房貸發行商處於最底層。<sup>2</sup>一家透過美林證券證券化管道提供原始房貸、恰巧稱為「擁有房貸解決方案」（Ownit Mortgage Solutions）的公司在二〇〇七年一月三日第一個陣亡。二〇〇七年二月八日在香港、上海和倫敦擁有辦事處的匯豐銀行宣布認列一百零六億美元作為房貸投資虧損準備金，危機沿著食物鏈上游移動。三月七日，班·柏南克仍然以樂觀的心情宣布他認為次級房貸問題已經控制，但是壞消息持續出現。到了四月，最大的獨立次級房貸放款商新世紀金融公司（New Century Financial）倒閉。五月看到瑞士超大型的銀行瑞銀集團宣布要清算旗下的避險基金德威資本管理公司（Dillon Read Capital

Management)。<sup>3</sup>六月二十二日，貝爾斯登被迫紓困兩檔在房貸擔保證券上出現龐大損失的基金，到了那時，很明顯市場根基已經被撼動。到了夏末，全面性的金融風暴開始變得很明顯。二〇〇七年七月二十九日，德國小型放款機構德國工業銀行必須接受由上市公司支持的銀行團紓困。<sup>4</sup>二〇〇七年八月八日，德國另一家過度擴張的地區銀行西德意志銀行，宣布一檔房地產基金出現巨額虧損，並停止付息。幾天之後，薩克森銀行（Sachsen LB.）跟進。不過真正打破市場信心要到二〇〇七年八月九日早上，法國最著名的銀行法國巴黎銀行宣布凍結旗下三檔基金。<sup>5</sup>法國巴黎銀行提出的解釋，標示出危機開啟的決定性時刻：「美國證券化市場中，特定利基市場的流動性完全消失，因此不管特定資產的品質或信用評等如何，都無法公平的評估它們的價值。」<sup>6</sup>如果無法評估資產的價值，這樣的資產就不能拿來抵押。無法抵押，就沒有資金。而且如果沒有資金，不管在房地產上的暴險有多少，所有銀行都會陷入困境。在流動性凍結下，相當於一家超大型銀行面臨擠兌，沒有銀行是安全的。受到法國巴黎銀行在歐洲中部時間二〇〇七年八月九日中午左右的公告影響，歐洲銀行在銀行同業拆款市場的借貸成本激增。<sup>7</sup>就像一位資深銀行資深經理人評論說，這個事件讓人迷失方向：「我們沒有人經歷過類似的事件，就好像一生中轉開水龍頭都會有水流出來，但現在沒有水了。」<sup>8</sup>

這時，歐洲央行沒有歐洲銀行業次級房貸的暴險數據，但銀行同業拆款市場很明顯承受到壓力。為了回應這個情況，尚克勞德·特里榭和他的同事打開流動性的水龍頭，以吸引人的利率無限量提供資金。到了八月九日那天結束時，歐洲的銀行已經提走九百四十八億歐元，八月十日又提走五百億歐元。正是這場行動的規模和急迫性，讓班·柏南克和亨利·鮑爾森了解到情況真正的嚴重性。正如《衛報》的經濟新聞編輯

賴瑞·艾利亞特（Larry Elliott）評論說：「就金融市場來說，二〇〇七年八月九日讓人想起一九一四年八月四日的情況。這標示著繁榮、寧靜的『愛德華時代夏季』（注：[an Edwardian summer](#)，指一九〇一至一九一〇年英國國王愛德華七世（Edward VII）在位期間大英帝國的黃金時代，幾年後就發生第一次世界大戰）與信貸緊縮壕溝戰的分界，破產的銀行、失去活力的市場與房地產市場因為信貸短缺而崩潰。」<sup>9</sup>相當糟的事情很快就在三個星期後出現，九月十四日，英國最大的房貸放款機構北岩銀行（Northern Rock）破產。在電視螢幕上，北岩銀行造成的恐慌看起來就像典型的銀行擠兌。焦慮的存款人在分行外排隊等著取回他們的資金。新聞攝影與拍攝團隊爭相報導。但是在鏡頭外有些更糟糕的事情正在發生。數兆美元的全球融資市場正在停止運作。<sup>10</sup>

## 骨牌效應

北岩銀行是英國過熱的房地產泡沫所導致的產物。藉著合併兩個十九世紀的購屋互助協會（儲貸機構）而在一九六〇年代成立，總部在以勇敢聞名的新堡（Newcastle），它在一九九〇年代併購英格蘭北部五十三個競爭者。為了在一九九七年十月創立進一步成長的平台，它從儲貸機構轉變成一家公開發行有限公司，並在倫敦證券交易所（London Stock Exchange）上市。接著在一九九八至二〇〇七年間巨幅成長，資產負債表變成五倍。隨著房價下跌，有些用較多保證金的借款開始出問題。「北岩銀行的放款」陷入困境並不讓人訝異，但是這種因果關係明顯是假象。引發二〇〇七年崩潰的不是資產負債表上的放款，而是它們



的融資機制。北岩銀行是現代典型的高槓桿銀行：資金有八〇%不是來自於存款，而是來自全球貨幣市場提供的低利率批發融資。這家銀行二〇〇六年的財報提到這種廣泛利用融資操作的構想。

在這一年中，我們從遍布全球各地的資源來籌措三十二億英鎊的中期批發融資，特別是從美國、歐洲、亞洲和澳洲。這包括兩筆賣給美國投資人總計高達三十五億美元的交易。二〇〇七年一月，我們進一步藉著發行美國中期債券計畫（US MTN programme）籌措二十億美元。二〇〇六年的主要發展包括建立一項澳洲債券發行計畫，首次發行就籌措到十二億澳幣。在瞄準澳洲和東亞投資人的市場上，這是信用評等A以上的金融機構最大宗的首次債券發行。<sup>11</sup>

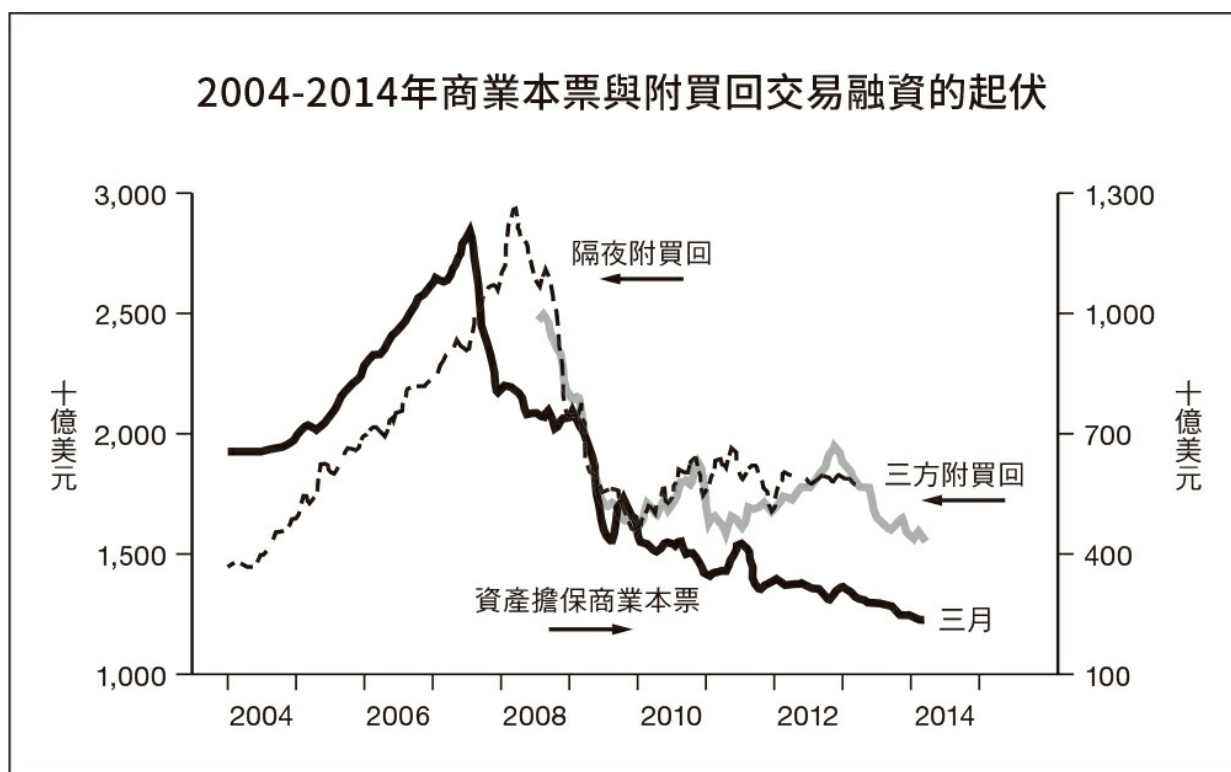
北岩銀行對美國次級房貸的暴險很小，但這並不重要，因為它的融資來自銀行大量使用的市場。八月九日來自法國巴黎銀行的壞消息，足以讓銀行同業拆款市場與資產擔保商業本票市場停止運作。正是融資市場的關閉，導致整個證券化業務一蹶不振，特別是在最積極參與資產擔保商業本票發行的歐洲。在北岩銀行極度依賴批發融資的情況下，從市場枯竭到告知金融監理總署即將爆發危機只花了兩個工作天。<sup>12</sup>但是英格蘭銀行完全不想幫忙。總裁莫文·金恩（Mervyn King）認為，過度擴張的房貸放款機構應該為不負責任的擴張承擔後果。直到八月底，北岩銀行的流動性問題已經變得危及生存。但是直到九月十三日英國國家廣播公司（BBC）報導這則新聞，而且政府宣布保證會採取行動解決危機，小額存款人才恐慌起來。從那之後，北岩銀行資產負債表的主要損失是因為網路提款。雖然年紀較大的存款戶在街上排隊，產生讓人震驚

的電視畫面，但並不是他們的恐慌導致銀行倒閉。這是跨國貨幣市場以電腦終端機的速度，用全然不同的規模進行銀行擠兌。這是沒有存款取款的銀行擠兌。沒有存款，所以也沒有什麼錢要取回。對發現自己少一兆美元的銀行來說，只有主要提供資金的人從貨幣市場撤出才會發生這些事。

資產擔保商業本票一直是影子銀行產業鏈中最薄弱的環節。在整個擔保貸款中，附買回交易被認為很安全。起初，這樣的期望得到證實。美國最小的投資銀行貝爾斯登在二〇〇七年第一季的財報出現歷史上首次虧損。<sup>13</sup>眾所周知，它大幅涉及房貸證券化的業務，這足以限制它進入商業本票市場，使得貝爾斯登的資產擔保商業本票發行量從二〇〇六年底的兩百一十億美元，暴跌至一年後的四十億美元。起初，貝爾斯登能夠藉著將附買回交易的融資從六百九十億美元增加至一千零二十億美元，來彌補發行量的不足。為了支撐這個市場，直到二〇〇八年三月十日星期一，貝爾斯登仍然持有價值一百八十億美元超高流動性、高品質的證券「池」，但隨後擔保借款也開始違約。

與資產擔保商業本票的風暴不同，「附買回交易的擠兌」是一場意外。<sup>14</sup>英國和美國的法律規定，在破產求償的順位上，附買回交易抵押品的持有人比其他債權人排得更前面。因此，即使允許貝爾斯登持有大量的有毒房貸擔保證券，他的附買回交易應該還不錯。一張公債就是一張公債的價值。不幸的是，對貝爾斯登來說，因為還有很多交易對手參與附買回交易，所以沒有人想要冒險從一家倒閉的銀行手中奪取抵押品，即使那個抵押品有高評等，而且流動性跟美國公債一樣好。當第一輪房貸違約的消息在二〇〇八年三月衝擊市場，而且避險基金開始出清主要經紀商帳戶時，突然之間，貝爾斯登面臨雙邊附買回市場的利率陡升，而且在三方附買回市場的融資管道被關閉。一家三月初能在一夜之

間以良好的抵押品籌措一千億美元的銀行，無法取得融資了。三月十三日星期四，在流動資金準備降到只剩二十億美元的情況下，貝爾斯登的董事被告知隔天一百四十億美元的附買回交易沒辦法「展期」，他們即將面臨現金耗盡的風險。這是現代的銀行倒閉，沒有排隊領錢的存款人。貝爾斯登沒有迎合退休基金投資人，它之所以會倒閉，是因為它的業務被人質疑，導致被批發融資市場切割。



資料來源：Tobias Adrian, Daniel Covitz and Nellie Liang, “Financial Stability Monitoring,” Annual Review of Financial Economics 7 (2015): 357– 395, chart 15.

## 附買回交易的價值減記

證券	2007年4月	2008年8月
美國公債	0.25	3
投資級債券	0-3	8-12
高收益債券	10-15	25-40
股票	15	20
高槓桿貸款	10-12	15-20
夾層融資貸款	18-25	35+
最高順位房貸擔保證券	2-4	10-20
資產擔保證券	3-5	50-60

單位：%

資料來源：Tobias Adrian and Hyun Song Shin, “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 382, July 2009, table 9. Based on IMF Global Financial Stability Report, October 2008.

然後出現一些更糟糕的事。不確定性從個別不佳的銀行蔓延至整個體系，首先是二〇〇八年春季，然後是六月，在雙邊附買回市場，所有交易方的各類資產價值減記都大幅增加。<sup>15</sup>這意味著在整個銀行體系中，持有未清償的債券所需要的資金大幅增加。美國公債和政府贊助機構擔保的房貸擔保證券在附買回交易受到的影響最小。這些品質最好的抵押品主要是保留給摩根大通和紐約梅隆銀行監督的三方附買回交易上使用。只要交易對手有良好信譽，而且有品質最好的抵押品，那麼附買回市場依然開放而穩定。但是在銀行間雙邊附買回市場裡，把民間發行的資產擔保證券當作擔保品的融資條件變得愈來愈嚴苛。<sup>16</sup>

價值減記的增加給最依賴短期融資市場的投資銀行帶來龐大的壓力，而且在貝爾斯登事件之後，很明顯那些人最容易受到傷害。雷曼兄弟的警告標誌不會弄錯。<sup>17</sup>就像貝爾斯登一樣，大家都知道房地產市場面臨巨大風險，期望能夠躍升到華爾街的投资榜單上，雷曼兄弟已經把

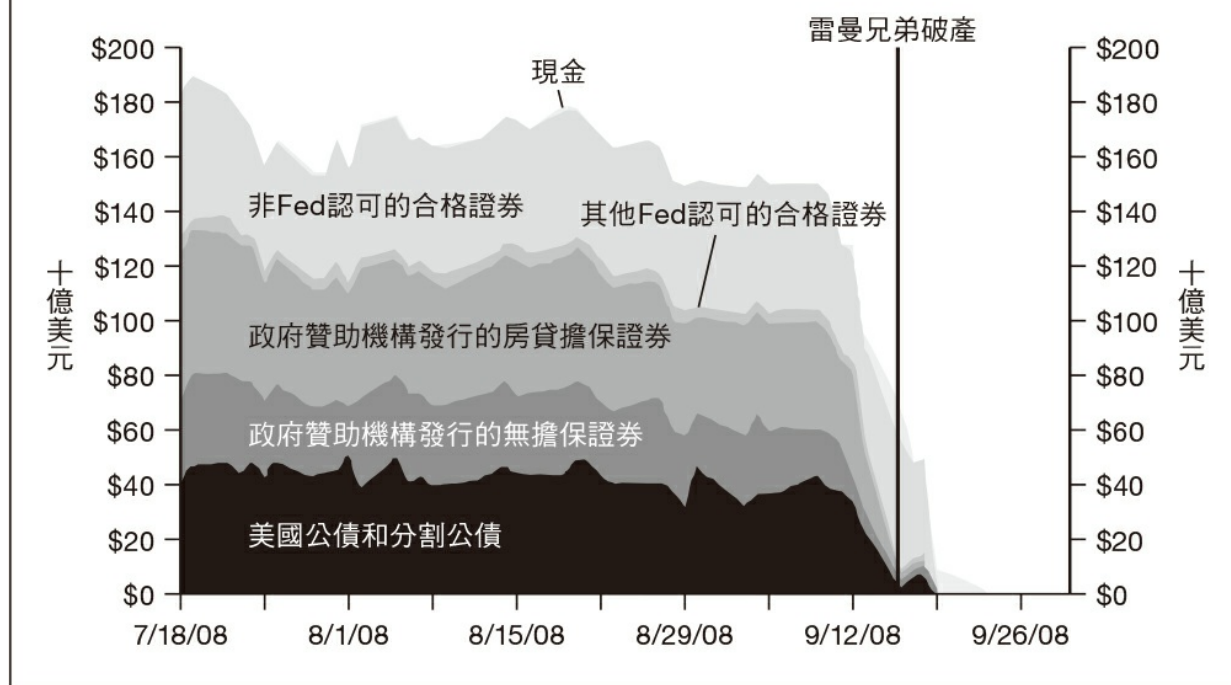
業務與房貸證券化管道完全整合起來，自從二〇〇八年初以來，這家銀行的股票市值已經蒸發七三%。跟貝爾斯登一樣，雷曼兄弟的商業本票發行量從二〇〇七年的八十億美元下降到二〇〇八年的四十億美元。儘管如此，在二〇〇八年五月三十一日，用於支付十二個月現金流出的流動資金池（liquidity pool）高達四百五十億美元。<sup>18</sup>二〇〇八年六月，投資人有足夠的信心投入六十億美元的新股本。把雷曼兄弟逼到危機邊緣的是焦急的放款機構想要回抵押品。因為股票市值下跌，摩根大通要求大量抵押品來支撐白天交易的三方附買回交易風險。到了九月九日星期二，考量抵押的資產後，雷曼兄弟的流動資金池減少到兩百二十億美元。兩天後，九月十一日星期四，雷曼兄弟在附買回交易市場仍然有價值一千五百億美元的抵押品。<sup>19</sup>但隨後市場信心喪失，標準普爾、惠譽和穆迪都調降雷曼兄弟的信用評等。它的股價下跌，接著是在附買回市場的地位不保；兩百億美元的附買回交易無法展延，而且摩根大通向雷曼兄弟要求五十億美元的抵押品，來維持三方附買回業務最重要的部分。在九月十二日星期五的幾個小時內，雷曼兄弟的流動資金池已經降至十四億美元，而且很明顯的情況是，除非週末有人出手拯救，不然就會被迫申請破產。

九月十五日星期一，雷曼兄弟在世界各地的員工茫然踉蹌的走在人行道上，問題是下一個破產的是誰？貝爾斯登和雷曼兄弟之所以經營不善，是因為在激烈的競爭壓力下，他們高風險的下注在房貸證券化業務最糟糕的部分。但是他們絕非例外，美林也有龐大的房地產暴險，而且二〇〇八年夏季在資產負債表上有一千九百四十億美元是短期融資。<sup>20</sup>總而言之，在雷曼兄弟破產以前，光是在附買回交易市場中的三方附買回市場一天就要追加兩兆五千億美元的擔保品。這種對抵押品的索賠與反索賠可能會讓市場在幾個小時內變得很不穩定。市場分析師了解這個過

程的雙峰特質。有人評論說：「這是大規模的賽局。」<sup>21</sup>在三方附買回交易中，因為使用的抵押品品質毋庸置疑，因此實際上沒有價格調整機制。某一天，投資銀行、交易商，以及那些提供和借走證券的人都因為有信心而廣泛接受抵押品，來運作一台牽涉上兆美元的巨大機器。但是隔天，就連這個系統裡的超級大玩家都可能被排斥。

在雷曼兄弟之後，影子銀行產業鏈下一個面臨嚴峻壓力的環節是保險公司美國國際集團。在一九九〇年代以來一次大規模擴張下，美國國際集團的金融產品部門已經發展成衍生性商品市場的主要玩家。二〇〇七年總共產生二．七兆美元的衍生性商品合約。<sup>22</sup>其中，信用違約交換總共有五千兩百七十億美元，在這之中，七百億美元是房貸擔保證券，而且其中五百五十億美元牽涉到危險的次級房貸。以美國國際集團對房地產市場的了解，它已經在二〇〇五年停止承保新的信用違約交換。但是考量已經承保的信用違約交換中在投資組合裡的比例相對較小，而且標的資產是AAA評等，它認為沒有必要切割開來避開虧損，然而這是致命的錯誤。

## 雷曼兄弟透過三方附買回交易融資的各類資產數量



資料來源：Adam Copeland, Antoine Martin and Michael Walker, “Repo Runs: Evidence from the Tri- Party Repo Market,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 506, July 2011 (revised August 2014).

在美國國際集團金融產品部門帳目上四萬四千份衍生性商品合約中，後來發現，一百二十五份信用違約交換中的房貸擔保證券以驚人的方式變糟。這一百二十五份合約造成美國國際集團帳面價值損失一百一十五億美元，是遭遇衝擊的金融產品部門一九九四至二〇〇六年合計獲利的兩倍。這是個沉重的打擊，但以美國國際集團龐大的全球事業，它能夠吸收這種規模的投資組合損失，而且在適當的時候市場會反彈。美國國際集團也沒有被要求對實際違約的房貸擔保證券支付理賠金。跟貝爾斯登和雷曼兄弟一樣，房地產市場緩慢演進的危機並沒有對美國國際集團構成威脅。雪崩式的大量違約和沒收的抵押品會在適當的時候透過系統消化，但那需要幾年的時間。一直要到二〇〇八年十二月才出現第

一個真正讓美國國際集團付出理賠金的信用違約事件。問題在於金融市場的預期反應，以及證券化房貸與相關衍生性商品的價值快速重估。就美國國際集團來說，因為它失去最好的信用評等，引發交易對手根據保險合約，要求美國國際集團立即追加保證金。他們想要有擔保品來證明如果房貸品質確實變糟，美國國際集團還能夠履行合約義務。這些追加的抵押品要求總計高達數百億美元，正是這個威脅把美國國際集團逼到危機邊緣。

美國國際集團的麻煩並沒有這樣結束。藉著參與證券放款業務，使它的處境更為艱難。美國國際集團內部有個部門，集中管理集團保險基金持有的高品質公債和其他證券，它把這些資產借給其他投資人來換取現金，這種交易類似附買回交易。然後，美國國際集團的證券放款業務再把借券收到的現金，投資在高收益、但風險更高的房貸擔保證券，尋求最高報酬。難以置信的是，證券放款部門在二〇〇五年開始採取這些高風險的賭注，那時正好是集團的金融產品部門判斷，繼續對房貸擔保證券承保信用違約交換的風險太高的時候。到了二〇〇七年夏季，美國國際集團的證券放款計畫已經把四百五十億美元投資在民間發行的高收益房貸擔保證券。隨著證券化業務的瓦解，這些資產實際上無法銷售出去，使得美國國際集團緊急去尋找資金來還給現在想要拿回現金的證券借款人。一家現金充足的保險公司為了追求獲利，現在坐擁龐大的高收益證券投資組合，成為一個存款與放款的期限嚴重不合、利用槓桿操作來高風險經營的影子銀行。而且更糟糕的是，它正與一些全球金融中最具攻擊性的玩家打交道。

率先向美國國際集團發出擔保品追繳令的是高盛。<sup>23</sup>它是市場上最狡猾的經營者之一，但它也是一家沒有美國聯邦存款保險公司擔保存款的投資銀行。高盛就像貝爾斯登、雷曼兄弟和美林一樣，很容易受到市



場信心喪失的影響。可以發現，高盛處理危機的其中一項做法是對房貸擔保證券建立大量的空頭部位，很大一部分的賭注是配置在向美國國際集團買進的信用違約交換。截至二〇〇八年六月三十日為止，高盛已經發出七十五億美元的抵押品追繳令。當美國國際集團在九月十五日被調降信用評等時，新的保證金追繳令快速增加，追繳金額現在已經高達三百二十億美元，高盛和他的合作夥伴法國興業銀行總計就占一百九十八億美元。<sup>24</sup>對美國國際集團來說，後果非常嚴重。它在最糟糕的時刻爭搶現金。在信用評等調降下，它無法透過正常管道借到數百億美元，只能透過低價出售資產來籌資，這意味著要在資產負債表上認列損失，這只會使它的地位變得更為不穩。到了九月十六日早上，美國國際集團離違約只剩幾個小時。

隨著資產擔保商業本票、附買回交易和信用違約交換陷入危機，影子銀行產業鏈下一個突然斷裂的環節是貨幣市場基金。九月十日，在雷曼兄弟破產以前，貨幣市場基金從個人、退休基金和其他投資人那裡募集三兆五千八百億美元的存款和現金來管理。<sup>25</sup>它們的吸引力主要在於提供比一般存款帳戶還好的報酬，而且承諾投資的本金是安全的。無論發生什麼事，投資一美元都會拿回一美元。九月十六日，雷曼兄弟事件發生後隔天，這種錯覺破滅了。準備首選基金（Reserve Primary Fund）是這個產業歷史最悠久、最受推崇的基金，管理的資產超過六百二十億美元，它告知聯準會基金淨值即將「跌破一美元」。它不再能保證投資一美元都會拿回一美元。二〇〇七年八月，準備首選基金面臨激烈的競爭壓力，為了提高收益率，並吸引更多投資人，就像其他投資人會把資金提出來一樣，它把基金中六〇%的資金拿去買進資產擔保商業本票。<sup>26</sup>狂熱的借款人提供高收益，使基金從績效排行榜最後二〇%飆升至前一〇%，在一年內將管理的資產翻倍。但這也使投資人面臨嚴重風

險。一般來說，它的經理人選股不錯。但是一．二％的資金投資在雷曼兄弟高收益的資產擔保商業本票，而且到九月底，這些部位的估價暴跌。準備首選基金最後的損失很小。到了二〇一四年，將一美元投資在這檔基金可以得到九十九．一美分。但在九月十五日之後，投資人不再肯定能夠完全保本，五千億美元從共同基金撤資，尋求安全的美國公債。<sup>27</sup>

二〇〇八年九月的事件使二〇〇七年八月開始的批發融資市場急劇萎縮帶到危急關頭。應用在雙邊附買回市場的低品質抵押品價值減記指數從二五％的水準，到了二〇〇八年夏季上升到四五％。<sup>28</sup>這種金額倍增的效果，使得一家投資銀行必須動員起來，在帳面上持有高品質證券以外的任何資產。即使是最強大的獨立投資銀行高盛，重要的流動資金準備從二〇〇七年的六百億美元增加到二〇〇八年第三季的一千一百三十億美元後，到了九月十八日的總金額也暴跌至六百六十億美元。<sup>29</sup>如果下滑的情況持續，這場賽局很快就會結束。

與此同時，為了安全而縮減資產負債表，產生的效果是從金融體系其他地方撤回信貸。商業銀行、投資銀行和共同基金提供給美國大企業的貸款，也就是所謂的企業聯合貸款（syndicated loans），從二〇〇七年第二季的七千零二十億美元減少到二〇〇八年第四季的一千五百億美元。高收益、高風險的企業借款利率升至二三％，除了狂熱的借款人以外，其他借款人都無法貸款。<sup>30</sup>這對所有商業活動施加龐大的壓力。同時，很難在其他地方獲得信貸的企業則增加對現有的信用額度提款，帶來銀行進一步的壓力。<sup>31</sup>

由於貨幣市場基金、附買回交易、資產擔保商業本票和美國國際集團的信用違約交換都被投資人質疑，衝擊擴散到美國以外。最受貨幣市場基金喜愛的投資標的是歐洲的銀行債務。它們是歐洲大型銀行取得美

元資金的主要來源。<sup>32</sup>在貨幣基金撤出下，歐洲的銀行如何為帳上的大量美元資產取得資金？隨著銀行同業拆款市場的關閉，歐洲的銀行只能用各種迂迴的機制來獲得美元融資。他們瘋狂到願意以歐元、英鎊、日圓、瑞士法郎和澳幣貸款，然後再把這些貸款換成美元。正常情況下，因為這些幾乎是無風險交易，溢價是零。隨著美元融資管道關閉，溢價飆升到二至三%。在數兆資產的資產負債表上，這樣的利差足以產生嚴重的威脅。如果歐洲人無法以負擔得起的利率來為美元投資組合融資，它們就會被迫出售這些資產。但就像法國巴黎銀行在二〇〇七年八月已經公告的情況，根本沒有價值數千兆美元的美元資產市場。二〇〇八年九月十六日星期二，雷曼兄弟事件第二天，歐洲的融資問題被認定非常嚴重，以至於成為聯準會公開市場會議第一項議程，甚至排在柏南克和他的同事處理美國國際集團的問題之前。<sup>33</sup>

也不只是聯準會正在為世界末日做準備。在九月十三日星期六凌晨，摩根大通的傑米·戴蒙（Jamie Dimon）指示嚇壞的資深員工為迎戰世界末日做好準備。在摩根大通把傳說中「堅不可摧的資產負債表」撤回到安全地帶時，他們應該為華爾街所有投資銀行的破產做好準備，不只是雷曼兄弟，還有美林、摩根士丹利和高盛。<sup>34</sup>與此同時，在大西洋的另一岸，融資危機對歐洲大型放款機構的一系列影響深具毀滅性。英國的哈里法克斯蘇格蘭銀行（注：[Halifax Bank of Scotland, HBOS](#)，英國最大的房貸銀行）和蘇格蘭皇家銀行、荷比盧三國的富通銀行（Fortis）和德克夏銀行（Dexia）、慕尼黑的聯合裕寶銀行、盎格魯愛爾蘭銀行（Anglo Irish Bank）、瑞銀集團、瑞士信貸和其他數十家銀行都面臨倒閉。因為它們沒有任何存款，所以沒有一家銀行會被擠兌。你剛停止在貨幣市場上交易，並減少支出。不只一般家庭，還有全球金融體系最大的參與者，全都離開尋找安全資產，結果帶來一場損失上兆美

元的災難。

## 各國經濟集體衰退

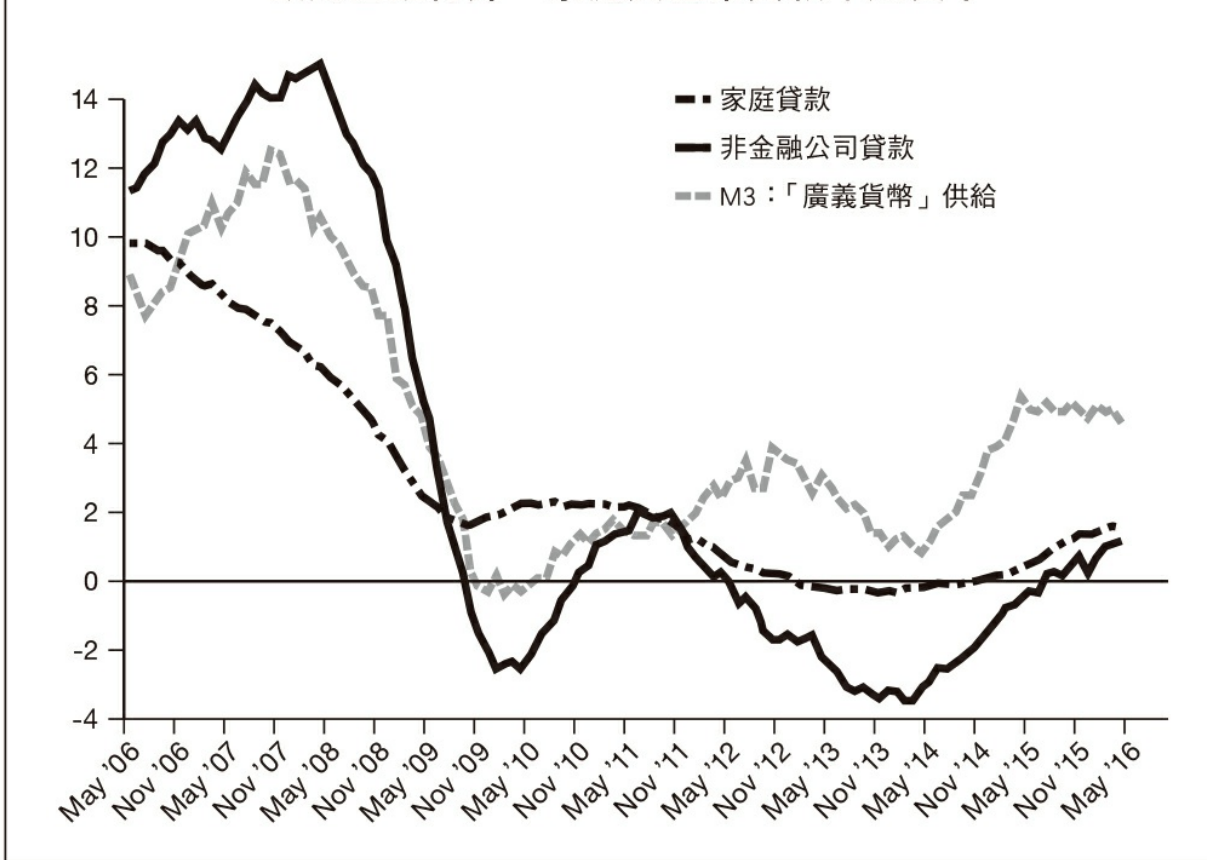
在曼哈頓和倫敦金融城外的經濟新聞讓人震驚。在大西洋兩岸的實際商業活動都在瓦解。在歐洲，二〇〇八年的危機（而非後來歐元區的崩潰）所標示著投資、消費和失業的決定性破壞並不亞於美國。從二〇〇七年下半年開始，隨著德國、法國、英國、瑞士和荷比盧三國的大小銀行開始認列損失的規模，借貸體系崩潰。銀行業率先感受到壓力，因為它每天最仰賴的大量信貸已經流失。但很快的，危機也延伸到非金融公司和家庭。在歐元區，新增貸款成長率在達到一〇%至一五%之後，很快就暴跌到零。這並不是二〇一〇年的主權債務危機阻止歐洲的成長，而是二〇〇八年的跨大西洋銀行危機所導致的情況。

隨著新的房貸縮減，房地產的市場加速下滑。房價下跌和金融市場崩潰削減個人財產。在西班牙，二〇〇七至二〇〇九年間，平均每人淨資產縮水至少一〇%。在五年內，個人資產減少二八%，也就是一．四兆歐元，超過一年的產出價值。<sup>35</sup>在英國，國際貨幣基金估計，隨著股票市場和房價暴跌，二〇〇八至二〇〇九年家庭資產損失一．五兆美元，只占一年GDP的五〇%。一〇%的屋主發現自己擁有的房屋價值變成負數。<sup>36</sup>在愛爾蘭，房價在一九九四至二〇〇七年變成四倍，二〇〇八至二〇一二年則少了一半，家庭資產因此減少。<sup>37</sup>這些都是嚴重的打擊，但是由於規模龐大，美國的危機壓垮他們。起初二〇〇九年夏季國際貨幣基金估計美國家庭資產損失十一兆美元。<sup>38</sup>到了二〇一二年，美國財政部

把這個數字上調至十九．二兆美元。<sup>39</sup>獨立機構估計這個數字接近二十一至二十二兆美元：七兆美元來自房地產，十一兆美元來自股票市場，而且三．四至四兆美元來自退休金存款。<sup>40</sup>房價從二〇〇六年的高點到二〇〇九年下跌三分之一。在危機最嚴重的時候，全美國一〇％的房貸被嚴重拖欠，而且在所有房貸中，抵押的房子有四．五％被沒收。超過九百萬個家庭失去房子，數百萬人因為努力保有低於房貸價值的房屋而忍受多年的焦慮。在危機最嚴重的時候，超過四分之一的美國房屋價值比房貸金額還低。<sup>41</sup>

而且，富有家庭與貧窮家庭之間的損失分布使這種痛苦加劇。二〇〇七至二〇一〇年間，美國家庭的平均資產從五十六萬三千美元降至四十六萬三千美元，但對於非常有錢的人來說，這些數字因為擁有龐大財富而增加。如果我們改看處於中位數的家庭，也就是在資產分配中處於中間的家庭，淨資產從十萬七千美元減少至五萬七千八百美元。<sup>42</sup>而且跟這些數字一樣糟糕的是，美國少數人口的情況更糟。二〇〇七至二〇一〇年間，特別積極參與房市榮景的西裔人口，平均財富暴跌八六．三％。<sup>43</sup>非裔的美國中位數家庭可以看到房地產全被奪走，而且非裔美國屋主抵押的房子被沒收的情況是白人屋主的兩倍。<sup>44</sup>這並沒有產生一九三〇年代黑色風暴事件（注：Dust Bowl，一九三〇年代，北美因為乾旱和農業擴張，導致沙塵暴頻繁出現，使許多家庭被迫離鄉背井求生）的難忘景象，但是二〇〇七年開始的房市危機則是自大蕭條以來，美國最大規模的迫遷。而且隨著少數民族失去房屋所有權，結果是出現相同的種族隔離現象。<sup>45</sup>

歐元區銀行外，家庭與企業貸款年成長率



單位：%

資料來源：<http://macro-man.blogspot.co.uk/2016/06/a-broad-scan.html>

在二〇〇八年美國經濟下滑的過程中，隨著美國家庭遭受損害，消費先產生影響。<sup>46</sup>在需求下滑下，生產與就業也跟著減少。在加州的中央山谷（Central Valley）可以看到房屋價值崩跌五〇%，消費減少三〇%。<sup>47</sup>各種能被延後的支出都被削減。對美國長期不景氣的汽車產業可說是致命一擊。汽車和小型車的銷量從二〇〇七年的一千六百萬輛下降到二〇〇九年的九百萬輛。到了二〇〇八年十二月，很明顯克萊斯勒（Chrysler）和通用汽車（General Motors）都會倒閉。在二十一世紀初，通用汽車不再像過去一樣是國家的象徵。相較於一九七九年在全世

界的員工達到八十五萬三千人的高峰，二〇〇七年的員工只有二十六萬六千人。不過在二〇〇八年一開始，它還是世界上最大的汽車公司。通用汽車每個月有四億七千六百萬美元用在薪資、健保費用，還有四十九萬三千名退休員工的退休金福利。在生產經營上，它服務一萬一千五百名零組件與服務供應商，製造出五百億美元的產值。<sup>48</sup>整體來看，產業遊說者宣稱，美國大約四．五%的工作是由汽車產業所提供，每年付出超過五千億美元的薪資，而且創造超過七百億美元的稅收。<sup>49</sup>二〇〇八年十一月七日，通用汽車宣稱，除非政府補助，不然二〇〇九年夏季就會面臨破產。

通用汽車和克萊斯勒即將破產，為美國汽車業長期衰退畫下一個驚嘆號。美國夢的一個版本正在消失。但是底特律的危機衝擊到全世界。通用汽車歷史悠久的英國和德國部門Vauxhall和Opel未來前途未卜。<sup>50</sup>底特律在墨西哥的營運也是如此。在北美自由貿易協定的自由貿易體系下，互聯的生產系統，也就是所謂的價值鏈，已經從北美的一端延伸至另一端，因此，墨西哥勢必對美國更加依賴。二〇〇七年，墨西哥八〇%的出口產品送到美國。隨著美國爆發危機，墨西哥的GDP下降大約七%，甚至比一九九五年所謂的龍舌蘭危機（Tequila Crisis，墨西哥當地發生的金融危機）期間縮減更嚴重。<sup>51</sup>墨西哥非石油出口在二〇〇八年五月至二〇〇九年五月間減少二八%，汽車出口則減少五〇%。<sup>52</sup>在北部工業城市華瑞茲（Ciudad Juárez）和提華納（Tijuana）等最大的美墨邊境加工出口中心（maquiladora），製造業員工人數減少超過二〇%。隨著毒品戰爭的暴動激增，經濟衰退導致超過十萬名絕望的工人和他們的家人棄華瑞茲而去。隨著北部邊境城市的失業率激增，匯款枯竭，而且成千上萬的移民回到家鄉，使得最貧窮的墨西哥人處境變得更讓人絕望。在此同時，墨西哥的新外資流入減半，匯率從十一披索兌一美元驟

降至十五披索兌一美元，生活成本被拉高。

痛苦也不局限在北美。幾十年來，通用汽車在全球最大的競爭對手是豐田汽車（Toyota），而且豐田汽車宣告二〇〇八年將奪得世界頂尖汽車製造商的稱號。但它卻付出沉重的代價。二〇〇九年，日本受到「豐田衝擊」的震撼，因為這個國家的冠軍企業公布七十年來第一次出現虧損，而且全球產量削減二二%。<sup>53</sup>豐田的獲利從二〇〇七至二〇〇八會計年度兩百八十億美元，到二〇〇八至二〇〇九會計年度下滑到損失十七億美元。社長渡邊捷昭說：「世界經濟每百年會出現一次重大的改變……我們正面對前所未有的緊急狀況。」<sup>54</sup>由於美國和歐洲堆積未售出的汽車庫存，日本車出口減少三分之二。<sup>55</sup>日本投資產業停滯不前。最大資本財與電子產品製造龍頭日立（Hitachi）受到最嚴重的衝擊，出現日本工業公司有史以來虧損最多的七十八億七千萬美元記錄。<sup>56</sup>消費性電子產品指標公司索尼（Sony）公布虧損二十六億美元。東芝（Toshiba）預期虧損二十八億美元，松下電器（Panasonic）則虧損三十八億美元。<sup>57</sup>總而言之，在二〇〇九年一月，日本經濟以每年二〇%的速度萎縮，出口比去年同期減少五〇%。<sup>58</sup>其中最大的原因來自對美國的出口下降，接著是對中國、台灣和南韓等亞洲鄰近國家的出口下降，這些國家都陷入經濟衰退。

就像二〇〇八年的衝擊所顯示，隨著供應鏈完全同步，「亞洲工廠」在幾週內就對歐洲和美國躊躇不前的需求做出回應。它們不是唯一受到衝擊的人。德國在二〇〇八年第二季至二〇〇九年間的出口下降三四%，機械和運輸設備產業出口嚴重下滑。這是德意志聯邦共和國自一九四九年成立以來遭受最嚴重的經濟衝擊。正如一位在銀行工作的經濟學家提到：「必須回到一九三〇年代大蕭條時期才找得到類似的可怕數字。」<sup>59</sup>在此同時，新興市場也遭受衝擊。在二〇〇四年金融穩定後加入



快速成長經濟體俱樂部的土耳其，遭遇突然而猛烈的經濟停滯。到二〇〇九年第一季，土耳其的GDP較前一年同期減少一四．七％。失業率從二〇〇八年夏季的八．六％，到危機爆發後的第一個冬季飆升至一四．六％。是東歐國家以外影響最嚴重的新興市場國家。從二〇〇一年災難性的金融危機以來，土耳其並沒有見過這麼糟糕的情況。<sup>60</sup>伊斯坦堡（Istanbul）的股市在二〇〇七年十二月至二〇〇八年十一月間暴跌五四％。<sup>61</sup>

二〇〇八年崩潰如此嚴重的原因在於驚人的全球同步。世界貿易組織蒐集的一百零四個國家數據中，每個國家在二〇〇八年下半年至二〇〇九年上半年間的進出口都出現衰退，而且每個國家、每種貿易商品無一例外都出現衰退。<sup>62</sup>

如果製造業的低迷是出在貿易量減少，像是汽車運送數量和手機出口數量，那麼原物料商品的衝擊則是在物價。在二〇〇八年最糟的六個月中，油價下跌超過七六％，反而使產油國的預算受到嚴重衝擊。沙烏地阿拉伯從二〇〇八年有二三％的預算剩餘轉為嚴重赤字。<sup>63</sup>科威特則受到海灣銀行（Gulf Bank）危機的震撼，這家銀行在貨幣交易上面臨損失。<sup>64</sup>但是沒有什麼地方比杜拜這個新興都市受到更糟的影響了。在原物料商品價格飆升的推動，以及蘇格蘭皇家銀行和渣打銀行等國際銀行的大力支持下，杜拜的房地產已經成為全球營建業狂熱中心。<sup>65</sup>到了二〇〇八年，這個城市充滿建築用吊車。富麗堂皇的購物中心誇張的樓地板面積是美國人均水準的四倍。在二〇〇八年秋季，泡沫破滅了，新的信貸被削減。到了二〇〇九年二月，杜拜喧騰六年的建築熱潮停了下來。海灣合作理事會（Gulf Cooperation Council）進行中的一．一兆美元建築計畫有一半在幾個月內被取消。隨著西方契約工急忙趕到機場，想拋棄債務，避免入監服刑，奢華車陸陸續續被棄置。包機則將數萬名

移工遣返回印度。<sup>66</sup>

隨著家庭消費與企業投資的快速減少，在提供國際貨幣基金各季GDP統計數字的六十個國家中，有五十二個國家在二〇〇九年第二季申報衰退。<sup>67</sup>從有申報記錄以來，沒見過這樣大規模的同步衰退。數千萬人失去工作。雖然茫然帶著隨身物品跌跌撞撞走出倫敦和紐約辦公大樓的銀行家吸引電視台的攝影機鏡頭，但受害最深的卻是年輕、低技術的藍領勞工。<sup>68</sup>二〇〇八冬季至二〇〇九年，在危機的震央美國，就業人數非常驚人的逐月下降。在最糟糕的時期，每個月失去的工作數量達到八十萬個。非裔美國人口的失業增加特別激烈，失業率從二〇〇七年的八%升至二〇一〇年初的一六%。<sup>69</sup>年輕黑人勞工受到的打擊特別沉重，二〇一〇年一月的失業率飆升至三二.五%。許多處於最底層的人是沒有高中文憑的年輕非裔美國男性。在二〇〇九年的紐約市，他們的失業率超過五〇%。<sup>70</sup>精確地說，有多少人在全球經濟體中失去工作，取決於我們對中國龐大移民勞動力失業者的猜測，但全球失業人數合理估計在兩千七百萬人到接近四千萬人之間。<sup>71</sup>

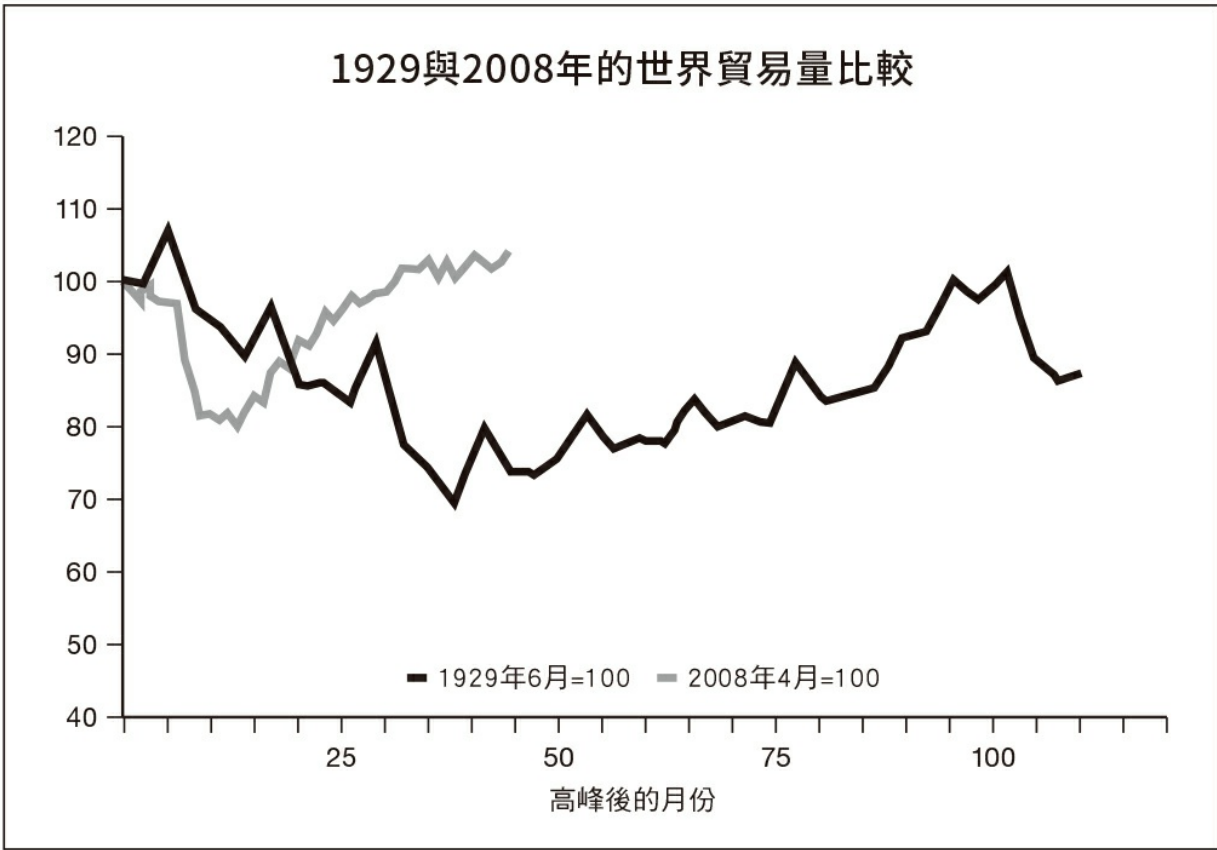
## 危機倒數計時

情況顯然很糟糕，但是從歷史的角度來看，究竟有多糟？試著找出它的歷史定位，二〇〇九年春季，保羅·克魯曼（Paul Krugman）得出情況很危急的結論。但至少就美國的工業經濟來說，並沒有像一九三〇年代經濟大蕭條那麼嚴峻。<sup>72</sup>他打趣地說，這只有「大蕭條一半慘」。這個判斷並沒有持續很久，就像評論家爭相強調，克魯曼的評估非常偏

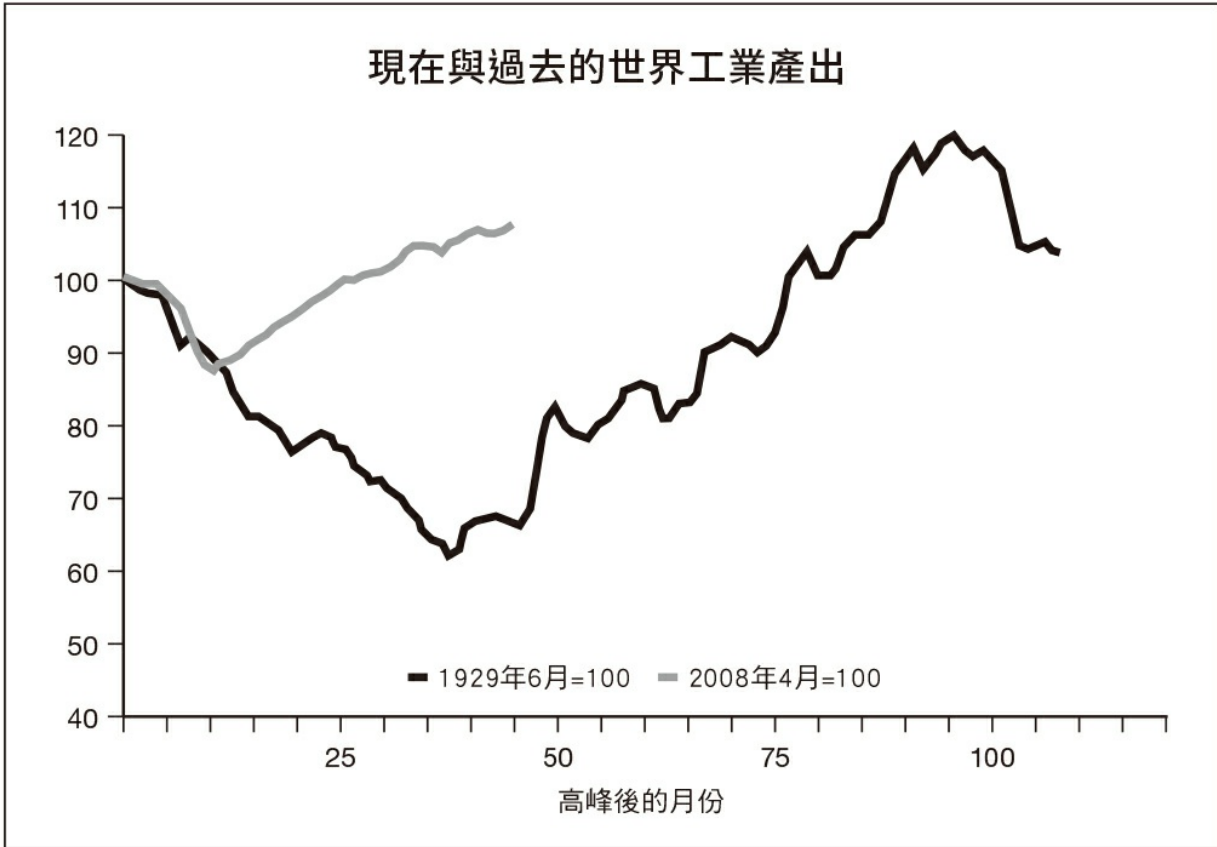
狹。一九三〇年代的大蕭條並沒有局限在美國，而且危機也沒有在二〇〇八年發生，從全球的角度來看，二〇〇八至二〇〇九年工業產出、股市和貿易量的下滑，至少都跟一九二九年一樣快。<sup>73</sup>

我們現在知道要利用緊急和大規模的應對措施，去阻止一九三〇年代初期世界經歷那種痛苦的蕭條。但是這種相對樂觀的論點取決於事後認定的安全做法。在二〇〇八年九月，應對危機的規模取決於美國身處危機中心的人感受到的絕望指數。聯準會的柏南克、紐約聯邦準備銀行的提摩西·蓋特納和財政部的亨利·鮑爾森都描述這種經歷令人恐懼。在雷曼兄弟破產之後，鮑爾森向下屬表示這是「經濟上的九一一事件」。<sup>74</sup>九月二十日上午，美國財政部長警告國會，除非他們快速採取行動，不然在下午兩點會有五兆五千億美元的資產會消失。他們可能會「在二十四小時內」面臨世界經濟崩盤。<sup>75</sup>在與國會領導階層的私人談話中，柏南克沒有誇大其辭，他警告說，除非他們授權立即採取行動，「不然週一可能看不到我們的經濟。」<sup>76</sup>

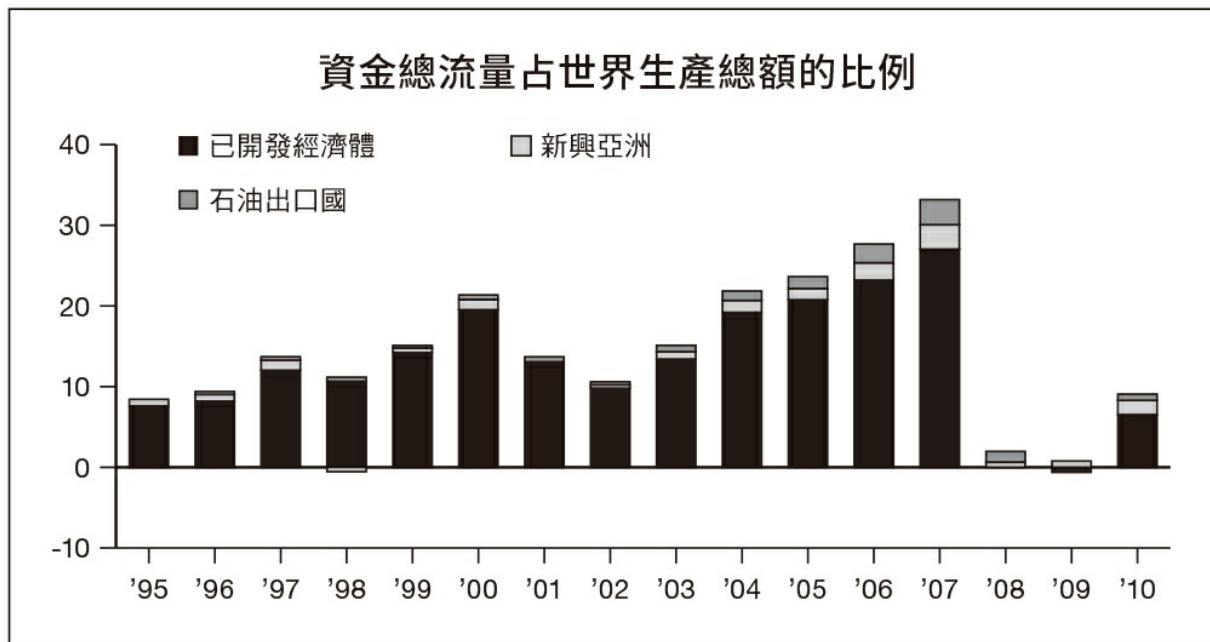
就美國來說，這樣的描述明顯太誇張。柏南克試著嚇唬國會採取行動。但是如果看一下國際投資流向的數據，那麼整個情況還真讓人驚訝。在危機衝擊全世界前，資金進出只占世界生產總額的三三%，其中絕大部分不是已開發世界和新興市場的交易，而是以開發經濟體之間的資金流。不過在危機最嚴重的時候，也就是二〇〇八年最後一季和二〇〇九年第一季間，這些資金流萎縮九〇%，剩下全球生產總值不到三%。<sup>77</sup>在二〇〇八年下半年，富有國家之間的資金流從十七兆美元驟降至只高於一．五兆美元。沒有一件事對全球經濟的整體影響這麼突然、規模這麼龐大。就好像一個巨大穩定的飛輪突然受到衝撞而停止，透過整個金融體系傳來劇烈的震動。



資料來源：Barry Eichengreen and Kevin O' Rourke, "A Tale of Two Depressions Redux," <http://voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux>.



資料來源：Barry Eichengreen and Kevin O' Rourke, "A Tale of Two Depressions Redux," <http://voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux>.



資料來源：Claudio Borio and Piti Disyatat, “Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?,” BIS Working Paper 346 (2011), graph 5.

在公開場合時，班·柏南克知道板著臉孔是有必要的：「金融恐慌有很大的心理成分，只要展現出冷靜、理性和肯定的態度就成功一半。」他後來這樣認為。<sup>78</sup>但身為經濟學家和經濟史學家，柏南克了解陷入困境的規模。二〇〇八年的威脅與一九二九年不同。產生的威脅甚至更大，甚至更糟糕。正如他後來多次肯定的提到，對柏南克來說：「二〇〇八年九月和十月」顯然是「全球歷史上最糟的金融危機，包括經濟大蕭條。」<sup>79</sup>在一九三〇年代，沒有哪一刻有如此大規模的同步性，沒有哪一刻有這麼多世界大銀行同時受到破產威脅。崩盤的速度與力道前所未有。就像柏南克後來在回憶錄中向讀者坦承：「情況勢不可擋，甚至已經造成市場癱瘓，想到這牽涉到很多大賭注，我只能盡可能專注完成手邊的具體任務……事件的爆發壓制住我的恐懼，讓我專注在解決問題上。」<sup>80</sup>只有接近第二任任期結束時，他才準備放鬆心情。回頭來看，這就好像在汽車殘骸裡。「你在大多數時候試著避免關閉橋

樑，然後你大叫說：『喔，我的天啊！』」<sup>81</sup>

提摩西·蓋特納站在紐約聯邦準備銀行的制高點，為努力拯救金融體系提供頑固的典型見解：「直到看到奧斯卡得獎影片《危機倒數》（*The Hurt Locker*），描述炸彈拆除小組在伊拉克的經歷之前，我並沒有辦法解釋那些日子有多恐怖。我們在時髦的辦公大樓裡不停地進行電話會議，顯然無法跟反恐戰爭相比，但是在電影進行十分鐘後，我知道我終於可以捕捉到跟危機很像的一些感受：排山倒海而來的責任重擔，加上重大事故導致的癱瘓風險；情況無法控制導致的挫折；不確定做什麼事情會有幫助；知道即使這是好決定，結果也可能會變得很糟糕；忽視家人的痛苦與內疚；寂寞和麻木。」<sup>82</sup>

沒有理由懷疑這些專業人員的誠實，這是一個可怕的情況，比喻成恐怖攻擊、汽車殘骸或隨時會爆炸的裝置，剛好反映出真實的情況。他們把對抗危機的團隊定位為第一個對引人矚目的緊急情況作出反應的人。而且他們把觀眾，也就是我們，視為同一國的人。誰不會支持慈父般的柏南克試著將家人的車持續留在橋上，或是支持蓋特納英雄般的炸彈處理團隊？當我們焦急地看著我們的英雄努力把我們從災難中拯救出來時，政治被擺在一旁。沒有時間去問為什麼這件事正在發生。我們「同在一艘船上」。但正是這樣的主張，一場政治經濟危機開始了。<sup>83</sup>

二〇〇八年秋季需要拯救哪個體制？誰受傷了？在這個圈子裡的人哪些需要被保護？而且誰不用保護？

隨著危機在二〇〇八年九月爆發，第一批應對危機的人被替換。這一切都從可預測但具有破壞性的房市泡沫破滅開始。那場危機正影響數百萬大西洋兩岸的家庭。但是從二〇〇七年夏末的銀行倒閉與基金清算大量出現開始，房地產危機逐漸遠離關注的焦點。現在重要的是投資銀行可能會破產。到了二〇〇八年九月，不只是個別銀行，整個金融體系

都必須不惜一切代價拯救下來。整個市場和產業，包括附買回交易市場、資產擔保商業本票、共同基金，都需要維繫生命。這是金融體系的崩潰，可以想像這是場大型的電力故障，威脅整個經濟體。

修復華爾街很重要，所以有個口號是「幫助大街上的市井小民」（help Main Street）。世界各地都以自己的語言複述這個口頭禪。而且對於要讓商業活動持續進行的目標來說，顯然維持商業信貸至關重要。在九月時，即使是績優企業都得不到短期融資。麥當勞不再能從美國的銀行得到透支的額度。<sup>84</sup>有傳言說工程巨頭通用電器與哈佛大學出現流動性問題。<sup>85</sup>但除了這些立即的拯救措施之外，對金融體系的全力關注是否真的符合實體經濟的利益？<sup>86</sup>是無法借到錢所導致的投資失敗，才會導致經濟持續蕭條？或是房地產市場的崩盤和資金緊俏的家庭減少經濟活動，以至於沒有投資的動力，因此沒有貸款的需求？

這些似乎是學術上的問題，炸彈正在倒數，汽車還在橋上疾駛。在一場全球性的災難中，因果關係的方向真的很重要嗎？為什麼應該要關心金融危機的強度？因為美國對抗危機的戰士決定不討論這些問題，而且把拯救金融體系視為絕對優先，形塑出接下來發生的所有事情。它為一場受人矚目、激烈諷刺的反轉奠定基礎。自一九七〇年代以來，金融業代言人的口頭禪是自由市場和寬鬆管制，現在他們要求國家動用所有資源，來拯救社會的金融基礎設施免受系統性的內爆威脅，他們比喻這樣的威脅就跟緊急軍事危機一樣。

---

1 對於這個機制在美國的出色描述請參考A. Mian and A. Sufi, *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*



(Chicago: University of Chicago Press, 2014), 普遍適用。

- 2 關於主要銀行倒閉的描述請參考Milne, *Fall of the House of Credit*, 195– 256.
- 3 DealBook, “UBS’s Hedge Fund: A Post-Mortem,” *New York Times*, June 4, 2007.
- 4 T. Buck, “National Reputation Hangs on IKB Rescue,” *Financial Times*, August 2, 2007.
- 5 Roche, *Histoire Secrete*.
- 6 “BNP Paribas Suspends Funds Because of Subprime Problems,” *New York Times*, August 9, 2007.
- 7 Munchau, *The Meltdown Years*, 102.
- 8 Irwin, *The Alchemists*, 2.
- 9 L. Elliott, “Credit Crisis— How It All Began,” *Guardian*, August 4, 2008.
- 10 H. S. Scott, *Connectedness and Contagion: Protecting the Financial System from Panics* (Cambridge, MA: MIT Press, 2016).
- 11 H. S. Shin, “Reflections on Northern Rock: The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis,” *Journal of Economic Perspectives* 23 (2009), 101– 119.
- 12 “Lessons of the Fall,” *Economist*, October 18, 2007.
- 13 United States Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report* (New York: PublicAffairs, 2011), 283.
- 14 下面三篇文章爭辯三方附買回、雙邊附買回和資產擔保商業本票市場運作的重要性，請參考G. Gorton and A. Metrick, “Securitized Banking and the Run on Repo,” *Journal of Financial Economics* 104, no. 3 (2012), 425– 451; G. B. Gorton, *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don’t See Them Coming* (Oxford: Oxford University Press, 2012), 39– 40 和 A. Krishnamurthy, S. Nagel and D. Orlov, “Sizing Up Repo,” *Journal of Finance* 69, no. 6 (December 2014), 2381– 2417.
- 15 G. B. Gorton and A. Metrick, “Who Ran on Repo?” (NBER Working Paper 18455, 2012); T. Adrian and H. Y. Shin, “The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 382 (July 1, 2009).
- 16 Gordon and Metrick, “Securitized Banking and the Run on Repo.”
- 17 L. Ball, “The Fed and Lehman Brothers: Introduction and Summary” (NBER Working Paper 22410, 2016).
- 18 “Liquidity Management at Lehman Brothers,” *Lehman Brothers*, July 2008.
- 19 A. Copeland, A. Martin and M. Walker, “Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* 506 (July 2011).
- 20 T. V. Dang, G. Gorton and B. Holmstrom, “Haircuts and Repo Chains,” Working Paper, October 17, 2013.
- 21 Ball, “The Fed and Lehman Brothers,” 37.

- 22 對美國國際集團災難的權威性解釋請參考：Congressional Oversight Panel, “The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government’s Exit Strategy,” June Oversight Report (June 10, 2010).
- 23 G. Morgenson and L. Story, “Testy Conflict with Goldman Helped Push A.I.G. to Edge,” New York Times, February 6, 2010.
- 24 Ibid.; [https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn\\_media/fcic-testimony/2010-0701-Goldman-AIG-Collateral-Call-timeline.pdf](https://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0701-Goldman-AIG-Collateral-Call-timeline.pdf).
- 25 P. E. McCabe, “The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises” (FEDS Working Paper 2010-51, September 12, 2010).
- 26 M. T. Kacperczyk and P. Schnabl, “How Safe Are Money Market Funds?,” Quarterly Journal of Economics 128 (2013), 1073– 1122.
- 27 Board of Trustees of the Primary Fund-In Liquidation, “Additional Information Regarding Primary Fund-In Liquidation,” September 23, 2014.
- 28 Gorton and Metrick, “Securitized Banking and the Run on Repo.”
- 29 高盛自我辯護的官方論述急忙補充說，這是一種自己手工增加的新會計規則。第二天，流動資金準備反彈至八百九十億美元，但即便如此，還是比前幾天下降二〇%。  
<http://www.goldmansachs.com/media-relations/in-the-news/archive/response-to-fcic-folder/gs-liquidity.pdf>.
- 30 P. Krugman, End This Depression Now! (New York: W. W. Norton, 2012), 115.
- 31 V. Ivashina and E. Scharfstein, “Bank Lending During the Financial Crisis of 2008,” Journal of Financial Economics 97 (2010), 319– 338.
- 32 P. McGuire and G. von Peter, “The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response” (BIS Working Paper 291, October 2009).
- 33 Transcript of the FMOC meeting, September 16, 2008.
- 34 A. R. Sorkin, Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System— and Themselves (New York: Penguin, 2010), 1– 2.
- 35 [https://www.juliusbaer.com/files/user\\_upload/your-private-bank/investment-excellence/research/european-wealth-report/documents/Wealth\\_Report\\_Europe.pdf](https://www.juliusbaer.com/files/user_upload/your-private-bank/investment-excellence/research/european-wealth-report/documents/Wealth_Report_Europe.pdf).
- 36 ING Economic and Financial Analysis, “Household Wealth in Europe: Post-Crisis Recovery Leaves Big Differences Between Countries and Households,” January 18, 2016.
- 37 R. Lydon and T. McIndoe-Calder, “The Great Irish (De)Leveraging 2005– 14,” Irish Economic Analysis Division Central Bank of Ireland, March 2017.
- 38 P. K. Brooks, “IMF Survey: Households Hit Hard by Wealth Losses,” World Economic Outlook: IMF Research Department, June 24, 2009.
- 39 US Department of Treasury, “The Financial Crisis Response: In Charts,” April 2012.
- 40 “The Cost of the Crisis: \$20 Trillion and Counting,” Better Markets, July 2015.

- 41 A. Bangalore, "US Housing Market: Share of Underwater Homes Trending Down," Market Oracle, July 13, 2012, <http://www.marketoracle.co.uk/Article35579.html>.
- 42 E. Wolff, "The Asset Price Meltdown and the Wealth of the Middle Class," US2010: Discover America in a New Century, May 2013.
- 43 State of Working America, "African Americans," Economic Policy Institute (ND), <http://www.stateofworkingamerica.org/fact-sheets/african-americans/>
- 44 D. G. Bocian, W. Li and K. Ernst, "Foreclosures by Race and Ethnicity: The Demographics of a Crisis," Center for Responsible Lending Research, June 18, 2010.
- 45 M. Hall, K. Crowder and A. Spring, "Neighborhood Foreclosures, Racial/Ethnic Transitions, and Residential Segregation," *American Sociological Review* 80.3 (2015), 526– 549.
- 46 Mian and Sufi, *House of Debt*, 38.
- 47 Brooks, "IMF Survey."
- 48 "The Bankruptcy of General Motors: A Giant Falls," *Economist*, June 4, 2009.
- 49 K. Hill, D. Menk, J. Cregger and M. Schultz, *Contribution of the Automotive Industry to the Economies of All Fifty States and the United States* (Ann Arbor, MI: Center for Automotive Research, 2015).
- 50 "The Crisis in the Car Industry: No Opel, No Hope," *Economist*, March 5, 2009.
- 51 B. Deilus, "Economic Performance of Mexico and South Korea After 2008 Crisis" (2015), [http://www.boeckler.de/pdf/v\\_2015\\_10\\_23\\_desilus.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2015_10_23_desilus.pdf); M. A. Villarreal, *The Mexican Economy After the Global Financial Crisis*, Congressional Research Service, September 16, 2010.
- 52 J. Sidaoui, M. Ramos-Francia and G. Cuadra, "The Global Financial Crisis and Policy Response in Mexico," (BIS Papers 54, 2010).
- 53 "75 Years of Toyota," [http://www.toyota-global.com/company/history\\_of\\_toyota/75years/index.html](http://www.toyota-global.com/company/history_of_toyota/75years/index.html).
- 54 M. Fackler, "Toyota Expects Its First Loss in 70 Years," *New York Times*, December 22, 2008.
- 55 M. Sommer, "Why Has Japan Been Hit So Hard by the Global Recession?," IMF Staff Position Note, March 18, 2009.
- 56 K. Otsuka, "Resurgent Hitachi Goes Global After Painful Reforms," *Japan Times*, May 28, 2015.
- 57 "Japan's Electronics Giants: Unplugged," *Economist*, February 5, 2009.
- 58 R. Baldwin, ed., *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects* (VoxEU, 2009), 58, <http://voxeu.org/content/great-trade-collapse-causes-consequences-and-prospects>.
- 59 K. Hopkins, "German Economy Suffered Worst Postwar Slump in 2009," *Guardian*, January 13, 2010.

- 60 H. Comert and S. Colak, "The Impacts of the Global Crisis on the Turkish Economy and Policy Responses," Economic Research Center, December 2014.
- 61 M. Yalçın, "Evaluation of the 2008 Global Financial Crisis' Effects on Turkish Economy: Is It Tangential?," May 15, 2012, [https://www.academia.edu/1564330/Effect\\_of\\_2008\\_Global\\_Financial\\_Crisis\\_over\\_Turkey](https://www.academia.edu/1564330/Effect_of_2008_Global_Financial_Crisis_over_Turkey).
- 62 Baldwin, Great Trade Collapse.
- 63 H. Hakimian and N. Dhillon, "Global Economic Crisis: A Catalyst for Change in Saudi Arabia?," Brookings Institution, February 25, 2009.
- 64 R. Wigglesworth, "Gulf Bank Chief Quits as Kuwait Crisis Deepens," Financial Times, October 28, 2008.
- 65 A. Hanieh, *Capitalism and Class in the Gulf Arab States* (New York: Palgrave Macmillan, 2011).
- 66 P. Lewis, "Dubai's Six-Year Building Boom Grinds to Halt as Financial Crisis Takes Hold," Guardian, February 13, 2009.
- 67 International Labour Office, "Global Employment Trends 2011: The Challenge of a Jobs Recovery."
- 68 Clark, *Hard Times*, 41– 67.
- 69 International Labour Office, "Global Employment Trends 2011."
- 70 M. Holder, "Unemployment in New York City During the Recession and Early Recovery: Young Black Men Hit the Hardest," Community Service Society, December 2010.
- 71 F. Cai and K. W. Chan, "The Global Economic Crisis and Unemployment in China," *Eurasian Geography and Economics* 50, no. 5 (2009), 513– 531. For a contrasting effort to estimate global unemployment see International Labour Office, "Global Employment Trends 2011" (Geneva: ILO, 2011).
- 72 P. Krugman, "The Great Recession Versus the Great Depression," New York Times, March 20, 2009.
- 73 B. Eichengreen and K. O'Rourke, "Tale of Two Depressions: What Do the New Data Tell Us?," CEPR, March 8, 2010.
- 74 Sorkin, *Too Big to Fail*, 417.
- 75 M. Taibbi, "Secrets and Lies of the Bailout," Rolling Stone, January 4, 2013.
- 76 A. Sorkin, D. Henriques, E. Andrews and J. Nocera, "As Credit Crisis Spiraled, Alarm Led to Action," New York Times, October 1, 2008.
- 77 C. Borio, "Capital Flows and the Current Account: Taking Financing (More) Seriously," (BIS Working Paper 525, 2015).
- 78 Bernanke, *The Courage to Act*, 386.
- 79 M. Egan, "2008: Worse Than the Great Depression?," CNN Money, August 27, 2014.

- 80 Bernanke, *Courage to Act*, 386, 561.
- 81 *Ibid.*, 561.
- 82 Geithner, *Stress Test*, 200.
- 83 “Securitization” rhetorics as strategies of government have been productively analyzed by the so-called Copenhagen school of security studies led by B. Barzun and O. Waever. 重要的評論請參考：H. Stritzel, “Towards a Theory of Securitization: Copenhagen and Beyond,” *European Journal of International Relations* 13.3 (2007), 357– 383; and M. McDonald, “Securitization and the Construction of Security,” *European Journal of International Relations* 14.4 (2008), 563– 587.
- 84 Sorkin, *Too Big to Fail*, 417.
- 85 J. Gerth, “Paulson Book: Behind the Scenes, GE’s Top Exec Confided Credit Woes,” *ProPublica*, February 5, 2010; and B. Condon and N. Vardi, “Harvard: The Inside Story of Its Finance Meltdown,” *Forbes*, February 26, 2009.
- 86 Mian and Sufi, *House of Debt*. 提出最有說服力的問題。

## 第7章 紓困

二〇〇八年猛烈的金融危機碰上資本主義歷史上史無前例的國家動員。在戰爭期間之外，國家從沒有以這樣的規模和速度進行干預。這徹底擊潰經濟大平穩現象的自滿信念，令人震驚的顛覆普遍流行的自由放任意識形態。政府動員納稅人數兆美元來把銀行從愚蠢和貪婪所導致的後果中拯救出來，違反公平和良好政府的格言。但考量到危機蔓延的風險，國家怎能不採取行動？但是如果這樣做了，他們要如何回到過去對市場的想像：市場有效率、會自動調整，而且放任就會有最好發展？這是對一九七〇年代以來引導經濟治理的基本理念最深刻的挑戰。對這件事來說，更重要的是，挑戰並非來自外部。它並沒有激起一些激進地意識形態轉向左派或右派，連思考或進行廣泛考慮的時間都沒有。驅動政策干預的是金融體系自己的失靈，以及破產企業無法從更廣大的系統中隔離。受到敬重的《金融時報》首席經濟評論員馬丁·沃夫（Martin Wolf）稱二〇〇八年三月十四日是「全球自由市場主義夢想死亡的一天」。<sup>1</sup>那天宣布要拯救貝爾斯登，而這只是開始。

### 自由市場主義幻滅

在美國、冰島、愛爾蘭、英國、法國、德國、荷比盧三國和瑞士，整個大西洋金融經濟圈全都進行紓困大作戰。部署的金融火力很強大，

而且這說明它已經單獨成為政治爭論的領域。但是不論我們使用哪種指標來衡量，很明顯過去從沒有如此廣泛而龐大的紓困現象。承諾投入的資金就超過七兆美元。主要的干預機制有四個部分：一、提供銀行貸款；二、資本重整；三、買進資產；以及四、由國家全額擔保銀行存款、銀行債務，甚至整個資產負債表。在危機爆發的每個地方，各國都被迫搭配這幾項措施使用。參與的機構有央行、財政部和銀行監理機關。事實上，經過統計整理後列出的干預機制，都是瘋狂、即興變化的解決方案，而這些方案來自不情願的協調、日夜不停的問題解決會議。隨著危機加劇，各國的財政和政治復原力都受到考驗。廣泛地說，這產生四種類型的結果，反映出全球金融深陷其中的程度、各國資源遭遇的風險、治理菁英的型態，以及金融業內部的權力平衡。<sup>2</sup>

最極端的情況是這個危機壓垮整個國家。愛爾蘭和冰島根本沒有資源、政府機構或政治能力來處理過度成長的金融部門所導致的巨大衝擊。它們遭受全面性的危機，東歐受影響最嚴重的新興市場經濟體也是如此；其他國家的處境則好一點，儘管有嚴重過度成長的金融部門，瑞士卻毫髮無傷的存活下來。瑞士可以做到這點，原因是很早就密切關注漸漸衰敗的銀行巨擘瑞銀集團。<sup>3</sup>雖然這家銀行從沒有被國有化，但實際上卻成為這個國家的一個區域；較大的歐洲國家，以及那些銀行體系過度發展沒那麼嚴重的國家，像是英國、德國、法國、比利時和荷蘭，則呈現出各種複雜的情況。儘管面臨嚴重的危機，它們還是有資源去應對。他們嘗試進行全面性的組織與金融解決方案，包括失敗的提案，要協調出歐洲應對危機的共同回應。但是協調達成一致意見的努力受到國家政治算計和頂尖銀行的不合作舉動所破壞，這些頂尖銀行認為自己夠大，能夠在沒有接受國家援助的羞辱下存活下來。災難沒有盤旋升高，但是遏制危機要花很大的支出，而且頂多只能取得部分成功。

通過這樣的實力考驗，美國成為一個有可能支持全球最大金融業的強大國家，而且還能執行全面性的解決方案。美國的危機戰士喜歡用軍事術語來談事情，像是「大型火箭筒」、「震懾戰術」，這是有原因的。蓋特納在這方面有過之而無不及。為了得到靈感，他引用美國參謀首長聯席會議主席（chairman of the Joint Chiefs）柯林·鮑威爾（Colin Powell）在越戰結束後制定的作戰原則：以龐大的力量與計畫明確的路線來攻擊。<sup>4</sup>這是賴瑞·桑默斯在一九九四年墨西哥金融危機時首次引用的類比。現在這成為蓋特納的口頭禪。對他來說，「適用於國際金融的鮑威爾信條（注：[Powell Doctrine](#)，鮑威爾將軍從越戰中汲取教訓，認為美國如果要與他國開戰，必須具備優勢的兵力，以及明確的目標和一致的策略）」意味著「使用壓倒性的武力與明確的衝突解決策略」。就像蓋特納堅稱：「漸進主義比果斷的行動風險更大、成本更高。」對蓋特納和他的支持者來說，迅速而果斷的行動很明顯會帶來回報。與歐洲經濟的災難性表現相比，美國又回到正軌。<sup>5</sup>美國金融業的領導階層自我更新。即使從狹隘的財務角度來看，財政部和聯準會很多資助計畫也為美國納稅人帶來獲利。<sup>6</sup>避免出現第二次大蕭條的利益非常龐大。

與歐洲的經驗相比，不難看出美國這種沾沾自喜的描述是怎麼用錢買來的。但是它的經濟優點並不像支持者設想得那麼明顯，而且這並無法帶給自由放任的擁護者任何安慰。緊縮國家的權力來釋放自由市場自發的秩序這類相關的經濟政策已經一去不復返了。處理危機的智慧不僅是建立在制定可預測的規定，來限制政策制定者任意行事的裁量權。以戰爭為本的經濟政策是意志、警戒、戰術判斷力和火力的問題。儘管軍事修辭可以吸引民粹主義者，但得付出政治代價。<sup>7</sup>



## 2008 年 10 月至 2010 年 5 月底政府對金融機構的資助措施

	資本注入		債券擔保		其他擔保		資產資助			總計 承諾 金額	
	計畫承諾資助的金額	已投入的金額	計畫外的資助金額	承諾資助的金額	已投入的金額	承諾資助的金額	已投入的金額	承諾資助的金額	已投入的金額	計畫外的資助金額	占 2008 年 GDP 的 比例 (%)
奧地利	15	5.8	0.6	75	21.8						32
比利時			19.9	32	34		90.8			16.8	47
德國	40	29.4	24.8	400	110.8		75	40	17	39.3	25
西班牙	99	11	1.3	100	56.4		9	50	19.3	2.5	24
法國	21	8.3	3	320	134.2		0	0	0	0	18
希臘	5	3.2	0	30	13.3		0	8	4.4	0	18
愛爾蘭	10	12.3	7	485	72.5		0	90	8	0	319
義大利	12	4.1	0	0	0		0	50	0	0	4
荷蘭	20	10.2	16.8	200	54.2		50			21.4	52
丹麥	13	3.5	2.2	0	36.9						23
瑞典	5	0.5			142	25.4					49
英國	55	33.7	35.8	300	157.2					217.8	25
瑞士	4							41	41.2		13
澳洲				602	118.6						97
美國	580	216.2	19.1	1066	369.8	534	26.7	1148	40	74.9	30
總計	879	338.2	130.5	3610	1321.7	559.4	251.5	1427	129.9	372.7	

單位：十億歐元

資料來源：根據 Stéphanie Stolz and Michael Wedow, “Extraordinary Measures in Extraordinary Times: Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States,” Bundesbank Series 1 Discussion Paper 13, 2010.

二〇〇八至二〇〇九年間與危機的奮戰打亂美國政治，布希政府失去

國會占多數的共和黨支持。危機破壞共和黨管理階層、大企業菁英和右派群眾基礎之間脆弱的聯結。就像共和黨受歡迎的一派在特立獨行的寡占企業家資助下，愈來愈憤怒地朝抗議社會體制的反對派靠攏，柏南克和鮑爾森等主流保守派人士則是離開，抱怨不是他們離開黨，而是黨離開他們。<sup>8</sup>布希政府對抗危機的努力是由國會占多數的民主黨投票支持。這個矛盾直到危機達到高峰幾週後的二〇〇八年十一月四日，巴拉克·歐巴馬贏得大選才得以解決。但是在適當的時候，美國右派的分裂已經對美國和更廣大的世界產生深遠的影響。

## 雷曼兄弟破產

二〇〇七年，主管機關最期望的還是民間部門可以自救。一九〇七年的摩根大通集團是華爾街的傳奇公司。二〇〇七年十月下旬，在財政部的幫助下，花旗、美國銀行和摩根大通三家美國最大的銀行同意共同創立一個所謂的超級流動性升級管道（Master Liquidity Enhancement Conduit），幫助穩定房貸擔保證券市場與重振資產商業本票市場。<sup>9</sup>毫不意外，財政部長鮑爾森很喜歡這個構想。但是任何民間部門的安排很容易受到集體行動問題的傷害。雖然銀行家厭惡政府干預，但是他們也想要避免被烙印上失敗公司組成的獨占團體，尤其是這個團體裡包括花旗集團，它的資產負債表特別毒。<sup>10</sup>當全球主要的競爭對手匯豐銀行宣布將全額吸收資產負債表上結構型投資工具所導致的四百五十億美元損失時，最大的美國競爭對手沒有其他選擇，只能跟進。<sup>11</sup>到了二〇〇七年十二月，民間銀行壞帳計畫已經崩潰。

當集體行動失敗時，國家可以介入，在銀行的收購交易中扮演主要媒人。在英國，二〇〇八年蘇格蘭的哈里法克斯蘇格蘭銀行在唐寧街的支持下賣給駿懋銀行（Lloyds Bank）；<sup>12</sup>在德國，第二大銀行德勒斯登銀行與第三大銀行德國商業銀行（Commerzbank）合併。<sup>13</sup>就像這兩項交易顯示的情況，風險在於陷入困境的銀行會把救援銀行拖下水；美國則開始認真想要讓貝爾斯登合併，直到二〇〇八年三月十三至十四日晚上宣告失敗。<sup>14</sup>如果大拍賣的價格不包括投資組合中兩千億美元的資產擔保證券和擔保債權憑證，那影響會非常劇烈。這會迫使其他銀行認列嚴重損失，使恐慌擴散。為了緩解財政部和聯準會的焦慮，摩根大通有意收購貝爾斯登。強硬的執行長傑米·戴蒙相信，摩根大通穩健的資產負債表能夠安全接管這個殘骸。但是要完成交易，戴蒙需要適當的誘因。在聯準會法規第十三條第三款提供的緊急權力下，由紐約聯邦準備銀行資助的結構型投資工具承接貝爾斯登帳上三百億美元最毒的資產。<sup>15</sup>然後，在三月十四日上午五點，附買回市場讓貝爾斯登吹熄燈號。紐約聯邦準備銀行放款一百二十九億美元給摩根大通，然後摩根大通再放款給貝爾斯登。之後，大局已定。摩根大通同意以每股二美元的荒謬價格結束貝爾斯登的經營。僅僅在一年前，貝爾斯登的股價還有一百五十九美元。不過在貝爾斯登的股東抗議後，價格才上升至十美元。但不論是兩美元還是十美元，摩根大通都有信心能夠獲利。

聯準會的行動阻止本來可能引起的混亂與失序的破產，但至少可以說，摩根大通獲得的誘因值得商榷。著名的聯準會前主席保羅·沃克把這個情況描述為「將合法隱密的權力延伸至極致」。<sup>16</sup>恪守道德風險邏輯的倡導者之後會永遠爭論說，正是因為拯救貝爾斯登才引起雷曼兄弟的災難。<sup>17</sup>隨著一家投資銀行獲救，雷曼兄弟的管理階層感覺很安心，認為他們的問題也可以找到解決方法。他們可以花時間找到最好的交

易，而這種態度讓他們付出沉重的代價。

無論這是合法還是明智的決定，藉著掩蓋資產負債表的交易來拯救投資銀行是一項技術性業務，能夠避開政治頭條。這連帶改變房利美和房地美。身為支撐美國房地產市場不可或缺由政府贊助機構，它們是華盛頓最讓人擔憂的政治網路中心。到了二〇〇八年夏季，隨著民間證券化市場陷入停滯，它們還得負責擔保美國七五%的新房貸。房利美和房地美的資產負債表大多數是品質最好的標準型房貸。如果它們還有傳統的資產負債表，應該就能度過難關。問題在於它們沒有。二〇〇八年六月，房利美和房地美持有價值一．八兆美元的房貸擔保證券，還有以股東權益為基礎額外擔保的三．七兆美元，至於這些資產的帳面價值，在房利美只剩四百一十二億美元，房地美則剩一百二十九億美元。<sup>18</sup>這樣的槓桿比例就連最大膽的投資銀行家都會覺得不好意思。可以想像這只是因為房利美和房地美是政府贊助企業的原因。在二〇〇八年夏季，這樣的經營條件將受到考驗。只要出現很小的損失，房地美和房利美的資本將會完全消失。如果它們倒閉，就會讓房貸市場最後的放款機構倒下，並對美國的信譽產生懷疑。它們會危及外國投資人廣泛持有的龐大證券組合。在二〇〇八年夏季，外國投資人持有政府贊助機構發行的八千萬美元債務。就像著名部落客布拉德．賽澤開玩笑說，房利美和房地美會讓「太多中國人破產」。<sup>19</sup>

亨利．鮑爾森執掌的財政部迫切希望控制局勢，因此在二〇〇八年春季開始希望民主黨人與共和黨人在國會達成協議，提供聯邦政府必要的權力去改革房貸巨頭。<sup>20</sup>但國會拖過整個夏季，共和黨人不合作，民主黨人則堅持，如果要他們提案，就必須包括資助陷入困境的屋主，並撥款給受害嚴重的州政府去買進無法贖回的房地產。到了七月中旬，情況變得更為關鍵。考量危機的規模與政府贊助機構財務狀況的不透明，

可能必須挹注龐大的資金。<sup>21</sup>財政部贊成只在聯邦政府的借款上限內進行授權，讓美國各州的財政都在政府贊助機構後面給予支持。就像鮑爾森向參議院銀行委員會（Senate Banking Committee）著名的提案：「如果你的口袋有把水槍，你可能不得不拿出來。如果你有個火箭筒，而且大家都知道，你也許就不用拿出來。」<sup>22</sup>鮑爾森的要求聽來印象深刻，而且他的火箭筒評論在全世界流傳。美國財政部迫切要確保外國債券持有人安心，北京則愈來愈擔心。<sup>23</sup>鮑爾森在回憶錄裡提到：「我經常與他們（中國的部長和官員）聊天，因為我不希望他們把債券丟到市場上，引發更大的危機……因此，當我去國會要求這些緊急權力（來穩定房利美和房地美的情況）時，我在國會的公開作為會被輿論痛批，我必須知會中國，定期向中國人民銀行解釋：『聽好，這是我們的政治體制，這是政治戲碼，我們會要到權力。』我並沒有相當大的把握，但是我確實盡可能免除他們的疑慮。」<sup>24</sup>

中國可能會為他們的困惑辯解。在華盛頓上演的政治戲碼很新奇。由商務人士領導的保守、自由市場管理機關提出無限制的國家支出，將大部分的住宅金融體系國有化。共和黨選民對於協助不該獲得房貸的借款人，以及幫助和慫恿他們不負責任的新政機制感到憤怒。但是對鮑爾森來說，系統性要做的事很明顯。而布希總統支持他。「這是一個充滿政治勇氣的驚人舉動，」鮑爾森滔滔不絕的說到，「這就好像在執政的最後幾天，總統突然改變立場，違背執政基本原則，支持民主黨，並反對共和黨。但是他決心去做出能讓國家達到最好的事。」<sup>25</sup>鮑爾森正在美國保守主義中引發根本性的分裂。無法指望共和黨右派去支持不受歡迎和令人反感的措施，但顯然有必要去挽救「這個體系」。鮑爾森承認他要求的授權前所未見。「我不知道以前是否有哪個行政部門曾被賦予權力來無限量放款或投資一家企業，我能做的只有表明在情況特殊且不

可預測的特性下，主管機關有必要介入。」<sup>26</sup>他也知道只有民主黨人願意支持這種絕對而且沒有必要條件的邏輯，不是由國家安全的急迫性來決定，而是由金融危機的急迫性來決定，畢竟這個政黨對於政府擴大權力的顧忌相對較少。

七月二十六日，國會在四分之三的眾議院共和黨議員反對下，通過鮑爾森拯救房利美和房地美的特殊授權法案，七月三十日總統正式簽署成為法令。白宮認為最好放棄橢圓形辦公室正常的慶祝儀式。沒有理由嘲弄共和黨人，也沒有時間認輸。隨著從摩根士丹利無償招募的團隊基礎下，財政部經歷好幾週的鑑識調查，並與管理政府贊助機構沒有成效的監理機關進行談判。結果令人沮喪。兩家政府贊助機構都破產了。流動性支持並不夠。二〇〇八年九月七日星期日，房利美和房地美都被託管。它們收歸國有，只留下公司名稱。如果有必要，財政部會補足資金，來彌補最初兩家在資產與負債間各高達一千億美元的資金缺口。聯準會提供信貸額度，並答應購買政府贊助機構有問題、需要卸下的房貸擔保證券。這比較不像是在用火箭筒，而是在用核子彈。

這種干預的關鍵作用是讓債券持有人，尤其是外國持有人消除疑慮，認為房利美和房地美不會破產。儘管有俄羅斯的陰謀詭計，但美國政府贊助的房貸機器崩潰並沒有蔓延成為全球危機。但是政治後果很可怕，而且會對危機的未來發展產生嚴重影響。共和黨右派為了競爭激烈的總統大選充分動員，房利美和房地美的國有化引發一場風暴。<sup>27</sup>財政部藉著提供資金來徵收懲罰性的股息，排除政府贊助機構現有的股東，盡最大努力避免任人唯親的指控。美國銀行公會（American Bankers Association）集結在主管機關前面，呼籲共和黨支持救援行動，但是馬上被科氏工業集團（Koch brothers）資助的保守右派遊說團體成長俱樂部（Club for Growth）反擊。眾議院議長約翰·貝納（John Boehner）和

前發言人紐特·金瑞契（Newt Gingrich）發言反對鮑爾森的紓困計畫。大家以為約翰·麥坎贊成救援行動。但八月二十九日他卻提名阿拉斯加州州長、民族主義者莎拉·裴林擔任副總統競選搭檔。裴林對政府贊助機構或金融危機沒有一致的看法，但她虛張聲勢的形象激起共和黨基層的熱情。隨著危機加深，布希政府害怕會面對一個由總統候選人領導反對紓困的黨內鬥爭。讓共和黨如此擔心這個小衝突的原因是，到了九月初，很明顯房利美與房地美的紓困只是第一輪鬥爭，下個階段鬥爭的決定權不在華盛頓，而是在華爾街。

幾個月來，財政部一直焦急地看著雷曼兄弟尋找買家。截至九月第二週，已經沒有選擇了。與潛在的南韓收購者談判陷入僵局。在由蓋特納的紐約聯邦準備銀行主持、並由鮑爾森監督的瘋狂談判中，尋求民間部門來解決的方法失敗了。最後的關鍵時刻發生在九月十三至十四日週末。這四十八小時究竟發生什麼事將永遠留下爭議。無疑的是，商業銀行巨擘美國銀行原本被預期要成為雷曼兄弟的白衣騎士，後來反而買下美林證券。

美林證券比雷曼兄弟還大，它也嚴重受到房地產泡沫破滅的衝擊。就跟雷曼兄弟一樣，它是一家投資銀行，如果無法進入附買回市場交易就不能運作。在雷曼兄弟之後，下一個破產的肯定是它。<sup>28</sup>但與雷曼兄弟不同的是，美林證券的管理階層很機靈，為了挽救銀行，它積極與美國銀行直接對話。眾所周知，美國銀行的執行長肯·路易士（Ken Lewis）長期以來想要仿效花旗集團，希望將一家投資銀行整合進自己的商業銀行。二〇〇八年九月十三至十四日那個讓人絕望的週末，美國銀行由美國聯邦存款保險公司擔保的數千億美元零售存款成為那個無法運作的金融體系的一部分。這筆資金原本是提供美國銀行收購美林證券的平台。但是用怎樣的條件呢？從表面來看，美林證券是個獎賞。它是

華爾街最著名的銀行之一，截至二〇〇七年底的市值達到一千五百億美元，擁有一兆零兩百億美元的資產，在全世界還有超過六萬名員工。但是考量帳面上的潛在損失與價值不確定的批發融資，美林證券在二〇〇八年九月值多少錢？在這件事中，在鮑爾森和柏南克的龐大壓力下，美國銀行以每股二十九美元的價格付出五百億美元，這是美林證券近期市值的三分之一，但是比前一週的市值高出四〇%。

在美國銀行接管美林證券後，對雷曼兄弟來說，最後一個希望剩下與英國的巴克萊銀行達成跨大西洋的協議，巴克萊銀行由美籍的鮑伯·戴蒙德（Bob Diamond）發號施令，他之前在摩根士丹利與瑞士信貸工作。但英國首相高登·布朗和財政大臣阿里斯泰爾·達林（Alistair Darling）拒絕放鬆管制，在全部的股東沒有批准，以及美國財政部沒有承諾支持下，收購無法進行。如果美國銀行已經選擇美林證券，那雷曼兄弟有什麼問題呢？他們告訴鮑爾森，倫敦不想「引進美國的癌症」。<sup>29</sup>

根本問題是，為什麼對雷曼兄弟來說，選項會如此少？為什麼聯準會和財政部不願意以摩根大通收購貝爾斯登的方式，讓雷曼兄弟的合併案更加優惠？<sup>30</sup>在民間解決方案的選項失敗之後，為什麼沒有發展出其他保障措施，就像幾週後如此自由地的提供保障？蓋特納、鮑爾森和柏南克都堅持主張，認為這是不必要的問題。問題不在於財政部和聯準會沒有意願，而是他們沒有工具。雷曼兄弟的破產並不是主管機關故意要造成的結果。「我們不是故意要這樣做，」蓋特納堅持說，「我們碰到主管機關的權限問題，以及英國監理機構的恐懼。」<sup>31</sup>柏南克堅稱，聯準會無法放款給雷曼兄弟，因為聯準會只能放款給擁有優質抵押品可以還款的銀行。<sup>32</sup>雷曼兄弟沒有還款能力，而且由於投資銀行業務的特性，缺乏存款戶與其他收入來源，它缺少抵押品。但這些都是事後回顧



的辯解。當時雷曼兄弟的破產被認為是審慎決定後的結果，而且是受歡迎的決定。九月十七日，民主黨國會議員巴尼·法蘭克（Barney Frank）在一場與財政部官員的聽證會上宣布，九月十五日星期一，也就是雷曼兄弟破產那天，在很長的時間會被稱為「自由市場日」。<sup>33</sup>法蘭克在開玩笑，但其他人不覺得好笑。就像鮑爾森一位助理提到，九月十五日感覺就像是「財政部的好日子」，他們讓市場自行運作。<sup>34</sup>《紐約時報》一篇社論宣稱，允許雷曼兄弟破產「出奇地讓人放心」。<sup>35</sup>《華爾街日報》恭喜鮑爾森不用無視真相。「政府不得不在某個地方畫下底線。」<sup>36</sup>對紐約聯邦銀行的蓋特納來說，這並不愉快：「我們沒有選擇的畫下底線。我們無能為力，而不是大膽無畏。我們已經試著避免一場災難性的破產，但卻失敗了。」<sup>37</sup>

在這種對危機的解釋下，蓋特納繼續建立一個完整的國家建設計畫。如果二〇〇八年失去的是國家適當干預的權利，那麼答案就是要為聯準會和財政部提供適合的工具。事實上，蓋特納無法承認的是「鮑爾森和柏南克」犯錯的可能性。他們可能低估雷曼兄弟破產導致的後果有多嚴重。或是實際上身為財政部長的鮑爾森可能已經受到政治的束縛。但這些都是後來重建現場調查出來的。在雷曼兄弟破產的災難性後果顯而易見下，現代可以獲得的最好證據（而不是主事者塑造的自我辯解）顯示出，拯救雷曼兄弟的根本束縛在於，鮑爾森從一開始就拒絕考慮另一次紓困。<sup>38</sup>英國財政大臣阿里斯泰爾·達林在整個關鍵週末頻繁與紐約聯繫，他認為：「令人擔憂的是，美國財政部不願意提供財政支援來讓交易成功的情況愈來愈明顯，我完全不訝異……我不認為他沒有足夠的政治資本來說服共和黨人把另一家銀行國有化。」<sup>39</sup>這個判斷在兩週後通過「問題資產紓困計畫」（Troubled Asset Relief Program, TARP）的絕望鬥爭中得到證實。雖然是鮑爾森在紐約領導雷曼兄弟的併購談

判，但在華盛頓的柏南克完全同意他的處理方式。在雷曼兄弟的管理階層拚命努力想要拖延時間時，聯準會顯然不合作。與柏南克回想的證詞所產生的印象相反，聯準會一致推動雷曼兄弟破產。當時的論點是破產有助於平息市場，藉此結束不確定性。不過在事後很容易說，這樣的判斷錯得離譜。

雷曼兄弟的破產衝擊影響美國和世界經濟，這個龐大的錯誤在幾個小時內變得很明顯。一天後，鮑爾森、柏南克和蓋特納不得不面對保險巨擘美國國際集團的問題。<sup>40</sup>在這個問題上，他們第一個念頭是在民間尋求解決方法。摩根大通和高盛在九月十五日星期一一整天都「瘋狂」的進行討論。但是到晚上七點，完全找不到任何民間救援計畫。當紓困團隊在二十四小時以前對雷曼兄弟達成類似結論時，雷曼兄弟已經開始準備破產。但這次的結論恰好相反。金融市場無法承受第二次衝擊，而且美國國際集團與衍生性商品、附買回交易和證券放款的相關程度比雷曼兄弟更大。套一句華爾街玩家的說法，美國國際集團破產會是一場「市場滅絕」事件。因此聯準會介入。就像對貝爾斯登的做法，聯準會宣布啟用第十三之三條緊急法案。紐約聯邦準備銀行會提供高達八百五十億美元的擔保信用額度。九月十六日星期二下午早些時候，聯準會的保全人員趕到曼哈頓下城派恩街（Pine Street）八十號美國國際集團辦公室，蒐集數百萬美元的股票憑證當作抵押品。隨著世界第二大保險公司的有價證券安全收藏在紐約聯邦準備銀行的金庫，聯準會在下午三點三十分宣布進行第一階段的救援行動。聯準會擔保美國國際集團的信用違約交換投資和證券放款業務，換取美國國際集團和子公司的股票，這讓美國政府獲得美國國際集團全球保險業務七九．九%的股份。按照房利美和房地美國有化所建立的模式，這項交易對美國國際集團現有的股東帶來大幅的損失。證券放款業務尚未止血，隨著紐約聯邦準備銀行從

美國國際銀行購買折價的房貸擔保證券投資，美國國際集團得以交還證券。最慷慨的事莫過於信用違約交換投資的解決方案，這是透過購買美國國際集團承保、具危險性的擔保債權憑證來完成。實際上，加上他們已經從美國國際集團求償的擔保品，交易對手已經在六百二十二億美元的有毒房貸擔保證券上得到百分之百的償付，那批證券的市值接近兩百七十二億美元。如果美國國際集團破產，它們的市值會剩多少，沒有人猜得到。不過無論如何，對它的交易對手和客戶的補貼顯然已經有數十億美元。不只美國金融體系受益，在紓困的過程中，聯準會確保美國國際集團向歐洲銀行提供「法定資本寬減」的保險契約得以保留下來。如果這些契約無效，美國人估計歐洲銀行將面臨至少得額外提供一百六十億美元資本的要求。「由於害怕在擁擠的戲院裡大喊『失火了』，」紐約聯邦銀行隨後告訴國會，它認為甚至最好不要提到美國國際集團的危機對歐洲監理機關帶來的潛在影響。

## 問題資產紓困計畫

如果系統性穩定是目標，那讓雷曼兄弟破產並拯救美國國際集團這樣的即興決策並不夠。柏南克和鮑爾森意識到陷入危機的規模之後，在九月十七日決定要請求國會賦予他們額外的資源和權力。<sup>41</sup>鮑爾森知道這有嚴重的政治風險。但是他們現在面臨整個華爾街體系的崩潰，而且他們可以利用的資源已經達到極限。由於貨幣基金市場的資金大幅流失，因此財政部在九月十九日做出特殊決定，對任何願意付出保險費的基金提供擔保，由匯率穩定基金（Exchange Stabilization Fund）裡撥出

五百億美元資助這個保險基金成立。這是另一項即興措施。匯率穩定基金是新政時代的產物，成立於一九三四年，是羅斯福時代的財政部在放棄金本位制度後用來管理匯率的工具。相較於二〇〇八年九月開始運作的現金池有上兆美元的規模，這個基金顯得微不足道，但是可以用它來資助一個允許槓桿操作的保險基金，而且更重要的是，他是財政部唯一立即可以使用的一大筆錢。

在此同時，摩根士丹利和高盛，這兩家僅存的投資銀行正面臨龐大的資金壓力。雷曼兄弟事件一週後，它們藉著公開改制為商業銀行控股公司的權宜之計而獲救，以便從聯邦存款保險公司的存款保險保護下受益。但這只會增加原本就有問題的聯邦存款保險公司負擔。九月二十五日，聯邦存款保險公司將華盛頓互惠銀行關閉、拆解並賣掉。華盛頓互惠銀行的資產負債表上有兩千四百四十億美元的房貸，是美國歷史上商業銀行最大的破產案。摩根大通快速搶下華盛頓互惠銀行兩千兩百三十九家營業分行和存款。<sup>42</sup>摩根大通是唯一可以在大型銀行拍賣中贏得獎賞的買家。日本三菱日聯銀行隨時準備要拯救摩根士丹利，買下二〇%的股份。華倫·巴菲特則打算要資助高盛五十億美元，但是兩項交易都取決於政府是否承諾要擔保。

九月二十日，財政部向國會提出三頁的法案，要求授權七千億美元來穩定證券市場。在授權對政府贊助機構進行無限制的紓困之後，財政部現在要求要把美國國防預算的金額來用在不良房貸證券。但是鮑爾森的方案真正大膽的是他要求的權力性質。

這個法案可以讀到三段關鍵句子：

財政部長有權按照財政部長確認的條款與條件，向在美國有分行的任何金融機構去購買、承諾並出資購買房貸相關資產.....在這

個法案下，財政部長有權在任何時刻購買七千億美元以內的房貸相關資產。財政部長根據這個法案授權所做的決定不需審查，並委由財政部自行裁量，而且不得由任何法院或主管機關進行審查。<sup>43</sup>

鮑爾森要求的是合法的全權委託。

儘管有些粗略，但這個提案並沒有出現毫無預警的結果。二〇〇八年四月中，鮑爾森和財政部的團隊已經與柏南克和聯準會的工作人員討論所謂的「緊急逃生」備忘錄，概述緊急行動可採取的不同選項。<sup>44</sup>他們考慮過大規模擔保房貸，但因為債務龐大而不確定，所以放棄。資本重整是干預一間銀行更直接的方式，這也很有效率。每一塊錢的銀行資金都有槓桿，因此一美元的政府資金同樣會資助十倍、二十倍或三十倍的放款。但出於政治理由，資本重整的方案被排除了。鮑爾森不想以「把美國銀行體系國有化的財政部長」名留青史。而且就算是鮑爾森願意付出個人代價，公開呼籲政府重組資本，也無法通過國會審查。共和黨會集體投票反對國有化，如果沒有兩黨支持，民主黨無法承擔這個風險。<sup>45</sup>早在二〇〇八年春季，財政部的團隊就已經決定，買進資產是阻力最小的途徑。收購債務並不涉及銀行的所有權，沒有產生掌控公司或公司治理的問題。這一切都可以透過「市場」完成。標售機制可以用來決定價格，不可否認這樣做很緩慢，而且昂貴：七千億美元只能勉強顧及半數在外流通的次級房貸證券。這不是完美的解決方案。但是在雷曼兄弟、美國國際集團和華盛頓互惠銀行事件之後，財政部和聯準會處於絕望之中。他們需要一些可能會通過的法案，而且要快速通過。

通常國會要花幾個月的立法，現在需要在幾天內通過。這是「超光速的閃電戰」，一個政治說客輕率地說道，而且這個法案從一開始就碰到麻煩。<sup>46</sup>正如蓋特納在回憶錄裡說：「國會領導人似乎受到驚嚇，但

在鮑爾森和柏南克警告可能會出現第二次衰退後，他們願意採取行動.....現在似乎只是生氣而已。」「這個提案讓人震驚，規模前所未見，而且缺乏細節，我也許可以這樣補充，」參議院銀行委員會主席克里斯·杜德（Chris Dodd）這樣提到，「我只能得出的結論是，不只是我們的經濟有風險，我們的憲法也是如此。」<sup>47</sup>杜德是民主黨人，至少願意考量採取行動的可能性。共和黨沒那麼謹慎。肯塔基州的吉姆·邦寧（Jim Bunning）把這個提案描述為「非美國的金融社會主義」。<sup>48</sup>德州共和黨議員的泰德·波伊（Ted Poe）痛批這個計畫：「紐約市的肥貓期望美國人振作起來，並為這些愚蠢的想法買單.....拿一把金融業的槍抵在每個美國人的頭上並不是解決方法。」<sup>49</sup>

二〇〇八年說到緊急權力時，布希政府有信譽問題。「這與匆忙發動伊拉克戰爭奇特的相似。」出身紐約州北部的民主黨眾議員麥克·麥納特（Mike McNulty）宣稱：「這屆政府一再說經濟本質很健全，接著他們突然說經濟將要崩潰。這讓人無法接受。」<sup>50</sup>眾議院議員皮特·史塔克（Pete Stark，加州民主黨籍）回想，在伊拉克危機期間擔任布希政府的國務卿柯林·鮑威爾是如何「在幾年前試著恐嚇我們說，如果沒有投票支持這個計畫不周的戰爭，就會在街上看到恐怖份子。」<sup>51</sup>

經濟學家兼部落客威廉姆·比特（Willem Buiter）在《金融時報》評論說，鮑爾森的法案讀起來「好像是由擁有絕對行政權力的君王迪克·錢尼（Dick Cheney）親自撰寫，沒有制衡原則、沒有責任、沒有追索權。不必對揭露伊拉克有大規模毀滅性武器的消息，以及在關塔納摩灣（Guantanamo Bay）和巴格達阿布格萊布（Abu Ghraib）建立酷刑監獄的政府有什麼預期，只要對這些請求做出歇斯底里的傻笑就好。」<sup>52</sup>左派電影製作人麥可·摩爾（Michael Moore）發了一封煽動性的電子郵件給眾多擁護者，主動討論這個議題，郵件的標題是〈今天早

上有錢人正發動一場政變）。就像英國記者保羅·梅森（Paul Mason）提到，鮑爾森笨拙的提案「在反對紓困的右派民粹主義者和左派自由主義立場者間意外的產生綜效」。<sup>53</sup>歷史會證明這不只是意外。

在總統大選期間，這是爆炸性事件。對民主黨候選人歐巴馬並不是問題，不只歐巴馬得到羅伯特·魯賓和漢彌爾頓計畫所招募的經濟團隊支持，他的個人班底還包括來自瑞銀和美林的頂尖銀行家。<sup>54</sup>問題是約翰·麥坎。如果麥坎和反叛的共和黨人命運緊密連結在一起，不僅會威脅研擬的法令，還會迫使民主黨總統候選人毀滅性地成為不受歡迎的選擇。共和黨籍眾議院議長約翰·貝納無法提供任何幫助。三分之一的共和黨國會議員在意識形態上反對更多的紓困行動，因此不用期望得到他們的支持。另外三分之一則因為選區競爭激烈，無法冒險疏遠支持他們的基層選民。「在金融危機的時候，你一方面被要求在納稅人破產和社會主義道路之間做出選擇，另一方面被告知要在二十四小時內完成，」德州議員、保守派的共和黨研究委員會（Republican Study Committee）負責人傑布·亨薩林（Jeb Hensarling）憤慨地告訴記者。<sup>55</sup>共和黨右派興起的政治明星，像是威斯康辛州的保羅·萊恩（Paul Ryan）和維吉尼亞州的艾瑞克·康特（Eric Cantor），則因為抵制布希政府的「反叛」而團結起來。

隨著共和黨人意見極度分歧，九月二十四日，麥坎中止競選活動，並宣布回到華盛頓來率先「修正」這場危機。這在財政部和白宮引起恐慌。市場情緒緊繃，沒有人知道麥坎在想什麼。可以肯定的是，這激發共和黨基層的支持。鮑爾森聽到這個消息大吃一驚，對著他的摩托羅拉手機大叫，要求白宮控制「他們的」候選人。<sup>56</sup>柏南克受到這股強烈的政治力量震驚，他認為最好回到聯準會的安全防護網上。最後，白宮幕僚長和共和黨主要金主出手干預，包括私募基金億萬富翁亨利·克拉維

斯（Henry Kravis）、摩根大通副總裁詹姆士·李（James Lee）和美林證券的約翰·賽恩（John Thain）都要麥坎堅持立場。<sup>57</sup>但這讓麥坎啞口無言，在「體系」的要求和裴林用他的原則帶動民粹主義者情緒高漲間徘徊。九月二十五日，在麥坎的要求下，兩位候選人與布希政府召開一場引發高潮的會議，不過共和黨候選人實際上無話可說。<sup>58</sup>

到了九月二十八日星期日，鮑爾森和民主黨國會議員似乎達成協議，鮑爾森同意設定薪資上限、分階段釋出問題資產紓困計畫的援助、進行多層級的監督，而且承諾如果納稅人虧損，成本要向金融業徵稅補足。為了讓問題資產紓困計畫快速通過，它被冠上眾議院第三九九七號決議，也被稱為「捍衛自由減稅法案」（Defenders of Freedom Tax Relief Act），提供處理危機的武裝部隊成員、義消隊員與和平部隊成員減稅優惠。在九月二十九日星期一投票當天上午，總統舉行一個記者會，讚揚鮑爾森的法案已經達成協議。同一天稍晚，他接待陷入困境的烏克蘭總統維克托·尤申科（Viktor Yushchenko），這是證明自由世界仍然牢牢掌控情勢的時刻。市場有需要時，他們可以提供所有的幫助。歐洲傳來的消息很不好，華爾街的交易則是風聲鶴唳。所有目光都盯著螢幕，等待國會山莊傳來消息

眾議院的狀況讓人很不放心，在早上激烈的爭辯之後，午餐過後開始投票。世界各地的人在螢幕上都可以看到國會民主運作的磨合過程。下午一點四十九分，正常的投票時間結束後，結果是兩百二十八票支持，兩百零五票反對。兩黨領導人都盯著那深不見底的危機。為了揮動鞭子讓投票部隊有機會團結起來，投票時間延長了。而電視攝影機跟著捕捉到「兩黨的最高副手緊握著選票……群聚在投票箱前監督，而且不尋常地跨過走道到正常的敵方區域進行突襲。」<sup>59</sup>五分鐘後，很明顯他們功虧一簣。木頭議事槌在離下午兩點還差幾分鐘的時候敲下，法案闖



關失敗了。引人注目的是，在支持鮑爾森問題資產紓困計畫的兩百零五票中，一百四十票來自民主黨，只有六十五票來自共和黨。而反對票中，一百三十三票來自共和黨，九十五票來自民主黨。

在聯準會和財政部讓雷曼兄弟倒閉後，美國的民選代表拒絕支持政府的緊急救援方案，市場的反應很驚慌。道瓊指數下跌七百七十八點，美國企業的市值在幾個小時內蒸發十二兆美元。這是有史以來最大的損失，比九一一的時候還遭，當時指數只下跌六百八十四點。<sup>60</sup>對全球信心產生毀滅性的衝擊，導致大西洋兩岸的危機出現恐怖的同步現象。

## 歐洲各國的應對

當美國人倉促拼湊的第一份問題資產紓困計畫試圖闖關失敗時，在倫敦的高登·布朗政府則瘋狂的試著說服西班牙的桑坦德銀行收購房貸放款機構布拉福德·賓利銀行（Bradford & Bingley）的分公司與兩百二十億英鎊的存款。這會讓英國財政部持有四百一十億英鎊沒有人想要的房貸。<sup>61</sup>一年前英國對北岩銀行紓困的時候，這彷彿還像是個別的事件。現在很明顯整個英國金融體系都有危險。它致命的仰賴批發融資市場，而這個市場正在關門。

## 脆弱的英國銀行體系：房貸暴險與融資來源 (數字是資產占負債的比例)

	房貸	存款	批發融資	證券
阿比國民銀行 (Abbey National)	53	34	21	1.7
聯合萊斯特銀行 (Alliance & Leicester)	55	45	52	3.0
巴克萊銀行	6	26	19	2.5
布拉福德·賓利銀行	62	51	44	3.2
哈里法克斯蘇格蘭銀行	37	38	36	3.6
匯豐銀行	4	48	17	6.2
駿懋銀行	28	42	27	3.4
北岩銀行	77	27	68	3.1
蘇格蘭皇家銀行	8	43	24	4.8
渣打集團 (Standard Chartered)	17	58	20	7.1
平均	34.7	41.2	32.8	3.86

資料來源：Tanju Yorulmazer, "Case Studies on Disruptions During the Crisis," *Economic Policy Review* 20, no. 1 (February 2014). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2403923>.

令人擔憂的是，恐慌很快就從北岩銀行這樣的專業房貸放款機構，蔓延到像哈里法克斯蘇格蘭銀行這樣的大銀行，而且從那裡再傳到蘇格蘭皇家銀行這樣的商業銀行，蘇格蘭皇家銀行的資產負債表近期已經列為世界上最大的銀行，至少從帳面上來看。在歐洲大陸，荷比盧的巨擘富通銀行即將要倒閉。它的資產負債表與雷曼兄弟旗鼓相當。<sup>62</sup>法國政府正努力要讓法國與比利時的放款機構德克夏銀行維持活力。梅克爾和財政部長佩爾·史坦布律克正在為聯合裕寶銀行進行後果難料的談判，聯合裕寶銀行正受到德普發銀行拖累，這是它在都柏林的高風險投資。<sup>63</sup>每次援助都會涉及資產減損、用大眾的資金進行重組、擔保民間借款、與其他銀行的交易，以及央行提供緊急流動性資金。

歐洲人正在一個銀行接著一個銀行滅火，但是到了九月二十九日晚

上，隨著問題資產紓困計畫闖關失敗攪動市場，都柏林崩盤了。<sup>64</sup>三家主要的愛爾蘭銀行，包括盎格魯愛爾蘭銀行、愛爾蘭銀行（Bank of Ireland）、愛爾蘭聯合銀行（Allied Irish Bank）都處於倒閉邊緣。<sup>65</sup>在愛爾蘭註冊的銀行，資產負債表合起來將近國家GDP的七倍。愛爾蘭政府沒有足夠的財力來處理一般的銀行擠兌。經過一夜驚慌失措的討論之後，在九月三十日一大早，都柏林政府宣布，因為害怕銀行倒閉，所以讓銀行自我了斷。歐洲晨間新聞的消息讓大家了解到，愛爾蘭政府不僅會完全擔保存款，還會完全擔保六家愛爾蘭主要銀行的債務兩年。沒有一個政府事先得知這個消息，不僅歐洲央行不知道，愛爾蘭納稅人也不知道。<sup>66</sup>這使銀行擠兌停止，但留給愛爾蘭這個人口只有紐約一半的國家四千四百億美元的銀行債務擔保。銀行遭受的損失會使愛爾蘭破產。它們成為將二〇〇八年銀行業危機和二〇一〇年歐元區主權債務危機聯繫起來的祕密關聯。但那是未來要演奏的樂譜。九月三十日的問題是直接對世界其他國家產生影響。如果愛爾蘭提供避風港，那現在歐洲其他國家是否要沿用？

考量愛爾蘭銀行與英國金融體系的緊密關係，倫敦的壓力最為嚴峻。英國被迫立即提高存款保險限額。跟荷蘭一樣，倫敦和巴黎正在緊急協商，德國人則不太合作。當英國財政部試著與柏林溝通，討論歐洲要共同做出什麼回應時，它們無法聯繫到德國財政部長史坦布律克。英國財政大臣達林焦慮到聯繫駐外辦事處，詢問英國駐柏林大使是否能夠與德國政府取得聯繫。<sup>67</sup>而柏林不只避不見面。在九月最後幾天，剛經歷富通銀行紓困案的荷蘭政府提出一個大膽的建議：<sup>68</sup>歐洲各國應該在共同的基礎上建立銀行救助基金，每個國家出資GDP的三%，這樣救助基金的總規模將達到三千億歐元。法國政府對此很熱衷，為了解決危機，薩科奇邀請法國、德國、義大利和歐洲四大國到巴黎。會議開始之

前，法國財政部長克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）對著德國財經報紙《商報》（*Handelsblatt*）談論採取聯合行動的重要性。<sup>69</sup>為了拯救德克夏銀行和富通銀行而進行艱難的跨國談判後，她強烈質疑小國應對危機的能力。「如果一個小型的歐盟國家面對一家銀行倒閉會發生什麼事？」她誇張地問。「也許政府沒有方法來拯救出問題的機構，因此問題出在歐洲層級的解決方案。」<sup>70</sup>義大利人喜歡這個構想。<sup>71</sup>有影響力的德意志銀行領導人約瑟夫·阿克曼（Josef Ackermann）也是如此。<sup>72</sup>歐洲需要像鮑爾森在美國要求的大規模資金。突然間，柏林回過神來。史坦布律克宣稱一定不能談聯合紓困。梅克爾要讓大家知道，如果巴黎峰會被貼上危機處理會議的標籤，她就不會參加。德國總理在接受頗具歡迎的小報《圖片報》（*Bild-Zeitung*）採訪時，彷彿自我約束般的譴責對銀行家開任何空白支票的做法，結果很快就因為以民族主義看待危機的報導而罵聲連連。<sup>73</sup>而且德國政府仰賴歐洲央行的支持。歐洲央行的尚克勞德·特里榭告訴記者，共同的歐洲解決方案並不恰當，因為歐元區不是一個財政聯盟。同樣的，盧森堡首相兼歐元集團長期主席尚克勞德·容克告訴德國電台：「我認為沒有理由一定要在歐洲發動一個美式計畫。」危機來自美國，那裡的危機更嚴重了。歐洲能用各國的解決方案來應對。

薩科奇改變主意，把這個想法視為拉加德的提議，沒有經過他的授權，希望藉此挽回顏面，但法國和荷蘭是對的。在十二個月內，困擾歐元區的正好是拉加德向《商報》描述的狀況。癱瘓的銀行和陷入困境的政府借款人相互將對方拖下水。但法國人雖然有先見之明，如果沒有柏林支持也無法做事。十月四日，薩科奇、梅克爾、布朗和貝魯斯柯尼在巴黎開會，結果讓人失望。高登·布朗深刻地感受到，歐洲人認為危機是美國的問題。<sup>74</sup>就像一位理想幻滅的英國官員提到，歐洲人「並沒有

看到危機的到來，他們並不了解經濟學，他們不了解集體行動如何運作。」<sup>75</sup>薩科奇無可奈何地說道：「如果我們無法拼湊出歐洲的解決方案，接下來會有一場災難.....但這不會只是我的災難，也會是梅克爾的災難。你知道她對我說什麼嗎？各清各的屎（Chacun sa merde）！」根據德國那邊的說法，總理不會說出這麼不雅的話。「梅克爾引用一句諺語.....歌德（Johann Wolfgang Goethe）說：『如果每個人都把大門前面好好清掃，每個城市的各區域都會很乾淨（Ein jeder kehre vor seiner Tür, und rein ist jedes Stadtquartier）。』」<sup>76</sup>

為什麼德國人如此抗拒？畢竟，德國人已經有陷入困境的銀行，可能從這個共同基金中獲益。但德國納稅人並不想要為其他國家的紓困買單，不管是為德國內部還是外面的銀行。廣義來說，德國與歐盟解決方案的問題對梅克爾來說不只是歐元和美元的問題。二〇〇五年以來，她一直在制定歐洲憲法失敗的殘骸上努力。奠基歐盟願景的「里斯本條約」在二〇〇七年十二月才剛簽署，這個條約被視讓歐洲大幅倒退回民族國家。而且二〇〇八年六月在愛爾蘭全民公投拒絕簽署下遭遇嚴重挫敗。隨著金融危機的爆發，里斯本架構正在進行緊急手術。德國憲法法庭也在審理這個法條。隨著歐盟的基本政治架構不斷變化，柏林不會因為要執行銀行紓困計畫，支持歐盟委員會大幅增加權力。<sup>77</sup>不論根據各政府的協議找出什麼解決方案，那個方案都不會是增加歐盟的權力。

十月四日的高峰會頂多只會通過一項聲明，譴責愛爾蘭前一週的單方行動，並要求各國要有協調一致的行動。更令人震驚的是接下來發生的事。當歐洲各國政府首腦從巴黎返國時，爆出聯合裕寶銀行的救援行動已經失敗的新聞。德普發銀行的狀況比原來認定的情況更糟。由德意志銀行派到都柏林的專業團隊發現，聯合裕寶銀行需要拿出五百億歐元才能填補德普發的資金缺口，而非三百五十億歐元。梅克爾和史坦布律

克為了對聯合裕寶銀行紓困所徵召的銀行立即反悔。就像一位德國銀行家之後提出的調查報告提到，如果雷曼兄弟的破產是個海嘯，那麼聯合裕寶銀行的破產就會成為德國經濟的末日。德國央行總裁阿克賽爾·韋伯（Axel Weber）談到這就像核子反應爐的爐心損毀（Kernschmelze）。德國銀行監理機構主管約亨·沙尼歐（Jochen Sanio）頗具戲劇性的比擬為電影《現代啟示錄》（*Apoalypse Now*）。<sup>78</sup>讓柏林真正擔心的是德國存款戶恐慌的謠言。由於現金擠兌增加，德國央行面對大面額歐元鈔票前所未見的需求。梅克爾從巴黎回國不到二十四小時，突然間就決定必須發表聲明。史坦布律克能做的只有說服她不應該獨自做這件事。<sup>79</sup>十月五日星期日上午，梅克爾和史坦布律克走到攝影機前面。他們沒有德國聯邦議會的授權，而是故意模糊細節。但從一九四九年起統治德國的兩黨領導人聯合起來，宣布所有存款都很安全。

這是針對德國觀眾的訴求，但卻有更廣泛的含意。德國不是愛爾蘭，即使用最嚴格的定義，梅克爾和史坦布律克至少已經為一兆歐元提供擔保。德國是否在利用全球銀行擠兌來定位自己？柏林並沒有事先警告倫敦和華盛頓。在梅克爾和史坦布律克亮相後幾個小時內，英國首相布朗在唐寧街召開緊急會議，考量倫敦該怎麼回應。英國官員「瘋狂的想要聯絡德國政府」，但德國再次不接電話。<sup>80</sup>在沒有明確的歐洲政策下，像丹麥這樣擁有大型銀行的小國被迫做出單方面的決定，並擴大國家的擔保。在華盛頓，鮑爾森的團隊也匆忙的想確認梅克爾的想法。這是一種「道德保證」，或是像愛爾蘭一樣已經開始承擔兩年的義務？美國當局感覺無法控制局勢。「局勢變動很快，而且迫使我們做一些不一定想做的事。」鮑爾森這樣告訴他的部屬。<sup>81</sup>如果德國覺得有必要提供擔保，那美國的擔保在哪裡？十月六日星期一，股票市場的市值跌掉兩

兆美元。隨著世界各國的財政部長齊聚華盛頓參加國際貨幣基金和世界銀行的秋季會議，美國人決定十月十日和十一日在財政部召開七大工業國組織（注：即G7，包括美國、加拿大、英國、法國、德國、義大利與日本）和二十國集團財政部長臨時會議。

財政部已經意識到需要進行協調，這真讓人欣慰。但是在金融危機時，一週是很長的時間，而且倫敦無法再等下去了。高登·布朗政府正面臨哈里法克斯蘇格蘭銀行和蘇格蘭皇家銀行這兩家大型銀行的倒閉。駿懋銀行已經在九月十八日同意買下哈里法克斯蘇格蘭銀行，但這家處境困難的房貸放款機構正失去進入批發融資市場的資格。<sup>82</sup>它的信用評等被調降，而且隨著恐慌蔓延，消金與企金客戶已經提領三百億英鎊的存款。如果在完全收購前破產了，將是場連北岩銀行破產也相形見绌的大災難。<sup>83</sup>以蘇格蘭皇家銀行的龐大規模來看，情況更加危急。九月二十六日以來，英國財政部和唐寧街的團隊一直努力促成紓困計畫。為了在對抗危機上進行協調，布朗在十月三日宣布成立全國經濟委員會（National Economic Council, NEC）。《每日電訊報》（*Daily Telegraph*）立即稱這是「經濟戰鬥內閣」，因為它在安全性高的地下會議室開會，那裡通常保留給政府內閣緊急應變小組（Cabinet Office Briefing Room A, COBRA）召開緊急會議，因而有這樣的構想。<sup>84</sup>儘管周遭環境讓人不安，但是會議頗有成效。相較於鮑爾森的問題資產紓困計畫模式是建立在購買不良資產的構想，倫敦則是匯集擔保和資本重整兩個構想。就跟愛爾蘭和德國一樣，倫敦會提供擔保。英格蘭銀行和財政部會擔保銀行發行的債務。但是這些擔保取決於透過市場投資或公共基金進行資本重整。細節是在白廳的會議裡倉促決定的，試用對象則是專注在發誓保密的投資銀行團。十月七日上午，當財政大臣阿里斯泰爾·達林與歐洲各國的財政部長開會，試圖敲定一致的存款保險政策

時，蘇格蘭皇家銀行的股價暴跌，不得不暫停交易。這個被吹捧為世界最大的銀行，距離二〇〇八年春季倒閉的時間只差幾個小時。<sup>85</sup>

在與主要銀行進行一晚膽戰心驚的談判後，英國的銀行紓困計畫在二〇〇八年十月八日推出，這是一個成功的政治戲碼。與鮑爾森向國會努力爭取相比，布朗和達林在下議院擁有絕對多數的龐大優勢。雖然布朗的工黨領導人地位並沒有很穩固，但他並不擔心會出現布希政府面臨的議會叛變。總而言之，英國財政部和英格蘭銀行承諾的計畫與問題資產紓困計畫相當，甚至還超過。與相對較小的英國經濟相比，這個計畫顯然大得多。

英國的計畫包括三個部分：

- 一、英國八大銀行被要求制定資本重整計畫。他們要決定是否要接受總數五百億英鎊（相當於七百五十至八百五十億美元）的政府基金注資，或是私自籌措資源。
- 二、兩千五百億英鎊（三千七百四十億至四千兩百億美元）將用來擔保參與銀行所發行的新債務。
- 三、英格蘭銀行特殊流動性計畫（**Special Liquidity Scheme**）延伸的兩千億英鎊（三千至三千五百億美元）允許銀行去跟財政部交易滯銷的資產擔保證券。

讓銀行家和財政部官員徹夜難眠的問題在於，五百億英鎊的資本重整是否應該要馬上推出，或是這也許會嚇壞市場。分階段進行會更好嗎？不幸的是，處境艱難的銀行堅持抗拒，它們都不想由國家管制。它們在破產邊緣，仍然謀求任何可能爭取得到的優勢。最後，政府一百五十億英鎊的資金投入蘇格蘭皇家銀行（取得五七．九％的股份），一百



三十億英鎊投入哈里法克斯蘇格蘭銀行（取得四三．四％的股份）。<sup>86</sup>英國最強健的巴克萊銀行和匯豐銀行炫耀般的退出這個計畫。它們既沒有接受資金，也沒有接受擔保。英國政府從沒有集結公權力，甚至試圖對任何一家銀行強制進行資本重整。在亞洲有龐大資產的匯豐銀行強健到足以在市場上募集資金。巴克萊銀行與一家海灣國家的主權基金達成一個高度異常的交易，向主權基金借錢來自行資本重整，這個交易後來支付大筆罰款，銀行的高階主管還因此面臨刑事指控。<sup>87</sup>

在問題資產紓困計畫失敗和歐洲混亂的麻煩下，高登．布朗的計畫看起來像是重要成就。紐約的保羅．克魯曼對英國工黨政府大加讚賞。英國社會民主黨人已經清楚了解如何拯救金融資本主義。<sup>88</sup>這肯定有助於顯示出工黨政府不像亨利．鮑爾森那樣厭惡國有化。或許可以不厚道地說，自一九九〇年代以來，和美國的民主黨一樣，新工黨已經與倫敦金融城建立熱情的夥伴關係。因此，現在的英國工黨和美國的民主黨在解決銀行危機的努力上展現出這樣的幹勁並非巧合。這個怪物是他們幫忙創造出來的。無論如何，考量英國納稅人不得不承受的龐大負擔，來支持哈里法克斯蘇格蘭銀行和蘇格蘭皇家銀行，很難看到國有化以外的替代方案。

投資人的反應不像這些專家那麼熱情。當七大工業國的財政部長十月十日星期五聚會時，全球市場正處於恐慌狀態。那天下午，在美國財政部木板鑲嵌的著名現金大廳（Cash Room）裡，氣氛不太融洽。義大利財政部長朱利歐．特雷蒙帝和日本的中川昭一清楚說明美國決定讓雷曼兄弟倒閉已經造成的損害。史坦布律克重申英美資本主義山窮水盡的看法。<sup>89</sup>尚克勞德．特里榭訴諸一些戲劇效果，拿出一張圖表，顯示自雷曼兄弟破產以來，倫敦同業拆款利率和隔夜指數交換利率的利差（Libor-OIS spread）激增。這是歐洲銀行處於融資壓力的基準。贊成英

格蘭銀行莫文。金恩提案的美國人保持冷靜，而且堅持雖然雷曼兄弟破產可能是最接近的原因，但並不是世界上所有問題的根源。為了讓討論轉為更為正向，他們提出簡短的五點計畫：

- 一、不會再有系統性的重要機構破產。
- 二、採取一些措施協助資本重整。
- 三、他們會努力釋放銀行同業拆款市場的流動性。
- 四、他們會提供適當的存款保險。
- 五、他們會重建資產證券化市場。

布希總統做了一個即興演出，為這樣的討論增添一些輕鬆的魅力，要當作招待這些財政部長的一個驚喜。不幸的是，布希的言論並沒有如計畫般讓客人安心。「你們不需要擔憂，」他告訴他們。「鮑爾森已經理解這件事，他會活絡市場流動性。」<sup>90</sup>因為問題資產紓困計畫仍處於不確定的狀態，活絡市場流動性是不必要的事，這根本不會讓人安心。

三天後鏡頭轉回歐洲，在華盛頓達成的協議為在巴黎舉行的歐元區政府領導人會議定下基調。薩科奇是主辦人，但領導的人是高登·布朗。雖然英國不是歐元區的會員國，不過倫敦金融城是歐洲的金融首都，而且英國銀行紓困計畫現在被吹捧為模範。在政治上，薩科奇希望使用布朗的影響力來逼迫德國呈現更合作的態度。<sup>91</sup>雖然十月十二日的會議上出現的頭條是銀行擔保總數龐大，但仍比歐洲計畫的金額來得少。大家對於歐洲的回應並沒有一致的意見。歐盟委員會允許會員國祭出債務擔保，只要這樣的擔保擴及到境內的所有銀行，不論是對國內銀行或外國銀行，都沒有任何歧視。在危機期間，歐洲各國可以自由提供銀行資金。歐盟是監理機構，試著要讓歐洲共同市場的分裂程度降到最

小，但它並不是全靠自己而成為對抗危機的鬥士。總的來說，委員會會審查與批准二十項銀行債務擔保計畫與十五項資本重整計畫。<sup>92</sup>除了接受個別銀行的支援申請（光德國就有四十四家）之外，它還會依案子、依國家來決定。梅克爾的否決票有決定性的作用。要等三年之久，共同的歐洲紓困計畫才回來納入議程。

二〇〇八年十月十三日星期一，英國將哈里法克斯蘇格蘭銀行和蘇格蘭皇家銀行收歸國有。就在同一天，德國宣布將提供四千億歐元用於擔保，以及一千億歐元用於資本重整。法國對三千兩百億歐元的中期銀行債務提供擔保，並設立一個四百億歐元的基金。義大利則用四百億歐元的預算，並「盡可能必要的」用於擔保。在荷蘭，擔保金額達到兩千億歐元。西班牙和奧地利則各投入一千億歐元。<sup>93</sup>從占GDP的比例來看，計畫最大的是愛爾蘭，但是比利時和荷蘭也做出巨額的擔保承諾。

歐洲各國的計畫是根據銀行和當地政治的情況來決定。法國大型銀行的情況相對較好。法國興業銀行幸運，因為眾所周知的「柯維耶醜聞」（Kerviel scandal，未經核准在股價指數期貨建立高達五百億歐元的部位，並損失將近五十億歐元）發生在二〇〇八年一月，而不是在危機最嚴重的六個月之後。<sup>94</sup>法國興業銀行設法進行資本重整，並避免收購，不然可能會跟那段期間勉強合併的公司一樣糟糕。此外，身為高盛密切的合作夥伴，在美國國際集團紓困計畫的優惠條款下，法國的銀行是特別的受益者。但即使其他法國主要銀行都很穩健，二〇〇八年秋季每一家銀行都讓人失去信心。十月十六日，法國國會通過一個緊急資本重整和再融資計畫。緊急計畫已經很常見，但是法國的計畫不同之處在於民間部門的反應。在法國巴黎銀行的領導下，所有主要銀行都同意接受國營控股公司（Société de Prise de Participation de l'État, SPPE）的資金。第二次的計畫接著在二〇〇九年一月推出。再一次，所有銀行都拿

了資金。更不尋常的是由法國經濟融資機構（Société de Financement de l'Économie Française, SFEE）主導的再融資計畫。這個機構有權代表銀行發行總計兩千六百五十億歐元的國家擔保證券，但是六六%的股份由六家法國主要銀行認購。甚至法國匯豐銀行（HSBC France）也簽約。這是個巧妙的結構，因為法國政府只擁有少數股權，所以法國經濟融資機構的債務並不會計入法國的公共債務。同時，因為銀行監理機構的特殊安排，法國經濟融資機構也不需要滿足「第二版巴塞爾協定」的資本規定，因此確實動用到的銀行財務微乎其微。這是一個有效恢復信心的機制，會發生這種情況是因為法國最大的銀行有相對較小的壓力，而且法國特殊緊密的菁英階層密切合作。<sup>95</sup>儘管企業和政府的工作方式截然不同，但是就像華盛頓特區的情況，在巴黎一樣有密切聯繫，因此能在市場競爭的條件下產生集體行動下的非強制性協議這種罕見的事。

純以規模來看，只有德國的計畫能夠跟英國媲美。十月十七日，設立金融市場穩定特別基金（Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung）的法案被聯邦議會退回。<sup>96</sup>但是在英國，任何一項通用的解決方案都會被獨占玩家的力量所破壞。由於區域型的國營地方銀行不景氣，而且德國商業銀行在收購德勒斯登銀行上誤判而陷入困境，德意志銀行看到能與其他銀行拉開差距的機會。在一個明顯透露意圖的內部討論中，執行長約瑟夫·阿克曼將國家紓困方案汗名化。他到處宣傳，如果看到他的銀行向柏林政府求助，他會覺得很丟臉。就像英國的巴克萊銀行做的事，德意志銀行傾向仰賴作假帳與尋求海灣國家主權基金的投資來度過這次的危機。後來也因為權宜的管理做法而面臨法律訴訟，但面臨訴訟的地點在美國，而不是在德國。<sup>97</sup>與此同時，史坦布律克很生氣，他說，阿克曼創造「銀行業的兩極社會：不需要幫助的銀行與面臨降評風險的銀行。這很危險，因為市場會對此做出回應。」<sup>98</sup>華盛頓在相同的時刻也

關注同樣的問題。

## 強迫大銀行加入

九月二十九日問題資產紓困計畫在國會闖關失敗後，財政部除了試著再次排入法案審查，沒有其他選擇。為了讓法案通過，鮑爾森放棄要求要空白支票，這筆七千億美元的紓困基金被分成三個部分，第一部分是兩千五百億美元，第二部分是一千億美元，另外三千五百億美元得由總統要求與國會批准。支援銀行的政策則由對中產階級減稅與支援屋主做出平衡。第一〇九號法案明確授權財政部長「促進貸款條件修正，預防抵押品被沒收等可以避免的情況。」<sup>99</sup>法案現在提供多個重疊的監理機構，而不是讓財政部長有豁免權。十月三日，問題資產紓困計畫通過，眾議院裡只有七四％的民主黨人贊成，但共和黨只有四六％贊成。

但是到了十月第一週，隨著美國市場與歐洲的事件迅速發展，原先構想的問題資產紓困計畫很明顯無法運作。在市場恐慌時期，財政部面臨的是價值數億美元的可疑資產所創造出完全不切實際的市場。無論這是付出太多錢並犧牲納稅人的權益，還是冒著毀掉試圖援助的銀行而討價還價。在此同時，英國提出一個有利資本重整的討論。政府應該注入股本，而非購買不良資產或擔保更多銀行的借款。從國會那裡獲得購買資產的基金後，問題資產紓困計畫現在被用來當作注入資金的工具。同時，在愛爾蘭、德國和英國發生的事件，改變對存款保險的討論。根據鮑爾森的說法，從美國到歐洲的資金轉移風險，導致他和柏南克與美國聯邦存款保險公司有一致的看法，並要求負責的希拉·貝爾提供更全面

的擔保。<sup>100</sup>

在七大工業國高峰會和二十國集團高峰會的影響下，十月十一日至十二日的週末，財政部、聯準會和聯邦存款保險公司之間制定一套新計畫。就像歐洲推出自己的擔保計畫一樣，十月十三日星期一下午將一項計畫交給美國九大銀行錯愕的執行長，<sup>101</sup>這是一個接受不然就離開的邀約。在紐約聯邦準備銀行總裁提摩西·蓋特納固定的資金配給下，九家主要銀行都會獲得政府的部分資金，政府則會換到銀行的優先股。聯邦政府需要得到的保證股利不高，但是在五年後會調升，以鼓勵銀行提前還款。接受資金挹注可以換到的是，銀行的所有企業帳戶都可以獲得聯邦存款保險公司的擔保，以及對二〇〇九年夏季放款的任何新債務提供擔保，擔保金額高達那年年底到期的債務總額一二五%。這兩個條件連動。沒有聯邦存款保險公司的擔保，就無法獲得政府的資金。一如既往，柏南克想要呼籲每個繃緊神經的與會者考量共同的利益，藉此讓他們放鬆下來。他們都在同一條船上。「我真的不明白為什麼需要對抗。」他鎮定地說道。<sup>102</sup>銀行家們難以置信地瞪著他，美國金融資本主義的核心即將有一部分會國有化。

除了瀰漫衝擊感以外，大家的反應簡而言之可以歸結到商業邏輯。對於最衰弱的銀行來說，這顯然是一大優勢，花旗集團執行長維克拉姆·潘偉迪（Vikram Pandit）這樣說道。以花旗的資產負債表狀況，他無從挑剔。他脫口說：「這是便宜的資金。」的確沒錯，那天花旗銀行的債券殖利率是二二%，鮑爾森要求的利率是五%。<sup>103</sup>處境比較好的銀行，像是摩根大通，沒有問題資產紓困計畫都可以獲利，但是傑米·戴蒙理解這種系統性的邏輯，因此是第一個簽署的銀行家，儘管他的簽署條件是其他銀行都要簽署。迫使政府攤牌的是加州的富國銀行（Wells Fargo），當富國銀行反對對紐約的銀行進行紓困的時候，鮑爾森冷酷

的強調富國銀行正與監理機關作對。如果他們在那天下午沒有答應獲得資金的要求，隔天如果接到資金不足的通知，就會發現無法進入資本市場。當他們回頭向鮑爾森尋求協助時，得到的條件會比那天下午的條件更沒有吸引力。執行長們就會被董事會要求解雇。幾個小時之內，他們都同意了。在資本購買計畫（Capital Purchase Program）的條件下，美國九大銀行用優先股從政府那裡獲得一千兩百五十億美元的資金。

與效果沒那麼廣泛的歐洲計畫相比，美國的資本重整計畫看起來令人印象深刻。而且從後見之明來看，更加強這樣的判斷。美國的銀行比歐洲同業更快、更全面地從危機中恢復。二〇〇八年十月十三日的會議似乎是大西洋兩岸發展分道揚鑣的開始。<sup>104</sup>倡導行政部門該有強大特權的人，後來將這些行動視為主管機關必定要有的權力。就像九一一事件之後所做的事，美國政府宣布進入例外狀態，而且有辦法應付。<sup>105</sup>但是令人欣慰的是，在不確定性最大的時刻引進國家權力，這是二〇〇八年九月和十月不可思議的事。從雷曼兄弟到問題資產紓困計畫的發展過程中，比較不像是一個主權國家從危機中興起，而是維繫華盛頓特區、華爾街到歐洲金融體系之外的社會與政治網絡權力出現功能失調。九月的時候，出於政治和商業的考慮，阻止拯救雷曼兄弟的協議。經過一個月的恐慌、政治混亂和前所未有的金融動盪之後。到了十月中旬，當鮑爾森拍桌並宣布每個人都必須從財政部拿錢離開的時候，華爾街的貴族們都在聽。即使在那個時候，行政部門顯然有權力去採取行動，很大的部分是因為摩根大通對財政部的提議改變看法。如果這是一項展現權力的行動，那這是誰的權力？是美國政府的權力？還是由鮑爾森和蓋特納等聯繫財政部、聯準會到美國全球性金融部門的人構成的人脈網絡，也就是「新華爾街」的權力？<sup>106</sup>

如果是在虧損的條件下注入資金，那財政部展現權力的行動帶來的

印象會更加深刻，但是情況恰好相反。維克拉姆·潘偉迪的看法是對的，財政部「強迫」提供給銀行的資金從各方面來看都是便宜的。就像財政部主掌經濟政策的助理次長與鮑爾森紓困計畫的關鍵創造者菲利普·施瓦格（Phillip Swagel）的描述：「為了確保挹注的資金可以廣泛迅速被接受，條件必須有吸引力，而不是懲罰性的……這必須與《黑道家族》（*Sopranos*）或《教父》（*Godfather*）的情況相反，不是要試圖去恫嚇銀行，而是要提供一項有吸引力的交易，使得銀行拒絕並不明智。」<sup>107</sup>財政部根本不是處於困境的股東，美國政府藉著指定自己是「勉為其難的股東」，放棄任何投票權。<sup>108</sup>在英國和德國，哈里法克斯蘇格蘭銀行、蘇格蘭皇家銀行、聯合裕寶銀行和德國商業銀行的國有化類似破產重組，並導致領導階層全面改革，美國採用更全面的方法必然很輕鬆。<sup>109</sup>如果穩健的摩根大通與處境困難的花旗銀行一起參與這個計畫，那麼這些條款就不會太繁瑣。問題資產紓困計畫的參與者可以繼續支付利息。問題資產紓困計畫提供的資金利息不超過五%，是華倫·巴菲特「援助」高盛時要求的一半利息。財政部的目標是說服所有銀行參與，確保國家的援助不會被視為虛弱的信號，結果引起放空者的注意。就像史坦布律克對德意志銀行展現出的激烈反應，在危機時刻，對系統的防護既包括把每間銀行都視為健康的銀行來對待，還有更健康的銀行願意一起參與。它們必須認知到，在一個真正廣泛的危機下，它們珍視的優勢差距並無法讓他們倖免於難。

財政部以「權力」干預的結果是對銀行提供巨額補貼，讓他們的企業價值增加高達一千三百一十億美元。<sup>110</sup>最大的受益者是虛弱的投資銀行和大規模擴張的花旗銀行。花旗銀行利用從財政部那裡獲得的兩百五十億美元，把價值一百五十五億美元、而且很快會貶值的證券交換出去，相較之下，富國銀行被廣泛認為是銀行業較為穩健的玩家，用價值



兩百三十二億美元的證券換到兩百五十億美元的政府資金。<sup>111</sup> 摩根大通不需要這筆錢，藉著同意政府停止擠兌的努力，戴蒙放棄在虛弱的競爭對手中脫穎而出的機會。對於聯邦存款保險公司的希拉·貝爾等批評紓困計畫的人而言，這整個過程似乎就是為了遮掩對花旗銀行的紓困所投下的煙霧彈。柯林頓時代的人脈仍然有效。<sup>112</sup> 花旗不只是大到不能倒，背後的靠山還很穩固。不論大家怎麼看待這樣的解釋，不可否認的是，一旦十月初的極度恐慌過去，平等待遇的藉口就會被拋棄。

對花旗集團來說，十月的穩定並不夠。它在十一月公告大幅虧損，並宣布裁員五萬兩千人。到了二〇〇八年十一月二十一日星期五，花旗的市值從二〇〇六年的兩千五百億美元下降到兩百零五億美元。隨著恐慌蔓延，喪鐘響起。花旗無法進入附買回市場，似乎已經經營不下去了。由於花旗在全球市場的龐大規模與糾葛，後果不堪設想。在一系列的緊急談判下，十一月二十二至二十三日的「花旗週」高潮時期補上另一項協議。再次注入兩百億美元的資金來強化花旗的資產負債表，而所謂的損失保護計畫則保護花旗免受有毒資產的損失。政府則換到價值七十億美元、利息八%的優先股。<sup>113</sup> 美國銀行也在苦苦掙扎，而這也使美林證券處於危險之中。隨著收購案進行，美林的整體房貸損失規模變得更明顯，而美國銀行執行長肯·路易士和他的團隊非常想要退出九月十四日拯救投資銀行的交易。沒有人想要回到雷曼兄弟破產那個週末的情況。在鮑爾森和柏南克的大力施壓下，路易士讓這項交易繼續進行，壓下來自美國銀行股東的重要資訊，但是另外拿了政府兩百億美元的資金，並接受一項針對美林一千一百八十億問題資產的「損失保護安排」。<sup>114</sup>

金融危機還沒有被遏止，但至少在政治上，華爾街感覺很安心。十一月四日，巴拉克·歐巴馬贏得總統選舉，民主黨鞏固眾議院和參議院

的控制權。美國進步人士慶祝這場歷史性的勝利。歐巴馬看起來幾乎像個救世主，他不只占領白宮，還擁有必要的國會多數席位，可以確實改變美國。而且在一個驚人的歷史轉折中，民主黨推出的第一位非裔美國總統當選，這對華爾街來說也是個好消息。正是歐巴馬和提供布希政府支持的民主黨，為二〇〇八年特殊的危機應對措施提供華爾街必要的政治支援，而且他們顯然還要繼續這樣做。十一月二十三日，也就是財政部宣布對花旗提供最新一輪援助的同一天，歐巴馬團隊公布提名的財政部長。這幾週傳言滿天飛，考量到歐巴馬長期往來的人脈，魯賓在名單上並不讓人訝異。就跟賴瑞·桑默斯一樣，他也是柯林頓時代解除管制的共同設計者。歐巴馬最愛的則是葛林斯潘前一任的聯準會主席保羅·沃克，他是卡特與雷根時代反通貨膨脹的教父，但他太老了。其他人則太有政治風險。被選為財政部長的不是別人，正是作風強硬的紐約聯邦準備銀行負責人提摩西·蓋特納，他是桑默斯和魯賓的學生。在等待取代柏南克擔任聯準會主席期間，桑默斯成為國家經濟委員會主席，魯賓則扮演幕後黑手，魯賓喜歡稱自己在扮演「哈利·霍普金斯」（注：[Harry Hopkins](#)，二十世紀的美國政治家，羅斯福的重要顧問，新政的主要設計者）的角色，而另一個學生、漢彌爾頓計畫的合作夥伴彼得·奧薩格，則擔任預算辦公室主任。總統交接團隊名單的守門人則是魯賓時代的財政部幕僚長麥可·傅洛曼（Michael Froman）。傅洛曼在歐巴馬競選團隊兼職的時候，繼續領著花旗集團新興市場策略主管的薪水。<sup>115</sup>二〇〇九年，他加入歐巴馬政府，擔任總統副助理與國際經濟事務的國家安全副顧問。歐巴馬經濟團隊唯一不屬於柯林頓時代「老男孩」人脈的是克里斯蒂娜·羅莫（Christina Romer），她是加州大學柏克萊分校「新凱因斯學派」的經濟學家，也是研究大蕭條歷史的專家，她被任命為經濟顧問委員會主席。<sup>116</sup>市場很喜歡這個消息，就像一個投資顧問提

到：「蓋特納確保布希政府到歐巴馬政府間可以順利過渡，因為他已經共同管理現在正在發生的事情。」<sup>117</sup>

的確，即使說從布希政府過渡到歐巴馬政府也是誇大，在十一月四日之前很久，指揮棒就已經交接了。願意動員美國政府的所有資源來對抗金融危機的政黨是民主黨，就像出現的徵兆一樣，共和黨並不是管理危機的合作夥伴。在危機的過程中，共和黨已經顯示出自己不像是在執政的政黨，而是在遇到撼動自己世界的地震時，一個透過保守美國白人表現出驚慌狀態的政治工具。

- 
- 1 M. Wolf, “The Rescue of Bear Sterns Marks Liberalisation’s Limit,” *Financial Times*, March 25, 2008.
  - 2 截然不同的對比請參考：P. Culpepper and R. Raphael, “Structural Power and Bank Bailouts in the United Kingdom and the United States,” *Politics and Society* 42 (2014), 427– 454; C. Woll, *The Power of Inaction: Bank Bailouts in Comparison* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2014); 以及 *Accounting, Economics and Law* 6, no. 1 (2016) 針對金融權力的專題論文集。
  - 3 Swiss National Bank, *Financial Stability Report* (2009); and Zaki, UBS, 184– 190.
  - 4 T. Geithner, “Reflections on the Asian Financial Crises,” *Trends in Asian Financial Sectors Conference*, Federal Reserve Bank of San Francisco, June 20, 2007.
  - 5 J. Schildbach, “Bank Performance in the US and Europe: An Ocean Apart,” *Deutsche Bank*, September 26, 2013.
  - 6 US Department of the Treasury, “The Financial Crisis Response: In Charts,” April 2012.
  - 7 關於臨時組織的合法性與非法性，請參考：P. A. Wallach, *To the Edge: Legality, Legitimacy, and the Responses to the 2008 Financial Crisis* (Washington, DC: Brookings, 2015).
  - 8 Bernanke, *Courage to Act*, 432.
  - 9 F. Norris, “3 Major Banks Offer Plan to Calm Debts in Housing,” *New York Times*, October 16, 2007.

- 10 D. Berman, "A Bailout for Citigroup?," Deal Journal (blog), Wall Street Journal, October 14, 2007.
- 11 A. Barr, "HSBC's Bailout Puts Pressure on Citi, 'Superfund,'" MarketWatch, November 26, 2007; D. Wilchin, "HSBC Is Not Interested in SIV Bailout Fund," Reuters, November 26, 2007; and S. Jones, "SIV Watch: Superfund Not So Super," Financial Times, December 6, 2007.
- 12 I. Fallon, *Black Horse Ride: The Inside Story of Lloyds and the Banking Crisis* (London: Robson Press, 2015).
- 13 A. Nolting, "German Banking Gets Boost from Mega-Merger," Der Spiegel, September 1, 2008.
- 14 K. Kelly, *Street Fighters: The Last 72 Hours of Bear Stearns, the Toughest Firm on Wall Street* (New York: Portfolio, 2009). 鮑爾森財政部的內部說明請見: P. Swagel, "The Financial Crisis: An Inside View," *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring 2009), 1–63.
- 15 關於引用第十三條第三款的事, 請見Wallach, *To the Edge*, 46–49.
- 16 P. Coy, "Volcker Shuns the Blame Game," *Bloomberg Businessweek*, April 10, 2008, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2008-04-10/volcker-shuns-the-blame-gamebusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>.
- 17 W. Poole, "Moral Hazard: The Long-Lasting Legacy of Bailouts," *Financial Analysts Journal* 65, no. 6 (2009), 17–23; J. H. Cochrane, "Lessons from the Financial Crisis," Hoover Institution, January 11, 2010; and V. Reinhart, "A Year of Living Dangerously: The Management of the Financial Crisis in 2008," *Journal of Economic Perspectives* 25 (2011), 71–90.
- 18 W. S. Frame, "The 2008 Federal Intervention to Stabilize Fannie Mae and Freddie Mac" (Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper 2009-13, April 2009); and W. S. Frame, A. Fuster, J. Tracy and J. Vickery, "The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 719 (March 2015).
- 19 B. Setser, "Too Chinese (and Russian) to Fail?"
- 20 T. Ferguson and R. Johnson, "Too Big to Bail: The 'Paulson Put,' Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown: Part 1: From Shadow Financial System to Shadow Bailout," *International Journal of Political Economy* 38 (2009), 3–34.
- 21 Swagel, "The Financial Crisis."
- 22 Paulson, *On the Brink*, 151.
- 23 D. W. Drezner, "Bad Debts: Assessing China's Financial Influence in Great Power Politics," *International Security* 34 (2009), 34.
- 24 Peston, "Russia 'Planned Wall Street Bear Raid.' "

- 25 Paulson, *On the Brink*, 152.
- 26 *Ibid.*, 153.
- 27 C. Hulse, “Behind a G.O.P. Revolt, Ideology and Politics,” *New York Times*, July 26, 2008.
- 28 G. Farrell, *Crash of the Titans: Greed, Hubris, the Fall of Merrill Lynch, and the Near-Collapse of Bank of America* (New York: Crown Business, 2010).
- 29 Sorkin, *Too Big to Fail*, 348.
- 30 Ball, “The Fed and Lehman Brothers.”
- 31 Geithner, *Stress Test*, 190. 對於鮑爾森、蓋特納和柏南克的職責最好的學術辯護是W. Cline and J. Gagnon, “Lehman Died, Bagehot Lives: Why Did the Fed and Treasury Let a Major Wall Street Bank Fail?,” Peterson Institute for International Economics No. PB13-21, 2013.
- 32 Bernanke, *Courage to Act*, 288.
- 33 Wall Street Journal staff, “Barney Frank Celebrates Free Market Day,” *Wall Street Journal*, September 17, 2008.
- 34 Swagel, “Financial Crisis,” 41.
- 35 Editorial, “Wall Street Casualties,” *New York Times*, September 15, 2008.
- 36 Editorial, “Wall Street Reckoning,” *Wall Street Journal*, September 15, 2008.
- 37 Geithner, *Stress Test*, 190.
- 38 T. Ferguson and R. Johnson, “Too Big to Bail,” 5– 45; and Ball, “The Fed and Lehman Brothers.”
- 39 A. Darling, *Back from the Brink: 1000 Days at Number 11* (London: Atlantic Books, 2011), 121– 122.
- 40 關於這點與接下來的內容，請參考Congressional Oversight Panel, “The AIG Rescue, Its Impact on the Markets and the Government’s Exit Strategy.”
- 41 Swagel, “The Financial Crisis,” 1– 63.
- 42 R. Sidel, D. Enrich and D. Fitzpatrick, “WaMu Is Seized, Sold Off to J.P. Morgan, in Largest Failure in US Banking History,” *Wall Street Journal*, September 26, 2008.
- 43 “Text of Draft Proposal for Bailout Plan,” *New York Times*, September 20, 2008.
- 44 關於備忘錄，請參考N. Kashkari and P. Swagel, “ ‘Break the Glass’ Bank Recapitalization Plan,” US Treasury Department; and Sorkin, *Too Big to Fail*, chapter 5, <http://www.andrewrossorkin.com/?p=368>.
- 45 Swagel, “The Financial Crisis.”
- 46 P. Mason, *Meltdown: The End of the Age of Greed* (London: Verso, 2009), 22.
- 47 M. Landler and S. L. Myers, “Buyout Plan for Wall Street Is a Hard Sell on Capitol Hill,” *New York Times*, September 23, 2008.

- 48 C. Isidore, "Bailout Plan Under Fire," CNN Money, September 23, 2008.
- 49 G. Robinson, "Never Underestimate the Power of Populist Scare-Mongering," Financial Times, September 30, 2008.
- 50 "Bernanke, Paulson Face Skeptics on the Hill Despite Dire Warnings," Wall Street Journal, September 24, 2008.
- 51 Cited in Wallach, *To the Edge*, 85.
- 52 W. Buitter, "The Paulson Plan: A Useful First Step but Nowhere Near Enough," CEPR, September 25, 2008, <http://voxeu.org/article/paulson-plan-useful-first-step-nowhere-near-enough>.
- 53 Mason, *Meltdown*, 33.
- 54 從政治觀點的對比來看，都是下面書籍的老調重彈：R. Suskind, *Confidence Men: Wall Street, Washington, and the Education of a President* (New York: HarperPerennial, 2011); C. Gasparino, *Bought and Paid For: The Unholy Alliance Between Barack Obama and Wall Street* (New York: Portfolio, 2010); and R. Kuttner, *A Presidency in Peril* (White River Junction, VT: Chelsea Green Publishing, 2010).
- 55 C. Hulse, "Conservatives Viewed Bailout Plan as Last Straw," New York Times, September 26, 2008.
- 56 Paulson, *On the Brink*, 288; and Bernanke, *Courage to Act*, 320.
- 57 M. Langley, "As Economic Crisis Peaked, Tide Turned Against McCain," Wall Street Journal, November 5, 2008.
- 58 H. M. Paulson, "When Mr. McCain Came to Washington," Wall Street Journal, February 6, 2010.
- 59 C. Hulse and D. Herszenhorn, "Defiant House Rejects Huge Bailout; Next Step Is Uncertain," New York Times, September 29, 2008.
- 60 A. Twin, "Stocks Crushed," CNN Money, September 29, 2008.
- 61 L. Elliot, J. Treanor, P. Wintour and S. Goldenberg, "Bradford & Bingley: Another Day, Another Bail-out," Guardian, September 28, 2008.
- 62 Y. Melin and P. Billiet, "Le scandale Fortis, une histoire belge," La Revue, January 16, 2009.
- 63 C. Schömann-Finc, "Skandalbank HRE: Wie Ackermann Merkel in der Rettungsnacht über den Tisch zog," Focus Money, September 16, 2013.
- 64 F. O'Toole, *Ship of Fools: How Stupidity and Corruption Sank the Celtic Tiger* (London: Faber & Faber, 2009).
- 65 S. Carswell, *Anglo Republic: Inside the Bank That Broke Ireland* (London: Penguin, 2011).
- 66 Darling, *Back from the Brink*, 143.
- 67 *Ibid.*, 144.

- 68 Gammelmin and Löw, *Europas Strippenzieher*, 59.
- 69 L. Phillips, “France and Germany at Odds over EU ‘Paulson Plan,’ ” *EU Observer*, October 2, 2008.
- 70 E. Cody and K. Sullivan, “European Leaders Split on Rescue Strategy,” *Washington Post*, October 3, 2008.
- 71 Munchau, *Meltdown Years*, 136.
- 72 DPA, “Banken fordern Hilfe von der EU: Deutsche Banker warnen vor einem europäischen ‘Flickenteppich,’ ” *Zeit Online*, October 2, 2008.
- 73 D. Gow, “Greece’s Deposit Guarantee Deepens EU Financial Rift,” *Guardian*, October 2, 2008.
- 74 G. Brown, *Beyond the Crash* (New York: Free Press, 2010), Kindle location 924.
- 75 A. Seldon and G. Lodge, *Brown at 10* (London: Biteback Publishing, 2011), footnote 148, Kindle locations 5686– 5688
- 76 C. Bastasin, *Saving Europe: Anatomy of a Dream* (Washington, DC: Brookings, 2015), 15.
- 77 Gammelmin and Löw, *Europas Strippenzieher*.
- 78 Deutscher Bundestag 16. Wahlperiode, *Beschlussempfehlung und Bericht des 2. Untersuchungsausschusses nach Artikel 44 des Grundgesetzes Drucksache 16/14000* (Berlin, 2009).
- 79 D. Goffart, *Steinbrück— Die Biografie* (Munich: Heyne, 2012), 191.
- 80 Seldon, *Brown at 10*, Kindle locations 5706– 5710.
- 81 Paulson, *On the Brink*, 332– 333.
- 82 A. Smith and M. Arnold, “Here Is the Big Reason Banks Are Safer Than a Decade Ago,” *Financial Times*, August 22, 2017.
- 83 R. Perman and A. Darling, *Hubris: How HBOS Wrecked the Best Bank in Britain* (Edinburgh: Birlinn, 2012).
- 84 Seldon, *Brown at 10*, Kindle locations 6856– 6861.
- 85 FSA, “The Failure of the Royal Bank of Scotland,” *Financial Services Board Report* (December 2011). 救助蘇格蘭皇家銀行最後付出一千一百五十億英鎊（一千三百八十億美元），破了有史以來最大規模的紓困記錄。Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity*, 171.
- 86 D. Lin, “Bank Recapitalizations: A Comparative Perspective,” *Harvard Journal on Legislation* 50 (2013), 513– 544.
- 87 C. Binham, “Barclays and Former Executives Charged with Crisis-Era Fraud,” *Financial Times*, June 20, 2017.
- 88 P. Krugman, “Gordon Does Good,” *New York Times*, October 12, 2008.

- 89 D. Wessel, *In Fed We Trust, Ben Bernanke's War on the Great Panic* (New York: Crown, 2009), 235.
- 90 Darling, *Back from the Brink*, 192 (Kindle edition).
- 91 Seldon, *Brown at 10*, Kindle location 5946.
- 92 A. Sutton, K. Lannoo and C. Napoli, *Bank State Aid in the Financial Crisis: Fragmentation or Level Playing Field?* (Brussels: CEPS, 2010).
- 93 G. Brown, *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalization* (New York: Free Press, 2010), Kindle locations 1125– 1128.
- 94 N. Clark and D. Jolly, “French Bank Says Rogue Trader Lost \$7 Billion,” *New York Times*, January 25, 2008.
- 95 C. Woll, *The Power of Inaction*. See also E. Grossman and C. Woll, “Saving the banks: The political economy of bailouts,” *Comparative Political Studies* 47.4 (2014): 574– 600總結重要的結論。
- 96 關於德國紓困的政治學，請參考：L. Müller, *Bank-Räuber: Wie kriminelle Manager und unfähige Politiker uns in den Ruin treiben* (Berlin: Econ Verlag, 2010).
- 97 T. Braithwaite, K. Scannell and M. Mackenzie, “Deutsche Bank Whistleblower Spurns Share of \$16.5m SEC Award,” *Financial Times*, August 18, 2016.
- 98 Spiegel staff, “Germany's Faltering Bank Bailout Program: The Bottomless Pit— Part II: A Waste of Taxpayers' Money,” *Der Spiegel*, December 23, 2008.
- 99 Taibbi, “Secrets and Lies of the Bailout.”
- 100 Paulson, *On the Brink*, 333.
- 101 Reuters staff, “Paulson Gave Banks No Choice on Government Stakes: Memos,” *Reuters*, May 13, 2009.
- 102 Wessel, *In Fed We Trust*, 240; and Paulson, *On the Brink*, 365.
- 103 Kuttner, *Presidency in Peril*, 121.
- 104 Gammelin and Löw, *Europas Strippenzieher*, 57.
- 105 卡爾·施密特 (Carl Schmitt) 滿不在乎地慶祝，請見E. Posner and A. Vermeule, *The Executive Unbound: After the Madisonian Republic* (Oxford: Oxford University Press, 2011). 對施密特的經濟緊急措施，請參考W. E. Scheuerman, “The Economic State of Emergency,” *Cardozo Law Review* 21 (1999), 1869.
- 106 即便例外情況很明確，也很難定位是屬於哪個國家的主權，請參考J. White, “Emergency Europe,” *Political Studies* 63.2 (2015), 300– 318.
- 107 P. Swagel, “The Financial Crisis,” 1– 78.
- 108 S. M. Davidoff Solomon, “Uncomfortable Embrace: Federal Corporate Ownership in the Midst of the Financial Crisis,” *Minnesota Law Review* 95 (2011), 1733– 1778.



- 109 即使是英國，新的國有銀行資產管理被交給一個非政治機構，英國金融投資公司（UK Financial Investments Ltd），以便與財政部保持一定的距離。P. Burnham, “Depoliticisation: Economic Crisis and Political Management,” *Policy & Politics* 42.2 (2014), 189– 206.
- 110 P. Veronesi and L. Zingales, “Paulson’s Gift” (NBER Working Paper 15458, October 2009).
- 111 Lin, “Bank Recapitalizations,” 513– 544.
- 112 Bair, *Bull by the Horns*, Kindle locations 142– 143.
- 113 Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program, “Extraordinary Financial Assistance Provided to Citigroup, Inc.,” Washington, DC: Office of SIGTARP, January 13, 2011.
- 114 B. Bernanke, “Acquisition of Merrill Lynch by Bank of America,” Congressional Committee on Oversight and Government Reform, June 25, 2009. BofA did not in the event activate the ring-fence loss protection agreement. Kuttner, *Presidency in Peril*, 144– 146.
- 115 D. Dayen, “The Most Important WikiLeaks Revelation Isn’t About Hillary Clinton,” *New Republic*, October 14, 2016. J. Podesta, “Fw: Huffpost: The Obama Test: Personnel Is Policy,” WikiLeaks, Podesta Emails, October 25, 2008.
- 116 C. Rampell, “Christina D. Romer,” *New York Times*, November 25, 2008.
- 117 For a devastating report, see M. Taibbi, “Obama’s Big Sellout: The President Has Packed His Economic Team with Wall Street Insiders,” *Common Dreams*, December 13, 2009.

## 第8章 美元短缺

事後來看，似乎是二〇〇八年十月第一週的決策，決定未來的事態發展。美國一致地往銀行資本重整的方向發展。在歐洲，柏林否決相同的提議，從那時開始，危機發展成一系列的民族鬥爭。二〇一〇年後再次以歐元區危機的形式緊密交雜。最終，歐洲無法擺脫一個共同的解決方案，但在到達那個結果之前，得承受好幾年的經濟不確定與困境。就像歐元區危機顯露的情況，柏林堅持以國家層級來應對的方法根本不恰當。但藉由專注在歐洲相互依賴的層面上，那樣的判斷事實上是低估實際情況。歐洲的銀行和借款人確實相互依賴，但是二〇〇八年秋季更根本與強烈的壓力是歐洲銀行對美國的依賴。銀行同業拆款市場和批發融資市場的關閉，對全世界的美元融資市場帶來龐大的壓力，而歐洲承受的壓力最為嚴重。即使是最強大的歐洲國家都無力改善這樣的資金缺口。不想讓這種情況導致壯觀的跨大西洋危機，決定權不是在歐洲，而是在美國。以美國金融體系利益行事的聯準會睿智地承認跨大西洋金融業間相互關聯的強制力，因此採取行動。當鮑爾森和財政部向國會努力爭取政治支持，為美國金融體系提供後盾的時候，聯準會在沒有任何公眾諮詢下，就讓自己成為世界最後的放款機構。當民間貨幣市場的音樂停止時，聯準會接手彈奏，提供暫時的流動性，據說總金額高達數兆美元，而且根據美國、歐洲和亞洲的銀行需求量身訂做。這在歷史上前所未見、規模壯觀，而且幾乎完全不為人知，改變我們想像中金融體系和國家貨幣間的關係。

## 歐洲銀行搶購美元

批發融資市場的關閉已經在二〇〇七年八月衝擊歐洲的銀行。因此，歐洲央行在八月九日提供銀行同業隔夜拆款市場九百五十億歐元的流動性並非巧合。<sup>1</sup>特里榭並不是在沒有正當理由下採取這種激烈行動的央行家。<sup>2</sup>到了二〇〇八年秋季，歐洲央行和英格蘭銀行都大規模地提高流動性。這並不涉及國會投票或不正常的長期資本投資。這些都不是紓困，而是貨幣市場的交易，這是央行定期使市場資金緊縮和寬鬆的交易，只是現在的交易規模前所未有。由於所有重要央行都以現金與約當現金的資產來換取抵押品，不論好壞，因此它們的資產負債表開始擴大。至少，在一個封閉的國家經濟體、或是像歐元或美元的大貨幣區裡，無限制的操作很有可能成功。但這些操作無法想像到的是外幣的流動性。英格蘭銀行供給英鎊，歐洲央行供給歐元。這種發行貨幣的限制是央行操作能力的關鍵局限，特別是在二〇〇八年，因為歐洲的銀行迫切需要的是美元。正是因為有這樣的缺口，聯準會採取一項流動性供給計畫，配合遍及全球的境外美元銀行體系。

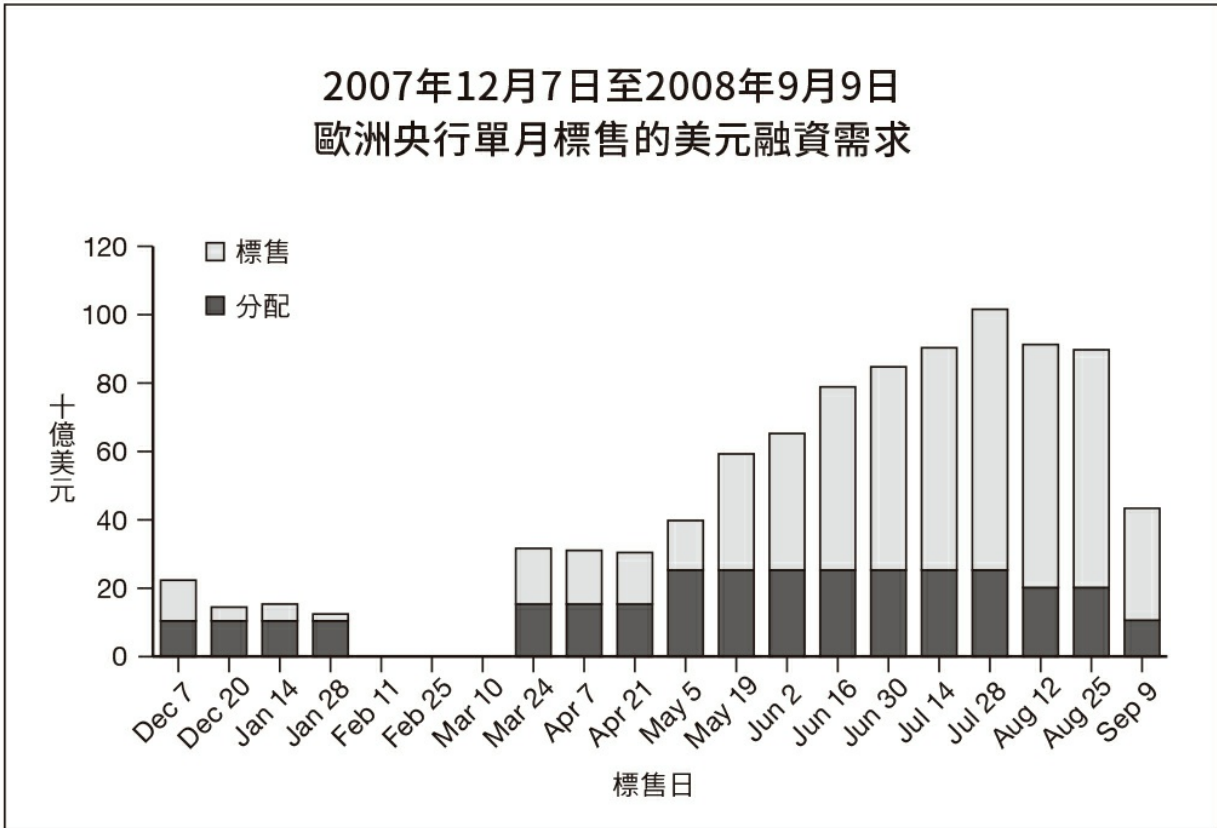
從傳統貿易為主的國際經濟學觀點出發，不容易看出美元的短缺怎麼對歐洲構成威脅。二〇〇八年九月，整個歐元區對美國有貿易順差，德國特別是出口冠軍。當然，如果歐洲的銀行需要美元，他們大可從奧迪汽車（Audi）、福斯汽車或賓士汽車（Mercedes-Benz）等全球出口商買進或借到美元。但這就是貿易為主的經濟觀點與全球金融化之間的差距變得非常明顯的地方。二〇〇七年，德國的出口商每個月對美國的貿易順差大約是五十億美元。根據國際清算銀行（Bank of International Settlements）經濟學家的計算，歐洲的銀行需要的不只是五十億美元，甚至是一百億美元。在危機之前，它們從總額大約一兆美元的美國貨幣

市場基金取得美元業務需要的資金，除此之外，它們還在銀行同業拆款市場借了四千三百二十億美元、在外幣換匯交易市場借了三千一百五十億美元，並從管理美元現金池的貨幣主管機關短期融資三千八百六十億美元，總計增加超過兩兆美元。<sup>3</sup>準確的數字取決於歐洲超大型銀行的資產負債表需要多少錢、多快的速度來借新債還舊債。

二〇〇八年的危機暴露出歐洲銀行的商業模式處於危險的失衡狀態，隨著美國貨幣市場關閉，所有歐洲銀行爭先恐後搶奪美元融資。它們試著互相借款，導致短期融資成本突然飆升，這是以所謂的倫敦同業拆款利率和隔夜指數交換利率的利差來衡量。<sup>4</sup>同時，貨幣交換契約市場隨著歐洲人競標美元貸款，而且願意當另一方的交易對手愈來愈少，變得危險而擁擠。衡量歐洲銀行願意將歐元或英鎊換成美元而支付的交叉貨幣利率交換契約的利差（cross-currency basis swap spread）變得非常不利，顯示出要直接取得美元融資非常困難。當市場正常運作時，這個溢價應該接近零，但在二〇〇八年九月時，溢價超過兩百個基點

（注：一個基點是0.01%，因此這裡的溢價超過2%）。當聯邦公開市場委員會在九月十六日，也就是雷曼兄弟破產第二天、美國國際集團瀕臨崩潰的那天召開會議時，它的主要任務並不是借錢給出問題的美國銀行，而是借錢給歐洲銀行。就像紐約聯邦準備銀行的威廉·杜德利（William Dudley）提到：「重要的是，市場承受壓力最嚴重的地方可能在外國銀行的美元流動性。」<sup>5</sup>

### 2007年12月7日至2008年9月9日 歐洲央行單月標售的美元融資需求



資料來源：Michael J. Fleming and Nicholas J. Klagge, “The Federal Reserve’s Foreign Exchange Swap Lines,” *Current Issues in Economics and Finance* 16, no. 4 (2010): 1.

哪裡可以得到更多美元？大家可能會認為央行是取得外匯的來源，但是歐洲央行的美元準備根本無法滿足銀行的融資需求。<sup>6</sup>隨著危機在二〇〇八年秋季惡化，以及倫敦金融城受到的震撼，英格蘭銀行手中只有一百億美元。<sup>7</sup>整個七月，在歐洲央行定期的美元標售會上，出價總額超過分配總額的四倍。難怪危機會加深，美元並沒有像總體經濟模型預測的情況出現貶值，反而升值。

處於這種困境的小國家被引導到國際貨幣基金，而且在二〇〇八年秋季，國際貨幣基金與美國財政部和聯準會的密切對話中提到，國際貨幣基金正忙著設計一種新型的短期流動性工具，提供支援給有嚴重資金壓力、但不需要國際貨幣基金完整調整方案的國家。<sup>8</sup>但是對已經依靠

國際貨幣基金的歐洲央行或英格蘭銀行來說，二〇〇八年將遭遇一場具有歷史意義的災難。無論如何，國際貨幣基金仍然是以一九四四年誕生時的基本原理運作，而且各會員國搭配一定的出資比例。國際貨幣基金為貿易逆差提供資金，而且處理公債危機。它並沒有業務要填補巨大的民間資金缺口，它的計畫是以數百億美元起跳。長時間以來，它並沒有被設想為一個規模上兆美元的跨國銀行。

在二〇〇八年秋季，再也無法擺脫嚴峻的現實。就像紐約聯邦準備銀行的提摩西·蓋特納對聯邦公開市場委員會說，歐洲人「的銀行體系允許的貨幣流通數量相較GDP而言非常非常不相稱，而且沒有計畫去應對我們面對的風暴，讓流動性符合歐洲銀行對美元的需求。」<sup>9</sup>就像柏南克用典型的保守態度提到，歐洲銀行的美元融資需求是「當前情勢的新特點」。<sup>10</sup>這是可能會對美國產生重大影響的新特點。如果聯準會沒有採取行動，那麼受到威脅的是跨大西洋的資產負債表大幅縮減，以及歐洲人削減在美國的貸款，並以危險的低價標售方式賣出美元投資。他們持有的是美元計價資產的投資，從二〇〇七年底開始，聯準會開始提供前所未有的充沛美元，不只提供給美國人，還提供給全球金融體系，尤其是歐洲。二〇〇八年，美元的流量成長的比例是如此大，以至於對美國和歐洲危機寫下不合時宜與深刻誤導的獨特歷史。<sup>11</sup>

## 聯準會的融資機制

聯準會以各種讓人迷惑的縮寫來標示流動性措施，在內部人眼中，這個計畫被統稱為「哈比人」。但是當按功能分解時，它們會直接對照

到影子銀行體系的每個關鍵要素：資產擔保商業本票市場、附買回貸款市場、房貸擔保證券市場、貨幣交換契約。就像聯準會的經濟學家觀察到，這不再是由聯準會操縱利率來影響市場行為的傳統貨幣政策。相反的，「聯準會的資產負債表擴張」是「公部門緊急取代民間部門失去的資產負債表擴張能力」。<sup>12</sup>聯準會正以非常機制加入市場主導的銀行業模式。以央行為代表的政府跟金融市場的關係赤裸裸地顯露出來。聯準會不只是政府的一個部門，它還是銀行家的銀行，而且隨著危機加劇，貨幣市場會相應的自我重組，以聯準會為中心發散出去。

聯準會的流動性行動規模如此龐大，而且變化多端，這導致一些會計上的問題。如何衡量聯準會的龐大計畫？是看股價漲到最高點？危機期間某個時期的貨幣流通速度？或是應該簡單的彙總從危機開始到結束的所有放款總量？第一項措施傾向讓干預的印象達到最小，最後一項措施則會產生最大的金額數字。每個措施都有用途。<sup>13</sup>多虧可以合法取得聯準會的記錄，我們可以匯總這三個數字。<sup>14</sup>

陷入困境的銀行通常可以透過貼現窗口來獲得央行援助。在貼現窗口，央行會用現金買賣證券。這被視為是有經營出現壓力的典型訊號，它通常保留給迫切需要緊急流動性的銀行。二〇〇八年貼現窗口最大的客戶名單包括所有在美國最著名的危機受害者，包括美國國際集團、雷曼兄弟、全國金融公司、美林、花旗。真要說起來，對於非美國銀行來說，使用貼現窗口受到的恥辱感比較沒有那麼嚴重。因此除了美國還在掙扎的銀行以外，聯準會的帳戶上還明顯出現兩個相關的歐洲銀行：法國與比利時的德克夏銀行和運氣不好的聯合裕寶銀行愛爾蘭分行。<sup>15</sup>

隨著資產擔保商業本票市場在二〇〇七年秋季暫時停止運作，聯準會意識到需要增加新措施。第一個是定期競標融通機制（Term Auction Facility, TAF），提供銀行無法在資產擔保商業本票市場上獲得的短期

資金。避免有恥辱感是關鍵考量。因此接受的抵押品很廣，包括資產擔保證券和擔保債權憑證。愈多銀行參與，定期競標融通機制就愈受歡迎。二〇〇七年十二月至二〇一〇年三月間，定期競標流通機制擴增到極大的規模。二〇〇九年春季最大的流通餘額將近五千億美元。如果不同期限的定期競標融通機制轉換成以相同的二十八天為基礎，那麼二十八天期信貸的貸款總額會來到驚人的六兆一千八百億美元。數百家美國較小的銀行都利用定期競標流通機制，但是最大的受惠者是美國和歐洲的大型銀行，其中美國銀行、巴克萊銀行、富國銀行和英格蘭銀行名列榜首。在大型借款人中，外國股票的比例遠超過五〇%。<sup>16</sup>

在貝爾斯登危機之後，不只是資產擔保商業本票市場暫時停止運作，附買回市場也關閉。因此，在二〇〇八年夏季，聯準會頂替這個空缺，把自己視為最後的附買回交易商，提供二十八天期主要擔保品的附買回交易，也就是單期公開市場操作（single-tranche open market operations, ST OMO）。二〇〇八年十二月總共放款八千五百五十億美元，有超過七〇%由外國銀行拿走，其中五家歐洲銀行主導整個計畫。光是一家瑞士巨擘的瑞士信貸銀行就獲得聯準會提供三〇%的流動性。

由於三方附買回市場最偏好的抵押品是公債，因此二〇〇八年春季聯準會制定另一項計畫：定期借券機制（Term Securities Lending Facility），根據這個機制，它借出二十八天期的高評等美國公債，換取各種房貸擔保證券，包括民間房貸擔保證券。整體來說，透過這個機制，兩兆美元的優質抵押品湧進體系中，這個機制也隨著二〇〇八年九月和十月雷曼兄弟破產之後達到高峰。在定期借券機制中提供的抵押品中，五一%來自非美國的銀行，光是蘇格蘭皇家銀行、德意志銀行和瑞士信貸銀行就拿走超過八千億美元。

在危機期間，為了給予附買回市場最大的後盾，聯準會以主要交易



商融通機制（Primary Dealer Credit Facility）進行操作。<sup>17</sup>這是在貝爾斯登出現擠兌後，聯準會依據「美國聯邦準備銀行法」第十三之三條的緊急融資授權所引進。主要交易商融通機制則由聯準會提供審慎、無上限的隔夜流動性給附買回市場的主要操作商，用來換取種類廣泛的抵押品。毫不意外，交易商有充足的優勢。在主要交易商融通機制中的總放款達到八兆九千五百一十億美元。這是很大的數量，但是貸款是在一夜之間完成，而且這應該與二〇〇八年三月在附買回市場上每天留置的抵押品價值達到四．五兆美元的高點有關。主要交易商融通機制的最高餘額出現在二〇〇八年九月二十六日，達到一千四百六十五億七千萬美元。主要交易商融通機制與其他機制的區別在於，它是唯一一個主要資助美國銀行的大型聯準會流動性計畫。美林、花旗集團、摩根士丹利和美國銀行是最重度的使用者。但是某個程度上這個表面只是假象，因為聯準會允許高盛、摩根士丹利、美林和花旗集團的倫敦子公司利用這項計畫。所以聯準會在遠距支持倫敦金融城的附買回市場。

當貨幣市場基金的危機摧毀商業本票市場僅存的支持時，聯準會採取前所未見的決定，不只支援銀行和共同基金，還直接參與放款業務。它建立自己的特殊目的機構：商業本票融資機制（Commercial Paper Funding Facility），用來購買高品質的短期商業本票。透過這個機制，它總共提供七千三百七十億美元的融資，二〇〇九年一月的餘額來到三千四百八十億美元的高峰。這個機制最大的使用者是陷入困境的瑞士巨擘瑞銀集團，它用了聯準會一〇%的資金。另外有七．三%進入德克夏銀行，各有五%進入富通銀行和蘇格蘭皇家銀行。一些受到最嚴重壓力的歐洲銀行收到整個計畫二七%的資金。總而言之，歐洲的融資金額比例不可能低於四〇%。

除了房貸市場外，更廣泛的資產擔保證券市場已經凍結。為了重振

放款，聯準會在二〇〇八年十一月二十五日推出定期資產擔保證券貸款機制（Term Asset-Backed Securities Loan Facility），這成為聯準會和財政部資助最多樣的放款機制。它透過購買高評等的消費信貸，例如車貸、學貸、卡債、對小企業購買設備和建造房屋的貸款，提供五年期無追索權貸款給挑選過、抵押這些債權的借款人。這絕對不是聯準會最大的計畫。貸款總額達到七百一十億九千萬美元。但是這個計畫方便聯準會進行一些風險最大的支援行動。利用這項計畫的公司全都是美國的銀行，使用最多的銀行包括摩根士丹利、太平洋投資管理公司和加州公務員退休基金（CalPERS）。

最後，在二〇〇九年初，聯準會開始從緊急流動性準備轉向後來熟知的第一次量化寬鬆，也就是大量買進房貸擔保證券，並放在聯準會的資產負債表上。對央行來說，買進證券是貨幣政策的傳統機制。但是現在的規模比以往更大，而且擁有的資產更廣泛。除了例行購買公債之外，聯準會還在二〇一〇年七月買進一兆八千五百億美元由政府贊助機構擔保的房貸擔保證券。買進最頻繁的時間是在二〇〇九年四月的第三週，二〇一〇年六月的持有量（淨銷量）達到一兆一千兩百九十億美元的高峰。最重要的是，聯準會不只是將流動性注入這個體系，它也在吸收資產負債表上存放期間不合的問題，這是在資產擔保商業本票等市場產生的危害。聯準會是以即時流動性來換得長期資產。

量化寬鬆通常被認為是典型的「美國」政策，是聯準會冒險的象徵。這使柏南克經常受到歐洲保守派政策制定者的指責。但是我們已經說到，在量化寬鬆下賣給聯準會的房貸擔保證券中，毫不意外有五二%是由外國銀行賣出的，歐洲的銀行遙遙領先。德意志銀行和瑞士信貸是最大的兩個賣家，取得的獲利遠勝其他美國的競爭對手。巴克萊、瑞銀和法國巴黎銀行排名第八、第九、第十名。在二〇〇八年危機最嚴重的

階段，聯準會繼續對基本的跨大西洋影子銀行機構開放借款，現在則與歐洲大銀行攜手合作，要縮減跨大西洋的資產負債表。

## 全球最後貸款人

在大西洋的金融網絡裡，不是每個人都可以利用聯準會提供給紐約頂尖國際銀行的措施。每個人都沒有聯準會要求的那種抵押品。如果沒有充足的抵押品就借錢給最脆弱的歐洲銀行，聯準會就會有嚴重的風險。但是拒絕提供流動性援助給最虛弱的銀行就會惹禍。因此，從二〇〇七年開始，聯準會利用布雷頓森林時代率先開發的工具，改變它的用途。為了管理一九六〇年代的固定貨幣體系，央行已經開發一套所謂的換匯協議（currency swap lines），允許聯準會把美元借給英格蘭銀行，英格蘭銀行反向在聯準會帳戶存入英鎊存款。<sup>18</sup>這個協議在一九七〇年代停止使用，而在二〇〇一年短暫恢復，以因應九一一事件的後果。二〇〇七年，面對跨大西洋銀行體系的崩潰，這個協議被重新利用，而且擴大規模來滿足歐洲大銀行的融資需求，而非主權國家的融資需求。就像蓋特納對聯準會的同事這樣解釋：

我們有一些歐洲體質最虛弱組織的美國分公司，這些機構面臨非常龐大的美元融資需求，而且已經到我們這裡要求大量持續的流動性。當它們有大量.....比需求高出很多價值的抵押品，我們就會很放心（透過上面討論的定期競標融通機制）滿足這些需求。當它們的需求大幅超過或可能有很大的機會超過合格抵押品的市價時，

我們就會告訴當地國家的央行。我們已經說過，實際上，如果你想要我們滿足這些需求，而且在你的市場上它們擁有比這些需求還多的抵押品，那麼對我們來說，比較好的方法是去滿足當地央行的美元流動性需求，取得那裡的抵押品……而且我們從央行那裡提供符合擔保品價值的美元。<sup>19</sup>

聯準會直接提供美元給搖搖欲墜的銀行已經達到極限，現在開始把美元借給歐洲央行、英格蘭銀行、瑞士央行和瑞典央行。然後它們再將寶貴的美元資金一次轉給歐洲大型銀行。<sup>20</sup>聯準會和它資助的央行協議一個匯率。需要美元的歐洲央行以聯準會的名字，在帳戶上存入所需的當地貨幣。聯準會在歐洲央行的帳戶上存入價值相同的美元。雙方同意以協議的匯率在未來某一天把錢換回來。合約上詳細記載的條件縮減到最少，不超過七頁。<sup>21</sup>聯準會收到的利息，確保只有在市場無法取得資金的情況下才會使用換匯協議。歐洲央行將這筆費用轉嫁給最終得到美元的銀行。

換匯協議的提議來自聯準會，二〇〇七年八月巴黎銀行宣布凍結旗下三檔基金的災難性公告後，在歐洲交易日盤中的美國市場開盤時，聯準會看到歐洲美元融資成本頻繁地在早盤達到高峰，導致市場中斷。歐洲央行顯然一開始擺出懷疑的態度。就像一位美國記者提到，聯準會的提議「遭遇強烈的反彈」，因為歐洲央行「把發生大恐慌的原因歸咎給美國」。歐洲央行直截了當回應聯準會：「這是美元的問題，這是你的問題。」<sup>22</sup>就像柏南克之後提到，歐洲央行有點難了解歐洲即將面臨龐大的壓力，而且不會與美國脫鉤。」<sup>23</sup>至於對換匯協議的態度並沒有延續到二〇〇七年以後。二〇〇七年十二月，歐洲央行和瑞士央行達成第一批協議。<sup>24</sup>隨著危機在二〇〇八年九月變嚴重，換匯措施迅速使總額度擴

大到六千兩百億美元。二〇〇八年十月十三日，隨著歐洲人推出自己的擔保計畫，以及鮑爾森、柏南克和蓋特納說服美國銀行家接受問題資產紓困計畫的援助資金，甚至連額度上限都拿掉了。歐洲央行、英格蘭銀行、日本央行和瑞士央行等四家央行都得到沒有額度限制的美元。

換匯協議有助於安定市場信心。但是市場也對那些沒有受到青睞的央行產生懷疑。貨幣市場的關閉正在影響整個金融體系。主要新興市場央行從哪裡獲得美元？因為一九九七至一九九八年亞洲金融危機留下的印象，要南韓這樣的國家與國際貨幣基金接觸是不可能的。<sup>25</sup>因此在十月二十九日，聯準會的支援擴大到四個主要新興市場的央行：巴西、南韓、墨西哥和新加坡。<sup>26</sup>總而言之，這個計畫包括十四家央行。<sup>27</sup>美元換匯協議網絡中的換匯總額在二〇〇八年達到五千八百億美元的高峰。簡而言之，換匯協議的金額高達聯準會資產負債表的三五%。但即使有這些巨額數字，也無法對計畫的規模做出公正的判斷。換匯協議本質上是要方便提供短期的美元融資。隨著紐約聯邦準備銀行與全球各地的同業在繁忙的工作排程上作業，這個系統每天都湧進新的美元融資。因為之前來自美國貨幣市場的美元從全球銀行體系大幅流出，光是在二〇〇八年十月下旬的某一週，聯準會就透過換匯協議提供八千五百億美元。正是這種資金的流通，讓英格蘭銀行、歐洲央行和瑞士央行得以在沒有讓外匯存底下降到低於關鍵水準的情況下，滿足對美元的龐大需求。但對換匯協議來說，在歐洲央行規劃的美元標售會上，在二〇〇八年九月至二〇〇九年五月的期間，每個月的美元需求有好幾次都要耗盡歐洲央行的外匯存底。

歐元或英鎊無法換到美元的通貨危機是二〇〇八年的顯著特徵之一，這並非偶然。換匯協議因此發揮功效。聯準會對貨幣市場做的事，就是央行現在對全球銀行提供美元融資做的事。它們將歐洲銀行資產負

債表上的錯置貨幣，直接吸收到自己的帳戶上。祭出補貼的公共行動，確保民營銀行的失衡不會擴散為一個普遍發生的危機。

### 外匯耗損：歐元體系外匯存底和提供給商業銀行的外幣

時間	歐洲央行提供給商業銀行的美元 (十億美元)	歐洲央行匯報標售會上提供的瑞士法郎價值 (十億美元)	歐元體系的外匯存底 (十億美元)
2008年9月底	150.7	0	210.3
2008年10月底	271.2	17.4	210.2
2008年11月底	244.0	19.2	204.2
2008年12月底	265.7	25.8	202.0
2009年1月底	187.3	27.8	191.1
2009年2月底	144.5	32.5	186.4
2009年3月底	165.7	33.1	189.2
2009年4月底	130.1	33.0	187.9
2009年5月底	99.7	35.4	191.9
2009年6月底	59.9	29.9	192.5
2009年7月底	48.3	18.6	197.9
2009年8月底	46.1	15.4	197.8
2009年9月底	43.7	10.1	195.0

資料來源：William A. Allen and Richhild Moessner, “Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008–9,” BIS Working Paper 310 (May 2010), table 12.2.

聯準會成為全球最後貸款人：  
2007 年 12 月至 2010 年 8 月央行的流動性換匯協議

	換匯協議的原始金額	換算成標準的 28 天換匯協議金額
歐洲央行	8,011	2,527
日本央行	387	727
英格蘭銀行	919	311
瑞士央行	466	244
瑞典央行	67	202
南韓央行	41	124
澳洲央行	53	122
丹麥央行	73	95
挪威央行	30	68
墨西哥央行	10	30
總計	10,057	4,450

單位：十億美元

資料來源：Federal Reserve.

補貼的信貸流量規模很驚人。截至二〇一一年九月為止，在換匯協議條件下不同時間到期的放款（和還款）總額來到十兆美元。如果都轉換成標準的二十八天期限貸款，一個月的貸款總額相當於四兆四千五百億美元。不論是哪一種措施，到目前為止，換匯協議的最大受益人是歐洲央行。在這筆驚人的融資流量中，每一分錢都全額還清。實際上，二〇〇八年至二〇〇九年，聯準會在換匯協議中賺到大約四十億美元。但是這種冷靜的會計學計算低估這項創新的戲劇性效果。聯準會以即興的方式來回應危機，重申美元作為全球強勢貨幣的角色，而且把美國央行視為美元網絡裡不可或缺的中心點。由於全球金融市場平常的交易量愈來愈大，重要的不是努力擴大規模。聯準會的計畫具有決定性的意義，因為它們向全球體系裡的主要參與者（包括央行和大型銀行）保證，如果

民間融資無預期地變得很困難，體系裡有一個參與者會藉由無限供應美元流動性來彌補微幅的失衡。這正好是全球最後貸款人的角色。

## 美元的地位更穩固

在危機之前，跨大西洋境外美元體系缺乏明確的領導中心。的確它已經發展成「境外」，因此避免國家的監理與控制。二〇〇八年以後，它是圍繞著聯準會和流動性供給的公開組織。「在某種程度上，」一位歐洲央行家提到，「我們已經成為第十三個聯邦準備區（注：美國的聯邦準備制度下總共有十二家聯邦準備銀行，每家銀行各有自己的管轄區，這裡指的是其他國家也納入這個制度，各國的中央銀行就好比第十三家聯邦準備銀行）。」<sup>28</sup>但如果情況確實如此，那麼美國民眾就不會理解到自己國家貨幣領域已經擴大。聯準會應對危機最顯著的地方不是行動的政治性，或者該說的是缺乏明顯的政治合法性。二〇〇七至二〇〇九年聯準會提供給國際經濟的緊急流動資金被盡可能模糊的隱藏起來。二〇〇九年七月，柏南克被佛羅里達州民主黨議員艾倫·葛蘭森（Alan Grayson）在競選活動提出質疑，要求解釋「誰得到」換匯協議的錢，聯準會主席可能會回答：「我不知道。」<sup>29</sup>在全球體系的央行間來回沖刷數兆美元，最終的目的地並沒有在美國的直接監督之下。當然，毫無疑問，瑞士央行會把從聯準會那裡收到的美元轉移給經營困難的銀行巨擘瑞銀集團與瑞士信貸。<sup>30</sup>但是從聯準會的角度來看，與央行完成換匯協議比跟脆弱的銀行換匯要好得多。

就像尼爾·艾爾文（Neil Irwin）的描述：「放款給外國銀行的規



模.....即使是以總是守口如瓶的聯準會標準來看，也是嚴格保衛的祕密.....在恐慌期間，這個資訊是如此的祕密，而且如果讓大眾知道，可能會有很大衝擊，因此在十二家準備銀行中，各只有兩個人被允許查閱相關資料。」<sup>31</sup>聯準會使用所有的法律手段，防止支援國內外銀行計畫的詳細資訊洩漏給大眾。國會議員羅恩·保羅（Ron Paul）是自由主義與金本位的倡導者，針對柏南克全力阻擋聯準會的政策透明進行激烈的抗議。只有到二〇〇九年六月，聯準會才開始定期公布換匯協議的使用報告。本章使用這份較為完整的聯準會緊急計畫報告，則是直到二〇一〇年十二月和二〇一一年三月才向大眾公開。這些報告是由於二〇一〇年的「杜德·法蘭克法案」（Dodd-Frank Act）和彭博（Bloomberg）新聞社提出的「資訊公開法」（Freedom of Information Act）訴訟所產生，並由聯準會和銀行遊說團體紐約結算所協會（New York Clearing House Association）一路辯駁到最高法院。<sup>32</sup>為了保護這個祕密，聯準會聲稱，按照彭博的要求揭露訊息，會危及為了平息金融市場所做的努力，因為全面揭露會顯示出哪些銀行最需要流動性援助。法院裁定支持彭博新聞社的意見，聯準會只能不情願的遵守。這樣的強制披露，得以前所未見的一窺世界主要央行在壓力最大時的運作方式。這些數據是一種對大西洋金融體系震盪時的量化檢查。歐洲央行或英格蘭銀行都沒有這樣的資料。這份資料除了顯示出整體「系統性的壓力和穩定性」之外，還顯露出個別銀行的重要性、它們所承受的壓力程度，以及聯準會提供的救助規模。

聯準會的名單中，排名最前面的是花旗集團、美國銀行，以及兩家承受高度壓力的美國投資銀行：美林證券和摩根士丹利，以及它們在倫敦的辦事處。接著是全球美元銀行業務的大型歐洲和美國業者完整名單。在聯準會提供給大銀行一到三個月的流動性名單中，歐洲銀行占大

多數。在隔夜主要交易商融通機制中，歐洲銀行和主要的美國投資銀行倫敦辦事處的比例甚至占二三%，當這種援助還加上提供給歐洲央行的龐大換匯協議機制時，必然會做出這樣的結論：聯準會在二〇〇八年努力遏止的不是美國和歐洲兩次單獨的危機，而是以美元為主的北大西洋金融體系一次巨大風暴。

這些數據不僅暴露出聯準會要求的是維持一個全球性的金融體系順利運作，它們也驚人的顯示出歐洲的紆困政治。在歐洲，德意志銀行和巴克萊看多的執行長聲稱自己有特殊地位，因為他們避免從當地政府中取得援助。聯準會的數據顯示這些吹噓的空洞，銀行可能會避免由國家援助的資本重整，但是全球每家主要銀行都從當地央行獲得大規模的流動性援助，不論是直接取得，或是從聯準會的換匯協議中間接取得。使用聯準會的記錄，我們就可以追蹤每天提供給如巴克萊等銀行的流動性援助，顯示聯準會第一次放款高峰是在貝爾斯登危機期間，第二次則是在雷曼兄弟破產之後。

聯準會隱藏的流動性支援措施分析，也與二〇〇八年對於未來美元體系的廣泛討論有截然不同的解釋。毫不訝異的是，二〇〇八年美國面對全球同聲指責。改革的倡導者認為，全球金融不穩定的根源在於過度仰賴美元作為準備貨幣。這給予美國一種奢侈特權，美國不負責任地利用這個特權，增加赤字並向外國借錢。二〇〇九年，中國人民銀行行長和聯合國一個特別委員會推動一個新的全球貨幣體系倡議。<sup>33</sup>俄羅斯喜歡這個構想，西歐人也是如此。<sup>34</sup>到了九月，佩爾·史坦布律克告訴記者：「十年後回來看，我們會看到二〇〇八年是個根本性的決裂。我並不是說美元會失去準備貨幣的地位，而是會變成只擁有相對特權。」<sup>35</sup>兩個月後，法國總統薩科奇在二十國集團高峰會宣布：「我明天要離開華盛頓去解釋，在第二次世界大戰後，布雷頓森林體系下的美元是世界

上唯一的貨幣，現在美元不能再聲稱是世界上唯一的貨幣，一九四五年的真實情況到今天並無法成為事實。」<sup>36</sup>

顯然以美國為主的金融體系經歷生存危機。對於公然懷疑和批評美國權力的人來說，這是一個讓盎格魯薩克遜金融業擊敗美國不容錯過的機會。但是考量到像是德意志銀行與法國巴黎銀行等個別銀行高度仰賴聯準會的支援，以及歐洲央行高度仰賴聯準會提供的巨額換匯協議機制，很難看出史坦布律克和薩科奇是如何更加與現實情況脫節。到了二十一世紀初，美元的主導地位並非建立在一九四四年布雷頓森林協議上，或是產生自像國際貨幣基金這樣的機構。全球美元的根本基礎是民營金融業者和金融市場網絡，這呈現在華爾街和倫敦金融城的聯繫上。這是美國和歐洲金融業共同創造的產物，故意建立在國家控制之外。二〇〇八年秋季發生的事並不是美元從擁有絕對權力變成擁有相對權力，剛好相反，這大動作重申美國央行的重要地位。聯準會的回應不但沒有讓地位衰退，還給全球美元帶來全新的影響。史坦布律克和薩科奇可能會因為沒有認識到當下的重要性而被原諒，因為聯準會沒有大肆張揚，也沒有在國內或國外尋求民眾的合法支持。在全球針對哪些貨幣能取代美元的零星爭辯，只是聯準會為了不引人注意地維持金融穩定行動所付出的代價。在國會山莊，雖然爭議圍繞在問題資產紓困計畫，但是對聯準會提供全球巨額的流動性卻沉默不語。就像紐約聯邦準備銀行的一個資深官員提到，這就彷彿有一位「守護天使正在監視我們。」<sup>37</sup>如果國會的一些議員理解正在發生的事情，它們會認為公開討論聯準會的行動會更好。全球金融政策的現實情況在「寒蟬效應」下消失了。在這種情況下，聯準會和它的合作機構剛好可以掩蓋雙方大規模、階級明確的相互依賴現況。

## 援助銀行：聯準會的流動性機制與使用者

	三個月商業本票融資 機制（資產擔保商業本 票／商業本票）	定期標售機 制（十億美元 ／每月）	單一公開市場 操作（十億美 元／每月）	定期借券機 制（十億美元 ／每月）	主要交易商融 通機制（隔夜）
美國銀行	15	487	40	87	716
花旗	33	195	8	297	1757
花旗（倫敦）					263
富國銀行		304			
美聯銀行		224			
摩根大通		171	3	60	
道富銀行		79			
紐約梅隆銀行		0			
高盛			53	186	434
高盛（倫敦）					156
雷曼兄弟			31	87	83
美林			12	154	1,487
美林（倫敦）					594
摩根士丹利	4		41	101	1,364
摩根士丹利（倫敦）				548	
貝爾斯登				2	960
巴克萊銀行	39	313	67	159	410
蘇格蘭皇家銀行	39	153	70	250	
哈里法克斯蘇格蘭 銀行		262	66		
瑞士信貸		0	259	225	
瑞銀	72	94	57	109	35
德意志銀行		115	101	239	
德國商業銀行	4	119			
德勒斯登銀行	9	171	5		
德普發銀行		52			
法國巴黎銀行		63	97	35	66
法國興業銀行		217			
德克夏銀行	54	132			
富通銀行	39	108			
總計	737	6,180	910	2,006	8,951
大銀行總計	253	3,259	910	2,006	
非美國銀行的 大銀行總計	201	1,799	656	1,017	2,072
非美國銀行的比例	79	55	72	51	23

資料來源：Federal Reserve and my own calculations.

- 
- 1 Gillian Tett, “ECB injects €95bn to Help Markets,” *Financial Times*, August 9, 2007.
  - 2 Irwin, *The Alchemists*, 43– 73.
  - 3 McGuire and von Peter. “The US Dollar Shortage.”
  - 4 N. Baba and F. Packer, “From Turmoil to Crisis: Dislocations in the FX Swap Market Before and After the Failure of Lehman Brothers” (BIS Working Paper 285, July 2009).
  - 5 二〇〇八年九月十六日聯邦市場公開委員會的會議記錄。
  - 6 W. A. Allen and R. Moessner, “Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008– 9” (BIS Working Paper 310, May 2010).
  - 7 M. Obstfeld, J. C. Shambaugh and A. M. Taylor, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008” (NBER Working Paper No. 14826, January 2009).
  - 8 R. Marino and U. Volz, “A Critical Review of the IMF’s Tools for Crisis Prevention” (DIE Discussion Paper, April 2012).
  - 9 二〇〇八年十月二十八至二十九日聯邦市場公開委員會會議記錄。
  - 10 Wessel, *In Fed We Trust*, 140.
  - 11 J. L. Broz, “The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007– 2010,” *International Political Economy Society*, University of Virginia, November 9– 10, 2012.
  - 12 T. Adrian and H. S. Shin, “Prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism,” *International Journal of Central Banking* 5, no. 4 (2009), 131– 142.
  - 13 L. Randall Wray, “Bernanke’s Obfuscation Continues: The Fed’s \$29 Trillion Bail-Out Of Wall Street,” *Huffington Post*, December 14, 2011.
  - 14 一份有用的參考資料是James Felkerson, “\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed’s Bailout by Funding Facility and Recipient,” *Levy Economics Institute* (Working Paper 698, December 2011).
  - 15 A. Berger, L. K. Black, C. H. Bouwman and J. Dlugosz, “Bank Loan Supply Responses to Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities,” *Journal of Financial Intermediation* 32 (October 2017), 1– 15.
  - 16 E. Benmelech, “An Empirical Analysis of the Fed’s Term Auction Facility” (*CATO Papers on Public Policy*, Working Paper 18304, 2012): 57– 91.
  - 17 T. Adrian, C. R. Burke and J. J. McAndrews, “The Federal Reserve’s Primary Dealer Credit Facility,” *Current Issues in Economics and Finance* 15, no. 4 (2009), 1.
  - 18 M. D. Bordo, O. F. Humpage and A. J. Schwartz, “The Evolution of the Federal Reserve Swap Lines Since 1962,” *IMF Economic Review* 63, no. 2 (2015), 353– 372. 關於美國自一九六〇年代以來成為全球最後貸款人的發展請參考：D. McDowell, *Brother Can You Spare a Billion? The United States, the IMF, and the International Lender of Last Resort* (Oxford: Oxford University Press, 2016).

- 19 二〇〇八年十月二十八至二十九日聯邦市場公開委員會會議，請參考：  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081029meeting.pdf>.
- 20 也許第一個了解他們重要性的外部評論家是P. Mehrling, “Understanding the Fed’s Swap Line,” *Financial Times*, November 18, 2008, <http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/11/254/>.在他之後是M. Obstfeld, J. C. Shambaugh and A. M. Taylor, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008,” *American Economic Review* 99 (2009): 480– 486; D. McDowell, “The US as ‘Sovereign International Last-Resort Lender’: The Fed’s Currency Swap Programme During the Great Panic of 2007– 09,” *New Political Economy* 17.2 (2012), 157– 178; J. L. Broz, “The Politics of Rescuing the World’s Financial System: The Federal Reserve as a Global Lender of Last Resort” (November 20, 2014), *Korean Journal of International Studies* 13 (August 2015), 323– 351.
- 21 一個近期的例子可見: “US Dollar-British pounds swap agreement,” January 16, 2014, [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/USD\\_Pound\\_swap\\_agreement.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/USD_Pound_swap_agreement.pdf).
- 22 Wessel, *In Fed We Trust*, 141.
- 23 二〇〇八年十月七日聯邦市場公開委員會電話會議：  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081007confcall.pdf>.
- 24 二〇〇七年十二月六日聯邦市場公開委員會電話會議：  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20071206confcall.pdf>.
- 25 Helleiner, *Status Quo Crisis*, 36.
- 26 二〇〇八年十月二十八至二十九日聯邦市場公開委員會會議。
- 27 這十四家分別是歐洲央行、瑞士央行、日本央行、英格蘭銀行、加拿大央行、澳洲央行、瑞典央行、挪威央行、丹麥央行、紐西蘭央行、巴西央行、南韓央行和新加坡金融管理局。請參考: M. J. Fleming and N. J. Klagge, “The Federal Reserve’s Foreign Exchange Swap Lines,” *Current Issues in Economics and Finance* 16 no. 4 (2010), 1.
- 28 Irwin, *The Alchemists*, 169.
- 29 “No One Telling Who Took \$586 Billion in Swaps with Fed Condoning Anonymity,” *Bloomberg*, December 11, 2011; and “Alan Grayson & Ben Bernanke,” *CSPAN*, July 21, 2009, <https://www.youtube.com/watch?v=n0NYBTkE1yQ>.
- 30 二〇〇八年十月二十八至二十九日聯邦市場公開委員會會議。
- 31 Irwin, *The Alchemists*, 154.
- 32 K. Karlson, “Checks and Balances: Using the Freedom of Information Act to Evaluate the Federal Reserve Banks,” *American University Law Review* 60 (2010), 213.
- 33 J. Anderlini, “China Calls for a New Reserve Currency,” *Financial Times*, March 23, 2009; and UN, “Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General

Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System,” New York, 2009.

- 34 J. Steele, “I’m a Young President, Don’t Try to Label Me,” *Guardian*, July 2, 2008.
- 35 B. Benoit, “Germany Sees an End to US Hegemony,” *Financial Times*, September 26, 2008.
- 36 L. Phillips, “US Laissez-Faire to Battle European ‘Social Market’ at G20,” *EUObserver*, November 14, 2008, <https://euobserver.com/foreign/27114>.
- 37 作者訪問。

## 第9章 東歐危機

截至二〇〇八年十月為止，聯準會的換匯協議機制奠定美國央行和其他特許央行交易對手專屬俱樂部裡依賴與相互依存的關係。但這產生一個問題。誰可以進來這個俱樂部？誰又不可以進入？換匯協議俱樂部的會員標準是什麼？<sup>1</sup>二〇〇八年十月二十八日，聯準會國際金融部（Division of International Finance）主任的納森·席茲（Nathan Sheets）簡單列出三個標準。<sup>2</sup>接受換匯協議的央行必須：

- 一、具有重要的經濟和金融規模，因此有可能影響美國。
- 二、擁有良好「審慎」的政策，因此他們遇到的問題顯然是從美國和「其他先進經濟體」蔓延所導致的結果，所以美國的援助有其必要。
- 三、當地銀行面臨的其中一項問題是美元融資壓力，因此換匯協議確實會產生影響。

最終，聯準會必須證明它的措施考量美國經濟的利益。有些經濟規模太小，沒有必要採取行動。有些受到壓力的國家可能沒有得到換匯協議的幫助，結果貿易或商品價值因此崩盤。但正是在第二點強調「審慎政策」下，提供政治歧視的空間。在旁觀者的眼中，關注的是：審慎政策是什麼？就像國家情報委員會（National Intelligence Council）兩名美國分析師在二〇〇九年底提到：「『經濟』和『外交』政策之間的人為劃分，呈現一種錯誤的二分法。將換匯協議延伸給誰」就跟「經濟決策



一樣是外交政策」。<sup>3</sup>聯準會非常清楚，透過換匯協議，它正踏入地緣政治的領域。財政部和國務院批准歐洲、拉丁美洲和非洲國家的十四個央行進入換匯協議網絡，它們很顯然肯定會入選。聯準會盡其所能的阻止進一步的申請。然而有兩個國家的申請被拒絕，它們的身分成為謎團。但顯然有些國家永遠不會進入聯準會的名單，無論它們遭受多大的衝擊或重創。

## 俄羅斯的應對

二〇〇八年十一月十四日，薩科奇接待正前往華盛頓參加第一次二十國集團領袖高峰會的俄羅斯總統梅德韋傑夫。薩科奇和梅德韋傑夫對薩科奇在八月成功斡旋的喬治亞和平協議互道恭喜，但這並不是法俄互相祝賀的唯一主題。薩科奇也同意莫斯科近期針對貨幣問題的倡議。<sup>4</sup>那年夏季，隨著石油價格創歷史新高，梅德韋傑夫一直在推動準備貨幣多元化，並更廣泛的使用盧布。抵達法國的前幾天，梅德韋傑夫對俄羅斯國會發表演說，將喬治亞危機和全球金融危機相提並論。它們是「兩個非常不同的問題」，梅德韋傑夫在二〇〇八年告訴俄羅斯聯邦議會，但是它們有「共同的特徵」和「共同的起源」：都是假定美國政府「拒絕接受批評，以及偏好單方面的決定。」<sup>5</sup>這迎合俄羅斯的民族主義者，但歐洲方面也沒有太多不同的意見。在尼斯舉行的高峰會上，梅德韋傑夫提到貨幣問題「俄羅斯和歐洲的立場實際上幾乎一致」。他沒有提到的是，儘管法國銀行能夠仰賴來自聯準會無上限的美元流動性，但俄羅斯卻只能靠自己。

如果俄羅斯愈來愈強的自信是來自每桶油價飆升至一百四十五美元的鼓舞，那麼金融海嘯就是嚴重的挫折。到了二〇〇八年年底，油價已經暴跌，十二月二十一日達到三十四美元的最低點。由於自然資源的收入占俄羅斯GDP二〇%，因此原物料價格崩盤的影響非常強烈。每噸石油的稅收減少八〇%。<sup>6</sup>但俄羅斯政府有資源來應對。與一九九八年不同的是，到了二〇〇八年，莫斯科已經累積足夠的財政準備來抵擋全球危機的壓力。俄羅斯的外匯存底估計最高有六千億美元。陷入困境的不是俄羅斯政府，而是國際化的企業部門。

隨著油價崩跌，俄羅斯股市也出現崩跌。截至九月十五日為止，俄羅斯股市已經從二〇〇八年五月的高點下跌五四%。在雷曼兄弟破產後幾天裡，交易波動劇烈，讓俄羅斯監理機關決定暫停交易。當市場在九月十九日重新開盤時，恐慌情緒不斷，十月六日見到單日下跌一八%。<sup>7</sup>根據一項廣泛引用的資料估計，俄羅斯的寡占企業主看到自己的總財富從二〇〇八年初的五千兩百億美元，到了二〇〇九年初只剩下一千四百八十億美元。<sup>8</sup>除了石油以外，投資人受到的驚嚇很可能是俄羅斯資產負債表上盧布大幅貶值的衝擊。出現危機的是民間部門，並不是公部門。

截至二〇〇八年第三季為止，俄羅斯的銀行、原物料生產商和工業集團承擔的外債已經提高到五千四百億美元，有一半是俄羅斯的工業公司的借款，另一半則是銀行業的借款。這些龐大的債務規模相當於俄羅斯的官方外匯存底，而且大致與雷曼兄弟的資產負債表相當。很大一部分是短期債務。因為已經接受以市場主導的銀行業模式，所以俄羅斯的銀行特別有風險，到二〇〇八年末期需要再融資大約七百二十億美元。<sup>9</sup>除了銀行以外，有壓力的美元借款人名單包括所有主要的俄羅斯寡占公司：俄羅斯天然氣工業公司（五百五十億美元）和俄羅斯石油公司（兩

百三十億美元)、俄羅斯鋁業公司 (Rusal, 一百一十二億美元)、TNK-BP公司 (七十五億美元)、耶弗拉茲集團 (Evraz, 六十四億美元)、諾里爾斯克鎳公司 (Norilsk Nickel, 六十三億美元) 和盧克石油 (Lukoil, 六十億美元)。商品價格下跌削減它們的營收, 而且盧布的貶值給那些以當地貨幣收費、而非以美元收費的人帶來更大的壓力, 對俄羅斯最大天然氣供應商俄羅斯天然氣工業公司來說是主要的問題。

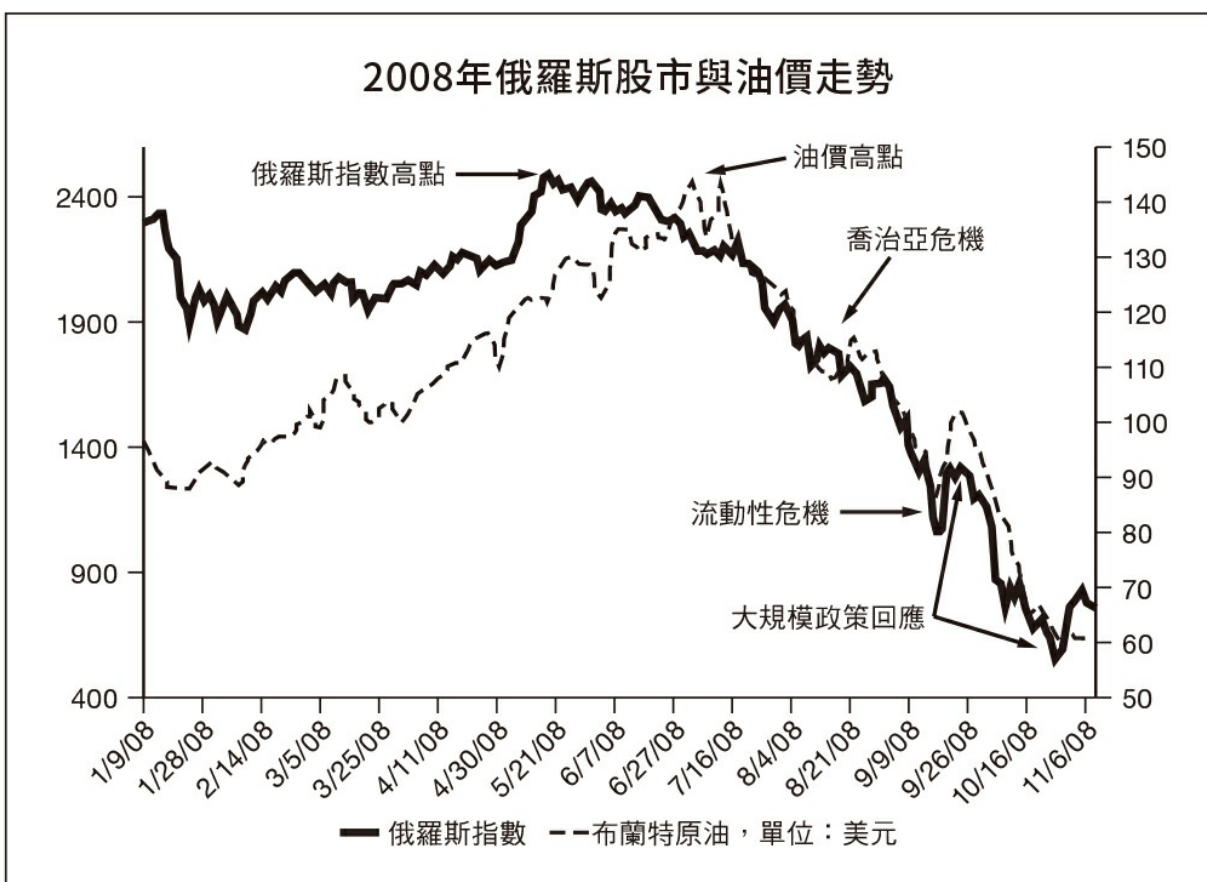
與西方國家一樣, 危機和紓困條款也揭開權力平衡的問題。對某些人來說, 這似乎是克里姆林宮以犧牲俄羅斯納稅人的代價來救助自己人。<sup>10</sup>在這樣的理解上, 俄羅斯的故事是一齣比美國更為腐敗而慘酷的版本。<sup>11</sup>就跟華爾街的貴族一樣, 俄羅斯的寡占企業需要國家的援助, 而政府也出手救援。毫無疑問, 俄羅斯避免大規模的破產, 而且投入大量政府資源來確保這點。但拿俄羅斯的情況與美國或歐洲的情況擺在一起來看, 俄羅斯在危機管理上假公濟私的打擊較小, 輿論公開談論俄羅斯的權力問題, 以及總統梅德韋傑夫和總理普丁利用這個機會來達到對他們更有利的權力平衡打擊較大。自二〇〇三年石油集團尤克斯公司解體以來, 沒有哪個寡占企業老闆敢挑戰克里姆林宮。現在梅德韋傑夫和普丁向這些企業老闆施壓, 開出一個價格來提供金融保護。

克里姆林宮對抗危機的策略, 根據的是避免落入貶值和破產的死亡螺旋。在危機的第一階段, 央行準備充足的外匯存底來阻止盧布貶值。因此, 二〇〇八年十月至十二月間油價暴跌六四%, 盧布兌美元匯率只貶值六%。<sup>12</sup>只在一月時, 莫斯科放手對盧布的控制, 在二月穩定措施推出前重貶三四%。就像任何成功的最後一搏行動一樣, 都得付出代價。為了減緩盧布的貶值, 央行用掉兩千一百二十億美元的外匯存底, 占總外匯存底三五%。但是這樣做換來時間, 允許有美元匯率風險的借款人減少支出, 並給政府一些時間反應。<sup>13</sup>

這個計畫的一個關鍵要素是，克里姆林宮要求寡占企業家必須投入大部分的財富來穩定股票市場。九月十六日美國國際集團紓困當天有傳言說「克里姆林宮徹夜召開一場強制性的會議」，在會議中，「寡占企業家被要求投入現金來拉抬自家下跌的股票、直接買進崩潰的金融機構，或是乾脆交出現金或股票。」<sup>14</sup>在寡占企業家這樣「自救」之後，政府將目標轉向收購與紓困最小和最弱的俄羅斯銀行。由政府擁有的俄羅斯國有開發銀行（Vneshekonombank, VEB）負責協調，俄羅斯總理普丁則擔任這家銀行的董事會主席。以五十億美元收購通信銀行（Sviaz-Bank）、全球商業銀行（Globex Bank）和索賓銀行（Sobinbank），然後由存款保險基金進行資本重整，而且最高保額提升到兩萬八千美元。央行以一個五百億美元的機制，使俄羅斯國有開發銀行扮演最後擔保人的角色，另外還有三百五十四億美元用在為陷入困境的寡占企業提供較低利率的次順位債券。貸款需要在一年內償還，否則可能會轉換成控股權。<sup>15</sup>這不是政府收購，而是一種有條件的威脅，也是權力存在的清晰證明。

俄羅斯國有開發銀行在主要由奧列格·德里帕斯卡（Oleg Deripaska）擁有的俄羅斯鋁業公司投入四十五億美元，讓它能反向消除外國融資，之前它才買下諾里爾斯克鎳公司二五%的股份。俄羅斯國有開發銀行還在米哈伊爾·弗里德曼（Mikhail Fridman）的阿爾發集團（Alfa Group）投入二十億美元，幫忙償還對德意志銀行的借款，並挽救阿爾發集團在俄羅斯第二大行動電話公司維佩爾通訊（VimpelCom）大部分的股權，這家公司本來被當成抵押品被沒收。隨著投資暴跌，國內經濟活動開始變得愈來愈糟，失業率加倍。特別令人擔憂的是在所謂的「單一產業城」（monotowns），也就是史達林發展工業留下的城市。<sup>16</sup>二〇〇八年十月十六日，普丁的得力助手伊格爾·謝爾欽（Igor

Sechin) 在陶里亞蒂 (Togliatti) 召開汽車產業的動腦會議，這裡是破產的蘇聯汽車工業繼承者伏爾加汽車公司 (AvtoVAZ) 的公司城。他宣布俄羅斯國有開發銀行立即提供伏爾加汽車公司十億美元的貸款，藉此保持工廠運作與十萬名員工的工作。<sup>17</sup>到了危機結束時，有十七億美元投入俄羅斯汽車業的紓困。



資料來源：World Bank in Russia, Russian Economic Report 17 (November 2008), figure 2.1. Data: RTS, Thomson Datastream

在石油價格衝擊之後，俄羅斯聯邦預算將平均油價重新設定在每桶四十一美元，相較在二〇〇八年六月的預算，油價是設定在每桶九十五美元。隨著稅收的下降，身為總理的普丁因為推出大規模的財政刺激措

施而受到好評。政府九．七兆盧布的預算有四分之一專門用在創造工作機會、工業補貼和減稅等應對危機的支出。俄羅斯的經濟規模與西班牙和德州相當，相較之下，俄羅斯的危機應對措施在世界上數一數二，讓西歐政府的行動也相形見绌。<sup>18</sup>它嚴重偏袒最大、政商關係最好的公司，這些公司的名單包括兩百九十五家全國性的重要公司，以及一千一百四十八家區域型重要公司。這是一種由上而下、統合主義式的刺激措施（corporatist stimulus），而且莫斯科政府明確指出，它期望寡占企業家有所回報。的確，它毫不害怕指名道姓。在一個令人注目的場合，普丁特別點名下面四個人：「弗拉迪米爾．波塔寧（Vladimir Potanin，Interros控股公司（Interros Holding））、列昂尼德．列別傑夫（Leonid Lebedev，Sintez集團（Sintez Group））、米哈伊爾．普羅霍羅夫（Mikhail Prokhorov，Onexim集團（Onexim Group））和維克托．維克塞伯格（Viktor Vekselberg，Renova集團（Renova Group））……我已經認識你們很多年，實際上，我們一直在共同努力，讓我再說一遍，在危機的困難期間，我們已經盡一切努力在你們企業的各種層面上支持你們。現在危機正在消退，雖然還沒有結束，但正朝著目標邁進。」現在普丁希望他們兌現承諾。「我們在這方面已經妥協，我們延後投資的截止日期，未來時間不會再有這樣的調整。請高度專注在你們該履行的承諾。」<sup>19</sup>如果寡占企業家被證明沒有負起責任，當二〇〇九年六月普丁來到聖彼得堡南方、由奧雷格．德里帕斯卡（Oleg Deripaska）冶金帝國統治的皮卡廖沃（Pikalevo）時，會發生什麼事呢？德里帕斯卡一度是俄羅斯首富，擁有的財富估計為兩百八十億美元，現在已經降到三十五億美元。但這並不是不付薪資的藉口。<sup>20</sup>憤怒的工人正封鎖莫斯科的高速公路，造成綿延兩百五十英里的交通堵塞。在電視機鏡頭前面，普丁斥責德里帕斯卡，總理扔一枝筆給他，要求這位寡占企業家當場簽下支

票。這是藉著在鏡頭前大張旗鼓的恐嚇，來進行經濟管理。<sup>21</sup> 訊息很清楚，從受到羞辱的一九九八年算起十年後，負責的人必定會看到那些事情「已經結束」。

某個程度來說，這很有效果。這展現出領導力，讓寡占企業家感到慚愧。它把俄羅斯政府提供給他們的社會利益集結起來，它讓總理普丁成為矚目的焦點。但這是一個長期的成長策略嗎？自由派經濟學家抱持著懷疑的態度，在二〇〇八年接替普丁總統職務的梅德韋傑夫也是這樣看待。即使在危機發生前，梅德韋傑夫身邊培養的專家顧問一直在尋求一個新出路。<sup>22</sup> 危機之後，他們發出更加強烈的訊息。二〇〇八年俄羅斯會如此脆弱，是因為它沒有均衡地與世界經濟融為一體。一方面，它過於仰賴石油和天然氣，另一方面是擁有資金外逃的腐敗文化，俄羅斯寡占企業家透過境外金融體系讓資金出走。小小的塞普勒斯竟然成為俄羅斯外資的主要來源，有什麼可以解釋這個異常現象？俄羅斯需要的是現代化。就像梅德韋傑夫在二〇〇九年九月十日提到：「基於原物料與貪汙的原始經濟能否引領我們走向未來？」<sup>23</sup> 要對抗這種強大的危機並不够，僅僅從二〇〇八年的衝擊恢復只會「無處可去，俄羅斯需要的是經濟轉型。」<sup>24</sup> 為此，它需要的不僅僅是與世界經濟有更多互動，更重要的是與科技領導人有更多互動。而且這具有廣泛的涵義。在二〇〇八年八月與西方國家發生震驚的衝突之後，莫斯科必須轉向。隨著對喬治亞進行鎮壓，克里姆林宮已經說明這點。梅德韋傑夫堅持，未來俄羅斯外交政策的成敗應該只用一種標準來判斷：「是否有助於提升我們國家的生活水準。」俄羅斯應該專心吸引外國科技與資本，而不是「齜牙咧嘴的」威脅其他人。<sup>25</sup> 這是現代化與建立夥伴關係的訊息，歐洲各國和華盛頓新政府全都急切的接收到這個訊息。

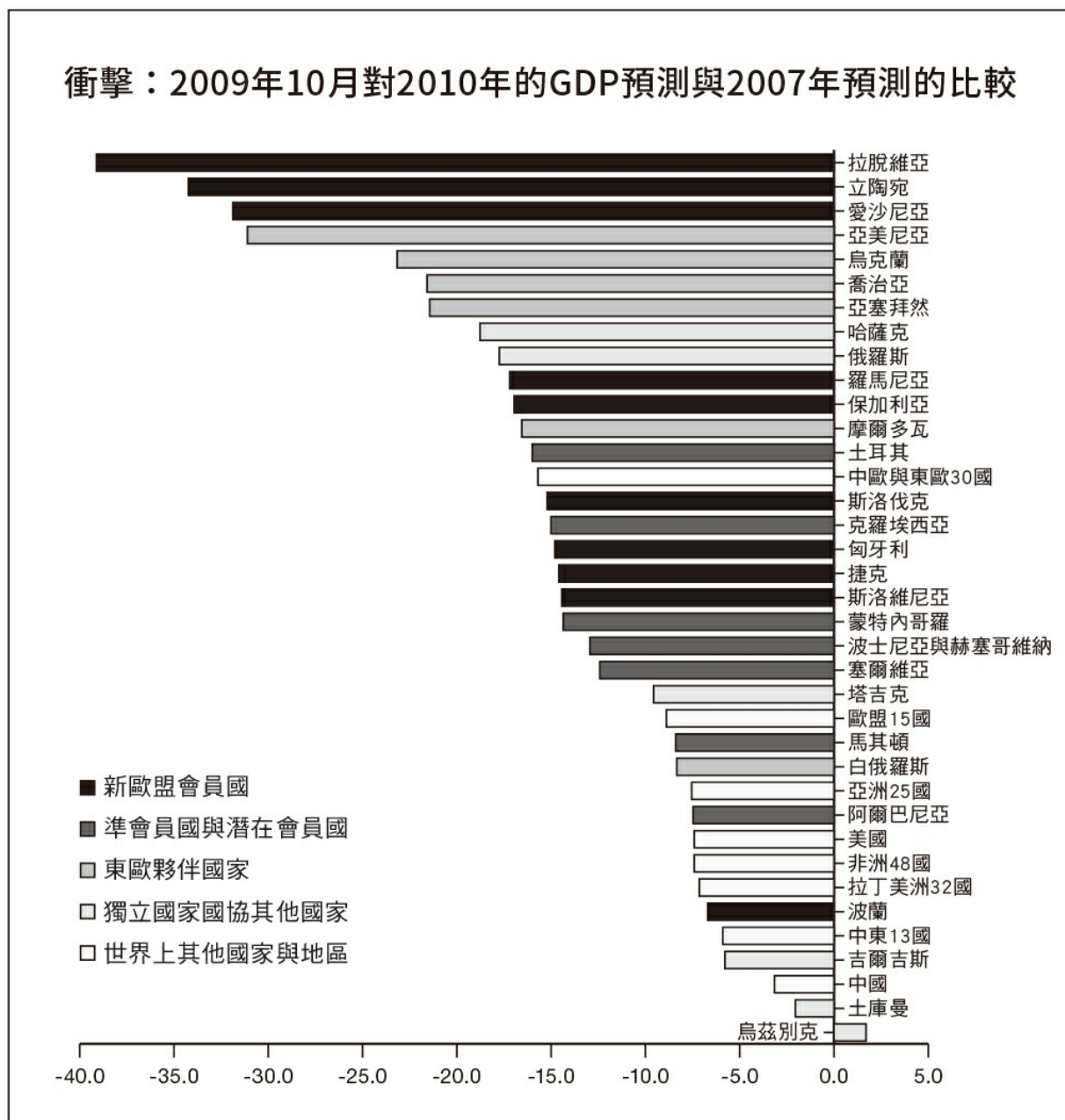
## 對東歐國家的衝擊

也許可以試著得出以下結論，藉著馴服俄羅斯，危機的影響是讓國際關係平靜下來。從短期來看，這可能是正確的。但在國際上，權力是用相對標準來判斷。如果俄羅斯受到二〇〇八年危機的嚴重打擊，那麼對東歐的影響就更為嚴重。前共產主義集團中高度利用槓桿效應的轉型國家，受到的衝擊最為強烈。如果將二〇〇七年十月對二〇一〇年的經濟預測，與兩年後對同個時間的預測進行比較，我們會看到危機如何徹底改變那個地區衝擊最大的國家經濟前景。最極端的例子是拉脫維亞。二〇〇九年，在危機開始一年後，國際貨幣基金預測拉脫維亞的GDP比二〇〇七年十月減少三九%。在相同的兩年期間，愛沙尼亞和立陶宛的GDP預期向下修正高達三分之一。斯洛維尼亞、捷克、斯洛伐克、匈牙利、保加利亞和羅馬尼亞都經歷一五%至一八%的下調衝擊，超出美國受到衝擊的兩倍。在後蘇聯的獨立國家國協（Commonwealth of Independent States）中，經濟預測下調的幅度從俄羅斯的一八%，到亞美尼亞的三二%，模式並不平均。值得注意的是，波蘭逃過一劫，幾乎沒有損傷。<sup>26</sup>但在二〇〇八至二〇〇九年嚴重受危機影響的國家名單上，前東歐集團的轉型經濟體全在上頭。

東歐國家個別來看都不是最大的經濟體，但結合在一起就形成一個相當於法國或加州重要的經濟實體。它們是歐洲轉型過程的驕傲，也是二〇〇七至二〇〇八年間與俄羅斯對抗的新戰場。它們是市場自由化和金融全球化的狂熱信徒，隨著金融市場崩盤，它們變得特別危險。但因為推動它們成長的資金來自槓桿使用過度的西歐銀行，使情況變得更糟。總體來說，西歐銀行和它們在新興東歐的分公司有一兆三千億美元的暴險，這還不包括投入俄羅斯的一兆零八百億美元。<sup>27</sup>由於歐洲銀行的資



產負債表在大西洋的另一邊已經大幅縮減，因此這些國家的風險在於歐洲銀行會大幅削減在東歐的業務。



單位：差距幅度

資料來源：Zsolt Darvas, "The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe," Bruegel Policy Contribution 2009/ 17 (December 2009), figure 1.

在危機爆發之前，一般可以看到每季有五百億美元流入東歐和後蘇聯世界的新興市場。但二〇〇八年最後一季突然逆轉，有一千億美元從東歐流出，二〇〇九年第一季再流出五百億美元。<sup>28</sup>過去十五年建立的信用金字塔正在撼動，在「自然」調整的過程中，東歐浮動的貨幣匯率暴跌。結果是為國際貸款服務的當地貨幣成本災難性的增加。<sup>29</sup>在保加利亞、羅馬尼亞、匈牙利和立陶宛，外債占所有信貸的一半以上。隨著匈牙利福林的幣值暴跌，匈牙利家庭大約在幾週內看到自己的房貸和車貸費用飆升二〇%。影響最嚴重的是擁有以日圓計價債務的匈牙利家庭。隨著日圓飆升，他們面對的債務負擔增加四〇%。<sup>30</sup>

儘管俄羅斯透過累積的大量外匯準備來應對一九九〇年代那種羞辱，但是東歐國家卻沒有這種防禦措施。對它們來說，安全是建立在融入西方國家的條件下，至少它們想像是這樣。由於聯準會利用換匯協議來穩定與美國利益切身相關的核心經濟體，大家可能會預期歐洲央行會提供歐元區的東歐鄰國類似的支持，這肯定也是聯準會的期望。如果將納森·席茲設定的三個標準用在東歐上，那麼歐洲央行會援助哪個國家就很明顯了。<sup>31</sup>東歐國家是歐盟的會員國，而且期望未來可以成為歐元區成員。因此籠統來說，它們保證會有審慎的經濟政策。因此東歐的危機會因為外國供給信貸馬上停止。而且歐元區的銀行身陷其中，還遭受龐大的損失，後座力的風險更嚴重。就像席茲對聯邦公開市場委員會說的：「我認為所有歐洲新興市場經濟體向歐洲央行報告它們的流動性需求是非常恰當的做法。」<sup>32</sup>但儘管聯準會已經有效地授權歐洲央行發行美元，歐洲央行仍無意提供波蘭或羅馬尼亞相同的權利。歐洲央行與瑞典和丹麥公開宣布已經建立換匯協議。它們的銀行會提供東歐流動性。與此同時，波蘭和匈牙利的央行被搪塞一個附買回協議，這個協議的條件並沒有比承受壓力、需要額外流動性的商業銀行來得好。

歐洲央行唯一願意提供的援助是提供短期融資，換取歐元計價的優質證券。如果問題是歐元融資短缺時，這不會有很大的幫助。它們需要的是匈牙利福林或波蘭茲羅提的換匯協議。多虧奧地利與法國的央行也有急迫的壓力，要從歐洲央行提供的有限機制中提取資金，因為它們有特別的理由擔憂自家銀行在東歐的投資可能出現虧損。<sup>33</sup>奧地利銀行的處境特別艱困，因為它們以瑞士法郎放款，並在利率較低的瑞士借款。現在瑞士法郎幣值飆升，資金短缺。為了幫助它們度過難關，瑞士央行提供全額的換匯協議來交換歐元，但沒有交換波蘭茲羅提或匈牙利福林。<sup>34</sup>

歐盟和北大西洋公約組織的會員國本來應該促使東歐擺脫全球階級排序的劣勢，華沙公約組織和前蘇聯共和國的成員積極把自己重新塑造成唐納德·倫斯斐口中的新歐洲代表。它們現在發現自己的經濟成長前景破滅了，而且它們的政府又被丟回到後共產主義發展初期那個較小的主權國家，那個為了尋求國際金融援助或多或少感到不滿的求助者，國際貨幣基金是他們最後的求助對象。這非常痛苦，因為東歐沒有哪個國家想要重溫共產主義崩潰的痛苦後果，而這與國際貨幣基金完全無關。

在歐盟內部，匈牙利的央行是第一個、也是最絕望的援助申請者。<sup>35</sup>二〇〇八年十月二十七日，布達佩斯與國際貨幣基金和歐盟（相當於歐洲央行）達成兩百五十億美元的貸款協議。這個數字相當於危機前匈牙利二〇%的GDP，這是非常大的承諾，而且還異常大方的提供匈牙利在國際貨幣基金資本配額的好多倍（注：國際貨幣基金根據會員國的國民所得與貿易額來決定繳交的資本配額，當作國際貨幣基金的資金來源，配額的多寡會影響到會員國在國際貨幣基金擁有的表決權比例）。<sup>36</sup>國際貨幣基金認為這個計畫異常寬鬆，但毫不意外，匈牙利人並不是以這種優惠條件的眼光來看待，匈牙利政治圈對這個緊縮財政計

畫約束有兩極化的看法。民族主義報紙《匈牙利時報》（*Magyar Hirlap*）描述，匈牙利正被「纏在脖子上的信用絞繩」慢慢勒緊。<sup>37</sup>對匈牙利的極端右派人士來說，這短暫回到歐盟和國際貨幣基金的「新殖民主義」，以及第一次世界大戰後摧毀匈牙利的「特里亞農條約」（Treaty of Trianon）。二〇一〇年，右派的執政青年民主黨（Fidesz party）從一場毀滅性的選舉勝利中收割利益，使匈牙利走上自稱非自由民主的道路。

國際貨幣基金在二〇〇八年十月援助匈牙利之後，接著援助冰島、拉脫維亞、烏克蘭和巴基斯坦。<sup>38</sup>二〇〇九年亞美尼亞、白俄羅斯和蒙古被迫向國際貨幣基金請求援助。在舉辦引發爭議的北大西洋公約組織高峰會後不到一年，羅馬尼亞就發現自己在跟國際貨幣基金談判援助計畫。對哥斯大黎加、薩爾瓦多、瓜地馬拉、塞爾維亞和波士尼亞與赫塞哥維納提供預防性貸款。此外，在華盛頓的催促下，國際貨幣基金提供墨西哥、波蘭和哥倫比亞一個侵入性最小的新彈性信用額度，總共超過八百億美元的現金。墨西哥因此在接受換匯協議和國際貨幣基金的信貸額度上有顯著的區別。

多虧國際貨幣基金和歐盟的干預，二〇〇八年秋季歐洲周邊的東歐地區得以避免立即崩潰。<sup>39</sup>但情況仍極不穩定。不僅借款人很危險，自一九九〇年代以來，奧地利大膽經營的銀行從一九九〇年代累積的東歐債權超過奧地利GDP的五五%。奧地利銀行對匈牙利和羅馬尼亞的暴險達到奧地利GDP二〇%，這兩個是看似最有可能遭受貸款違約衝擊的彈性匯率國家。德國、法國和義大利的銀行都對東歐有大量的債權，但這些債權都與國內資源有關，可以掌控。另一個受到嚴重影響的國家是瑞典，它們的銀行幾乎完全獨占波羅的海的金融市場，營造出波羅的海的房市榮景。世界銀行和歐洲復興開發銀行（European

Bank for Reconstruction and Development) 等國際機構很焦慮，如果一個或多個經營有壓力的西歐銀行突然被擠兌可能會產生連鎖反應，讓國際貨幣基金和歐盟委員會提供的適當資源也難以負荷。如果不顧一切地全面減少槓桿操作，西歐的銀行就會集體離開東歐，爆發毀滅性的退出衝擊。

喬治·布希提名的世界銀行總裁鮑伯·佐立克 (Bob Zoellick) 對歐洲的未來深表關切：「這是一九八九年歐洲團結起來的二十年後，」佐立克在二〇〇九年初提醒《金融時報》的讀者，「如果讓歐洲再次分裂，這是多麼悲慘的事。」<sup>40</sup>自冷戰結束以來，美國，特別是在兩個布希總統任期，一直在醞釀讓新歐洲處於危險之中。維也納的媒體喚起歐洲歷史不同的篇章，它警告一場「貨幣的史達林格勒戰役」（注：史達林格勒戰役是一九四二至一九四三年間納粹德國與蘇聯的關鍵戰役，納粹德國在這場戰爭中慘敗，成為第二次世界大戰的轉折點）正威脅奧地利和義大利的銀行。<sup>41</sup>

情況很嚴重，但是中歐國家危言聳聽的言論也反映西歐國家並沒有認真傾聽的事實。柏林對東歐的歐洲整體解決方案，並沒有比歐元區的解決方案有更多的熱情。德國否決奧地利和匈牙利共同援助基金的提議。<sup>42</sup>佩爾·史坦布律克宣稱：「這不是我們的問題。」東歐人沒有注意到，身為歐元區的會員國，希臘儘管財政基本面沒有比匈牙利還好，卻比匈牙利更能抵禦風暴。<sup>43</sup>二〇〇九年初，諷刺的是由於後來發生的事件，波蘭和其他東歐的歐盟會員國快速成為歐元區會員國，因此讓它們處於歐洲央行的保護傘下。<sup>44</sup>國際貨幣基金的機要員工提到要支持這個提案，認為「（對於）在歐盟的國家，在解決外幣債務（累積）的問題上，歐元化可以提供最大的利益、消除不確定性，並恢復信心。如果沒有歐元化，在一些國家解決外幣債務問題就需要大規模削減國內支出，

防止持續成長的政治阻力。」<sup>45</sup>但不用指望歐洲央行提供任何幫助，它們沒有興趣被東歐纏住。

二〇〇八年十二月，義大利和奧地利暴險最多的銀行開始強烈呼籲有個一致的國際援助計畫。他們發現布魯塞爾關上大門，於是轉向維也納，考量奧地利的牽連程度，維也納無法讓事情順其自然發展。為了繞過布魯塞爾，奧地利政府宣布知名的維也納倡議（Vienna Initiative），這個多邊計畫承諾世界銀行、歐洲復興開發銀行和歐洲投資銀行

（European Investment Bank）計畫投入兩百四十五億歐元在新放款和資金挹注上。重要的是，它至少繞道與一些民間放款銀行達成協議。在一個個案例的基礎上，維也納倡議取得主要放款機構的承諾，它們需要維持那個地區的信用額度，進而阻止更大規模的授信中止。<sup>46</sup>義大利的裕信銀行和聯合商業銀行（Banca Intesa）、奧地利的瑞福森銀行和瑞典銀行（Swedbank）都加入，德國商業銀行和德意志銀行則沒參加。<sup>47</sup>

事實證明，為了東歐穩定，最重要的戰場離維也納很遠。隨著二十一世紀開始，拉脫維亞、立陶宛和愛沙尼亞似乎才像是幸運國。與烏克蘭、喬治亞或白俄羅斯等其他前蘇聯共和國不同，它們全都已經成功轉型為歐盟和北大西洋公約組織的會員國。此外，與匈牙利或波蘭不同，波羅的海國家可望盡快加入歐元區。在這樣的預期下，貨幣已經與歐元掛勾。二〇〇八年，儘管外資流入突然中止，它們在龐大的壓力下仍然維持在融合的軌道上。但是隨著國外信貸的乾涸，維持固定匯率變得更加痛苦。當二〇〇八年初國際貨幣基金考量總體失衡而引發危機的可能性時，拉脫維亞因為龐大的經常帳赤字被列為特別脆弱的國家。<sup>48</sup>然後被單獨視為是問題國家的案例。

現在，在廣泛的全球危機迫使波蘭、匈牙利和羅馬尼亞等區域競爭國家貨幣貶值的背景下，拉脫維亞面臨消除巨額赤字的問題。如果波羅

的海國家沒有仿效競爭對手，要怎麼保持不衰退？它們要怎麼應對沒有外資的情況？如果它們沒有調整對歐元的匯率，如何能獲得出口競爭力，並減少進口？如果沒有貶值，糾正貿易平衡的唯一方法是讓國內需求重新達到平衡、削減薪資、提高稅率與削減政府支出。這很痛苦，但是考慮到波羅的海國家已經進入金融整合的晚期，貶值也非常危險。由於八〇%尚未支付的貸款來自歐洲鄰國，任何大幅貶值都有可能引發大規模違約。以歐元來償還債務的成本只會變得無法負擔。雖然在二〇〇九年初期波羅的海國家還不是歐元區的會員國，但它們面臨一個困境，嚴酷的預兆顯示有事情將要發生。

## 國際貨幣基金援助的危機計畫 (截至 2009 年 8 月為止)

	日期	總金額 (百萬美元)	至2009年 8月動用 的金額	責任分擔			總融資金額 (百萬美元)	
				歐盟 (百萬美元)	世界銀行 (百萬美元)	其他組織 (百萬美元)		
備用 融資 機制	喬治亞	2008/09/15	1,172	452	184	328	606	2,290
	烏克蘭	2008/11/05	17,253	10,979	1,000	1,750	1,250	21,253
	匈牙利	2008/11/06	16,529	11,900	8,400	1,300	0	26,229
	塞席爾	2008/11/14	28	12	0	0	0	28
	冰島	2008/11/19	2,196	878	100	0	9,000	11,296
	巴基斯坦	2008/11/24	11,349	7,376	0	3,400	6,800	21,549
	拉脫維亞	2008/12/23	2,387	840	4,382	565	3,251	10,585
	白俄羅斯	2009/01/12	3,560	1,499	0	200	1,000	4,760
	薩爾瓦多	2009/01/16	806	0	0	450	900	2,156
	塞爾維亞	2009/01/16	4,108	1,100	411	350	0	4,869
	亞美尼亞	2009/03/06	838	416	0	525	637	2,000
	蒙古	2009/04/01	240	120	0	60	125	425
	哥斯大黎加	2009/04/11	772	0	0	500	500	1,772
	瓜地馬拉	2009/04/22	989	0	0	393	361	1,743
	羅馬尼亞	2009/05/04	17,948	6,854	6,550	1,310	1,310	27,118
	波士尼亞與 赫塞哥維納	2009/07/08	1,592	287	137	259	74	2,062
	斯里蘭卡	2009/07/24	2,594	325	0	0	0	2,594
總計		84,361	43,038	21,164	11,390	25,814	142,729	
彈性 信用 額度	墨西哥	2009/04/17	49,451	-				49,451
	波蘭	2009/05/06	21,472	-				21,472
	哥倫比亞	2009/05/11	10,926	-				10,926

資料來源：IMF, Review of Recent Crisis Programs (September 14, 2009), Appendix I, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/091409.pdf>.

由於債務的規模和斯堪地那維亞國家銀行的深度參與，拉脫維亞普



遍被視為是波羅的海國家穩定的關鍵。<sup>49</sup>如果它放棄釘住歐元，那可能會蔓延到愛沙尼亞和立陶宛，並從那裡蔓延到斯洛伐克和保加利亞，這兩個國家也努力維持與歐元的匯率。<sup>50</sup>一旦開始出現進一步貶值的浪潮，就不可能維持維也納倡議的防禦措施。資產拋售就會席捲東歐，只有一些人能倖免於難。但是對瑞典銀行和北歐銀行（Nordea）這兩家最重要的瑞典銀行來說，與波羅的海國家的牽連關乎能否存活下來。<sup>51</sup>如果它們的貸款無法回收，那麼兩家銀行的資金將全部消失。就像一位法國巴黎銀行的分析師提到：「拉脫維亞也許是一個小國家，但會造成非常大的影響。」<sup>52</sup>一個希望匿名的中歐國家財政部長預測，中歐和東歐的連鎖反應至少會使六家歐洲銀行倒閉。拉脫維亞扮演像雷曼兄弟的角色，甚至像一九三一年金融危機中惡名昭彰的奧地利聯合信貸（Kreditanstalt）這樣不祥的角色，倒閉之後加速德國的威瑪共和國最終陷入災難。

對國際貨幣基金來說，開給拉脫維亞等國家的標準藥方是一次性貶值，接著進行債務重組或延後還款。但是歐盟委員會堅持自己的意見。拉脫維亞正朝成為歐元區會員國邁進。它必須堅持到底。如果需要讓經常帳重新平衡，就必須透過通貨緊縮或削減支出來完成。對拉脫維亞來說，結果非常慘烈。到了二〇〇九年夏季，房價下跌五〇%。許多公務員被解雇，包括三分之一的老師，薪資也減少三五%。失業率從五%飆升至二〇%。<sup>53</sup>值得注意的是，拉脫維亞跟鄰國一樣堅持做法。為了加強防禦，拉脫維亞總共獲得危機前三二%GDP的援助：三十一億歐元來自歐盟委員會；國際貨幣基金提供十七億美元，八億美元來自世界銀行，以及十九億美元來自瑞典、丹麥、芬蘭、挪威和愛沙尼亞。<sup>54</sup>它們都傾向在拉脫維亞對抗危機，而不是在國內救助自己的銀行。耐人尋味的是，歐洲央行缺席這個危機對抗聯盟。

財政緊縮政策對波羅的海的新民主國家施加龐大的壓力。<sup>55</sup>在拉脫維亞，民眾對於新緊縮政策的不滿，以及對政治階層的腐敗指控，導致兩次公投，要求保護退休金並擁有公民權，能夠透過公投來解散議會。二〇〇九年一月，首都里加受到震撼，大規模抗議升級成暴動，一整晚與警方發生街頭衝突。二月，在備受矚目的歐洲議員瓦爾迪斯·東布洛夫斯基斯（Valdis Dombrovskis）掌控下，一個保守的聯合政府上任。它的施政目標是堅持嚴格的整合要求。「我們正面臨國家破產，情況很艱難，」<sup>56</sup>東布洛夫斯基斯告訴全國人民。畢竟，有什麼替代選項呢？蘇聯時期的遺產籠罩著拉脫維亞，喬治亞的情況是個提醒。對波羅的海國家來說，只能在西方和東方霸主間做出選擇。一九九〇年代以來，它們奇蹟的在歐盟和北大西洋公約組織的保護傘下走著自己的路，至少就拉脫維亞的政治階層而言，他們打算留在那裡。

## 一觸即發的烏克蘭危機

面對二〇〇八年的雙重危機，東歐的反應並不一致。波羅的海國家堅持到底，匈牙利民族主義則是反叛。但是沒有什麼國家比烏克蘭的雙重危機還來得震撼。俄羅斯與西方國家的地緣政治緊張局勢升級與金融危機，強烈打擊脆弱的政體。前景扭曲的往二〇一三年的烏克蘭危機前進。但是這條路早在五年前就已經規劃成形。

二〇〇八年春季，烏克蘭總統維克托·尤申科申請成為北大西洋公約組織會員國，這個決定得到布希政權、波蘭與其他西歐國家的熱烈支持，卻導致烏克蘭政治分裂。儘管總統尤申科與西方國家成為生命共同

體，但是總理尤莉亞·提摩申科（Yulia Tymoshenko）卻支持獨立以來追求在俄羅斯與西方國家之間取得平衡的政策，而且這讓她藉此機會成為天然氣貿易的重要人物。二〇〇八年八月喬治亞戰爭瓜分二〇〇四年革命的政治遺產。<sup>57</sup>然後在高加索停火前，基輔受到金融危機的影響，有幾個星期可以解決這個問題。

二〇〇四年革命以來，烏克蘭的經濟成長已經開始仰賴外國借款。到了二〇〇八年初期，外資占所有企業融資四五%，以及家庭貸款六五%。<sup>58</sup>總的來說，歐洲的銀行借給烏克蘭至少四百億美元，其中奧地利和法國銀行幾乎占了一半。危機的爆發阻止信貸流入。而且嚴重打擊烏克蘭的出口。作為蘇聯時代的一項遺產，鋼鐵總共占烏克蘭外匯收入四二%。沒有哪個產業比鋼鐵業受到全球投資支出崩潰的影響還要嚴重。二〇〇九年一月價格大跌，工業產出年衰退三四%。<sup>59</sup>隨著烏克蘭的經濟陷入衰退，數百萬人就算實際上沒有失業，也離開工作，拿不到薪水。在世界上所有的經濟體中，只有拉脫維亞有更嚴重的經濟萎縮。

二〇〇八年十月，烏克蘭別無選擇，只能跟著匈牙利的腳步求助國際貨幣基金，基輔簽署一百六十四億美元的貸款方案。國際貨幣基金的方案並沒有像一般標準那麼嚴格，它要求烏克蘭將資金全部用在預算上、設定一個務實的匯率，而且要確保金融體系的穩定。但即便如此，這也超過基輔能夠管理的範圍。匯率被允許可以從高估的五格里夫納（hryvnia）兌換一美元貶值到七．七格里夫納兌換一美元，雖然黑市交易已經低到十格里夫納兌換一美元。為了平衡預算而增稅並削減補貼是非常不受歡迎的做法。<sup>60</sup>二〇〇九年被問到：「誰該對烏克蘭困難的社會經濟形勢承擔最大的責任？」六九%的人指責二〇〇四年的英雄，四七%的人提到尤申科，二二%則點名提摩申科。尤申科的個人支持率在二．五%至五%之間徘徊。<sup>61</sup>結果很矛盾，一方面，烏克蘭的後冷戰發

展僵局比過去更為明顯，經濟發展的期望放在進一步與西方融合，即使會以痛苦的結構調整為代價。另一方面，到了二〇〇九年秋季，烏克蘭最受歡迎的政治人物是維克托·亞努科維奇（Viktor Yanukovich），他是總部在烏克蘭東方的親俄羅斯「地區黨」（party of the regions）代表，過渡時期蠻橫的守舊派在那裡作弊贏得二〇〇四年的大選，引發橙色革命（Orange Revolution）。

二〇〇九年烏克蘭可以如釋重負的一點是，東西方間的地緣政治緊張情勢似乎正在消退。隨著梅德韋傑夫進入克里姆林宮，西方爭相「重新設定」與俄羅斯的關係。但是二〇〇九年一月痛苦的暴露出局勢的脆弱性，當時俄羅斯和烏克蘭因為沒有付清的帳單與天然氣價格間的爭議，在寒冬停止供應天然氣，而且停止透過通往西歐的天然氣管線輸送天然氣。<sup>62</sup>只有透過歐盟的調解，並提高付給俄羅斯天然氣工業公司的價格，事情才得以解決，而這也成為總理提摩申科無法擺脫的苦惱。雖然烏克蘭的情況沒有成為頭條大事，但它已經在二〇〇八至二〇〇九年不知不覺陷入一觸即發的狀態。就像奧地利外交部長約瑟夫·普羅爾（Josef Proell）在二〇〇九年二月有先見之明的提到：「烏克蘭是非常重要的關鍵國家，而且我們必須避免歐洲內部的骨牌效應，如果在這樣一個龐大的鄰國發生經濟和政治災難……我們現在看不到這種情況在發展。但是我們必須做好準備，並關注烏克蘭。<sup>63</sup>

---

1 B. Setser, “Where Is My Swap Line? And Will the Diffusion of Financial Power Balkanize the Global Response to a Broadening Crisis?,” October 18, 2008, <https://www.cfr.org/blog/where-my-swap-line-and-will-diffusion-financial-power-balkanize-global-response-broadening>.

2 二〇〇八年十月二十八至二十九日聯邦市場公開委員會會議。

- 3 M. J. Burrows and J. Harris, "Revisiting the Future: Geopolitical Effects of the Financial Crisis," *Washington Quarterly* 32, no. 2 (2009), 27– 38.
- 4 Conférence de presse, November 14, 2008, <http://discours.vie-publique.fr/notices/087003590.html>.
- 5 V. Feklyunina and S. White, "Discourses of 'Krizis': Economic Crisis in Russia and Regime Legitimacy," *Journal of Communist Studies and Transition Politics* 27 (2011), 385– 406.
- 6 N. Robinson, "Russia's Response to Crisis: The Paradox of Success," [https://www.academia.edu/2125038/Russia\\_s\\_Response\\_to\\_Crisis\\_The\\_Paradox\\_of\\_Success? auto= download](https://www.academia.edu/2125038/Russia_s_Response_to_Crisis_The_Paradox_of_Success?auto=download).
- 7 S. Guriev and A. Tsyvinski, "Challenges Facing the Russian Economy After the Crisis," in A. Åslund, S. Guriev and A. Kuchins, eds., *Russia After the Global Economic Crisis* (New York: Columbia University, 2010), 9– 38.
- 8 L. Harding, "Russia's Oligarchs Lose 70% of Their Wealth in a Year," *Guardian*, April 17, 2009.
- 9 World Bank in Russia, *Russia Economic Report* 18 (March 2009).
- 10 A. E. Kramer, "A \$50 Billion Bailout in Russia Favors the Rich and Connected," *New York Times*, October 30, 2008.
- 11 S. Johnson, "The Quiet Coup," *Atlantic*, May 1, 2009, 1.
- 12 C. G. Gaddy and B. W. Ickes, "Russia After the Global Financial Crisis," *Eurasian Geography and Economics* 51, no. 3 (2010), 281– 311.
- 13 J. Conrad, "Russia in the Financial Crisis and Beyond," *Deutsche Bank Research*, December 11, 2009.
- 14 "The Financial Crisis in Russia," *Stratfor*, October 28, 2008, <https://www.stratfor.com/analysis/financial-crisis-russia>.
- 15 World Bank in Russia, *Russian Economic Report* 17 (November 2008).
- 16 S. Crowley, "Monotowns and the Political Economy of Industrial Restructuring in Russia," *Post-Soviet Affairs* 32, no. 5 (2016), 397– 422.
- 17 J. Jungmann and B. Sagemann, eds., *Financial Crisis in Eastern Europe: Road to Recovery* (Wiesbaden: Gabler, 2011), 433.
- 18 M. Korostikov, "Russia and China: Against the Storm," *Journal of Communist Studies and Transition Politics* 27, no. 3-4 (2011), 605– 631.
- 19 Gaddy and Ickes, "Russia After the Global Financial Crisis," 281– 311.
- 20 *Russian Analytical Digest* 63 (July 7, 2009), [http://www.laender-analysen.de/russland/rad/pdf/Russian\\_Analytical\\_Digest\\_63.pdf](http://www.laender-analysen.de/russland/rad/pdf/Russian_Analytical_Digest_63.pdf).
- 21 S. Fortescue, "Putin in Pikalevo: PR or Watershed?," *Australian Slavonic and East European Studies* 23, nos. 1– 2 (2010), 19– 38.

- 22 Sakwa, *The Crisis of Russian Democracy*, 332– 341.
- 23 D. Medvedev, “Go Russia!,” September 10, 2009, <http://en.kremlin.ru/events/president/news/5413>.
- 24 D. Medvedev, “Speech at Meeting of Council of Legislators,” December 28, 2009, <http://en.kremlin.ru/events/president/transcripts/6497>.
- 25 P. P. Pan, “Medvedev Calls for Economic Changes,” *Washington Post*, November 13, 2009.
- 26 關於整個地區的多樣性帶來有益的壓力，請參考：E. Berglöf, Y. Korniyenko, J. Zettelmeyer and A. Plekhanov, “Understanding the Crisis in Emerging Europe,” (European Bank for Reconstruction and Development (Working Paper No. 109, 2009).
- 27 Danske Bank Research, “Euro Area: Exposure to the Crisis in Central and Eastern Europe,” February 24, 2009.
- 28 EBRD Transition Report 2015– 2016 (London: EBRD, 2016), 12.
- 29 I. Kaminska, “The EE Mortgage,” *Financial Times*, October 24, 2008.
- 30 L. Thomas Jr., “Politics Add to Economic Turmoil in Hungary,” *New York Times*, April 1, 2009.
- 31 二〇〇八年十月二十八至二十九日聯邦市場公開委員會會議。
- 32 Ibid.
- 33 S. Vallée, “Behind Closed Doors at the ECB,” *Financial Times*, March 30, 2010.
- 34 R. A. Auer, S. Kraenzlin and D. Liebeg, “How Do Austrian Banks Fund Their Swiss Franc Exposure?,” *Austrian National Bank Financial Stability Report* (2012), 54– 61.
- 35 L. Andor, “Hungary in the Financial Crisis: A (Basket) Case Study,” *Journal of Contemporary Central and Eastern Europe* 17, no. 3 (2009): 285– 296; L. Calmfors et al., “The Hungarian Crisis,” *EEAG Report on the European Economy* (2012), 115– 130; and T. Egedy, “The Effects of Global Economic Crisis in Hungary,” *Hungarian Geographical Bulletin* 61, no. 2 (2012), 155– 173.
- 36 S. Lütz and M. Kranke, “The European Rescue of the Washington Consensus? EU and IMF Lending to Central and Eastern European Countries,” *Review of International Political Economy* 21, no. 2 (2014), 310– 338.
- 37 “Days of New Flats, Cars and Generous State Benefits Over as Currency Collapses,” *Guardian*, October 28, 2008.
- 38 J. A. Cordero, “The IMF’s Stand-by Arrangements and the Economic Downturn in Eastern Europe: The Cases of Hungary, Latvia, and Ukraine,” *CEPR*, September 2009.
- 39 IMF, “Review of Recent Crisis Programs,” September 14, 2009.
- 40 L. Barber, C. Giles, S. Wagstyl and T. Barber, “Zoellick Urges EU to Help East Europe,” *Financial Times*, February 18, 2009.
- 41 “Keep Calm and Carry On,” *Economist*, February 19, 2009.

- 42 A. Evans-Pritchard, "Failure to Save East Europe Will Lead to Worldwide Meltdown," *Telegraph*, February 14, 2009. Z. Kudrna and D. Gabor, "The Return of Political Risk: Foreign-Owned Banks in Emerging Europe," *Europe-Asia Studies* 65(3) (2013), 548–66.
- 43 Z. Darvas, "The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe," *Bruegel Policy Contribution No. 2009/17* 2009.
- 44 E. Hugh, "Let the East into the Eurozone Now!," February 20, 2009, <http://fistfulofeuros.net/afoe/let-the-east-into-the-eurozone-now/>.
- 45 S. Wagstyl, "IMF Urges Eastern EU to Adopt Euro," *Financial Times*, April 5, 2009.
- 46 R. De Haas et al., "Foreign Banks and the Vienna Initiative: Turning Sinners into Saints?" (IMF Working Paper 12-117, 2012). 對這個倡議的有效性建議請見 Berglöf, Korniyenko, Zettelmeyer and Plekhanov, "Understanding the Crisis," who find that cross-border bank ownership helped to stabilize lending.
- 47 EBRD, EIB and World Bank, *Final Report on the Joint IFI Action Plan* (March 2011). According to officials of the German finance ministry they undertook action at a national level to hold the German lenders in line.
- 48 Blustein, *Off Balance*, Kindle location 1816.
- 49 C. Dougherty, "Sweden Aids Bailout of Baltic Nations," *New York Times*, March 12, 2009.
- 50 "Latvia: Will It Start a Dangerous Domino Effect?," May 6, 2009, <http://www.economonitor.com/analysts/author/mstokes/>.
- 51 L. Nyberg, "The Baltic Region in the Shadow of the Financial Crisis," *BIS Review* 105 (2009); and Y. Koyama, "Economic Crisis in the Baltic States: Focusing on Latvia," *Economic Annals* 55, no. 186 (2010), 89– 114.
- 52 A. Evans-Pritchard, "Latvian Debt Crisis Shakes Eastern Europe," *Telegraph*, June 3, 2009.
- 53 O. J. Blanchard, M. Griffiths and B. Gruss, "Boom, Bust, Recovery: Forensics of the Latvia Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity* 2 (2013), 325– 388.
- 54 Darvas, "The EU's Role."
- 55 J. Sommers and C. Woolfson, *The Contradictions of Austerity: The Socio-Economic Costs of the Neoliberal Baltic Model* (New York: Routledge, 2014).
- 56 J. Brundsen, "Brexit Gives Valdis Dombrovskis Big Sway over Banks," *Financial Times*, June 30, 2016.
- 57 D. Arel, "Ukraine Since the War in Georgia," *Survival* 50, no. 6 (2008), 15– 25.
- 58 A. Mayhew, "The Economic and Financial Crisis: Impacts on an Emerging Economy-Ukraine" (SEI Working Paper 115, 2010).
- 59 A. Åslund, "Ukraine: Worst Hit by the Financial Crisis," George Washington University, February 23, 2009, [https://www2.gwu.edu/~iiep/assets/docs/aslund\\_ukraine\\_23feb09.pdf](https://www2.gwu.edu/~iiep/assets/docs/aslund_ukraine_23feb09.pdf).
- 60 A. Åslund, "Ukraine's Financial Crisis, 2009," *Eurasian Geography and Economics* 50, no. 4

(2009), 371– 386.

- 61 R. Connolly and N. Copsy, “The Great Slump of 2008– 9 and Ukraine’s Integration with the European Union,” *Journal of Communist Studies and Transition Politics* 27, no. 3-4 (2011), 541– 565.
- 62 K. Westphal, “Russian Gas, Ukrainian Pipelines, and European Supply Security: Lessons of the 2009 Controversies,” SWP research paper, September 11, 2009.
- 63 T. Alloway, “Domino Theory, Eastern Europe Edition,” *Financial Times*, February 16, 2009.



## 第10章 中國崛起

如果金融危機的立即影響是在歐洲冷戰的舊戰場上出現讓人不安的休兵，那麼二〇〇八年令人震驚領悟到的是交戰雙方願意在這條路上走得多遠。在莫斯科，北大西洋公約組織肆意的試圖擴張，而且喬治亞的衝突不會被忘記。俄羅斯已經實現普丁在慕尼黑宣布的承諾，單極世界的時刻已經過去，而且美國人知道這是真的。但是當他們思考多極化時，首先並不是想起普丁搖搖欲墜的政權，而是想到中國。事實上，俄羅斯自己就是最好的分析師。<sup>1</sup>雙方都很明白中美危機的可能性，而且北大西洋金融體系的意外風暴進一步使緊張情勢加劇。<sup>2</sup>但北京和華盛頓都在避免災難發生，任何一方都不想要承擔高加索發生暴力衝突的各種風險。

二〇〇八年，中國輿論緊張地發現，他們珍貴的美元資產投資不僅包括實際的美國公債，還包括政府贊助機構債券。跟俄羅斯一樣，中國輿論群起激憤，為什麼貧窮的中國會對資金過剩的美國提供融資？北京允許發言人做出激烈而不尋常的坦率發言，顯示出中國的焦慮。如果美國允許政府贊助機構破產，就會是一場「災難」，中國要讓大家都知道這點。<sup>3</sup>到了二〇〇八年底，《大西洋月刊》（*Atlantic*）有機會採訪一位口齒伶俐的中國主權基金經理人高西慶，<sup>4</sup>結果發現一項顛覆世界的驚人洞察。最近幾個月，高西慶提到，世界已經看到美國「一個月又一箇月的與自己的意識型態、自己的驕傲、自己的自以為是抗爭，」最終應用到「美國人最棒的一項禮物，就是你的務實。」聯準會和財政部已經大規模插手干預來穩定金融經濟，所以現在高西慶調侃，當中國看著美

國時，他們看到的不是資本主義民主，而是「具有美國特色的社會主義」。

儘管很快就觀察到這個現象，但是高西慶的分析還不夠馬克思主義。二〇〇八年九月和十月，不僅是意識形態和虛榮感阻礙解決方案的成形，利益也受到危害。召集「資產階級執行委員會」從來就不是一個簡單的任務，但另一方面，高西慶並不是共產黨的理論家，他是杜克大學法學院（Duke Law School）的校友，他那引人注目的簡歷還包括有段時間在理查．尼克森（Richard Nixon）在華爾街的律師事務所工作。但是無論有沒有這個理論，他對權力平衡的轉移都有很敏銳的感受。

「這一代的美國人已經習慣至高無上的地位，每個人對待你都很好，這對思考有害，好吧，現在我們必須與其他人平起平坐。『在平等的基礎上』，必然意味著有時候你必須對其他人彎腰，來顯示出你的謙虛……今天有個簡單的事實是，你的經濟建立在全球經濟上，而且建立在許多國家的支持與無償支持上。所以為什麼你不過來？而且……我不會說該卑躬屈膝（他笑著說），但是至少要對借錢給你的國家友善一點。跟中國人談談！跟中東人談談！而且撤回你的軍隊！」

就像歐巴馬讓人驚嘆的選舉勝利證實的情況，許多美國人同意高西慶說的話。而且事實上，即將卸任的布希政府正在盡最大的努力做到「友善」。中國人真正想要的是政府可以完全擔保房利美和房地美的債務。這會對美國政府的財政狀況產生真正劇烈的影響，一舉讓公共債務增加超過五兆美元。房利美在越戰期間民營化是有原因的，但是接管政府贊助機構則是財政部長鮑爾森做出第二好的事。即使他激怒共和黨右派，管理階層的菁英也知道這是必要的做法。布希總統也不用自豪地打電話到北京親自傳達這個訊息。<sup>5</sup>

中國人削減持有的政府贊助機構債券，但是沒有向俄羅斯一樣全部

賣掉，他們只是在二〇〇七年夏季降到一定的水準，之後高西慶和他的同事著手進行不明智的外匯準備多樣化的計畫。此時，中國加碼美國公債。中國持有的美國公債繼續從二〇〇七年六月的九千兩百二十億美元，上升至兩年後的一兆四千六百四十億美元。<sup>6</sup>這並不讓人驚訝。恐慌和危機使美國公債成為世界上最有吸引力的資產。每個人都想要安全的資產。公債價格上漲，殖利率飆升，美元匯率也是如此。如果中國想要抽出美元資產來進行多元配置，這個時刻剛好可以這麼做。安全的美元資產無法滿足全球的需求，但是危機顯示的是中國的選擇有限。還有哪些安全資產可以購買？對中國來說，買進日本債券會創造一種可能更具爆炸性的困擾。歐洲債券市場的交易不夠熱絡。中國和美國無可奈何的被鎖在一起，它們的相互依存有結構性條件，而且不只是在外國投資上，在貿易上也是如此。

## 擴大基礎建設

考量中國出口成功的規模與累積的外國資產，西方觀察家很容易相信中國的成長必須「仰賴出口」。但這是反應出固有西方中心觀點的錯覺。出口對中國很重要，而且中國加入世界經濟已經改變全球貿易。但即使在危機爆發以前，中國的經濟規模也很大，而且正非常快速的成長，遠比海外市場成長還快。中國已經成為出口冠軍，但是這樣做也促進來自澳洲、中東、非洲、亞洲其他地區和拉丁美洲的商品與零組件進口，以及來自西方國家的技術和先進機械進口。中國震撼世界的出口產品很大一部分的價值來自進口的原物料和部分零組件。因此，二〇〇八

年之前的淨出口占中國經濟成長的比例比大家想像的小。事實上，中國從一九九〇年以來由出口帶動的經濟成長不超過三分之一，三分之二是來自國內需求。<sup>7</sup>真正仰賴出口的經濟體有非常不同的發展配置，德國是典型的例子。由於國內投資與消費成長緩慢，二〇〇〇年以後的德國經濟成長是由外國需求造成。在中國，成長的主要動力無疑是龐大的國內投資熱潮。隨著中國城市擴張與基礎設施以驚人的速度現代化，國家的實體資產重建帶動整個中國經濟起飛。

到了二〇〇八年，中國國內需求的龐大動力，以及處於東亞區域貿易樞紐的中心地位，使得一些分析師認為亞洲可能正在和美國和歐洲「脫鉤」。<sup>8</sup>二〇〇八年春季，隨著世界其他地區步入衰退，北京主要的擔憂是中國經濟擴張太快，消費成長率每年飆升超過二〇%。因此中國人民銀行升息，政府則採用緊縮財政政策，希望能遏止過於繁榮的經濟。在此同時，中國政府機器重組，把更均衡的國家經濟成長責任交給中央集權的超級部會。<sup>9</sup>沒有人單獨考慮全球貿易崩潰的力量。二〇〇八年七月，中國的出口成長二五%，進口成長三〇%，而且外國直接投資年成長六五%，六個月後，中國的出口衰退一八%，進口衰退四〇%，而且外國直接投資衰退三〇%。這是驚人的轉折，即使淨出口通常只占中國經濟成長的三分之一，還是很嚴重的影響。二〇〇八年秋季，南韓和台灣的公司突然開始結束中國的業務，<sup>10</sup>同時，急缺現金的西方銀行，像是美國銀行、瑞銀和蘇格蘭皇家銀行賣掉公司離開。但與出口訂單的衰退對勞動市場的影響相比，這些都只是小煩惱。到了二〇〇八冬季至二〇〇九年，在中國一年增加五百六十萬名大量的大學畢業生中，有三〇%找不到工作。數千萬農村移民的後備軍人情況更糟。在二〇〇八年十月中秋節時，有七千萬人返回老家，其中只有五千六百萬人在假期結束後回到城市。根據世界銀行的估計，其中有一千一百萬人沒有工

作。至少有兩千萬人，或許多達三千六百萬名勞工失業。<sup>11</sup>

北京密切注意內部社會動盪的跡象，知道必須有所反應。早在十一月五日，國務院就召開緊急會議，同意一項四兆人民幣（約五千八百六十億美元）的支出計畫，總經費相當於二〇〇八年GDP的一二.五%。這是在現有的投資計畫上加碼，而且在二〇一〇年結束前撥款。這是第一個真正以大規模財政政策應對全球性的危機。二〇〇八年十一月九日星期日，隨著計畫在媒體曝光，國務院宣稱：「過去兩個月，全球金融危機每天都在加重……在擴大投資上我們必須快速強硬。」<sup>12</sup>而且共產黨的指示使國務院的宣言額外被賦予更多力量，第十八號中央文件要求要制訂「應對全球金融危機的綜合『規劃』」。在舊毛澤東時代提到危機應對措施用的詞是「計畫」，而不是在二〇〇六年以來廣泛流行、以較軟性的方式說明政府計畫或措施的新詞「規劃」。<sup>13</sup>對媒體的指示則要求報導要「保持樂觀，避免恐慌，並促進消費者信心」。<sup>14</sup>

二〇〇八年十一月在西方國家祭出央行措施與銀行紓困的急迫情況下，中國推動財政政策，這是蓋特納的「最大力量」（maximum force）方法，但不是應用在貨幣政策，而是財政政策。擬訂經濟政策的國家發展改革委員會呼籲地方政府要「全力以赴」。第十八號中央文件驚動地方政府採取行動。用一位頂尖美國分析師的話來說，第十八號中央文件「增加急迫感，傳達一種推翻舊阻礙去花錢沒問題的感覺。」在隨後的幾天裡，中國各省的地方委員會趕緊召開會議，以「抓住擴張性財政政策與『適度寬鬆的貨幣政策』所帶來的有利時機」，正如十一月十一日晚上陝西武功縣召開「縣領導小組實施第十八號中央文件」會議，充分利用「極為罕見而珍貴的機會」。縣領導小組宣稱，目標是「集中全力、快速行動，加強我們與省市政府的聯繫，並確保更多關鍵投資項目來到我們縣……更多項目融資是我們當前的首要任務。」一年

之內，這個政黨主導的動員，使得五○%的刺激計畫正在進行。

二○○八年五月，劇烈的四川地震造成七萬人死亡與數百萬人無家可歸，重建工作成為大家關注的焦點。在此之後，輿論批評與公民社會運動激增，批評許多中國公共建設的不足，並要求補償。對地方黨部的領導人來說，緊急的刺激支出提供一個重申權威的機會。<sup>15</sup>國家發展改革委員會對「科學開發主義」的承諾提供一個廣泛的計畫架構。<sup>16</sup>資金集中在十個產業，包括健康照護、教育（特別是相對貧困和有政治爭議的西部）、中國大型新城市周邊的低收入戶住宅、環境保護、技術創新、高速公路、城市用電、煤炭銷售管道與鐵路產業。在SARS危機後，胡錦濤主席帶領有民意思想的領導團隊在二○○五年已經開始討論醫療改革。農村與城市間的健保覆蓋率有明顯差異，需要做些事。<sup>17</sup>經過幾年的辯論之後，二○○八年經濟的緊急情況突然轉為以中央政府支出為主的制度。二○○九年四月七日，北京宣布健保覆蓋率從中國人口的三○%擴大到九○%，而且中央的資金會用來建立兩千家縣級醫院與五千家鄉鎮級急診室。這是迄今為止世界史上最大規模的醫療服務供給擴張，而且與「刺激措施密不可分」。北京很高興批准在醫院、診所和健保補貼上的支出，「因為對短期赤字的擔憂」已經「消失.....經濟危機.....打開一扇窗，變得有可能在社會政策上採取積極的財政措施。」<sup>18</sup>

大幅激增的刺激措施也用在中國高速鐵路網的建設上，這或許是上一代世界上最驚人的基礎建設計畫。在中國經濟成長的第一階段，優先考慮的是汽車與公路建設，現在鐵路脫穎而出。在向日本、德國和法國「借用」頂尖高速鐵路技術之後，中國開始執行一項讓過去所有努力都相形見绌的計畫。在二○○八至二○一四年間，時速兩百五十公里以上的鐵路網從一千公里擴大到一萬一千公里。從北京到上海一千三百一十八

公里的行車時間縮短到四、五小時。相較於美國鐵路最自豪的阿西勒特快（Acela），從波士頓到華盛頓特區四百五十四公里要花七小時。中國不只有時速三百六十公里的先進特快車，巨大的建設計畫帶來的規模經濟也使中國成為鐵路與高架橋建設的科技領導者。<sup>19</sup>行進緩慢的巨大機器可以一里又一里的連續鋪設鐵軌，跨越無數標準化、預先製造的混凝土支柱。根據世界銀行估計，即使考慮較低的勞動成本與土地成本，中國的建造成本也只有歐洲和北美的一小部分。

繼二〇〇八年盛大的奧運會後，中國財政刺激措施的迅捷與規模，進一步證明共產黨政權的動員能力。相較於很多西方國家的遲緩，很難避免不公正的比較。身為總統候選人與新任總統，歐巴馬經常提到中國在基礎建設上的迅速發展。<sup>20</sup>但這種應得的信譽不應該掩蓋潛伏在表面下的緊張局勢。在中國，刺激措施引起很大的爭議。很多觀察家似乎覺得，在西方危機的推動下，中國經濟恰好朝著錯誤的方向前進。刺激措施是否展現出國家權力的強大，或只是進一步證明中國權力菁英耽溺於無法持續的成長模式？<sup>21</sup>

## 財政與貨幣政策雙管齊下

全世界都羨慕中國的經濟成長率，但是在中國國內，因為有龐大的社會與環境成本，評論更為複雜。胡錦濤的領導團隊在二〇〇二年十一月上任時的目標已經是重新考量消費與家庭生活水準的優先順序。經過十年的超高速成長，中國已經能夠進行重工業開發。<sup>22</sup>但是由投資驅動的重工業成長是一個很難打破的習慣。五年之後，也就是二〇〇七年三

月，溫家寶在向全國人民代表大會提交一份非常坦率的評估時警告：

「中國經濟最大的問題」還是成長「不穩定、不平衡、不協調和不可持續」。<sup>23</sup>北京在宣布應對二〇〇八年危機的刺激措施時，一如既往地在盡力推動高科技鐵路和健康照護，因為它想要擺脫重工業成長相關的窠臼。政府決心要避免「不重要或投機性的投資」。國家發展和改革委員會主任張平強調：「不會花一毛錢在擴大規模生產，或是高污染、高耗能產業。」所有努力都指向「促進與鞏固消費信貸擴張作為目標的領域」。<sup>24</sup>二〇〇八年十二月，在十一月的刺激措施之後，國務院接著公布〈關於搞活流通擴大消費的意見〉，列舉二十項促進消費的措施。中國政府補助兩億兩千萬農村家庭購買兩台大型家電，像是電視機、冷氣、洗衣機和冰箱。<sup>25</sup>由於二〇〇八年平均農村家庭所得不到一萬六千元人民幣，用七千元人民幣買進一台電腦或彩色電視機是很大的決定。但是在兩到三年的時間裡，北京承諾要補助一千四百億人民幣是個強大的誘因。<sup>26</sup>

因此，中國領導階層的目標很明確，而且大家很容易想像這些優先事項是由一個無所不能的黨國在全國各地推出。但在實務上，中國中央政府在這個版圖遼闊與世界人種最複雜的國家分身乏術。雖然徵稅的責任很大程度落在中央政府身上，但是從一九九〇年代以來，北京直接控制的政府支出不超過GDP的四%至五%，與美國和歐洲國家相比，這個數字非常小。在中國，八〇%的政府支出是在地區和地方層面，相關支出在一九九四年至二〇〇八年間從GDP的八%增加到一八%，即使中國的國民所得增加五倍。<sup>27</sup>因此這個制度透過去中心化和間接機制運作，擴大地方的權力和影響範圍，但也扭曲與貶低北京的企圖。

在二〇〇八年十一月公布的四兆人民幣刺激措施中，只有一兆一千八百億人民幣直接從中央基金撥款。其他的經費全來自地方政府，比例



大約是一比三，與一般中央和地方的支出比例相當。正是國家機器去中心化的本質，使得共產黨與全國各地方黨部的動員如此重要。第十八號中央文件為連結共產黨、地方政府和企業利益的網絡注入活力。正是這種聯繫使上一代的人結合起來，得以強化中國驚人的經濟成長。但正是相同的結合，也才能成功解釋中國成長不均的特性。為了達到中央的目標或配額，總會建立連接一些地區的高速公路、住宅區、橋樑或工業區，並藉此獲利。當刺激措施啟動時，正是這種連鎖反應，讓那些主張更均衡經濟成長模式的人擔憂。中央下令的刺激措施會發動基礎建設機器怪手，結果證實出現批評者最擔憂的情況。在湖北省，二〇〇九年有五千七百萬人口，地方GDP有兩千兩百五十億美元，二〇一〇年正在施工中的計畫估計成本達到三千六百三十億美元。<sup>28</sup>二〇一一年和二〇一二年計畫再進一步增加三千九百億美元和四千五百億美元。從表面價值來判斷，這意味著一個與英國人口相當、GDP與希臘相當的單一中國省份正在進行的投資計畫，比任何美國採取過的刺激措施都要大。在國務院十一月提出計畫的一個月內，中國十八個省提出計畫的總預算是二十五兆人民幣，超過原先刺激措施規劃的六倍，占中國GDP八〇%以上。<sup>29</sup>這個計畫的支出不僅龐大，而且在企業界是由國營企業負責。一九九〇年代以來，中央政策的要點一直是削減冗員，以及簡化這些共產黨經濟發展的政策工具。<sup>30</sup>現在，在刺激政策的招牌下，國營企業再次占據中國經濟成長最重要的位置。

顯然支出的動力很龐大，但是從經濟的觀點來看，重要的問題是如何取得融資，這是任何財政政策「刺激措施」的關鍵問題。如果透過稅收來支付支出，就會抵消任何購買力的增加。透過發行債券來借錢會吸收民間儲蓄，這可能會使擁有財富的人轉移其他的投資。如果目標是立即讓未充分就業狀態的經濟恢復，那麼創造信貸是提供刺激措施的資金

萬無一失的方法。北京的刺激措施特別有效，正是因為它結合龐大的政府支出與大幅寬鬆的貨幣政策。

在中國，不僅許多重要的工業公司由國家掌控，銀行業也受央行直接影響。<sup>31</sup>當它想要控制信貸時，中國人民銀行不僅會設定利率，還會對每家主要銀行設定放款配額，它能夠使用更高或更低的準備金比例，以及更大程度的「外匯干預」進一步控制放款數量。這些機制過去在西方國家也很常見，全都是第二次世界大戰時代的遺產。但從一九七〇年代開始，西方國家逐漸放棄直接管制銀行的做法。面對二〇〇八年的危機，這些管制銀行的工具帶給北京顯著的影響力。二〇〇八年九月和十一月，中國人民銀行藉著降息到近五%來反轉春季祭出的緊縮政策。接著二〇〇九年宣布銀行的放款目標從四．七兆人民幣增加至十兆人民幣。小型銀行的準備金比例也削減二五%。就像中國人民銀行貨幣政策委員會在二〇〇九年四月的宣布，「適當寬鬆的貨幣政策」還是刺激措施中最優先實行的政策。<sup>32</sup>各銀行也做出回應。光是中國銀行在二〇〇九上半年就放款一兆人民幣，中國農民銀行、中國建設銀行、中國工商銀行也不落人後。二〇〇九年第一季的放款總額達到四．六兆人民幣，其中四大銀行就包辦三兆四千三百三十億人民幣。三個月內核發的新放款就超過未來兩年官方財政刺激措施提供的放款額度。此外，省市政府被禁止與當地銀行合作。為地方政府支出融資的主要機制是所謂的城投企業，這也可以說是地方政府的融資工具，這是「刺激措施的突擊部隊」。這些特殊目的機構能將地方政府大片土地拿去融資，將錢用在開發計畫上。<sup>33</sup>在二〇〇八至二〇一〇年間，地方政府的債務從一兆人民幣（一千四百六十億美元）飆升至大約十兆人民幣（一．七兆美元）。<sup>34</sup>

在二〇〇九年上半年的刺激措施高峰期，新增放款達到七．三七兆人民幣，與同樣蓬勃發展的前一年相比增加五〇%。截至年底，放款總

額已經達到九．六兆人民幣。<sup>35</sup>如果將各級政府的赤字，加上遠比過去幾年正常年成長一五％還高的銀行放款擴張，就可以衡量中國刺激措施的真正規模。二〇〇九年的規模很驚人，九千五百億人民幣的赤字，四千六百七十億人民幣的額外融資債務，以及超過前幾年成長標準的五兆人民幣銀行放款，整體的刺激措施金額為六兆四千八百七十億人民幣，占GDP一三％。<sup>36</sup>

這種龐大的額外放款成長透過各種管道提供。但這是國家從上而下主導，補足中國已經很高的經濟成長率。如果考量整體的刺激措施，可以發現這次干預的規模相當於毛澤東時代或蘇聯共產主義時代的任何計畫。西方資本主義經濟體只有在戰爭期間才可以看到這麼龐大的動員。中國經濟的投資占比飆升到GDP的五〇％，就算是以前有看過這個數字，也是很罕見的情況。這足以抵消最嚴重的全球貿易衝擊。<sup>37</sup>

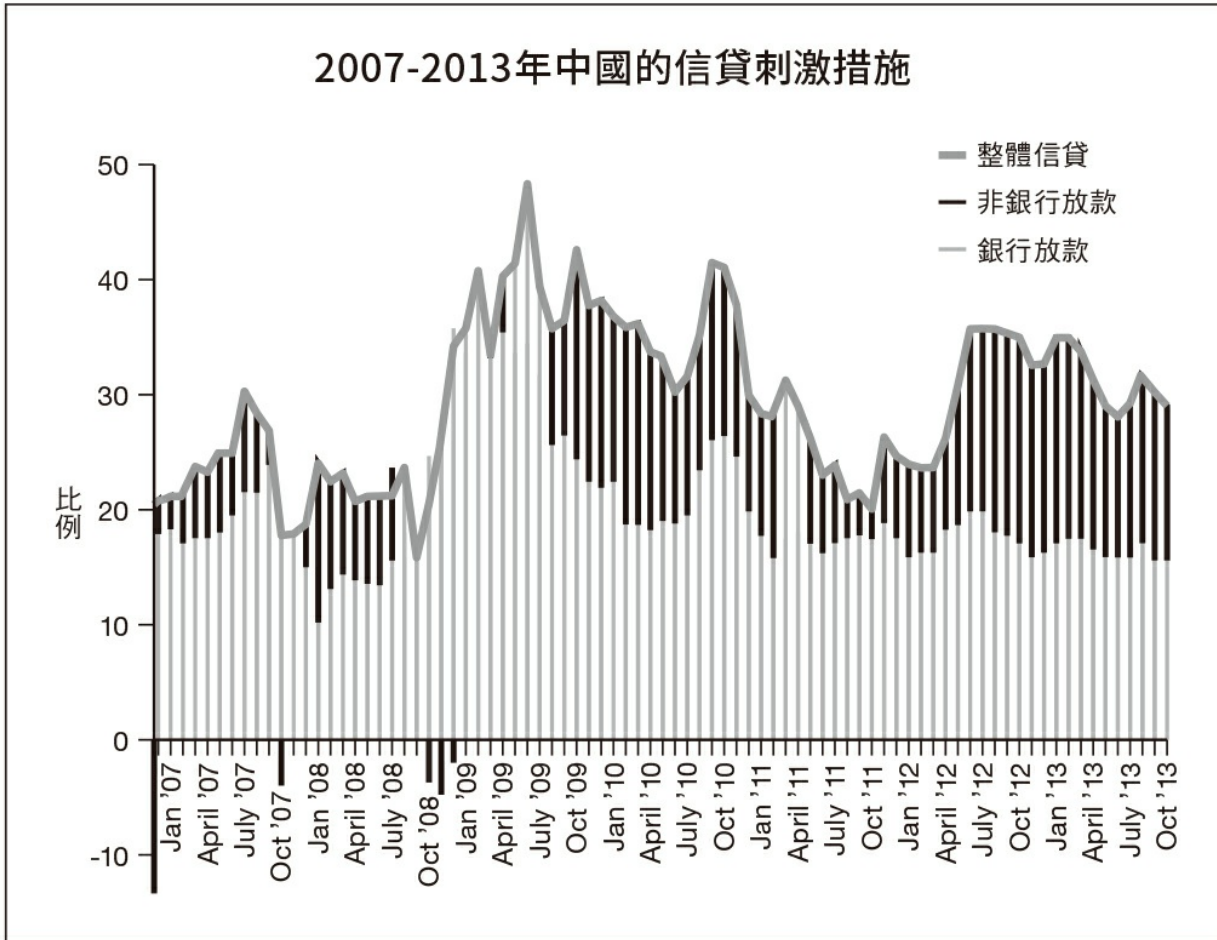
### 2008-2010 年中國銀行放款與財政刺激措施計畫

刺激措施（10 億人民幣）	2008	2009	2010
財政赤字	111	950	650
銀行新放款淨額	252	5070	1936
新增債券融資淨額	251	467	-232
總計	614	6487	2354
刺激措施（占 GDP 的比例）			
財政赤字	0.4%	2.8%	1.6%
銀行新放款淨額	0.8%	15.1%	4.9%
新增債券融資淨額	0.8%	1.4%	-0.6%
總計	2.0%	19.3%	5.9%

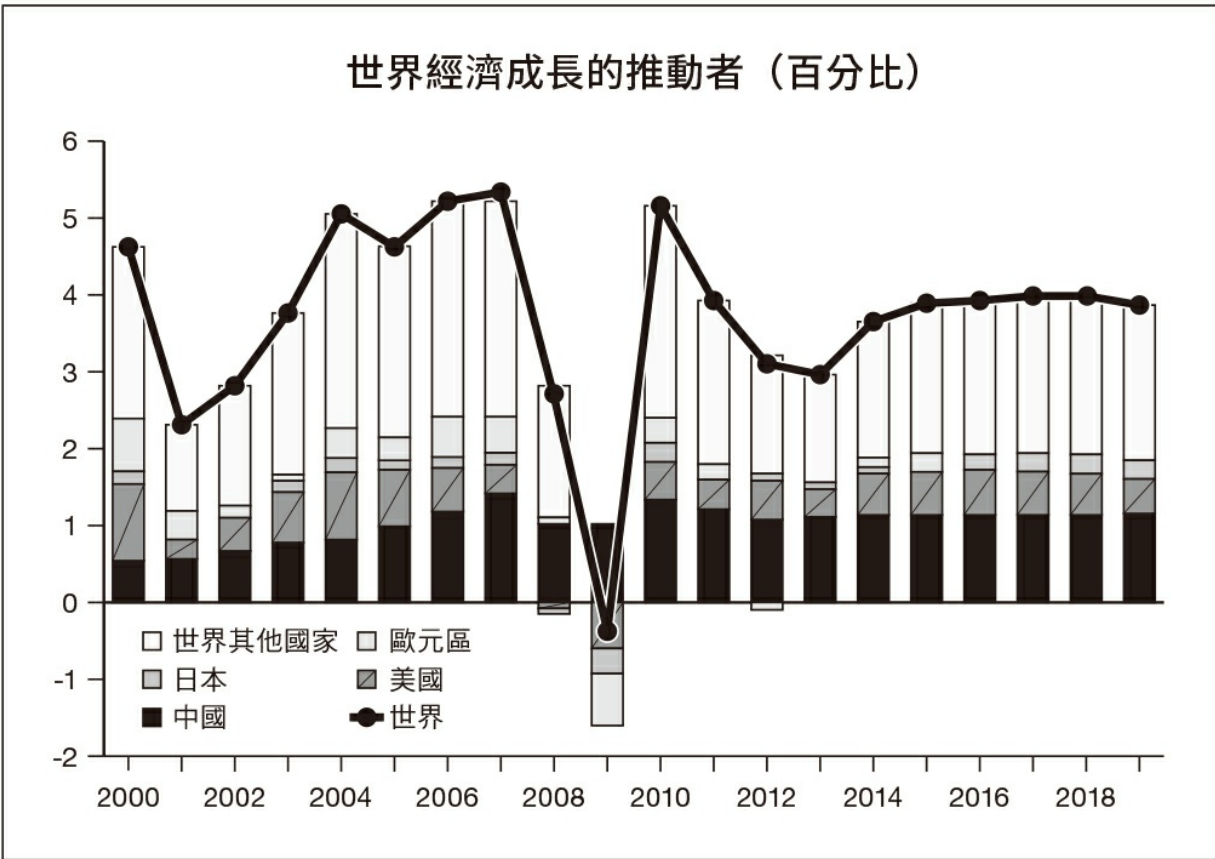
資料來源：C. Wong, “The Fiscal Stimulus Program and Problems of Macroeconomic Management in China,” (2011), table 4, <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:4b8af91e-89c7-4a25-be7c-2394cd3c4e9b>.

數據：China Data Online.

## 2007-2013年中國的信貸刺激措施



資料來源：Yukon Huang and Canyon Bosler, "China's Debt Dilemma," 2014, figure 1, <http://carnegieendowment.org/2014/09/18/china-s-debt-dilemma-deleveraging-while-generating-growth-pub-56579>. Data: UBS.



資料來源：S. Barnett, “China: Size Matters,” IMF (blog), <https://blogs.imf.org/2014/03/26/china-size-matters/>.

二〇〇九年中國經濟成長率達到九.一%，只比二〇〇八年略低，但比世界其他地方都高出很多。而且考量中國經濟已經擴張的規模，這個措施有決定性的影響。二〇〇九年，中國經濟的發展帶動全世界經濟，這是當代第一次出現的情況。加上聯準會提供的大額流動性刺激措施，中國結合財政與金融刺激措施是抵禦全球危機的主要力量。雖然不是協調一致的政策，卻實現兩大強權的願景：中國與美國領導世界。

中國會超越美國嗎？

從地緣政治來看，很容易得出中國「超越」美國的結論，值得注意的是，二〇〇八年的動員不屬於任何總體規劃的一部分。對於無法預見外部襲擊中國的緊急狀況，這是種過度反應。這種負面衝擊的源頭在西方國家。它在中國內部釋放的力量，使經濟走向北京領導階層一直努力抵擋的走向，而且在中國廣泛不受歡迎。刺激措施的龐大影響已經在政治、地緣政治與經濟上產生後果。

在流行的中國崛起敘事裡，壯觀的國家行動顯然很相稱。隨著二十一世紀開始，中國觀眾著迷於電視和電影提供大量的節目，討論大國的興衰問題。<sup>38</sup>在網路上，輿論對於「偉大中國」和「中國模式」的討論激增。<sup>39</sup>放眼更廣大的世界，權威的美國民意調查中心皮尤慈善基金會（Pew Charitable Trusts）的調查顯示，大家對全球重心的理解發生巨大的改變。隨著經濟危機的影響逐漸消退，回答美國主導世界經濟的人數開始大幅下降。到了二〇一〇年，美國和歐洲多數受訪者都認為中國是「世界先進經濟體」。<sup>40</sup>實際來看，它提供共產黨權力去圍繞著它建立成長聯盟，由於權力的分散本質，這些聯盟有不同的色彩，從上海的超現代到薄熙來「重慶模式」的新毛澤東主義。然而最引人注意的是絕大多數都是民間聯盟。與過去突然出現大幅成長的歷史案例不同，中國的刺激措施並不是由軍工業推動。

不像附屬在美國全球網絡下的國家，如日本或德國，中國以傳統的觀點看待國家權力。理所當然認為民族自治意味著擁有自主的安全政策。由於中國經濟蓬勃發展，國防支出跟著其他支出增加。早在一九九九年，軍工業集團已經重組來增加競爭力。二〇〇五至二〇〇六年，中國軍方制定重大的技術現代化計畫。<sup>41</sup>但這只是承認中國還落後多遠。軍隊規模過大，而且技術能力不足。像中國這樣民眾快速致富的社會並沒有為低薪的職業軍人提供友善的培養環境。中國的軍隊需要的是技術人

員，而非一般士兵，但這些人稀少而昂貴。中國的軍備和基礎建設遠遠落後西方國家的軍隊，也落後中國蓬勃發展的商業界所設定的標準。雖然從絕對數字來看，中國的軍隊支出快速增加，但在整個危機期間占GDP的比例仍然保持在二%，只有美國自九一一事件以來一直保持的一半水準。隨著二〇〇八至二〇〇九年以民間為中心的刺激措施達到高峰，軍隊支出占財政支出的比例從一二%減半至六%。<sup>42</sup>

這些事實大家都知道，但是華盛頓的雷達對於任何挑戰都很敏感。二〇〇九年三月，一群拖網漁船在海南島附近干擾一艘美國海軍偵查船，這個意外事件迅速宣告為對峙升級的跡象。<sup>43</sup>歐巴馬政府第一次接觸中國時顯得很冷淡。財政部長蓋特納宣稱美國債務「非常安全」的時候，激起擁抱民族主義的北京大學學生訕笑。<sup>44</sup>正如一位美國分析師提到：「大家會記住二〇〇九至二〇一〇年是中國成為世界難以應付的國家的時候。」<sup>45</sup>這是否反映中國地緣政治的野心並不清楚。但就華盛頓特區的战略家來說，這是附帶效果。<sup>46</sup>它的經濟才是決定因素。華盛頓相信中國的軍事潛力會隨著時間經過成長，他的雄心壯志也是如此。支撐這兩方面發展的是驚人的經濟成長，而北京控制經濟的能力則是決定關鍵。從這個意義來說，金融危機標誌著一個轉型的時刻，對西方國家和中國都一樣。考量北京對二〇〇八年危機的反應，不可否認它顯現出一種決定世界事務的力量。與二〇〇八年學到的其他領悟一樣：如果中國不是那麼依賴出口，那麼它與西方國家就會大幅相互依存。它有個控制措施，但沒有完全絕緣。自二〇〇〇年代初期以來，華盛頓的野心一直是讓中國發展成世界經濟「負責任的利害關係人」。現在問題反過來。在危機之後，北京需要知道美國的期望。就像高西慶接受《大西洋月刊》採訪時說：「為什麼我們不一起想想這點？如果中國有兩兆美元（的美國資產），日本有將近兩兆美元，而且俄羅斯有一些，還有其他國家也

有，那麼，讓我們拋開意識形態的差異，思考怎樣會對每個人都有利。我們可以把相關的人集合起來，想一想所謂的第二個布雷頓森林體系，就像是第一個布雷頓森林協議做的事一樣。」<sup>47</sup>

- 
- 1 A. Tsygankov, “What Is China to Us? Westernizers and Sinophiles in Russian Foreign Policy,” *Russia.Nei.Visions* 45 December 2009.
  - 2 D. W. Drezner, “Bad Debts: Assessing China’s Financial Influence in Great Power Politics,” *International Security* 34, no. 2 (2009), 7– 45.
  - 3 “Fannie, Freddie Failure Would Be World ‘Catastrophe,’ ” *Bloomberg*, August 22, 2008, reported by <https://mises.org/blog/fannie-freddie-failure-would-be-world-catastrophe>.
  - 4 J. Fallows, “Be Nice to the Countries That Lend You Money,” *Atlantic*, December 2008, <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2008/12/be-nice-to-the-countries-that-lend-you-money/307148/>.
  - 5 Drezner, “Bad Debts.”
  - 6 W. M. Morrison and M. Labonte, “China’s Holdings of US Securities: Implications for the US Economy,” *Current Politics and Economics of Northern and Western Asia* 20, no. 3 (2011), 507.
  - 7 “A Truer Picture of China’s Export Machine,” *McKinsey Quarterly* (September 2010), <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-truer-picture-of-chinas-export-machine>.
  - 8 “The Decoupling Debate,” *Economist*, March 6, 2008.
  - 9 J. Yardley, “China to Streamline Government into ‘Super Ministries,’ ” *New York Times*, March 11, 2008.
  - 10 S. Minggao and H. Yin, “Macroreview: Crisis Tests Strength of China’s Export Muscle,” <http://english.caijing.com.cn/2009-08-19/110227250.html>.
  - 11 對於這個粗略的數字，請參考S. Fardoust, J. Yifu and L. X. Luo, “Demystifying China’s Fiscal Stimulus,” *World Bank (Policy Research Working Paper 6221, 2012)*. 更詳細的探討，請參考C. Fang and K. Wing Chan, “The Global Economic Crisis and Unemployment in China,” *Eurasian Geography and Economics* 50, no. 5 (2009), 513– 531.
  - 12 B. Naughton, “Understanding the Chinese Stimulus Package,” *China Leadership Monitor* 28, no. 2 (2009), 1– 12.



- 13 D. Schmidt and S. Heilmann, “Dealing with Economic Crisis in 2008– 2009,” *China Analysis* 77 (January 2010), [www.chinapolitik.de](http://www.chinapolitik.de); see also <http://knowledge.ckgsb.edu.cn/2015/12/14/china/the-party-planners-five-year-plans-in-china/>.
- 14 對於這句引言與接下來的引言，請參考Naughton, “Understanding the Chinese Stimulus Package,” 1– 12.
- 15 C. Sorace, “China’s Vision for Developing Sichuan’s Post-Earthquake Countryside: Turning Unruly Peasants into Grateful Urban Citizens,” *China Quarterly* 218 (2014), 404– 427.
- 16 J. Kirkegaard, “China’s Experimental Pragmatics of ‘Scientific Development’ in Wind Power: Algorithmic Struggles over Software in Wind Turbines,” *Copenhagen Journal of Asian Studies* 34, no. 1 (2016), 5– 24.
- 17 H. Yu, “Universal Health Insurance Coverage for 1.3 Billion People: What Accounts for China’s Success?,” *Health Policy* 119, no. 9 (September 2015): 1145– 1152.
- 18 Naughton, “Understanding,” 8.
- 19 G. Ollivier, J. Sondhi and N. Zhou, “ High-Speed Railways in China: A Look at Construction Costs,” *World Bank China Transport Topics* 9 (July 2014).
- 20 因此歐巴馬的熱情引起極大的關注。“Obama Needs to Get Over His China Envy,” *Baltimore Sun*, November 5, 2011, <http://www.baltimoresun.com/news/opinion/bal-obama-needs-to-get-over-his-china-envy-20111104-story.html>.
- 21 S. Breslin, “China and the Crisis: Global Power, Domestic Caution and Local Initiative,” *Contemporary Politics* 17, no. 2 (2011), 185– 200.
- 22 IMF, “Survey: China’s Difficult Rebalancing Act,” September 2007, <http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/socar0912a>.
- 23 A. Wheatley, “Calculating the Coming Slowdown in China,” *New York Times*, May 23, 2011.
- 24 “China Seeks Stimulation,” *Economist*, November 10, 2008.
- 25 Fardoust, Yifu and Luo, “Demystifying China’s Fiscal Stimulus.”
- 26 Naughton, “Understanding,” 10.
- 27 Fardoust, Yifu and Luo, “Demystifying China’s Fiscal Stimulus,” figure 2.
- 28 B. Naughton, “Reading the NPC: Post-Crisis Economic Dilemmas of the Chinese Leadership,” *China Leadership Monitor* 32 (2010), 1– 10.
- 29 Naughton, “Understanding,” 3.
- 30 A. Szamosszegi and C. Kyle, *An Analysis of State-Owned Enterprises and State Capitalism in China*, US-China Economic and Security Review Commission (October 2011), 1– 116.
- 31 C. E. Walter and F. J. T. Howie, *Red Capitalism* (Singapore: Wiley, 2012).
- 32 N. Lardy, *Sustaining China’s Economic Growth* (New York: Columbia University Press, 2012).

- 33 A. Collier, *Shadow Banking and the Rise of Capitalism in China* (Singapore: Palgrave Macmillan, 2017).
- 34 N.-L. Sum, "A Cultural Political Economy of Crisis Recovery: ( Trans-) National Imaginaries of 'BRIC' and Subaltern Groups in China," *Economy and Society* 42 no. 4 (2013), 543– 570.
- 35 Schmidt and Heilmann, "Dealing with Economic Crisis in 2008– 2009."
- 36 C. Wong, "The Fiscal Stimulus Program and Problems of Macroeconomic Management in China," 2011, <https://www.oecd.org/gov/budgeting/48143862.pdf>; and C. Wong, "The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China," *OECD Journal on Budgeting* 2011/3, <https://www.oecd.org/gov/budgeting/49633058.pdf>.
- 37 Fardoust, Yifu and Luo, "Demystifying China's Fiscal Stimulus."
- 38 D. Shambaugh, "Coping with a Conflicted China," *Washington Quarterly* 34, no. 1 (2011), 7– 27.
- 39 G. Qian, "How Should We Read China's 'Discourse of Greatness,' " China Media Project, <http://cmp.hku.hk/2010/02/23/4565/>(accessed December 8, 2010).
- 40 "In Wake of Stronger Growth, More Americans and Europeans Say US Is Top Economic Power," July 2, 2015, <http://www.pewresearch.org/fact-tank/2015/07/02/in-wake-of-stronger-growth-more-americans-and-europeans-say-u-s-is-top-economic-power/>.
- 41 T. M. Cheung, "Dragon on the Horizon: China's Defense Industrial Renaissance," *Journal of Strategic Studies* 32, no. 1 (2009): 29– 66.
- 42 "What Does China Really Spend on Its Military?," <http://chinapower.csis.org/military-spending/>.
- 43 T. Shanker and M. Mazzetti, "China and US Clash on Naval Fracas," *New York Times*, March 10, 2009.
- 44 "UPDATE 3-Geithner Tells China Its Dollar Assets Are Safe," *Reuters*, May 31, 2009.
- 45 Shambaugh, "Coping with a Conflicted China."
- 46 National Intelligence Council *Global Trends 2025* (Washington, DC, 2008); and K. Liao, "The Pentagon and the Pivot," *Survival* 55, no. 3 (2013), 95– 114.
- 47 J. Fallows, "Be Nice to the Countries That Lend You Money."

## 第11章 二十國集團

從澳洲到巴西，中國的刺激措施使所有貿易夥伴受益。<sup>1</sup>在整個世界，中國的貿易比重增加。<sup>2</sup>但理解到中國付出努力的規模與意義之後，重要的是不去陷入它掩飾一切的陷阱。如果我們以只關注中國的方式來取代狹隘的西方觀點，就無法掌握目前轉型到一個真實多極世界的戲劇性與複雜性。從一九九七至一九九八年新興市場債務危機十年後，二〇〇八年印象深刻的是新興經濟體的政策反應。二〇〇八年九月在紐約舉行的聯合國大會上，拉丁美洲的反應最為強烈。但是在應對危機時，帶頭的則是「新興亞洲國家」。

### 南韓再次遭遇危機

一九九七年夏季，亞洲金融危機從泰國開始，並擴散到東南亞的印度、馬來西亞和新加坡，之後漸漸朝東北方兩千英里的南韓肆虐。經過一年的嚴重衰退之後，到了二〇〇〇年，泰國、印尼、馬來西亞和南韓再次成長。從一九九七年以購買力平價（purchasing power parity）計算的二．三兆美元GDP，到了二〇〇八年這四個經濟體的產出已經加倍到四．四兆美元。<sup>3</sup>以購買力平價衡量，它們的經濟規模在世界的占比相當於法國和義大利的總和，或是加州和德州的經濟產出加總。在經濟政策上，東亞經濟體是模範生，在一九九〇年代危機後，它們都收到相同

的處方，從中學到教訓，它們採取緊縮財政政策，並建立龐大的外匯存底。一九九八年危機引發蘇哈托獨裁政權垮台的印尼，甚至採用歐盟馬斯垂克標準的財政緊縮約束當作典範。<sup>4</sup>儘管這個紀律是種限制，特別是對需要公共投資的開發中經濟體。但當二〇〇八年危機爆發時，東南亞和東亞地區仍有迴旋的空間，<sup>5</sup>而且它們需要這種迴旋空間。雖然危機並非源自亞洲，但它們卻容易受到全球衝擊的影響。

二〇〇八年風險最大的是南韓，他們著名的企業出口冠軍，包括大宇、現代、三星等財團，以及大型鋼鐵廠、造船廠和汽車廠，全都受到劇烈打擊。「我們被不是自己造成的危機牽連受害，」南韓首爾大學一位教授觀察，「我們生活在一個不公平的世界。」<sup>6</sup>但不管這種被害者感受是否真實，這並沒有捕捉到南韓複雜的現實情況。使南韓從亞洲獨立出來，並讓它像東歐或俄羅斯一樣很容易受傷的原因在於它與全球整合的金融體系。<sup>7</sup>在一九九〇年代的衝擊之後，南韓央行設法確保累積大量的外匯存底，到二〇〇八年夏季達到兩千四百億美元。這並沒有抵消南韓金融體系的脆弱性。不像歐洲，次級房貸對南韓並不是問題。南韓持有的有毒美國房貸總共只有八億五千萬美元。<sup>8</sup>問題不在於資產面，而是在資產負債表另一邊的融資面。二〇〇〇年代初期以來，南韓就晉升為東北亞的區域金融中心，它讓貨幣與資金自由流動。南韓銀行業很大一部分是由外國投資人擁有，而且南韓的銀行已經轉向批發融資這個不穩定的新模式發展，在國際美元市場短期借款，在利率較高的南韓長期投資。在南韓出口成功與韓圓兌美元持續升值下，這麼做變得更具吸引力。財團的問題在於出口收到的美元要避免貶值。做到這件事的方法是借美元來投資南韓資產，然後在未來以更有利的匯率來還清美元貸款。<sup>9</sup>如果短期美元融資仍然很便宜，而且匯率繼續如預期般變動，那麼這筆交易就可以獲利。截至二〇〇八年六月為止，由於這種避險策

略，南韓企業的短期美元貸款餘額達到一千七百六十億美元，比二〇〇五年增加一五〇%。銀行業欠下八百億美元，必須在二〇〇九年夏季展期。

當全球各地的短期美元貸款市場關閉，而且美元飆升時，美元套利交易的邏輯突然逆轉。隨著南韓企業爭相回補美元暴險部位，接著就帶來一個災難性的週期。搶買美元導致韓圓立刻崩跌。當外匯存底暴跌至接近兩千億美元的心理門檻時，恐慌加劇。<sup>10</sup>二〇〇八年夏季至二〇〇九年五月間，韓圓從一美元兌一千韓圓大貶至兌一千六百韓圓，當地的美元貸款成本增加六〇%。只有破產的小國冰島遭受到更嚴重的貶值。南韓借款人投保的美元債券違約保險（信用違約交換利差）成本從二〇〇七年夏季的二十個基點（貸款價值的〇. 二%），增加到二〇〇八年十月的七百個基點。<sup>11</sup>在銀行債券的利息負擔上增加七個百分點，可以預期未來貸款不會再展期。即使是有國家在背後支持的銀行，像是友利銀行（Woori），也發現自己已經被關在附買回市場外。

亞洲其他地方都沒有遇到二〇〇八年襲擊南韓的出口大幅下滑、貨幣貶值與大規模流動性緊縮完全結合起來的經歷，但對整個地區的影響都很劇烈。在泰國，金融危機恰好碰上逐漸升級的政治危機，最終導致大規模示威，中產階級抗議者占領曼谷機場，而且在二〇〇八年十二月以司法手段將以人民力量黨（People's Power Party）主政的流亡寡占統治者與前總理塔克辛·欽納瓦（Thaksin Shinawatra）撤職。隨著商品與服務的出口占GDP接近七〇%，特別是旅遊業的比重很高，這樣的內亂使泰國經濟變得更脆弱。<sup>12</sup>二〇〇九年第三季的泰國出口年衰退二五%，馬來西亞的出口依賴度更高，占GDP一〇三%。<sup>13</sup>出口的價值超過GDP是有可能發生的事，因為馬來西亞是進口原物料和零組件來提供給全球製造商的組裝中心。到了二〇〇八年冬季至二〇〇九年，馬來西亞的全球

製造業部門萎縮一七．六%，馬來西亞的電子組裝廠也衰退四四%。相較於泰國和馬來西亞，東協國家最大、最貧窮的印尼，出口只占GDP二〇%。但是它的出口以大宗商品為主，而大宗商品價格從二〇〇八年開始暴跌。

對主要受出口衝擊影響的亞洲經濟體而言，回應的政策相當簡單，那就是採取財政和貨幣刺激措施。沒有哪一國的反應比得上中國採用的規模，但它們還是讓人印象深刻。在泰國，二〇〇八年十二月「司法政變」之後，與皇室和軍隊等曼谷權勢集團關係密切的新政府上台。新政府由在伊頓公學（Eton College）和牛津大學（University of Oxford）受過教育的艾比希（Abhisit Vejjajiva）領導。考量危機對泰國高度開放經濟體的影響，以及他必須建立合法性，艾比希馬上進行一項刺激措施。二〇〇九年宣布的第一階段計畫總計一千一百六十七億泰銖，相當於GDP的一．三%，這個計畫優先考慮大眾消費，包括透過社會保障局（Social Security Administration）分發「拯救國家的支票」（saving the nation checks）、老人年金與公立教育補助。同時，泰國央行將利率大幅降至一．二五%（相較之下，一九九八年危機期間的利率達到一二．五%），並指示六家國有銀行提供緊急貸款，尤其是針對小企業。但是一月的計畫只是個開始。隨著危機的嚴重性加深，艾比希將刺激措施的規模驚人地提高到二〇〇九年GDP的一七%，也就是四百億美元，供未來四年花用。使得二〇〇九年的預算赤字從GDP的一%飆升至五．六%。<sup>14</sup>

與大幅依賴出口的鄰國相比，印尼在一定的程度上與全球衝擊絕緣。但它也是這個地區最大的國家，而且中央政府要有效的部署資源在散落的島嶼領土間極為困難。在印尼前財政部長與央行總裁、現任副總統的布迪約諾（Boediono）帶領下，雅加達選擇一項主要基於減稅、而

非增加政府支出的刺激措施。<sup>15</sup>這意味著在印尼九千七百萬工作人口與四千八百萬家眾多小企業中，只有一千萬勞工和二十萬家納稅的公司受益。但是在那個產業裡，影響相當顯著。以購買力平價計算的減稅金額總共是GDP一.四%。這聽起來也許不多，但是在印尼中央政府預算不多的情況下，就占公共支出的一〇%。

就跟泰國一樣，馬來西亞也在政治動盪的時刻受到危機襲擊。執政的民族主義政黨正經歷一場接班危機。首相阿布都拉·巴達威

（Abdullah Ahmad Badawi）政府解體，強勢的財政部長納吉（Najib Razak）接手並非巧合。納吉不久就宣稱二〇〇九年春季推出一百六十四億美元的刺激措施是自己的功勞。這是「馬來西亞有史以來最大的經濟刺激措施」，當時包括減稅和貸款擔保，總計占GDP的九%。<sup>16</sup>它被推到市場，被視為朝著振興新經濟模式邁出重要一大步。新經濟模式原本是馬來西亞獨立之後用來引導馬來西亞的經濟開發。在外國投資和石化產業熱潮的推動下，馬來西亞希望能與令人稱羨的鄰國新加坡相提並論，躍居為完全開發的經濟體。這個計畫包含減稅和央行降低利率，但是主要驅動這個計畫的是財政部和馬來西亞主權基金：國庫控股公司（Khazanah Nasional）。它們主要是透過「一個馬來西亞發展公司」（1Malaysia Development Berhad）來放款，這個公司主要是設計用來將海灣石油美元引進馬來西亞國家開發的基金，而且作為中國電網公司國家電網（State Grid）基礎建設開發計畫的對口單位。納吉這個計畫推出的時候，得到國際的廣泛好評。馬來西亞在瑞士洛桑國際管理學院（International Institute for Management Development）的全球競爭力排名從第十八名提升至第十名，並吸引高盛和花旗大舉投資。高盛新加坡辦公室特別渴望提供幫助，它握有一個馬來西亞發展公司發行的六十五億美元大額債券。不久之後，多虧《華爾街日報》和《紐約時報》的調

查，才知道一個馬來西亞發展公司不只是馬來西亞經濟開發的工具，還帶給高盛誘人的手續費。它也成為馬來西亞總理貪汙數十億美元的部分管道。<sup>17</sup>

所有亞洲國家都必須應對出口衝擊。南韓與其他國家不同的地方是金融業遭遇的緊急情況。為了彌補美元融資市場關閉的影響，南韓政府在二〇〇八年十月被迫提供一千億美元的外國貸款擔保，以及至少三百億美元的其他流動性援助。南韓在二〇〇八年秋季對抗危機時不只有政府被動員，南韓主要出口商，像是鋼鐵製造商浦項鋼鐵、現代汽車和三星電子，都把幾億美元投進南韓股市，以緩解韓圜貶值的壓力。<sup>18</sup>南韓國家退休基金體系自願買進銀行債券，以緩解融資困難的情況。此外，前現代建設執行長、現任南韓總統李明博呼籲國民節省使用進口化石燃料，並拿出美元存款來拯救韓圜。民間換錢所因此大排長龍，既是展現出愛國主義的可喜現象，也是情況緊急的警示。同時，南韓央行積極干預外匯市場，極力試著阻止韓圜崩盤。但是阻止擠兌最有效的方法是來自外界的幫助。<sup>19</sup>十月三十日，南韓央行宣布與聯準會開放三百億美元的換匯協議，允許以大筆金額標售美元。隨著外匯交易不再處於恐慌狀態，首爾得已著手讓金融業恢復活力。二〇〇九年初，南韓政府再次發出五百五十億美元的流動性準備給銀行同業拆款市場，並撥出兩百三十億美元用來重組銀行和不良貸款。接著它增加一個七十八億美元的債券市場穩定基金，以及一個三百一十三億美元的基金用於公司重組。同時，李明博終於展現出他那「推土機」的別號，在二〇〇九年啟動一個龐大的建設計畫，預計在未來四年投入九百四十億美元的預算，<sup>20</sup>主要的計畫包括大規模投資核能電廠、鐵路系統升級，以及總統的最愛，一百五十億美元的四大主要河流復原計畫，恢復河床並建設新的水壩系統。<sup>21</sup>李明博承諾，南韓不只會有七%的經濟成長、還會達到人均所得



四萬美元，並宣稱會躋身全球第七大經濟體，「七四七」是他的口號，他也把自己定位為「綠色成長」先驅。

在整個東亞和東南亞，對二〇〇八年危機的反應寫下一個歷史標記。泰國、馬來西亞和南韓等國家在一九九七年危機中屈辱的仰賴國際貨幣基金和柯林頓政府的背景下，它們達到一個新的自治水準。相較於在中國或西方，這只是一個技術專家的能力問題，雖然它們有很多這樣的能力。主要的刺激措施完全是政治考量。但是不論在哪個情況下調動當地利益，亞洲新興市場的政策反應都是有效的。而這種新的適應能力得到華盛頓的認可。聯準會官員會主張提供南韓換匯協議的一個原因就是它們不相信首爾會願意再次向國際貨幣基金求助。最好是小心翼翼的接納南韓，而不是冒著政治衝突的風險，擾亂本來就脆弱的全球市場。<sup>22</sup>結果亞洲經濟體迅速反彈，很快就吸引新的外資流入。此外，其中兩個擺脫危機的國家，南韓和印尼，也成為新組織的正式成員，這個組織是為了反映多極化全球經濟的複雜現況而專門設計。

## 多邊主義的新時代

二十國集團的存在可以歸功於一九九九年十二月美國財政部長賴瑞·桑默斯和加拿大總理保羅·馬丁（Paul Martin）發起的一項倡議。他們的願景是建立一個全球治理的論壇，比國際貨幣基金和世界銀行等布雷頓森林機構更具代表性，但又不像聯合國那樣難以管理。二十個成員似乎很像是一個整數。就像這個故事說的，這個名單由桑默斯的助手提摩西·蓋特納（當時在財政部負責國際事務）和前世界銀行常務董

事、後來在德國財政部工作的凱歐·科赫韋澤（Caio Koch-Weser）所擬定。他們以手中的GDP、人口數、世界貿易量等數據，記下「接受與剔除的國家名單：加拿大納入、西班牙剔除、南非納入、奈及利亞和埃及剔除、阿根廷納入、哥倫比亞剔除等等。」<sup>23</sup>一旦這個名單得到八大工業國組織的批准，邀情函就會送給相關的財政部和央行。事先沒有跟哪個國家討論或協商。富有國家決定組成一個更大的俱樂部，而且邀請十二個新成員加入，使全球治理變得更簡單。

在二〇〇〇至二〇一〇年，二十國集團呈現出一種技術專家的頂級論壇。<sup>24</sup>這個會議常常草率了事，而且一些忙碌的財政部長會選擇不去參加。但是保羅·馬丁不屈不撓的努力讓二十國集團升級為一個完全由領導人參加的高峰會。他被布希政府封鎖，沒有人感到意外，因為布希政府傾向與中國進行雙邊貿易，或是寧願自己篩選成員組成聯盟。因此，這個特別設置的跨政府論壇原本應該成為世界主要經濟體應對金融危機的全球平台，後來注定並非如此。當法國總統薩科奇二〇〇八年九月在聯合國大會上發言時，他呼籲八大工業國組織要擴大到十三國或十四國，並增加中國、印度、南非、墨西哥和巴西。法國和日本都傾向一個較小的團體，因為這會讓他們的影響力達到最大。正是英國首相高登·布朗接受這個提議，接著二〇〇八年九月聯合國大會後在紐約即興聚會，才與白宮制定一項聯合政策。問題是如何讓美國參與，還有要納入哪些國家。英國贊成比二十國集團更大的規模，澳洲、加拿大和拉丁美洲也是如此。在九月和十月初各國混亂而不協調的銀行紓困之後，布希政府對於合作的必要性有新的理解，白宮想要避免在紐約由聯合國主持集會，因為這樣的會議肯定會充滿對布希政府的批評。美國比較希望在華盛頓舉行會議，在那裡，國際貨幣基金可以在會議上擺起高貴的姿態，粉飾太平。儘管國際貨幣基金傳統上以歐洲為首，但投票權是以財

務貢獻的權重計算，還是給了美國否決權。這是讓布希政府留下來的整體設計。第一批二十國集團政府領導人的會議終於在十月二十二日發出邀請，並在十一月十四日聚會。有單邊主義毀譽的布希政府在準備下台的情況下，將不情願地開啟全球多邊主義的新篇章。

對於菁英圈裡的新成員，像是澳洲、巴西、南韓和印尼來說，二十國集團是一個興奮的新旅程；對於美國來說，它承諾至少要在主要經濟體間進行協調；對中國來說，這是一個獲得全球影響力、但不必承擔過多責任的便利機制。但是二十國集團要達到普遍認可還是有一段很長的距離。正如《明鏡週刊》提到，對挪威外交部長約納斯·加爾·斯克特（Jonas Gahr Støre）來說，全球重要的國家寡占集團形成是二次世界大戰以來國際組織遭受到最大的一項挫折。<sup>25</sup>用他的話來說：「當代國際社會不允許維也納會議的精神（一八一四至一八一五），讓強國聚集在維也納有效統治世界。二十國集團極度缺乏正當性，必須改變。」這是很強烈的字眼，但是某個程度上已經離題。維也納會議是法國大革命和拿破崙戰爭以後恢復舊體制的反動大會。當然，二十國集團是專屬俱樂部，但這是一個新的俱樂部，有新成員，推廣到像挪威這樣的小國家可能會引發反感。二十國集團的組織原則並非權力平衡或守舊派正當性的傳統舊體制邏輯，或是說，就此而言，它是一九四五年羅斯福新政訴諸的全球主義邏輯。二十國集團反映出自一九七〇年代以來全球化經濟成長所創造的新世界。二十國集團的國家也許只代表聯合國裡一〇%的國家和六〇%的世界人口，但它們卻占八〇%的貿易量與八五%的全球生產總值，而且占比還在增加。二十國集團裡沒有自稱各國平等，更不用說會超越國家考量了。但是二十國集團的會員國至少承認在全球經濟體系的組成中，彼此都重要到無法忽略。在聯合國，二十國集團的排他性引發一些反對運動。但是當二〇〇九年聯合國大會召開全球經濟危機委

員會時，二十國集團忽略經濟危機的問題。<sup>26</sup>

對聯合國的打擊在於，聯合國要不是是一個空洞談論公務的場所，就是炫耀賣弄的全球舞台。建立一個擴大版的「二十強」理事會，在一間會議室裡聚集所有重要人士，保證是更加務實的做法。但是在二十國集團裡進行全球治理有什麼不同嗎？二〇〇八年十一月十五日在華盛頓的第一場二十國集團會議並沒有振奮人心。能夠利用的時間太短了；各國領導人圍在桌旁發表準備好的聲明，當二十個參與者各自發表十五分鐘後，規定的五個小時就過了。這些聲明展現不同程度的紀律、相關性與複雜性。德國人、澳洲人和加拿大人表現得很得體；薩科奇譁眾取寵的要求要對杜哈回合的貿易談判採取行動，儘管事實上法國捍衛歐洲農業是世界貿易自由化過程中最大的阻礙；義大利總理貝魯斯柯尼沒說什麼跟經濟有關的事，但至少對即將卸任的布希總統表示衷心的祝福。對一個「全球」論壇來說，還是有太多歐洲人參與其中；<sup>27</sup>巴西和阿根廷則是享受在鎂光燈下的時刻。他們別有用心，想要來個回馬槍，抨擊布希總統。

各國領導人沒有任何實質性的討論，而是批准一份九十五項事先承諾的清單，包括春季舉行第二次會議的協議。也許最重要的是，以強烈的言詞表達維持全球貿易開放的必要性，就像一九三〇年代一樣，不放任保護主義者為所欲為。還對放棄對財政正當性的狹隘觀點達成協議，沒有不鼓勵赤字，但沒有對協調過的全球性刺激措施達成一項協議。為什麼二十國集團會如此重要，似乎這會成為「強權國家」一個設定議程來改變其他全球機構的管道。二〇〇八年十一月，全球性的銀行監理機構金融穩定委員會與國際貨幣基金達成協議，金融穩定委員會設定金融監理的新標準，國際貨幣基金監督執行狀況，而且適用於所有金融機構，成員擴大到自信的新興市場經濟體。

## 創立全新的全球貨幣？

第一次二十國集團高峰會無法做更多事，一個原因是十天後就碰到美國大選。在共和黨執掌白宮八年後，當選總統的歐巴馬預期會確立一個新基調。但是歐巴馬拒絕以現任總統的身分占盡鋒頭。歐巴馬剛上任時，大家並不清楚他對國際經濟事務的態度，這使其他國家將自己的幻想投射在下一任美國政府。在高登·布朗努力遊說下，倫敦得到二十國集團第二次會議的主辦權。隨著東尼·布萊爾「新工黨」的口號逐漸被淡忘，布朗和他的工作人員迫切希望能將自己與新總統的魅力、以及他承諾的期望給聯繫起來。<sup>28</sup>但布朗的願景不只如此。一九三三年夏季，倫敦曾經舉辦一場世界經濟會議，號稱要治癒大蕭條的傷口，但被納粹德國的裝腔作勢、英國和法國間的分裂，以及初期羅斯福新政的孤立主義轉向所破壞。一九三三年的倫敦象徵陷入分裂與經濟民族主義，使得隨後出現毀滅性的十年。布朗決心避免這樣的命運。相反的，倫敦盡全力去推銷二〇〇九年的二十國集團，將它視為是新布雷頓森林體系。<sup>29</sup>布朗和工作人員留意不要犯下歷史的錯誤，因此詢問熟悉羅斯福新政的專家，把凱因斯的傳記放在唐寧街的床頭櫃上。要真正實現這個歷史性的浪漫時刻，倫敦需要的是其他二十國集團成員假意順從。但跡象顯示並不好。

白宮的新團隊不歡迎英國人這種毫不掩飾地懇求。他們沒有耐心討論「特殊關係」。歐巴馬政府關注的是太平洋，而不是歐洲。白宮接待的第一位外國訪客是日本首相麻生太郎。但是，最重要的事情是必須關注國內政策。歐巴馬甚至沒有時間參加二十國集團會議，實際上他的助理在日記中寫道，他必須在四月四日到法國史特拉斯堡（Strasbourg）參加北大西洋公約組織成立六十週年紀念活動。布朗的團隊在兩天前安

排倫敦的二十國集團會議，來配合美國總統的出遊計畫。<sup>30</sup>為了做好準備，二〇〇九年三月三日，高登·布朗為了與歐巴馬會面去了華盛頓特區，並對國會兩院發表勝利演說。他以矯情的方式講述倫敦遭遇的「討價還價」，以及讓「一項全球性的新政」成為定局。<sup>31</sup>他心裡想的是牽涉一個「上兆美元的高峰會」，這是一項精心策畫要讓世界經濟擺脫衰退的龐大刺激措施。不幸的是，由於工黨執著的掌控公關機器，其他國家並沒有合作。二〇〇九年三月十四日，隨著二十國集團的財政部長到倫敦召開高峰會的會前會，德國總理梅克爾順道來訪。結果，讓高登·布朗感到尷尬的是，梅克爾和克里斯蒂娜·拉加德之前合作要拖延這項精心設計的計畫。德國和法國不僅認定傳聞規模不小的刺激措施沒有得到授權，還懷疑這會被用在更具敏感性的非全球議題。「法國人和德國人擔憂因為現在關注的焦點都在世界經濟，所以罪魁禍首，也就是盎格魯薩克遜金融業在市場上的作為，會因此免除責任。」<sup>32</sup>美國現在想要談的是其他國家的貿易順差，而不是它那危險的銀行。

更令人不安的是中國的反應。到了二〇〇九年春季，北京對於西方國家缺乏紀律愈來愈不耐煩。在北京看來，美國對赤字的無所顧忌導致全球失衡。現在，英國和美國在談的不是削減支出，而是增加更多消費。三月二十三日，在參加二十國集團會議那週，中國人民銀行行長周小川呼籲成立新的布雷頓森林體系，這讓全世界很驚訝。<sup>33</sup>一九四四年在發起這個制度的會議上，中國人本來就在其中，他們知道這段歷史。<sup>34</sup>對周小川來說，這是重新審視一九四四年做出的根本性決定的時候了。正是由於第二次世界大戰結束時美國擁有超強的權力，美元才能確立為全球的準備貨幣。從那時起，美國就可以隨意消費，累積高額的赤字。為了確保真正的穩定，就像凱因斯在一九四四年代表英國來辯護一樣，世界需要一個從其他國家貨幣中獨立出來的全球性貨幣單位。周

小川建議的明顯標的就是國際貨幣基金的記帳和信貸單位：特別提款權（注：[Special Drawing Right](#)，這是由國際貨幣基金創造的準備資產和記帳單位。由美元、馬克、日圓、法郎、英鎊等五種主要貨幣構成，特別提款權的單位價值會依據這五種貨幣的匯率而定）。有了特別提款權，就有一個真正穩定的錨點，不受單一超級強權的控制。在這個基礎上，接著才可以談論對美國與中國等赤字與盈餘國家的約束規則。

有人可能會想知道，為什麼中國政府希望能改變一個可以從中大幅受益的制度。畢竟從一九九〇年代北京將貨幣與美元掛鉤以來，已經創造一些經濟學家所謂的「第二代布雷頓森林體系」（[Bretton Woods 2](#)）。<sup>35</sup>華盛頓傳統的理解是中國搭著美國消費的便車，但這是以西方觀點看到的情況。中國在一九九四年以固定匯率當成防禦性措施的時侯，美國正在執行負責任的財政政策。如果從二〇〇〇年才開始出現龐大的失衡，那麼從北京的觀點來看，更有可能是美國無所顧忌的財政支出才造成貿易失衡，而不是中國在操縱匯率。擁有貿易順差不見得是好事，就北京來說，貿易順差使中國過度強化投資驅動的成長，導致與美國貿易更加不平衡。將經濟成長的重點自然的轉向國內消費，接著才會帶來更平衡的貿易帳。<sup>36</sup>同時，中國人民銀行的這項提議已經對新政府提出警告，表明北京已經快對美國失去耐心。

中國自信的提議比高登·布朗對一九四〇年代的懷念回憶引發更多關注，而且應該如此。自毛澤東時代以來，中國在全球治理的根本問題上提出這樣一個大膽的倡議。而且中國的提議與法國和俄羅斯的提議呼應，這兩個國家也都質疑美元標準。它還與聯合國正在發展的計畫，以及諾貝爾經濟學獎得主約瑟夫·史蒂格里茲（[Joseph Stiglitz](#)）提出一個以特別提款權為主的全球貨幣概念一致。<sup>37</sup>華盛頓大吃一驚，在記者的施壓下，歐巴馬表示他認為世界不需要一個全球貨幣。<sup>38</sup>他的新任財政

部長提摩西·蓋特納並沒有那麼謹慎，為了安撫中國，蓋特納隨意地表示，他對於把特別提款權「演化」為全球準備資產大加利用的構想抱持「開放的態度」。<sup>39</sup>這震驚貨幣市場，美元對歐元貶值一·三分。這是共和黨右派與福斯新聞網（Fox News）評論員熱愛的話題，他們宣稱歐巴馬政府正計畫要以一種全球貨幣取代美元，觀眾大為震驚。<sup>40</sup>蓋特納在這次公關危機學到很大的教訓，他緊急改口，上電視承認實際上他同意老闆的看法。強勢美元依然是世界經濟的支柱。

或許並不意外，中國對第二代布雷頓森林體系的看法並沒有排進高登·布朗的二十國集團會議議程中。但是，二〇〇八年秋季以來的實際情況也不值得討論。危機並沒有削弱美元對全球金融的控制，實際上控制力反而更強。<sup>41</sup>在貨幣市場上，被視為投資避風港的美國公債需求推升美元，透過換匯協議機制，聯準會正支持整個全球銀行體系的流動性。如果倫敦的二十國集團會議真的出現第二個布雷頓森林制度，那美元為主的銀行體系、換匯協議，以及聯準會扮演全球流動性提供者的新角色就會成為討論的中心。那肯定會給歐洲人措手不及，它們的銀行是主要的受益者，但沒有人有興趣宣傳這些精細的安排，最好是將更廣泛的全球貨幣架構問題完全排除在議程之外。

## 各懷鬼胎

這個舉動是個微妙的平衡。華盛頓想要合作，但沒有興趣吹噓去年以來聯準會和美國財政部發揮的核心作用。英國人希望在自己動力不足的情況下，從新總統身上搭上兩大強權的列車，這是一種重新升溫的特



殊關係，但這痛苦地與現實脫節。二〇〇九年四月一日上午，在布朗和歐巴馬一起在唐寧街吃完早餐後，總統對新聞媒體發表談話。歐巴馬讚揚布朗以外交手腕召集會議，他提到：「好吧，如果只有羅斯福和邱吉爾坐在一間招待白蘭地的會議室裡，那就更容易談判了……但那並不是我們生活的世界，也不應該是我們生活的世界。」<sup>42</sup>那天早上，梅克爾和薩科奇在倫敦其他地方都強調這點。他們很早就抵達倫敦舉行早餐會議與聯合聲明。用薩科奇的話來說：「法國和德國會統一口徑。」<sup>43</sup>他們需要的不是財政刺激，而是對全球金融市場的真正處罰。薩科奇威脅，除非會議裡嚴肅處理避稅天堂的問題，不然就會離開。「這與我的自負無關，也與我有沒有發脾氣無關，」他這樣聲稱，先發制人的把話題導向英國必然會批評法國。「這與我們能否應對未來的挑戰有關。」和往常一樣，梅克爾提出一項道德議題：「目前的傾向看來，會議裡並不打算處理罪惡的根源，但我們必須從這次危機中學到一些東西。」<sup>44</sup>

當二十國集團領導人下午在白金漢宮開會時，呈現一個誇大的怪異表演。薩科奇沒有炫耀賣弄時，就埋首在手機裡；阿根廷總統克里斯蒂娜·費南德茲·德基希納重現反對華盛頓的反資本主義態度；義大利的席維歐·貝魯斯柯尼嚷嚷地迫切希望吸引歐巴馬的注意，其他時間則經常在打瞌睡；梅克爾很鎮定，而且很難讓她改變主意；中國則站穩自己的談判地位。幾位政府領導人無法用流利的英語溝通，而且大多數的人不熟悉這些資料。在整個會議中，高登·布朗虎視眈眈，睡眠不足，而且很快會因為強大的反彈，使得情緒持續處在高度焦躁的狀態。根據報導，布朗身為閉門會議的主席，展現一種控制欲強、活力滿滿的表演，幾位目擊者認為這些表演並不恰當。布朗幸運的是有歐巴馬鄭重參與第二屆會議，不然在幾個面向上，談判可能會破裂。雖然協商過程很難看，而且有時很奇怪，但是在四月二日主要會議結束時，第二屆的二十

國集團會議還是有些成果。

公報從開始到結束包括簡單描述危機規模、各國承諾要合作努力避免保護主義，以及牢記更多國家的利益，至少是已開發國家的利益等等。這都是陳腔濫調，公報真正政治的地方是從金融改革那個小節開始。將成立一個全球性的金融穩定委員會（Financial Stability Board），制定改進的法規，而且規範沒有發揮效果的民間信用評等公司。因此，二十國集團確認自己實際上是領導主體，為巴塞爾銀行監理委員會、國際貨幣基金和其他全球監理機構設定議程。由於德國人和法國人決心阻止去討論出一項協調後的財政刺激措施，而且對於聯準會扮演提供全球流動性的角色幾近於集體沉默，因此要透過國際貨幣基金，布朗和歐巴馬才能提供擴大的刺激措施。

野心勃勃的國際貨幣基金總裁多明尼克·史特勞斯卡恩（Dominique Strauss-Kahn）非常高興國際貨幣基金可以扮演主導的角色。但是考慮到自去年秋季投入的放款，以及在東歐承諾擔保的規模，基金迫切需要補充資金。二〇〇九年一月起草的一份內部備忘錄建議，在最壞的情境下，隨著國際貨幣基金的客戶從兩個增加到六個，至少需要三千億美元的新資金。<sup>45</sup>財政部長蓋特納相信「壓倒性力量」原則，他正在推動一個比這個情境更大規模的數字。癥結點在於，要指望亞洲和拉丁美洲同意擴充國際貨幣基金的資金，取決於投票權的重新分配。截至二〇〇八年四月為止，由於兩輪的改革結果，國際貨幣基金內部的投票權已經轉移五．四個百分點，南韓、新加坡、土耳其和中國的投票權增加最多，但中國和印度仍只有三．八一％與二．三四％的投票權。在倫敦達成的協議是多移轉五個百分點的投票權重，大多是以犧牲歐洲國家為代價。這帶來足夠的支持，使國際貨幣基金的資金增加真正受到媒體關注。國際貨幣基金會從會員國中馬上獲得兩千五百億美元的新融

資。新的貸款安排高達五千億美元，讓國際貨幣基金得以根據需求提供會員國信貸。最終所有會員國都要面對兩千五百億美元的特別提款權問題。<sup>46</sup>這讓布朗得到極度渴望的「一兆美元充裕的頭條整數」。<sup>47</sup>這不是傳統凱因斯主義的刺激措施，但它代表自一九九四年墨西哥開始的國際危機主要週期以來，從協議中吸取到的教訓。國際貨幣基金擁有應對二十一世紀跨國危機所需要的火力。

但是二十國集團並沒有成功達成目的。到了最後一個下午，癥結點在避稅天堂。薩科奇和梅克爾都堅持必須採取行動來遏止避稅天堂。歐巴馬曾鼓吹同個議題，但敏感意識到倫敦金融城利益的高登，布朗就沒那麼熱衷了。而對這個議題立場最堅定的是中國人，澳門和香港是大陸資金逃逸的管道。但是對北京來說，關閉這扇門會導致中國寡占統治者內部吵翻天。此外，由於捍衛反帝國主義，中國不會允許將前殖民地的財產交由西方人主導的新國際監理制度管制，主權是一個不能談判的議題。隨著離政府首腦解散前只剩幾分鐘的時間，布朗的二十國集團受到法國和中國間的衝突威脅所阻撓。布朗完全擔下主持人的職責，不同意促成單方面的協議。法國或中國都不太可能會接受唐寧街的走卒威脅，即使是吵吵嚷嚷的娛樂表演。所以歐巴馬正好可以迅速採取行動，勸誘雙方接受一項體面的妥協。在這個協議下，二十國集團會「留意」被經濟合作發展組織列為黑名單的避稅天堂，經濟合作發展組織是從馬歇爾計畫時代演變而來的組織，中國不在其中，所以可以隨意忽略。

薩科奇滿意這個交易，立即試著收回去年九月在聯合國提出的議案，在他的主導下，他在最後一場會議第一次出現在鏡頭前面。至少在一段時間裡，法國總統展現出自己是個整合二十國集團的代表人物。為了對他的戴高樂主義行動做好熱身，他宣布「盎格魯薩克遜資本主義」史翻到「嶄新的一頁」。放鬆管制的時代結束了。這是布朗成功的標

誌，薩科奇非常渴望搶走他的鋒頭。意見分歧和合作破局得以避免。在全球電視觀眾前面談話時，筋疲力盡的布朗樂觀估計，他已經對著十億人傳達出世界頂尖大國齊聚一堂的消息。他們同意以協調的方式行動。歐巴馬很高興宣布：「不論就哪方面來衡量，倫敦高峰會都有歷史意義。」<sup>48</sup>他們做出的決定「比記憶中對危機的任何反應都更大膽……這些決定是否足夠，我們必須拭目以待。」梅克爾相當不甘願，她坦承，這「非常、非常……好，幾乎是歷史性的妥協。這次世界並沒有做出一九三〇年代那樣的反應。這是全球合作的勝利。」<sup>49</sup>

倫敦的二十國集團會議不只是一場戲，真正的創新是將新興市場一群重要國家納入全球經濟決策。國際貨幣基金協議的批准被證明特別重要。諷刺的是，對歐洲來說，未來幾年這將被證明是一項重要的資源。但是如果這是全球監理的未來，或許對維也納會議的嘲諷不完全是錯的。對倫敦來說，興奮的是招待美國迷人的新總統，而且一九九〇年代褪色的酷不列顛尼亞（Cool Britannia）配備全都出籠（注：酷不列顛尼亞是東尼·布萊爾在擔任英國首相時全力打造的國家形象，試圖展現出一九九〇年代英國充滿時尚感的流行文化，也呈現出當時的樂觀氣氛）。在國際貨幣基金的資源大幅推動下，會議發出信任的訊息，這是好消息，尤其是對倫敦、紐約、東京、上海的金融市場，以及服務金融市場與世界大小國家投資人的媒體。但是當談到國際貨幣基金的投票份額或避稅天堂時，英國人或美國人就不歡迎大眾參與，更不用說中國人或沙烏地阿拉伯人了。以一個政治事件來看，高峰會是個封閉的行政權力集團，各國領導人駐紮在倫敦會展中心（ExCeL conference center）的寬敞碉堡裡，動員大批警力來隔絕數萬名抗議者。<sup>50</sup>在對抗倫敦金融城的過程中，無家可歸的報紙販售員受到警察的致命傷害，警力鎮壓戰術在憤怒的抗議者身上火上加油。在會議大廳裡，高登·布朗證明他非常

適合擔任世界財政部長的角色，但身為英國首相的地位看來似乎更不穩固。的確，布朗的顧問擔憂他們的老闆已經習慣以上兆美元來思考，可能與陷入深度衰退的中等國家無趣的現實情況脫節。

雖然布朗鼓吹一個全球性的刺激措施，但在英國卻受到限制。二〇〇九年三月二十四日，在高峰會舉行前一週，英格蘭銀行總裁莫文·金恩提供證據給下議院財政專門委員會，並加上自己的意見，向德國、法國和中國表達反對任何實質性的財政刺激政策。「考量這些赤字如此龐大，我認為對於在使用權衡性措施來擴大這些赤字規模時，謹慎看待才是明智的做法，」他說。<sup>51</sup>因此，金恩完全反駁首相的看法，那天，首相才在史特拉斯堡對歐洲議會發表談話，呼籲政府「盡一切努力創造我們需要的成長與工作機會」。這是英格蘭央行總裁一次風險非常高的政治干預，他偏離貨幣政策，進入財政政策的領域，而且讓市場緊張不安。

第二天，財政部遭遇自一九九五年以來第一次公債標售失敗。<sup>52</sup>價值十七億五千萬英鎊的三十年期英國公債只吸引十六億七千萬英鎊的標售單。投標倍數只有〇.九三倍，被認為是史上最差。反對派無法控制他們的幸災樂禍。保守黨發言人麥可·哥夫（Michael Gove）打趣說，金恩「剪掉首相的信用卡」。<sup>53</sup>英國第三大政黨自由民主黨（Liberal Democrats）的文斯·凱布爾（Vince Cable）很戲劇性地說到，這是一個「非常英國式的政變」。英格蘭銀行總裁已經把「坦克開進國會」，「把政府軟禁起來」。<sup>54</sup>隨著預算赤字高達一千一百八十億英鎊，而且金融市場風聲鶴唳，布朗首相需要二十國集團提供的寬廣視野，來隱藏自己有限的迴旋空間。

## 全球刺激措施：二十國集團的權衡性財政支出

	刺激措施占 GDP 的比例			以購買力平價計算的刺激措施規模 (10 億美元)			刺激措施規模 (10 億美元)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
阿根廷	0	1.5	0	0.0	10.6	0.0	0.0	5.7	0.0
澳洲	0.7	2.1	1.7	6.1	18.6	15.6	7.4	20.9	21.2
巴西	0	0.6	0.8	0.0	15.5	22.4	0.0	10.0	17.7
加拿大	0	1.9	1.7	0.0	24.6	23.0	0.0	26.0	27.4
中國	0.4	3.1	2.7	39.3	335.2	326.3	18.2	158.3	160.6
法國	0	0.7	0.8	0.0	15.9	18.7	0.0	18.9	21.2
德國	0	1.6	2	0.0	49.8	65.5	0.0	54.7	68.4
印度	0.6	0.6	0.6	26.4	28.9	32.2	7.3	8.2	10.3
印尼	0	1.3	0.6	0.0	24.2	12.0	0.0	7.5	4.5
義大利	0	0.2	0.1	0.0	4.0	2.1	0.0	4.4	2.1
日本	0.3	2.4	1.8	12.8	97.8	77.7	14.5	120.8	98.9
南韓	1.1	3.9	1.2	14.8	53.3	17.7	11.0	35.2	13.1
墨西哥	0	1.5	0	0.0	25.2	0.0	0.0	13.4	0.0
俄羅斯	0	4.1	1.3	0.0	117.5	39.4	0.0	50.1	19.8
沙烏地阿拉伯	2.4	3.3	3.5	26.9	37.9	42.6	12.5	14.2	18.4
南非	1.7	1.8	-0.6	9.9	10.4	-3.6	4.9	5.3	-2.3
土耳其	0	0.8	0.3	0.0	8.6	3.6	0.0	4.9	2.2
英國	0.2	1.4	-0.1	4.5	30.3	-2.2	5.6	32.5	-2.4
美國	1.1	2	1.8	161.9	288.4	269.4	161.9	288.4	269.4
區域分額				302.6	1196.7	962.4	243.4	879.5	750.7
中國				13.0	28.0	33.9	7.5	18.0	21.4
其他亞洲國家				17.9	17.1	14.5	13.5	19.5	16.9
歐洲				1.5	8.4	8.7	2.3	12.6	11.9
美國				53.5	24.1	28.0	66.5	32.8	35.9
其他國家				14.1	22.5	14.9	10.2	17.1	13.9
				100	100	100	100	100	100

資料來源：作者計算國際貨幣基金資料 “Update on Fiscal Stimulus and Financial Sector Measures,” April 26, 2009, 結合來自 Maddison Project 的購買力平價 GDP 資料 <http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm>.

## 空洞的會議結論

由於來自法國與德國的阻力，使得在倫敦的二十國集團會議議程排除對任何財政刺激措施的堅定承諾，最終公報誇大地談到以五兆美元的財政擴張來挽救數百萬個工作機會，並「加速朝綠色經濟轉型」，這有點讓人意外。<sup>55</sup>這個龐大的數字是來自哪個神祕的東西。在接下來幾週裡，這個數字被留給國際貨幣基金等外部機構，為世界各地已經提出的緊急支出計畫編製數據。結果讓人震驚。

總體來說，二〇〇八年至二〇一〇年間，對抗危機的支出達到一兆八千七百億美元，以購買力平價調整之後是兩兆四千億美元，這只計算權衡性支出和緊急減稅措施。雖然沒有到五兆美元，但史無前例。更讓人震驚的是這些支出的分布。不論用什麼方式來衡量，在二〇〇九和二〇一〇年，亞洲和新興市場對危機做出的反應最大。俄羅斯、印尼、南韓、土耳其、巴西和阿根廷現在都能推出真正實際的財政刺激措施。<sup>56</sup>根據國際貨幣基金的數字，以購買力平價衡量，二〇〇九年俄羅斯應對危機的權衡性支出與德國相當，甚至還超過。<sup>57</sup>而且這些數字嚴重低估中國的努力。數字並沒有包括龐大的信貸熱潮。相較之下，儘管歐盟的經濟規模龐大，歐洲應對危機的財政刺激措施卻微不足道，最大的措施僅略高於一〇%。這是事情到來的標誌，在西方國家所發起的財政刺激措施中，只有美國的措施嚴重影響財政平衡。

---

1 C. Pereira and J. A. de Castro Neves, "Brazil and China: South-South Partnership or North-South Competition?" Brookings Policy Paper Number 26, March 2011.

- 2 A. Ahuja and M. S. Nabar, “ Investment-Led Growth in China: Global Spillovers” (IMF Working Paper 12/267, 2012).
- 3 OECD, Maddison Project database, <http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/data.htm>.
- 4 J. R. Blöndal, I. Hawkesworth and H.-D. Choi, “Budgeting in Indonesia,” *OECD Journal on Budgeting* 9, no. 2 (2009), 49.
- 5 A. Doraisami, “ Macro-Economic Policy Responses to Financial Crises in Malaysia, Indonesia and Thailand,” *Journal of Contemporary Asia* 44, no. 4 (2014), 581– 598.
- 6 M. Fackler, “South Koreans Reliving Nightmare of Last Financial Crisis,” *New York Times*, October 24, 2008.
- 7 H. Cho, *South Korea’s Experience with Banking Sector Liberalisation* (research report, Amsterdam, 2010); and T. Kalinowski and H. Cho, “The Political Economy of Financial Liberalization in South Korea: State, Big Business, and Foreign Investors,” *Asian Survey* 49, no. 2 (2009), 221– 242.
- 8 H. Cho, *South Korea’s Experience with Global Financial Crisis* (Ontario: North-South Institute, 2012), 10.
- 9 J. Ree, K. Yoon and H. Park, “FX Funding Risks and Exchange Rate Volatility– Korea’s Case” (IMF Working Paper 12-268, 2012).
- 10 B. Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System* (Oxford: Oxford University Press, 2010), 168.
- 11 H. C. Chung, “The Bank of Korea’s Policy Response to the Global Financial Crisis,” *Bank for International Settlements Paper* 54 (2010), 257.
- 12 J. Chomthongdi, “Thailand and the World Financial Crisis: How Will Civil Unrest Further Damage Thailand’s Economic Position?,” April 20, 2009, <http://www.theglobalist.com/thailand-and-the-world-financial-crisis/>; and S. Chirathivat and S. Mallikamas. “Thailand’s Economic Performance and Responses to the Global Crisis,” *Proceedings of Asia After the Crisis Conference*, 2010.
- 13 M. Z. Abidin and R. Rasiah, “The Global Financial Crisis and the Malaysian Economy: Impact and Responses” (Kuala Lumpur: UNDP Malaysia, 2009).
- 14 K. Sangsubhan and M. C. Basri, “Global Financial Crisis and ASEAN: Fiscal Policy Response in the Case of Thailand and Indonesia,” *Asian Economic Policy Review* 7, no. 2 (2012), 248– 269.
- 15 M. C. Basri and S. Rahardja, “Mild Crisis, Half Hearted Fiscal Stimulus: Indonesia During the GFC,” *Assessment on the Impact of Stimulus, Fiscal Transparency and Fiscal Risk* (ERIA Research Project Report 1,2010), 169– 211.
- 16 E. Chew, “Malaysia Stimulus Tops \$16 Billion,” *Wall Street Journal*, March 11, 2009.



- 17 A. Maierbrugger, “1MDB Scandal: Next Suspect Goldman Sachs Banker,” February 15, 2016, <http://investvine.com/1mdb-scandal-next-suspect-goldman-sachs-banker/>.
- 18 “Chronology of Korean Responses to the Financial Crisis,” *New York Times*, October 19, 2008.
- 19 N. Baba and I. Shim, “Policy Responses to Dislocations in the FX Swap Market: The Experience of Korea,” *BIS Quarterly Review*, June 2010.
- 20 T. Kalinowski, “The Politics of Market Reforms: Korea’s Path from Chaebol Republic to Market Democracy and Back,” *Contemporary Politics* 15, no. 3 (2009), 287– 304.
- 21 T. Kalinowski, “Crisis Management and the Diversity of Capitalism: Fiscal Stimulus Packages and the East Asian ( Neo-)Developmental State,” *Economy and Society* 44, no. 2 (2015), 244– 270.
- 22 二〇〇八年十月二十八至二十九日聯邦市場公開委員會會議。
- 23 R. H. Wade, “Emerging World Order? From Multipolarity to Multilateralism in the G20, the World Bank, and the IMF,” *Politics & Society* 39, no. 3 (2011), 347– 378.
- 24 J. Kirton, *G20 Governance for a Globalized World* (Farnham, UK: Ashgate, 2013).
- 25 “Norway Takes Aim at G-20,” *Spiegel Online*, June 22, 2010.
- 26 二〇〇九年六月，聯合國的會議高潮在探討經濟危機與其對經濟發展的影響的最高等級會議，<http://www.un.org/ga/president/63/interactive/uneconference.shtml>.
- 27 Darling, *Back from the Brink*, 193.
- 28 Seldon, *Brown at 10*, 45.
- 29 Washington press conference with Gordon Brown and Alistair Darling, Saturday, November 15, 2008, [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20090330160949; http://www.number10.gov.uk/Page17514](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20090330160949;http://www.number10.gov.uk/Page17514).
- 30 Seldon, *Brown at 10*, Kindle locations 7411– 7417.
- 31 J. Beale, “Lofty Ambitions for Obama’s Visit,” *BBC News*, March 31, 2009.
- 32 Seldon, *Brown at 10*, Kindle locations 7660– 7663.
- 33 關於這個討論，請參考E. Helleiner and J. Kirschner, eds., *The Great Wall of Money* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2014). For the original, see “Zhou Xiaochuan: Reform the International Monetary System,” March 23, 2009, <http://www.pbc.gov.cn/english/130724/2842945/index.html>.
- 34 J. Zhongxia, “The Chinese Delegation at the 1944 Bretton Woods Conference: Reflections for 2015,” <https://www.omfif.org/media/1067515/chinese-reflections-on-bretton-woods-by-jin-zhongxia.pdf>.
- 35 M. P. Dooley, D. Folkerts-Landau and P. Garber, “The Revived Bretton Woods System,” *International Journal of Finance and Economics* 9, no. 4 (October 2004), 307– 313.
- 36 關於中國在貿易再平衡的努力，請參考B. Setser, “The Balance of Financial Terror, Circa

August 9, 2007,” <https://www.cfr.org/blog/balance-financial-terror-circa-august-9-2007>.

- 37 UN, “Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System,” New York, September 2009.
- 38 G. C. Chang, “China’s Assault on the Dollar,” March 26, 2009, <https://www.forbes.com/2009/03/26/zhou-xiaochuan-geithner-renminbi-currency-opinions-columnists-dollar.html>.
- 39 J. Kollewe, “Global Currency Flies with Push from Russia and Slip from Timothy Geithner,” *Guardian*, March 26, 2009.
- 40 A. Lane, “In Defending US Currency, Bachmann Distorts Geithner’s Comments About Dollar,” April 1, 2009, <http://www.politifact.com/truth-o-meter/statements/2009/apr/01/michele-bachmann/defending-dollar-bachmann-distorts-geithners-comme/>.
- 41 E. S. Prasad, *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014).
- 42 H. Cooper, “On the World Stage, Obama Issues an Overture,” *New York Times*, April 2, 2009.
- 43 Joint press conference with Angela Merkel and Nicolas Sarkozy, April 1, 2009, <https://ca.ambafrance.org/Joint-press-conference-with-Angela>.
- 44 以下内容出自 A. Rawnsley, *The End of the Party* (London: Penguin, 2010).
- 45 P. Blustein, *Laid Low: Inside the Crisis That Overwhelmed Europe and the IMF* (Waterloo, Ontario: CIGI, 2016), 75.
- 46 N. Woods, “Global Governance After the Financial Crisis: A New Multilateralism or the Last Gasp of the Great Powers?,” *Global Policy* 1, no. 1 (2010), 51– 63.
- 47 以下内容出自 Rawnsley, *The End of the Party*, iBook location 4218– 4351.
- 48 “Transcript: Obama’s G20 Press Conference,” April 2, 2009, <https://www.cbsnews.com/news/transcript-obamas-g20-press-conference/>.
- 49 A. Sparrow, K. Baldwin and H. Stewart, “Today’s G20 Deal Will Solve Financial Crisis, Claims Gordon Brown,” *Guardian*, April 2, 2009.
- 50 M. Rosie and H. Gorringer, “What a Difference a Death Makes: Protest, Policing and the Press at the G20,” *Sociological Research Online* 14, no. 5 (2009), 4.
- 51 “King Warns Against More Spending,” *BBC News*, March 24, 2009.
- 52 P. Aldrick, “Failed Gilt Auction Stokes Fears over UK Economy,” *Telegraph*, March 25, 2009.
- 53 M. Gove, “Coyote Ugly: G20 Finally Pushes Prudence into the Abyss,” *Scotsman*, March 28, 2009.

- 54 P. Wintour and N. Watt, “Gordon Brown: A Statesman Abroad, Under Fire Back Home,” *Guardian*, March 25, 2009.
- 55 “London Summit— Leaders’ Statement,” April 2, 2009, [https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20\\_040209.pdf](https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pdf/g20_040209.pdf).
- 56 N.-L. Sum, “A Cultural Political Economy of Crisis Recovery.”
- 57 因為二〇〇九年九月選舉後的減稅政策，使得德國在二〇〇九年初的權衡刺激計畫支出增加。

## 第12章 財政刺激措施

美國正「通往地獄之路」。<sup>1</sup>這是捷克即將卸任的跛腳總理米雷克·托波拉內克（Mirek Topolánek）二〇〇九年三月二十五日對歐洲議會講的話。尷尬的是，他不是另一個中歐的保守派人士，在倫敦二十國集團會議前幾天，他以歐洲高峰會主席的身分發言。歐巴馬政府的經濟政策將摧毀信心，捷克總理強調。飆升的赤字和巨額的債券銷售，會「破壞全球金融市場的流動性」。<sup>2</sup>他們在挑釁。每個人都知道大西洋兩岸的保守派人士對歐巴馬政府持懷疑態度，但這是「通往地獄之路」？有些人想知道譯者的翻譯是不是很恰當。《紐約時報》訴諸歷史，也許作為共產暴政數十年來的倖存者，托波拉內克對於國家干預特別敏感。法國總統薩科奇則不在乎這點，他很生氣，一個剛出頭的東歐小國怎麼能以這種方式來踹美國一腳，而且還代表歐洲呢？在倫敦，薩科奇譴責捷克不恰當的發言。處於劣勢的托波拉內克提供一個不那麼老套並更討喜的解釋。這句話的出現並非從史達林恐怖統治得到啟發，而是一個晚上花了很多時間聽到肉捲（注：[Meat Loaf](#)，本名麥可·李艾德（[Michael Lee Aday](#)），是美國著名的歌手、作曲家與唱片製作人，他的《地獄蝙蝠》三部曲唱片在全球銷售超過五千萬張）的重金屬經典作品《地獄蝙蝠》（*Bat Out of Hell*）突然冒出來的句子。<sup>3</sup>

無論他們用什麼慣用語來表達，二〇〇九年初大西洋兩岸的保守主義者對歐巴馬政府第一個重大的立法倡議感到憤怒：這個倡議後來就成為「歐巴馬刺激措施」（Obama stimulus），也就是「美國復甦與再投資法案」（American Recovery and Reinvestment Act）。在民主黨緊急推

動下，二〇〇九年一月二十八日法案在眾議院通過。在新總統的堅持下，法案在參議院特別週末會議上辯論，並在二月十日投票。一週後，二月十七日，歐巴馬簽署這項支出計畫，完成立法。這是危機後西方國家採取最大規模的財政刺激措施，也是美國史上規模最大的措施。出於相同的原因，他立即使大西洋兩岸的經濟政策舞台兩極化。

## 錯估形勢

歐巴馬的團隊從來不懷疑行動的必要性。在二〇〇八年冬季至二〇〇九年，美國的經濟情況正快速惡化。工作機會大量減少、底特律步履蹣跚，普遍存在危機感，需要恢復活力。政治風險顯而易見。正是二〇〇八年九月和十月上演的金融危機戲碼搞砸麥坎的競選，讓歐巴馬的選舉贏得空前的勝利。他的就職典禮圍繞著希望和期待的氛圍，振奮人心，許多人寄望新總統會帶來革命性轉變。歐巴馬不只把非裔美國人提升到新的位階，在金融危機中期也喚起馬丁·路德·金恩（Martin Luther King）前進國會的回憶，他無法避免大家把羅斯福的政績與他就職「百日」的成績比較。而且彷彿喚起金恩和羅斯福的時代並不夠，新當選的總統還喚起另一個民主黨樂觀主義的時代。他想要對新一代的人提供如甘迺迪登陸月球般的不可能任務。

不論歐巴馬政府做了什麼，計畫應該要很龐大。理由很簡單，因為二十一世紀美國經濟的規模已經很龐大。二〇〇八年的GDP大約十四兆七兆美元，因此為了產生有意義的影響，刺激措施需要很龐大。問題是國會很難處理這種基本事實。就像問題資產紓困計畫的爭議表明，聯邦

政府應該花一兆美元創造工作機會的提議很可能會引起憤怒或是恐慌，或是兩種情況都會發生。所以總統交接團隊設計的方法很謹慎。他們對民主黨領導階層提出七千七百五十億美元的預算，希望國會兩黨惡名昭彰的法案互相支持手法，最後讓預算總額接近一兆美元。<sup>4</sup>如果共和黨的支持能夠帶來進一步的減稅或更多的支出，那就更好了。

儘管大家對他抱有積極改革的期望，但歐巴馬傾向當個兩黨的中間派。他不認為保守派的敵意會對他猛烈攻擊。兩黨沒有合作的可能性，不過至少有少數共和黨人投票支持民主黨通過房利美和房地美的紓困計畫和問題資產紓困計畫，但到了二〇〇九年一月，沒有一個共和黨人投票贊成「美國復甦與再投資法案」，儘管這個法案有減稅當裝飾。<sup>5</sup>而在參議院只有三個共和黨議員支持，這是警告歐巴馬政府即將面對深厚的黨派敵意。從他擔任總統開始，共和黨大部分的意見都有效否定歐巴馬領導的正當性。基層則散布「出生地問題」（birther）的陰謀，懷疑歐巴馬出生在美國的公民身分。在國會中，呈現的是絕對反對的立場。美國右派智庫動員起來批評紓困計畫，並懷疑刺激措施和財政法規的未來發展。到了春季，被稱為「茶黨運動」（Tea Party movement）的反政府憤怒浪潮擾亂共和黨基層，並占據一整週的電視新聞畫面。在科氏工業集團帶頭的背景下，由億萬富翁「黑錢」（dark money）的捐助者故意煽動。

二〇〇九年，共和黨人在參眾兩議院都占少數，但他們冷酷無情的游擊戰和在自家媒體的鼓譟已經產生真實而直接的影響。<sup>6</sup>最重要的是，他們改變民主黨內部包容各方意見的聯盟平衡生態。政府需要民主黨集體投票支持刺激措施，這件事被所謂的自由市場溫和派，也就是藍狗聯盟（Blue Dog Coalition）與新民主黨聯盟拿來利用，反對政府支出的民主黨人則焦急地想保住得來不易的商業發展信譽。<sup>7</sup>因此國會「溫

和派」傾向削減刺激措施的規模，而不是從原來七千七百五十億美元往上加碼。結果刺激措施沒有歐巴馬團隊期望的規模那麼大，而且也不足以應付美國經濟的需求。登上頭條的「美國復甦與再投資法案」數字是八千兩百億美元。實際上，這更像一筆七千兩百五十億美元的資金，比歐巴馬團隊一開始提到的金額少五百億美元。

政治狀態決定刺激措施的規模與樣貌。總統想要昂貴的創新計畫，但是歐巴馬的幕僚長拉姆·艾曼紐（Rahm Emanuel）與他的政治團隊總是懷疑總統對環境議程和綠色成長的著迷會被出賣。國會山莊想要的是減稅和支出計畫，目標是取悅關鍵選區。最後，兩千一百二十億美元的刺激措施用於減稅，兩千九百六十億美元用於改善法案，像是政府的低收入戶醫療保險（Medicaid）和失業救濟。這為權衡性支出留下兩千七百九十億美元，其中總統的綠色能源優先政策和寬頻改進法案分別得到兩百七十億美元和七十億美元。<sup>8</sup>總而言之，刺激措施會修補或取代四萬兩千英里的道路和兩千七百座橋樑。但與羅斯福新政時代不同的是，沒有吸引目光的標誌、沒有像工程興辦署（注：[Works Progress Administration](#)，大蕭條時期成立的聯邦機構，藉著提供窮人工作來解決失業問題）留下充滿魅力的紀念碑。<sup>9</sup>

儘管如此，計畫規模還是很可觀。從絕對數字來看，他與新政的支出相當。雖然相較於國家經濟規模來說小得多，但歐巴馬的刺激措施集中在比較短的期間。<sup>10</sup>二〇〇九年，美國與亞洲國家都被放在社運人士的聯盟裡，比歐洲採行的權衡性財政措施都還要大。而且它發揮功效。儘管有「沒經驗的」自由市場經濟學家抗議，以及反對「天真的」凱因斯主義「增加支出來刺激經濟」的複雜經濟論述，每個值得信賴的計量經濟學研究都發現，歐巴馬的刺激措施都對美國經濟產生實質的正面影響。<sup>11</sup>歐巴馬經濟顧問委員會的估計顯示，未來四年每年創造一百六十

萬個就業機會，未來幾年會創造六百萬個工作機會。<sup>12</sup>刺激經濟的乘數效果是正數，而且大於一。這意味著政府支出對經濟的影響不只是正面的，而且激發的民間經濟活動比原先政府貢獻的多。因此，政府支出的影響是縮小政府在整體經濟活動的比重。

但如果情況是這樣，如果刺激措施奏效，為什麼歐巴馬政府不要求更多經費呢？<sup>13</sup>要求超過一兆美元會有政治風險，但也有金額太低的風險。到了二〇一〇年，美國失業率仍然高於一〇%，喪失抵押房屋的贖回權和強迫推銷正摧毀整個社區。數百萬年輕人大學畢業後沒有工作。正當壯年的人則被排除在勞動力之外。很多人無法回到職場。在二〇一〇年和二〇一二年的選舉中，民主黨人在緩慢前行的經濟處於下風和共和黨激進主義的背景下抗戰。他們保住總統職位，但失去國會控制權。歐巴馬政府從未建立羅斯福新政所形成的「為了生命支持民主黨人」

（注：[Democrats-for-life](#)，這是一個支持民主黨並反對墮胎的組織，認為婦女只有在被強姦或是有生命危險時才可墮胎。過去這個組織在民主黨內頗有影響力）的選民。考慮二〇〇九年他們在參眾議院都占多數，為什麼歐巴馬團隊沒有設定更高的標準並爭取更多的錢呢？如果祭出最大的力量是讓金融穩定最好的方法，那在談到財政政策時，為什麼會用如此小氣的方法？

部分答案在於交接團隊沒有完全掌握造成美國經濟下滑的金融海嘯規模。從二〇〇九年一月初交接團隊傳閱的準備文件中，我們知道歐巴馬團隊設想的最壞情況，是在沒有刺激措施下失業率達到九%。<sup>14</sup>事實上，即使美國祭出歷史上最大的政府計畫，失業率也高達一〇.五%。但儘管這樣低估，歐巴馬交接團隊中頂尖的總體經濟學家確實了解到刺激措施應該要更大。二〇〇八年十二月十六日，克里斯蒂娜·羅莫提出一份報告給總統當選人，認為要在二〇一一年第一季終結「產出缺口」



(output gap)，需要一．七至一．八兆美元的權衡性刺激措施。羅莫建立的是傳統模型。她提出的數字很合理，她的提議比歐巴馬團隊最終推動在國會通過的數字多出一兆美元。決定這個議題的是政治，或者說是經濟團隊以政治名義進行的自我審查。猜測是幕僚長拉姆．艾曼紐的態度，以及他的政治操刀者、國家經濟委員會主席賴瑞．桑默斯被說服，如果他們提出的數字接近她認為的必要數字，他和羅莫會失去所有可信度。桑默斯開玩笑說，羅莫計算的結果是「非權衡性的」。他並不想藉著表現出天真或「無經驗」來破壞經濟團隊的影響力，結果是從一開始就扭曲這個論點。甚至沒有人提出超過九千億美元的數字，這個數字還只有羅莫提出金額的一半。類似的通貨緊縮計算也排除對屋主的負債採取強烈與直接的行動。

因為歐巴馬政府初期遇到巨大的政治力量，使得白宮沒有在一開始就針對屋主推動全面性的救助計畫，而是推出資產紓困計畫和財政刺激措施。<sup>15</sup>雖然銀行和放款機構得到紓困，但仍有九百三十萬美國家庭失去拿回抵押房屋的權利，他們的房子交給放款機構，或是被迫法拍。<sup>16</sup>政府為了重新安排房貸才祭出的措施，現在這些措施的影響力似乎是種嘲諷。為了回應批評，賴瑞．桑默斯後來堅持，政府內部一直在辯論是否要救濟屋主。<sup>17</sup>他每個月定期與財政部和其他主要部會開會，要他們提出更好的選項。但是沒有一個是有效、高效率與在政治上可行的機制。有些是根本的阻礙。如果要幫助數百萬陷入困境的借款人，就必須是一個大規模的計畫，在財務不確定的時候，大規模的債務豁免，意味著會對銀行體系造成損失，而且會在國會引起極大的騷動，不只是什麼都沒有預料到的共和黨人會跳腳，溫和的民主黨人也會。在國會裡，政府必須謹慎使用它的政治資本。這是桑默斯、艾曼紐和財政部長蓋特納不願付出的代價。

二〇〇九年春季更明顯的情況是，歐巴馬政府裡印象最深刻的歷史不是羅斯福或甘迺迪時代，而是一九九〇年代比爾·柯林頓領導的上一屆民主黨政府。漢彌爾頓計畫的願景在歐巴馬陣營中盛行。面對危機，民主黨證明自己並不是那麼大膽或富有想像力，他們是經濟的穩健管理者，他們的任務是糾正另一個共和黨治理不當的時代。儘管二〇〇九年沒有人反對立即採取刺激措施的必要性，但是歐巴馬團隊對他們的導師羅伯特·魯賓所留下的遺產深表敬意。<sup>18</sup>桑默斯、蓋特納和歐巴馬預算辦公室主任彼得·奧薩格都是一九九〇年代財政部的老將。奧薩格和魯賓在二〇〇四年提到，政府赤字不只會排擠民間投資，還會造成信心和預期的負面循環，而且可能引發金融市場突然的恐慌。<sup>19</sup>面對二〇〇八年金融危機帶來的巨額赤字，使出最大力量來讓銀行穩定，以及對財政政策的謹慎態度，這兩者之間並沒有矛盾。對金融市場的擔憂是他們的共同考量。

## 信心童話

歐巴馬的刺激措施儘管有顯著的規模與效果，還引發政治爭議，但仍被政治妥協所圍繞。此外，儘管國會有行動的急迫性，但是刺激措施肯定來得太晚。支出計畫如果不用幾年、也要花幾個月才會上路。歐巴馬刺激措施的權衡性支出部分直到二〇〇九年六月才真正開始，此時勞動市場已經接近底部反彈。<sup>20</sup>很少讓人注意到的推論是，歐巴馬政府第一年在財政立場的慷慨大方，很大程度上是承襲二〇〇八年做出與沒做出的決定，當時未來的總統還在參議院。

二〇〇九年一月，由於布希政府和民主黨國會間的僵局，聯邦政府在沒有經常性預算的情況下運作，而且赤字前所未有的超過一．三兆美元。這是一個政治混亂和令人生畏的財政漏洞，但是從經濟的角度來看有其必要性。<sup>21</sup>國會拒絕批准布希政府一年前提出的預算，部分原因是它認為這是基於絕望而不切實際的經濟預測。即使白宮開始感受到房地產危機，它預計二〇〇九年的赤字只有四千零七十億美元。政府要求支出三．一兆美元，而且以現行稅率假定的稅收會達到二．七兆美元。國會懷疑這兩個數字，後來證明這些數字是正確的。由於經濟衰退，二〇〇八年九月至二〇〇九年九月的稅收下滑至二．一兆美元，此外，支出飆升至三．五兆美元，這包括問題資產紓困計畫分配到的一千五百一十億美元和歐巴馬刺激措施的第一筆經費兩千兩百五十億美元。問題資產紓困計畫與歐巴馬刺激措施的爭論為各方提供良好的政治戲碼。這些計畫有明顯的經濟影響，但在二〇〇九年財政刺激措施中，最大的部分是要彌補因為前一年的預算僵局和經濟衰退導致的稅收大幅減少。

自動穩定機制是現代財政政策的無名英雄，在美國，聯邦政府支出中不到三分之一是權衡性支出。剩下的部分則有現有的「法定福利」、失業和失能給付或退休金等社會福利。在經濟衰退期間，這些支出往往會增加。同樣的，以現有稅率和保險費率所流進財政部的稅收，不僅取決於政治決策，也取決於經濟活動創造的財富變動。在這些非權衡性的資金流主導下，現代國家的預算對經濟有強大的穩定作用。隨著經濟活動的減少，以及經濟體需要的刺激措施，使得稅收下降、法定福利支出增加，還有政府赤字自動擴大。

從這些條件來看，二〇〇七至二〇〇九年的危機對富有國家的預算影響是相當大的。不論美國國會、德國聯邦議會或英國下議院在進行刺激支出的政治討論，自動穩定機制都提供龐大而及時的刺激作用。根據國

際貨幣基金的計算，如果美國經濟在二〇〇九年達到充分就業的水準，那麼布希和歐巴馬政府採取的危機應對政策就足以產生GDP六．二％的赤字，這就是權衡性支出產生的赤字。實際上政府的財政赤字達到GDP的一二．五％。<sup>22</sup>對總體需求的支持有超過一半是自動或半自動產生的，而且這是所有先進國家的典型狀況。根據國際貨幣基金的計算，在危機期間，已開發國家的公共債務大幅增加，只有不到一半的原因是因為稅基減少所導致的稅收減少。隨著獲利、薪資和消費全部下降，這自動產生赤字，因此抵消刺激措施的力道。這使二十國集團在對抗危機時，提出截然不同的財政政策做法。雖然德國、法國、義大利都避開歐巴馬政府推出的那種整套刺激措施，更不用說北京鼓吹的計畫，但是它們的赤字也在擴大。隨著民間部門去槓桿化並削減支出，它們也看到巨額的非權衡性赤字。的確，它會採取一種費力而真正相反的緊縮行動來阻止這些自動穩定機制產生效果。這樣的淨效果很強烈，在二〇〇七至二〇一一年間，世界經濟體的需求因為第二次世界大戰以來暴增最多的公共債務而穩定下來。

對總體經濟學家來說，這是一個可以用來慶祝現代稅制與福利國家穩定資產的理由。對財政鷹派的人來說，這引起極大的關注。長期來看，這些債務需要更高的稅收來還清與展延，這會構成重大的政治挑戰。而且資本市場會如何反應？根據傳統財政保守主義規劃的腳本，大家會預期可能會產生嚴重而立即的後果。債務衝擊是否會像奧薩格、魯賓與許多人的警告而導致市場信心喪失？如何吸引存款人持有上兆美元的政府債券？利率會上升嗎？這會排擠民間投資嗎？持有債券的人會不耐煩嗎？一九九〇年代的「債市俠客」是否會開始採取行動，賣出政府債券，導致公債價格下跌、殖利率上升？二〇〇九年春季，隨著赤字的規模變得更明顯，財經媒體報導市場正陷入困境。由於「華盛頓在刺激

經濟反彈的財政和貨幣政策上下了驚人的賭注」，《華爾街日報》期待債券市場出現嚴肅的反應。<sup>23</sup>

二〇〇九年五月，因為不滿情緒如此強烈，加上柯林頓時代的記憶是如此痛苦，歐巴馬要求預算辦公室主任奧薩格準備一份應急計畫。<sup>24</sup>預算辦公室主任的反應非常激烈。在債券市場恐慌下，政府應該大幅增稅。這個報告本來只要給總統看，但拉姆·艾曼紐把報告洩漏給桑默斯，引發他的熊熊怒火。桑默斯威脅要辭職，並要求將來必須完全掌控提交給總統的所有經濟決策建議。桑默斯表面散發出邋邋、學者的形象，但卻對權力有敏銳的洞察力，他能夠感受到政府內部打算整合財政政策，而這會對他的地位構成威脅，但這也違反他身為「新凱因斯學派」經濟學家的直覺。桑默斯也許已經刪減羅莫的刺激措施提案，但是他確實不相信「信心童話」（注：[confidence fairies](#)，批評削減政府赤字就會回復市場信心讓經濟復甦的看法）的力量。<sup>25</sup>二〇〇九年夏季美國正迎來一九三〇年代初期以來最嚴重的衰退，談到那時的預算刪減還是太過倉促。如果信心是問題，那恢復信心最好的方法是策劃一個穩固的復甦。

在這種情況下，桑默斯和其他懷疑論者被證明是對的：沒有人抵制美國公債。債市俠客是個幽靈，美國家庭正要恢復存款。共同基金正在移除高風險的抵押債券，每個人都想要美國公債。各種系統性總體經濟和金融機制常常都會脫離財政鷹派的看法，他們認為財政預算就像民間的家庭預算。當民間部門正遭受去槓桿化的衝擊時，當儲蓄率在二〇〇九年飆升時，保持國家經濟整體的財政平衡並非國家需要，削減赤字也不需要。在無法引發衰退的情況下，每個人不會馬上存錢。正如自一九四〇年代「功能性財政理論」（[functional finance](#)）支持者提到的，國家必須擔任最後貸款人。<sup>26</sup>這樣做可以維護總體需求，而且提供金融市場

源源不絕、安全的長期債券。在二〇〇八年的震驚之後，全世界比以往更熱衷於持有安全資產。大量AAA評等的民間發行的證券顯然並不安全，因此對政府公債有很龐大的需求。不僅美國人想要美國政府的債務，隨著二〇〇七年夏季至二〇〇九年底，大眾持有的公債總數增加至二．九兆美元，外國買家持有超過一半，中國持有的美國公債增加至四千一百八十億美元。

正在銷售債券的是一些經營壓力最大的銀行，他們需要縮減資產負債表，但是這種調整受到央行的緩衝。二〇〇九年三月十八日，在後來被稱為第一階段量化寬鬆的初期，聯準會宣布要購買七千五百億美元政府贊助機構的房貸擔保證券，以及三千億美元的公債。英格蘭銀行在三月九日公布類似的聲明，先是保證購買一千五百億英鎊的英國公債或績優證券，後來又保證加碼兩千億英鎊。因此，二〇〇九年這些債券並沒有充斥市場，最高評等的政府公債殖利率實際上是在下降。

在歐元區，事情變得更加複雜。在那裡，自動穩定機制也發揮作用，而且赤字增加。公債發行激增，但是歐洲央行不像英國或美國可以買進新發行的公債。然而在雷曼兄弟之後，特里榭完全不想承擔風險。雖然歐洲央行並沒有購買新發行的公債，但它還是回購歐元計價的主權債券。<sup>27</sup>隨著歐元區赤字膨脹，歐洲央行以非正式的方式操作知名的「大交易」。<sup>28</sup>它在二〇〇九年五月發起的所謂「長期再融資操作」（Long-Term Refinancing Operation），藉此提供歐洲銀行數千億歐元廉價的流動資金。<sup>29</sup>然後銀行拿來買進主權債券。平均來說，歐洲銀行在長期再融資操作付給歐洲央行的利率只有持有債券賺得的三分之一獲利。總而言之，二〇〇九年在歐元區，銀行增加價值四千億歐元的主權債務負擔。<sup>30</sup>這是一個簡單、而且顯然安全的獲利，最熱衷利用的銀行是歐洲經營壓力最大的銀行，包括後來破產的聯合裕寶銀行與法國和比

利時的德克夏銀行。為了使報酬率達到最大，它們將歐洲央行的資金投入葡萄牙和希臘這些風險較高、提供更高收益率的外圍國家債券。與英國和美國一樣，這有助於穩定公債市場，但兩者有很大的差異。美國和英國的央行正把流動資金注入銀行體系。相較之下，在歐元區，吸收主權債務的是銀行的資產負債表。

## 舉債煞車機制

財政刺激措施在二〇〇八年冬季至二〇〇九年顯然有必要。自動穩定機制是一個受歡迎的輔助措施。它們一起幫助已開發經濟體從一九三〇年代以來最嚴重的危機中恢復。由於一般總體經濟條件和央行的干預，歐洲或美國的債券市場都沒有出狀況。但儘管如此，大西洋兩岸已經在二〇〇九年春季聽到對過度赤字和整合需求的擔憂，而且沒有什麼地方比德國更焦慮。

在倫敦的二十國集團會議中，梅克爾和薩科奇對財政重整的必要性採取公開的立場，在很大的程度上，這是政治戲碼。由於德國出口產業受到衝擊，梅克爾政府無法忽視對刺激計畫的要求。失業率飆升，而且在即將到來的秋季，基督教民主聯盟和社會民主黨還面臨選舉。早在二〇〇九年初期，梅克爾的大聯合政府就促成一項協議，財政部長史坦布律克不情願地同意採取適度緊急的額外支出和減稅措施。<sup>31</sup>自動穩定機制則會負責剩下的部分。但二〇〇五年以來，梅克爾的大聯合政府一直提心吊膽的財政重整問題再也無法迴避。基督教民主聯盟和社會民主黨同意，即使他們執行刺激措施，中央和地方政府的預算平衡也會記入憲

法修正案中。

迫使德國解決這個問題的不是債券市場恐慌或立即的財政需求。德國公債（Bunds）是歐元區首選的安全資產，就像美國公債是美元世界的安全資產一樣。<sup>32</sup>儘管二〇〇九年德國有龐大的赤字，但要銷售公債並不困難。可是在危機前形成一項無法逆轉的緊縮決策並不是因為市場造成，而是跨黨派對財政重整的共識造成。會做出這個決定是因為有長期競爭與裁員的願景、納稅人和企業倡導者的遊說，以及德國西部富有州的地區利益所驅使。<sup>33</sup>這項選擇不僅改變德國的政治，也改變整個歐元區的政治。

二〇〇九年二月五日星期四，在柏林北部郊區泰戈爾機場（Tegel Airport）德國國防軍的一個軍營中，總理梅克爾親自促成這項交易。<sup>34</sup>在巴伐利亞州這個極端保守的基督教社會聯盟（CSU）勢力施壓下，各州集體承諾一項憲法修正案，要在二〇二〇年還清所有借款。不來梅（Bremen）、薩爾（Saarland）、柏林、薩克森安哈特邦（Sachsen-Anhalt）、什列斯威霍爾斯坦（Schleswig-Holstein）等落後州每年將獲得八億歐元的補貼，直到二〇一九年。但交換的條件是，它們要接受所謂的穩定委員會（Stabilitätsrat）對它們的財政政策進行外部審查。拒絕回應委員會提議的州會失去聯邦政府的財政支持。就這部分來說，聯邦政府同意藉著憲法修正案來約束自己，在正常情況下，舉債不超過GDP的三五%。除非遇到週期性衝擊，但這個上限很嚴苛。<sup>35</sup>舉債只能用在投資與目前的支出。

沒有注意到這條嚴苛的新規則會對世界上最大的債券市場產生後果。政府債券只被視為是負債，而非儲蓄者的安全資產。緊縮的說法主導一切。巴伐利亞州州長霍斯特·傑洛夫（Horst Seehofer）興高采烈，總理梅克爾則宣布改變設定的上限數字（Weichenstellung）。舉債煞車



機制是德國聯邦制運作的證明。<sup>36</sup>二〇〇九年三月二十七日史坦布律克在聯邦議會對憲法修正案做出典型的申辯：這不是總體經濟學的問題，而是民主自治的問題，是「留下財政空間」的問題。一九七〇年代以來，儘管表面上有債務限額，但每年的赤字導致預算中八五%的聯邦支出用在償債與非權衡性支出上。財政政治學（fiscal politics）「僵化並缺乏生命」（versteinert und verkarstet）。<sup>37</sup>限制債務上限會把財政優先考量的自由選擇權歸還給選民和議會。反債務的共識並不是沒有人反對。官方的德國經濟專家顧問委員會「五經濟智囊」（Wirtschaftsweisen）的成員、特立獨行的凱因斯主義者彼得·伯芬格（Peter Bofinger）對此嚴厲批評。如果德國聯邦政府沒有發行新的聯邦債券，那麼每年投資一千兩百億歐元的德國儲蓄者要投資什麼？因為德國企業部門也有盈餘，所以他們將資金投資在德國企業並無法讓企業的財務平衡。德國儲蓄者無法在國內投資，就必須將在海外投資。<sup>38</sup>這是德國長期經常帳盈餘對應到的財政情況，這同樣是出口產業成功進而壓抑國內消費和投資的一種症狀。二〇〇九年五月二十九日聯邦議會投票時，在需要三分之二同意的條件下有六八·六%的議員贊成，略占多數，修正案還是通過了。如果要撤銷，下一次還需要三分之二的多數議員同意。

首先，這是國內問題。但即使在聯邦議會召開之前，舉債煞車機制在柏林被吹捧為德國對外國經濟政策的一個主要因素。強大的德國馬克和獨立的德國央行使西德成為保守經濟政策的典範。嚴格的「哈茲第四法案」削減措施為「勞動市場改革」設定標準。現在，「舉債煞車機制」（Schuldenbremse）將成為德國保守經濟治理最新出口的工具。<sup>39</sup>對梅克爾這類政治家來說，公共債務的問題就像通貨膨脹問題，是一個影響所有先進社會的問題。這可以追溯到一九六〇年代，已經存在數十年，現在是挺身而出的時候了。隨著梅克爾前往倫敦參加二十國集團會

議，她稱德國的舉債煞車機制是一項偉大的成就。就像她對德國商會的觀眾提到：「我們必須試著把這個做法推廣到整個世界。」<sup>40</sup>

## 財政永續

在倫敦二十國集團的會議上，梅克爾、布朗和歐巴馬之間的衝突呈現出熟悉的跨大西洋刻板印象，對於盎格魯薩克遜的自由市場融資，德國人很保留，並抱持懷疑的態度。美國人和英國人都在隨意倡導不管如何都要讓資本主義引擎持續運作，但這對雙方都是一種扭曲。德國人有很多財政問題與破產銀行要處理，此外，歐巴馬的班底並沒有像其他人描述的那樣是堅定的高消費者。如果財政部長蓋特納鼓吹二十國集團的其他國家做更多事，那很大程度上是希望美國可以做比較少的事。國會中希望第二次做出重要努力來推動另一輪刺激計畫的民主黨，但是他們並沒有得到白宮的幫助。<sup>41</sup>在政府內部，在需要更多財政努力下，克里斯蒂娜·羅莫愈來愈孤獨，有時她會得到賴瑞·桑默斯的支持，但是當她像二〇〇九年冬季至二〇一〇年一樣，直言不諱的支持第二輪刺激措施時，歐巴馬毫不留情地以沉默來回應她。<sup>42</sup>

從二〇〇九年夏末開始，華盛頓特區和歐洲開始盛行危機前的財政政治學。財政「永續」重回優先考量的目標。財政部長蓋特納二〇一二年的赤字目標是GDP的三%，相較於二〇〇九年GDP的一〇%赤字是很大的緊縮。預算辦公室的奧薩格也參與這個提供最省成本構想的內部競賽，而且更加激進。<sup>43</sup>所有歐巴馬政府的中期優先事項往往都指向政府精簡和削減支出。在政治上第一優先的是健保改革。雖然共和黨人認為

這受到歐洲式的社會主義所汙染，但是在營利的醫療企業龐大無效率、而且接受美國政府補貼的情況下，醫療產業的產值占GDP一七%，是金融服務業的兩倍，因此，「平價醫療法案」（Affordable Care Act）的優先考量是要削減成本。同樣的，歐巴馬外交政策的要點是要削減支出。二〇〇九年白宮被說服在阿富汗投入更多的軍隊，但那只是因為同一時間美國承諾在伊拉克的駐軍減少。美國軍人不喜歡這樣，然而增加大筆支出的年代結束了。雖然歐巴馬刺激措施在總統任期的第二年達到高峰，但二〇一〇年被其他地方的聯邦支出削減，以及州和地方支出的急遽萎縮所抵消。雖然沒有人承認，但二〇〇九至二〇一〇年德國赤字增加得比美國快卻是事實。<sup>44</sup>雖然這個論點顯然相當清晰，但危機之後的財政卻以特有的方式和貨幣政策的制定一樣不甚透明。

- 
- 1 S. Erlanger and S. Castle, “European Leader Assails American Stimulus Plan,” *New York Times*, March 25, 2009.
  - 2 A. White, “EU Presidency: US Stimulus Is ‘The Road to Hell,’ ” *San Diego Tribune*, March 25, 2009.
  - 3 Rawnsley, *End of the Party*, ibook location 4309.
  - 4 N. Sheiber, *The Escape Artists: How Obama’s Team Fumbled the Recovery* (New York: Simon & Schuster, 2012), 96.
  - 5 R. Lizza, “The Obama Memos,” *New Yorker*, January 30, 2012, <http://www.newyorker.com/magazine/2012/01/30/the-obama-memos>.
  - 6 M. Grunwald, *The New New Deal: The Hidden Story of Change in the Obama Era* (New York: Simon & Schuster, 2012).
  - 7 D. Loewe, “Obama’s Blues Agenda,” *Guardian*, February 13, 2009.
  - 8 J. Green, “The Elusive Green Economy,” *Atlantic*, July/August 2009, <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/07/the-elusive-green-economy/307554/>.
  - 9 M. Grabell, *Money Well Spent? The Truth Behind the Trillion-Dollar Stimulus, the Biggest*

Economic Recovery Plan in History (New York: PublicAffairs, 2012).

- 10 B. Dupor, “The Recovery Act of 2009 vs. FDR’s New Deal: Which Was Bigger?,” [https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/first\\_quarter\\_2017/the-recovery-act-of-2009-vs-fdrs-new-deal-which-was-bigger](https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/first_quarter_2017/the-recovery-act-of-2009-vs-fdrs-new-deal-which-was-bigger).
- 11 F. Reichling, “Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from October 2011 Through December 2011,” Congressional Budget Office, Washington, DC, 2012. This broadly concurs with T. G. Conley and B. Dupor, “The American Recovery and Reinvestment Act: Solely a Government Jobs Program?,” *Journal of Monetary Economics* 60.5 (2013), 535– 549.
- 12 Council of Economic Advisers, “The Economic Impact of the American Recovery and Reinvestment Act Five Years Later” (final report to Congress, February 2014).
- 13 P. Krugman, *End This Depression Now*; and Eichengreen, *Hall of Mirrors*, 297– 301.
- 14 C. Romer and J. Bernstein, “The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan,” January 9, 2009, [https://www.economy.com/mark-zandi/documents/The\\_Job\\_Impact\\_of\\_the\\_American\\_Recovery\\_and\\_Reinvestment\\_Plan.pdf](https://www.economy.com/mark-zandi/documents/The_Job_Impact_of_the_American_Recovery_and_Reinvestment_Plan.pdf).
- 15 N. Barofksy, *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street* (New York: Free Press, 2012).
- 16 全國房地產經紀人協會估計有九百三十萬個家庭失去房屋，這個數字引用自L. Kusisto, “Many Who Lost Homes to Foreclosure in Last Decade Won’t Return,” *Wall Street Journal*, April 20, 2015. 也可參考“The End Is in Sight for the US Foreclosure Crisis,” December 3, 2016, <https://www.stlouisfed.org/publications/housing-market-perspectives/issue-3-dec-2016/the-end-is-in-sight-for-the-us-foreclosure-crisis>.
- 17 “Lawrence Summers on ‘House of Debt,’ ” *Financial Times*, June 6, 2014.
- 18 R. Suskind, *Confidence Men*.
- 19 R. E. Rubin, P. R. Orszag and A. Sinai, “Sustained Budget Deficits: The Risk of Financial and Fiscal Disarray,” AEA-NAEFA Joint Session, Allied Social Science Associations Annual Meetings, 2004.
- 20 P. Mauro, M. A. Horton and M. S. Kumar, “The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor,” IMF, 2009.
- 21 “Budget of the US Government Fiscal Year 2011,” <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BUDGET-2011-BUD/pdf/BUDGET-2011-BUD.pdf>.
- 22 IMF, *Fiscal Monitor*, Washington, DC, May 2010.
- 23 Editorial, “The Bond Vigilantes,” *Wall Street Journal*, May 29, 2009.
- 24 Scheiber, *Escape Artists*, 151; and Suskind, *Confidence Men*, 516.
- 25 Scheiber, *Escape Artists*, 150.
- 26 A. P. Lerner, “Functional Finance and the Federal Debt,” *Social Research* (1943), 38– 51.

- 27 D. Gabor and C. Ban, “Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets,” *Journal of Common Market Studies* 54, no. 3 (2016), 617– 635.
- 28 Bastasin, *Saving Europe*, 110– 111.
- 29 D. Gabor, “The ECB and the Eurozone Debt Crisis” (ND), [https://www.academia.edu/868218/The\\_ECB\\_and\\_the\\_European\\_Debt\\_Crisis](https://www.academia.edu/868218/The_ECB_and_the_European_Debt_Crisis), and D. Gabor, “The Power of Collateral: The ECB and Bank Funding Strategies in Crisis,” May 18, 2012, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2062315> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062315>. 為了增加長期再融資操作的業務，歐洲央行還運作一個比較小型的計畫來支持擔保債券市場。
- 30 IIF, “Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework,” June 2010, 26.
- 31 M. Dettmer, D. Kurbjuweit, R. Nelles, R. Neukirch und C. Reiermann, “Diebische Freude,” *Spiegel*, January 12, 2009.
- 32 OECD, *Public Debt Markets: Trends and Recent Structural Trends* (Paris: OECD, 2002).
- 33 “Konjunkturpaket II,” *Spiegel*, January 27, 2009.
- 34 “Konjunkturpaket,” *Spiegel*, January 6, 2009.
- 35 C. Reiermann, “Goldener Zuegel,” *Spiegel*, February 9, 2009.
- 36 F. Gathmann, “Einigung zur Schuldenbremse,” *Spiegel*, February 6, 2009; and “Finanzhilfen für ärmere Länder,” *Spiegel*, February 13, 2009.
- 37 “Foederalismusreform,” *Spiegel*, March 27, 2009.
- 38 “Fuehrende Oekonomen verteufeln die Schuldenbremse,” *Handelsblatt*, February 13, 2009; and S. Dullien, “Kommentar,” *Spiegel*, February 9, 2009.
- 39 “Schlacht um die Schuldenbremse,” *Manager Magazin*, January 16, 2009.
- 40 D. Hawranek, et al., “Gipfel am Abgrund,” *Spiegel*, March 30, 2009.
- 41 Kuttner, *Presidency in Peril*, 78– 79.
- 42 Suskind, *Confidence Men*, 656.
- 43 Scheiber, *Escape Artists*, 150.
- 44 IMF, *Fiscal Monitor*, Washington, DC, November 2010.

## 第13章 修復金融業

「信心」是經濟學中最多變的一個概念。二〇〇七至二〇〇八年間，對房貸證券化、資金市場與銀行的信心崩盤，擊垮房地產市場和必要的紓困措施。到了二〇〇九年，信心問題依舊存在，但現在是政府赤字與「債市俠客」的威脅占據頭條版面。考量當時債券市場的實際情況，這種對財政政策的限制焦慮，是危機前傳統中間派無視危機後實際情況的勝利。由於債市俠客沒有出現，數百萬失業者因為沒有採行財政刺激措施而付出代價，而且影響遍及勞動市場。財政緊縮政策的目的應該是要維繫信心，並創造空間來讓民間部門復甦，但信心從何而來？房地產市場依舊崩跌，家庭必須支付欠下的債務，並修復他們捉襟見肘的財務狀況。經濟振興必須來自商業投資，而這有賴於金融穩定與擴大信用，這又回到二〇〇八年實際導致信心崩潰的源頭：銀行業與它們危險的資產負債表。以維護信心為由，排除以全面性財政政策來應對，在沒有更好的方案下，讓銀行起死回生看起來似乎是最有希望的復甦之路。

雖然二〇〇八年九月的全面性恐慌已經過去，但銀行業依舊十分脆弱。由於銀行開始全面吸收虧損（二〇〇九年五月國際貨幣基金估計全世界的資產減記金額高達一．五兆美元），因此銀行債務的違約保費在歐元區飆升三百個基點，美國則飆升四百個基點。<sup>1</sup>在這樣的保費提升下，銀行新融資極為昂貴。而且在二〇〇九年春季，美國銀行與花旗集團的情況依舊危急，它們是美國最大的兩家商業銀行。<sup>2</sup>美國銀行正在消化美林恐怖的資產負債表，而花旗集團的情況更糟。儘管有財政部專門用於有毒資產的三千億美元，但在二〇〇九年五月，花旗集團的股價

卻只有九十七美分。<sup>3</sup>紐約聯邦準備銀行準備一項全面性的援助計畫，包含擔保所有債務與五千億美元的外國存款。然而，與此同時，銀行家並沒有感受到二〇〇八年紓困所帶來的政治創傷，反而隔絕在自我滿足的狀態下，持續從產生的收益中讓自己取得最高比例的收益。

在英國，最令人震驚的例子是蘇格蘭皇家銀行，這間現在主要是由國家持有的銀行，在二〇〇九年二月意圖兌現十億英鎊的紅利。<sup>4</sup>在美國，這個數字更大。華爾街在面對數百億美元的損失之後，到了二〇〇八年發放紅利的季節，付給高層一百八十四億美元的紅利，這個金額是國會批准總統的寬頻設施現代化法案費用的二．五倍。相反的，如果這些錢被保留在銀行裡，會對銀行的資本重組有很大的貢獻。<sup>5</sup>但是投資銀行並非傳統的上市公司，它們主要是為了讓管理階層菁英受益的合夥企業。不管發生什麼事，這些菁英都預期會得到報酬。在二〇〇八年發放紅利的季節，光是美林就必須付出四十至五十億美元。慣例是二〇〇八年十二月發放紅利，現在時間還被提早，那時這家公司剛公布第四季虧損兩百一十五億美元，而且是在財務崩壞到不情願被美國銀行收購的前幾天。<sup>6</sup>然而，所有紅利醜聞中，真正引起大眾關注的是美國國際集團，這家公司在二〇〇八年第四季虧損六百一十七億美元，創下美國企業虧損最大的記錄。儘管如此，在二〇〇九年三月十六日，公司卻宣布讓有毒資產擴散的金融產品部門獲得一億六千五百萬美元的紅利，這個數字原本更高，是四億五千萬美元。即使美國總統歐巴馬表達「震怒」，要求拿錢賠償給美國納稅人，<sup>7</sup>但又能怎麼做呢？

該不該國有化？

第一個選擇是國有化。這就是英國被迫對駿懋銀行、哈里法克斯蘇格蘭銀行和蘇格蘭皇家銀行所做的事情。德國的德國商業銀行和聯合裕寶銀行也在國家手中。經濟學家提出瑞典的正面案例，在一九九〇年代面臨大型金融危機時，瑞典也曾採取激進手段。在國有化並重組銀行後，經濟快速反彈。相形之下，日本延後銀行重組與資本重整，直到現在還在苦苦掙扎。也許解決方法是依循瑞典的案例，拆解美國的巨型銀行，進行重建與資本重組，然後再讓它們重回到市場。曾經被棄若敝屣的事情現在成為基本常識。二〇〇九年二月，年輕時就崇拜自由市場女神艾茵·蘭德（Ayn Rand）的聯準會前主席艾倫·葛林斯潘告訴《金融時報》：「為了促進快速而有秩序的重整，暫時讓一些銀行國有化或許有其必要性.....我明白一百年來才有一次要這樣做。」<sup>8</sup>在新聞網的節目上，南卡羅來納州共和黨參議員林賽·葛拉漢（Lindsey Graham）認為：「這個銀行國有化的想法讓人感覺不舒服.....但我認為我們已經讓這麼多有毒資產散布到銀行與金融體系，散布到全世界，因此我們必須做些一年前沒有人想像過、也沒有人喜歡的事。」<sup>9</sup>

二〇〇九年初期對銀行業的強烈反感，迫使歐巴馬必須表達立場。二〇〇九年二月十日一場記者會上，他舉出一個大家都在談論的國際案例。他承認日本在一九九〇年代糟糕的紓困所帶來的慘痛經驗，也承認瑞典在將銀行國有化後有更好的表現。「所以，」歐巴馬繼續說道，「看起來瑞典是一個好的模範。」但是總統對這樣的對比並沒有很放心。「這裡的問題是，」歐巴馬提到，「瑞典只有五家銀行（眾人笑），我們卻有幾千家。美國的經濟與資本市場規模如此龐大.....我們的評估是，那樣的比較沒有意義，而且我們國家也有不同的傳統.....很明顯，在政府與市場的關係上，瑞典有許多不同的文化，美國也不一樣。同時我們有強烈意識想要保留民間資本，以滿足這個國家的核心投



資需求。因此我們已經試著採取一些必要的強制手段，但這麼做也讓我們意識到，我們擁有龐大的民間資本市場，最終這將成為讓信貸再次流動的關鍵。」<sup>10</sup>

這不是歐巴馬表達最清楚的演說，但卻是對基本原則的一項清楚聲明。「國家的核心投資需求」取決於「民間資本」，政府刺激方案的支出，無論是基礎建設或是教育，都是次要的，真正的關鍵是要讓銀行重新站起來。對於要執行歐巴馬保證的「強制手段」的人，也就是財政部長提摩西·蓋特納來說，這番話十分中聽。對蓋特納來說，國有化從來就不是個選項。二〇〇八年在紐約聯邦準備銀行，他已經看到市場的恐慌有多深，他親眼見到對貝爾斯登、房利美與房地美的抗議。十月十三日星期一下午與鮑爾森、柏南克和希拉·貝爾一起逼迫銀行家們接受問題資產紓困計畫的資金時，他也在場。這已經夠了，對蓋特納來說，如果二〇〇九年推動進一步的國有化，將會是一個「深刻的政策變革錯誤」。<sup>11</sup>

儘管民怨沸騰，還不斷冒出紓困方案的醜聞，歐巴馬和蓋特納的表態都選擇反對瑞典的選項，但前景依舊茫然。執政團隊裡的主要經濟學家賴瑞·桑默斯與克里斯蒂娜·羅莫卻受到瑞典的案例吸引，保羅·沃克也一樣。或許美國金融體系需要在國有化下進行一個短暫而劇烈的資本重組。所以經過激烈爭辯下，二〇〇八年三月十五日下午在白宮召開一場會議來消弭分歧。<sup>12</sup>在總統的旁觀下，這個爭論已經來回交鋒好幾個鐘頭，直到歐巴馬不耐煩地表示還必須關注其他事情，希望能在當晚會議結束時產生結論。總統離開會議室後，這個議題就由髒話滿口的幕僚長拉姆·艾曼紐主導。如果要照瑞典的做法讓銀行重建與全面性的資本重組，這樣要花到七千億美元的話，「我不會讓這種幹事發生」。在問題資產紓困計畫和刺激計畫推出之後，健保改革已經在進行中，艾曼

紐無法要求眾議院中間派的民主黨人支持更多的支出計畫。經濟學家必須想出其他方案。

到了二〇〇九年，問題不再只是投資銀行，它們已經恢復獲利。問題是出在陷入困境的商業銀行，其中花旗的情況最為糟糕，因此與其讓美國銀行體系的全面重組，這場會議同意將既有的問題資產紓困計畫資金集中用於支持花旗集團的「解決方案」。這個過於龐大的巨型機構應該被拆解、縮小規模、重組，將最糟的資產從壞銀行中移除。在沒有事先警告聯邦存款保險公司的希拉·貝爾，執政團隊內部正在進行激烈爭辯的情況下，桑默斯向她試探為花旗最糟糕的資產創造出一個市值八千億美元的壞銀行，並讓股東自救的可行性。<sup>13</sup>歐巴馬在當天晚上不久後就批准花旗的計畫，由財政部負責制定細節。這應該是一項很重大的計畫，因為花旗集團的規模龐大，它在一九九八年與旅行者集團

（Travelers Group）合併後，就為「無聊的」商業銀行歲月敲下喪鐘，透過魯賓的牽線，花旗在政治上與民主黨關係緊密。第二天，在美國國際集團自肥的醜聞爆發後，採取行動的壓力才開始上升。總統暴怒，他想要採取行動，於是全國最大的十三家銀行老闆被召喚至白宮開會。<sup>14</sup>

到這一刻，華爾街才真正害怕歐巴馬政府可能會發動戰爭。無論銀行有多不受歡迎，都應該要做好政治公關，然而它們卻沒有。儘管三月十五日在總統批准的決定中，蓋特納從沒有贊同要重組花旗集團。沒有人釐清花旗集團的複雜結構，財政部是否有資源和法律來強制執行也不確定。曠日廢時的重組可能會嚇退市場。用一位歐巴馬最親近的顧問在事後檢討時說的話，財政部「緩慢進行」花旗集團的案子。<sup>15</sup>儘管這種拖延的行動被認為不服從上意，但歐巴馬並沒有呈現出要貫徹意志的行動。就像他在評論「瑞典案例」時說，他在處理銀行的議題上絕不激進。當歐巴馬三月二十七日面對銀行的執行長時，整個氣氛很冷清。但

他把他們叫來華盛頓並不是要懲罰他們，而是要告誡他們。他呼籲銀行家在發放紅利與獎金上展現克制。「幫我，也幫你們，」總統呼籲。當幾位執行長為他們領取過高的薪資提出常見的理由時（他們的事業規模龐大、風險很高，而且要和國際人才競爭），總統憤怒地打斷他們：

「你們說這些話最好小心一點、和緩一點，大眾不會買單……你們和舉著攻擊火把的大眾之間只有我這個政府。」<sup>16</sup>

二〇〇九年春季，歐巴馬與蓋特納把自己定位為美國金融體系最後一道防線，而非採取攻勢。他們設定的任務是要讓「暴民」冷靜。當然，扮演好警察的角色是屢試不爽的談判戰略，但它通常需要結合嚴格的條件，有人必須扮演壞警察。二〇〇九年讓人印象深刻的是，歐巴馬政府對於提供銀行的保護只要求很少的回報。讓強硬的華爾街交易商驚訝的是，三月二十七日在談判桌上的唯一條件是自願性的限制薪資，這甚至比六個月前鮑爾森強迫他們接受問題資產紓困計畫時要求的還少。事實上，如果二〇〇九年真有人揮舞著攻擊火把的話，那一定不是反對銀行的左派群眾，而是右派的民粹主義者。隨著福斯新聞網強力關注，以及友好的寡占企業大亨資助，他們正在組織茶黨運動。他們發怒的對象並非華爾街，而是白宮的自由派。令人不安的事實是，歐巴馬並沒有高舉自己的武器。他遭到右派辱罵，又被左派懷疑被華爾街操弄，就像蓋特納承認的，政府發現自己處在政治上的「真空地帶」。<sup>17</sup>

在擔任財政部長的初期，蓋特納經常被大家說是前高盛幫。<sup>18</sup>基於鮑爾森與魯賓的前例，這是意料中的事。他看起來就是那樣的人。他成熟有活力，還有幹練投資銀行家的好戰。紐約聯邦準備銀行的日誌顯示，還在高盛時，蓋特納定期與花旗集團的高層交流，而他的導師魯賓更是社交場合的眾人焦點。<sup>19</sup>在擔任財政部長期間，蓋特納仍然維持這樣的習慣。<sup>20</sup>但由於蓋特納散發出華爾街的特質，使他的公職生涯一直

延續到二〇一三年，並以此為傲。他描述自己並非銀行家，而是一個戰士，是一個堅毅不屈的人，為國家經濟與美國民眾的利益服務，而且為了公眾利益願意弄髒自己的手，承擔道德責任。然而蓋特納是如何定義公眾利益呢？他認為，最重要的承諾是維持「金融體系」的穩定，因為如果不這樣，整個經濟必然會崩潰。<sup>21</sup>這是他的重要信條，美國的利益與金融體系是一致的，我們無需假設他受到特定銀行的操控，就能解釋他的行為：是他對金融體系的信念，決定花旗集團不應該破產。更重要的是，主要的金融監理機關與政府也必須受到保護。蓋特納拒絕銀行國有化的時候是為了保護貨幣主管機關，就像保護其他單一銀行一樣。對華爾街全面開戰，很容易使監理機構受到攻擊，二〇〇九年，「監督聯準會」是左派及右派同聲討伐的戰役。

在蓋特納的操盤之下，財政部對於危機的反應不是以拆解最大的銀行來處理「大到不能倒」的問題，也不是以政治化的監理措施來謀求更廣泛的社會利益。相反的，財政部的解決方式是增加監理措施，以及監理機構（主要的監理機構是財政部和聯準會）的管理能力。在資本主義的金融業是已知條件下，大家就必須接受巨型銀行的問題，以及複雜、快速變動的市場。大家也必須接受這個體系容易發生危機。確實，危機不可避免，每個人都希望在國家與國際層級上建立足以處理危機的能力。二〇〇八年，聯準會與財政部以顯著的規模，讓影響跨越美國經濟體。在倫敦的二十國集團會議中，國際貨幣基金獲得需要的火力。財政部二〇一九年的目標是在國家層級上持續整合，就像它在二〇〇八年十月開始做的事一樣，這圍繞在資本重組的議題上。當銀行從衝擊中復甦之後，它們就等不及要償還問題資產紓困計畫注入的資金。為了更快推動，聯準會與財政部聯手引進一個新的監理制度，就是眾所皆知的壓力測試。而接下來則是要用很大的政治力量在國會推動立法，讓監理金融

穩定的業務可以合法化與正規化。當二〇〇八年的殘酷危機成為回憶時，大型銀行和主管機關間的新關係將被永久定型。

## 壓力測試

紐約聯邦準備銀行純粹因為內部的目的，已經有一段時間習慣對華爾街主要銀行進行危機模擬。<sup>22</sup>二〇〇九年二月，在蓋特納擔任財政部長後的第一次演講中，蓋特納宣稱這些所謂的壓力測試將成為全面實行的公共政策。聯準會和財政部會檢視並確保所有在美國營業的主要銀行穩健經營。為此，美國所有的大型銀行都要提交帳戶來檢查。聯準會與財政部官員會假定出現金融災難的情境，用這些資料來估計銀行會遭受多少損失，以及它們有多少資源可以用來度過衝擊。實際上，財政部和聯準會等於是把自己變成最重要的信用評等機構：「穆迪的美國版」

（United States of Moody's），它們是民間公司信譽的官方仲裁者與美國金融體系的信心捍衛者。<sup>23</sup>顯示出有風險的銀行會要求增資，而無法從民間資本市場中取得資金的銀行，就必須接受問題資產紓困計畫的注資。

在拒絕瑞典的選項後，歐巴馬總統對美國「數千家銀行」表態。實際上，在總統發表演說時，美國有六千九百七十八家商業銀行正在營運，但對蓋特納和柏南克來說，這些銀行並不重要，它們是由聯邦存款保險公司管轄。真正會影響體系穩定的是十九家資產超過一千億美元、總資產大約十兆美元的大型銀行。對這些規模龐大而複雜的機構進行徹底的審查是很費力氣的工作。而且壓力測試是更具策略性且快速變動的

工作。在衝擊的效果下，由兩百名銀行審查員、監督員與分析人員組成一個臨時小組，檢查帳目。<sup>24</sup>而他們檢測的災難情境離世界末日還很遙遠。他們假定經濟成長率只會減少二至三個百分點，失業率上升至八.五%，房價會下跌一四%至二二%。後來發現這樣過於樂觀，然而即使是從這些數字和違約機率當作開始，也足以得到一個清晰的結論。除了在二〇〇九年春季已經認列的三千五百億美元損失之外，在壓力測試的情境下，二〇一〇年底預期銀行進一步還會有六千億美元的資產減損與減記。因此接下來會產生一個真正關鍵的問題：要讓銀行業安全無虞，並讓市場恢復信心，還需要多少資金？這是一個判斷。財政部與聯準會衡量的範圍是從最低的三百五十億美元到最高的一千七百五十億美元。然而，風險就在於，如果它們宣布有龐大的資金短缺，不可避免會使市場的信心動搖。另一方面，如果它們宣布的短缺數字過低，則會損害執行壓力測試的信心。<sup>25</sup>

根據內部報告，最初的估計引起銀行圈驚慌失措。美國銀行面臨五百億美元的額外增資要求，花旗集團則要求要增資三百五十億美元，就連富國銀行也對一開始被要求增資一百七十億美元感到沮喪，並威脅要提起法律訴訟。最後才在討價還價之下敲定妥協的金額。最後，負擔最重的是美國銀行，需要增資三百三十九億美元才能離開急診室。富國銀行分配到的金額訂在一百三十七億美元。就如他們的資深財務長提到：「我們最後同意這個數字，但卻不一定喜歡這個數字。」<sup>26</sup>深陷困境的花旗銀行有更多理由對這樣的安排感到滿意。在允許納入未來收入流的情況下，它的資金需求下調到還算恰當的五十五億美元，是原來金額的七分之一。<sup>27</sup>這個數字幾乎沒有比那年發出的紅利還多。在經過數週的討價還價後，二〇〇九年五月七日，社會大眾被告知美國大型銀行需要增資的金額總共是七百五十億美元。

壓力測試最後變成一個以精確的會計執行為起點，並以喊價和信心遊戲為終點的兼顧做法。<sup>28</sup>但無論它們是被迫或只是欣然發現財政部和聯準會帶給他們的幫助，市場的反應都很好。相當安全的AA級公司債與銀行以Baa評等債券融資付出的利差從六%下降至三%，融資成本降低。新聞發布一週後，銀行股持續反彈一〇%，最穩健的銀行在這波漲勢中立即增加兩百億美元的市值。六月十九日，前九大銀行還清問題資產紓困計畫的借款並退出。接下來幾個月，仍在紓困計畫中的八家銀行，包含巨型的美國銀行與花旗集團，使用會計帳目的所有巧門，並在超級合作的美國國稅局、聯準會和財政部全力提供的幫助下，脫離問題資產紓困計畫。<sup>29</sup>

在二〇〇九年十二月很特別的兩個禮拜裡，花旗銀行、美國銀行和富國銀行競相以股票增資四百九十億美元。美國銀行增資一百九十三億美元，這是美國歷史上普通股增資的最高金額。<sup>30</sup>它們充斥市場，而且如果把發行期間延長幾個月，它們甚至可以用更低的成本來募集更多資本。但主管機關急於讓問題資產紓困計畫結束，而且對銀行來說，時間至關重要。它們愈快把錢還給財政部，就愈快能擺脫接受問題資產紓困計畫帶來的發放紅利限制，這樣才能夠留住並競逐人才。就像貝爾哀怨的提到：「一切都是為了獎金。」<sup>31</sup>

這是主管機關喜歡的劇本。一項輕微的政府干預就能讓民間企業發揮領頭羊的效果，避免國有化。就像歐巴馬承諾：「民間資本」將會「滿足這個國家的核心投資需求。」但是這個慶祝式的陳述所掩飾的，是這次行動更不明確的後果。壓力測試是由政府挑選的銀行監理機構來主導，反而使美國金融業高層不受公眾與市場的侵入性審查。基於相同的原因，壓力測試對獲利驅動的民間商業活動提供正式的核可。這是全面、預防監理的新制度，但同時也是美國國家機器與大型銀行間的糾

葛。在官僚主義下，這可能是刺眼而昂貴的做法，強加給那些銀行的成本過於繁重，但它也賦予特權，特別是聯準會和財政部暗示性的承諾：通過壓力測試的銀行就是安全的。如果遭遇危機，很難拒絕對通過測試的銀行提供援助。在這群被緊密監管且密切支持的實體組織中，不會出現突發和無法預測的失敗。在風險被移除下，這些銀行可以用明顯便宜的成本來發行股票或借錢。一項研究估計，在危機之後，大型銀行享有的融資成本優勢比小型同業高出兩倍以上，從0.29%到0.78%。對十八家美國最大的銀行來說，這意味著每年得到的補貼至少是三百四十億美元。<sup>32</sup>

## 民粹主義者的憤怒

因此，市場喜歡這個消息並不意外。銀行顯然已經得到妥善管理。在主管機關暗中支持之下，銀行業終於穩定下來，為尋找長期解決方案爭取到時間，歐巴馬政府可以著手進行金融改革的大挑戰。

政治風險很高。在二〇〇九年夏季，白宮非常需要一場「勝利」。刺激方案在政治上是一種愚蠢行為，健保改革正面臨無情的反對，而金融改革作為一項政治提案，就必然會被定義為必須「完成某些事情」。這造就蓋特納的財政部與幕僚長拉姆·艾曼紐為首的白宮幕僚間形成一個邪惡聯盟。艾曼紐和蓋特納除了同樣有拳擊手的風格與很愛講髒話以外，專注的事情大不相同，但卻能互補。對政治掮客艾曼紐來說，最重要的事情是「在政治上得分」，而金融改革的內容是別人的問題；相反的，對蓋特納來說，在對國會有疑慮的情況下，最重要的事情是通過立



法，盡可能不要讓「民粹主義」的政治人物得到新的權力，並讓專業監理機關的裁量權與火力達到最大。然而，為了達到這個目標，財政部必須與國會合作，特別是兩個主要委員會的主席：白宮的巴尼·法蘭克與參議院的克里斯·杜德。他們也必須和聯邦存款保險公司的希拉·貝爾等主要監理機構競爭，他們必須獲得改革倡導者的能量，特別是哈佛法律教授與消費者權益運動倡導者伊莉莎白·華倫（Elizabeth Warren），並且抵擋始終存在的銀行遊說。<sup>33</sup>

結果，這變成一項多達八百四十九頁的龐大法案。<sup>34</sup>「華爾街改革與消費者保護法案」（the Wall Street Reform and Consumer Protection Act），也就是大家熟知的「杜德·法蘭克法案」，並沒有提供一貫的論點，而是具體呈現出一個危機診斷的綱要。危機是大規模對資訊不充足的借款人進行掠奪所造成的嗎？在這樣的情況下，就需要伊莉莎白·華倫的消費者金融保護局（Bureau of Consumer Financial Protection，第十條）；是櫃檯買賣的衍生性金融商品交易不透明把體系摧毀嗎？在這樣的情況下，修補之道就是在市場基礎下公開交易衍生性金融商品（第七條：華爾街的透明與問責機制）；是房貸證券化延伸出的產業鏈責任崩壞所造成的毒害嗎？如果是這種情況，就應該讓證券化發行商也持有證券化商品（第九條：投資人保護）；銀行的龐大規模是問題的根源嗎？它們只是單純的大到不能倒嗎？在這種情況下，答案就是限制紓困條件，並讓整個產業對此付出代價（第二條：有次序的清算機制），並限制銀行「進一步成長」（第六條第六百二十二及六百二十三項）；是投資銀行拿客戶的資金賭博嗎？若是如此，要做的事就是恢復一九三〇年代把商業銀行和投資銀行分隔的模式，也就是所謂的沃克法規（Volcker rule）禁止的「自營交易」（proprietary trading）（第六條：沃克法規）。這些與二〇〇七年至二〇〇九年危機有關的理論都產生很大

的政治共鳴，它們都成功納入「杜德．法蘭克法案」。有很多都是合理而有價值的措施，來導正金融服務業一些龐大的不平衡。但整體而言，它們卻與二〇〇八年真正壓垮房市的批發融資影子銀行體系關係不大。

財政部對抑制危機的機制有更為清晰的看法。它想要更多的資本、較小的槓桿，以及更多的流動性，而且它想讓權力集中到財政部與聯準會，以應對下一次的災難。它詳細描述二〇〇九年夏季公布的藍圖願景。<sup>35</sup>這在很多方面與「杜德．法蘭克法案」的形成有很大的差異，但卻不是意外造成。很多缺失都是戰略性的。就像蓋特納毫不掩飾地提到：「我們不希望由國會設定新的資本比率、槓桿限制或流動性條件。無論它們有什麼缺點，監理機關都能夠在『決定那些技術性問題』上做更好的配置。」「歷史證明，國會山莊太容易受到金融業的影響力與當時的政治情勢影響，我們不認為這裡是修正金融體系避震器的複雜作用力的地方。」<sup>36</sup>換句話說，財政部與聯準會認定這次危機的主要驅動因素被排除在立法議程之外，而財政部希望國會提供蓋特納認為在二〇〇八年九月關鍵時刻所欠缺的合法權力。如果挑戰是要在華盛頓和華爾街之間建立更為永續的共生關係，那麼就財政部的觀點來看，最好還是藉由行政和監理程序來處理，而不是透過國會的對抗。

雖然財政部二〇〇九年夏季的提案背後想的是協調各監理機關，但它很快就意識到，這會面臨來自聯邦存款保險公司和國會內部的阻力。它們對聯準會與財政部和華盛頓的合謀，以及蓋特納追求的強大權力深感懷疑。為了確保集體的責任，貝爾和法蘭克堅持，不應該只有財政部和聯準會監督整個體系，而是應該由財政部主持，但集結所有主要監理機關的「金融穩定監督委員會」（Financial Stability Oversight Council）來進行。藉由委員會進行危機管理的構想讓蓋特納震驚。但實際上，這個委員會賦予他很多想要的權力；他有權力系統性的指定重要機構，這

些組織能夠放進高度監理與管制的制度之中，包含定期的壓力測試；如果一家大銀行處在引發系統性危機的關鍵時刻，那麼委員會管理干預的權力就很廣泛；所有系統性的重要機構有必要事先準備好生前遺囑，詳細安排如果破產時應該解決什麼問題；而這些監理與管制可以延伸到在美國經營的外國銀行身上。

在蓋特納的未來監理版本中，聯準會將扮演關鍵角色，但政治上來說這是一種責任。要說這場危機削弱聯準會在民眾心中的地位實在太輕描淡寫，它造成兩極分化，而且最終推翻這個機構的人事任命。<sup>37</sup>二〇〇八年，柏南克就和前任的艾倫·葛林斯潘一樣，共和黨比民主黨更歡迎他。到了二〇一〇年，兩黨都不喜歡他，而且右派的茶黨聲勢持續高漲。在此同時，對歐巴馬來說，柏南克是他渴求的兩黨合作象徵。八月，總統宣布提名他續任聯準會主席，《時代雜誌》二〇〇九年底提名柏南克為年度人物。<sup>38</sup>但這並沒有讓他受到右派的共和黨人與左派的民主黨人歡迎。<sup>39</sup>二〇〇九年十二月與二〇一〇年一月，柏南克的再次任命案在參議院引發劇烈衝突。為了全力集結支持的力量，白宮動員像巴菲特等影響力人士來擔任柏南克的代言人進行遊說。更糟的是，與此同時，柏南克正撥打電話努力阻止杜德的參議院金融改革立法草案，這個草案將剝奪聯準會對最大型銀行的監理權力。<sup>40</sup>

在柏南克與蓋特納努力維繫聯準會在金融監理上所扮演的角色時，他們被迫要做出一些犧牲。他們不情願地成立一個獨立的消費者金融機構：華倫的消費者金融保護局。<sup>41</sup>這讓改革行動取得重大的勝利，也引來遊說者的砲火，但對蓋特納和柏南克所推動的體系穩定來說卻是無關緊要。只要他們可以保有對資產負債表大於五百億美元的銀行監理權力，就可以放棄對信用卡和消費貸款的管理權。的確，消費者保護與總體審慎管理之間可能相互矛盾。就像賴瑞·桑默斯向總統提到：「航空

安全委員會不應該為保護航空公司的財務健全負責。」<sup>42</sup>這個說法很公平，但仍需要進一步觀察。雖然確實有很多安全機構存在，但事實上並沒有任何機構為航空公司或任何非銀行產業的財務穩健負責。航空公司被預期要照顧好自己的財務，但蓋特納與桑默斯傾向迴避這種想法的後果。

在雷曼兄弟事件之後，財政部最關注的問題是，如何可以安全地控制超大型銀行的破產。對蓋特納來說，二〇〇八年十月最終讓情勢穩定的綜合政策是無法取代的，這些政策包括聯邦存款保險公司廣泛擔保的力量、聯準會對流動性的廣泛支持，以及聯準會和財政部精心策畫的資本重組與專用於損失的基金。這次的危機顯示，為這些銀行成立資源充足的處理機構，比救援更為重要。然而國會的氛圍很糟，而且希拉·貝爾正在發飆。最後，「杜德·法蘭克法案」展現出嚴厲排拒二〇〇八年的政策做法，不會再有更多由納稅人資助的紓困方案。聯準會可以提供廣泛的流動性支持，但禁止為特定銀行提供量身訂做的措施。在與總統和聯準會協商後，財政部必須將破產的機構放在聯邦存款保險公司的控制之下。它會拆解與銷售破產銀行的部分業務，來讓銀行繼續運作，財政部保留的一項監理工作是負責供應聯邦存款保險公司解決方案所需的資金，並在危機過後向金融業徵稅來收回成本。柏南克與聯準會認為這個條件可以接受，聯準會主席一直對他在第十三之三節緊急情況下必須採取的特別干預感到不滿。從蓋特納的角度來看，這則是一個讓人擔憂的限制。一如既往，他很喜歡拿金融危機與國家安全的關係來比喻：

「總統被賦予特殊權力來保護國家免受國際安全的威脅，這些權力伴隨著精心設計的限制，但它們也讓總統可以在極端情況下迅速反應，國會應該給予總統和第一線金融應對者足夠的權力，來保護國家免受金融危機毀滅。」<sup>43</sup>

對蓋特納來說，對「贖罪議程」（atonement agenda）抱持著「民粹主義者憤怒」是一種危險的做法，會讓實際解決危機的技術性實務失焦。<sup>44</sup>然而危機所帶來的悲傷與痛苦是無法估算的力量。它們在美國社會掀起波瀾，而且二〇一〇年初期是「杜德·法蘭克法案」在國會艱難通過的重要時刻。房地產泡沫破滅三年來，信用緊縮與大規模失業的全面性效應讓他們感受深刻。二〇〇七年至二〇〇九年間，兩千五百萬間房子被拍賣，而且還沒達到頂峰。二〇一〇年開始，三千七百萬個家庭遲繳房貸超過九十天，還有數百萬人努力想要維持生計，延遲還款一至兩個月。在接下來的十二個月，還有一百一十七萬八千間的房子未來可能會被拍賣，這是這次危機中最糟糕的一年。在房價仍舊下跌下，愈來愈多房地產的估價變成負數，就像一位分析師在二〇一〇年初期提到：

「我們現在正處在最致命的時刻，人們情感寄託的財產正在化為烏有。」<sup>45</sup>受災最重的地區，像是佛羅里達，有一二%的房產被屋主拋棄，或是因為違約被銀行法拍。法拍的程序最後證明是以有重大缺陷的半自動化步調進行。在如惡夢般的行政與法律糾纏中，甚至有更多受害者被捲入這次危機。

華爾街與一般民眾的財富對比讓人愈來愈難忍受。大型銀行得到紓困，一些最沒有誠信的老闆可能面對法律訴訟，但是他們的人生並沒有被摧毀。他們以富裕和舒適的生活方式退休。<sup>46</sup>沒有人去坐牢，華爾街頂端的人顯然沒有羞恥心，毫不猶豫地恢復原來的生活。二〇〇九年領到的紅利前所未有的豐厚，頂尖投資銀行、資產管理的經理人和避險基金的管理階層可以獲得一千四百五十億美元的淨利，相較之下，二〇〇八年他們只領到一千一百七十億美元。<sup>47</sup>高盛為股東賺到一百三十四億美元的獲利，發給員工一百六十二億美元的薪資和紅利。<sup>48</sup>讓人驚訝的是，即便花旗集團在二〇〇九年虧損十六億美元，而且那年在政府的幫

助下才得以倖存，它卻也付出五十億美元的紅利。銀行家樂於把過去的事情拋在腦後，但美國民眾可不這麼想。二〇一〇年春季，只有六％的民眾支持華爾街。<sup>49</sup>而監理機關和他們的律師最後終於找出近三年來的危機源頭。二〇一〇年四月十六日，美國證券交易委員會宣布起訴高盛，因為高盛誤導投資人，賣出劣質的房貸擔保證券。這項宣布引發熊熊怒火。最後，這個重要人士不得不面對現實。只是讓主管機關尷尬的是，「杜德．法蘭克法案」不是在財政部或白宮的推動下通過，而是在新一波的群眾憤怒中通過。

二〇一〇年春季，群眾情緒高漲，因此財政部、中間派民主黨人和產業遊說團體結盟，盡最後的努力去阻擋「禁止聯邦存款保險公司擔保的銀行參與任何形式的衍生性金融商品交易」的法案。對大型銀行來說，這真的會付出代價。最後妥協的結果「出爐」，危險的衍生性商品交易最多只能占一〇％。同樣的，最後一刻才提出藉由對銀行資產負債表規模設定上限來處理「太大不能倒」問題的提案，也在銀行委員會被克里斯．杜德和其他「溫和派」盟友擋下。一項最後才納入的重要修正案是二〇一〇年五月的「柯林斯修正案」（Collins Amendment）。<sup>50</sup>它是由聯邦存款保險公司幕後起草，要求無論聯準會和監理機關對最大型的銀行設定什麼資本標準，至少都該符合聯邦存款保險公司對小型銀行設定的水準。貝爾想推翻在「第二版巴塞爾協定」制度下對大型銀行的偏袒，她也想確保資本標準可以適用在控股公司和商業銀行的子公司上。但財政部和聯準會拒絕，它們堅持設定資本要求是自己的監理職權。銀行則哀嚎，新的資本標準要求會迫使它們削減一．五兆的信貸放款。總之，在白宮與參議院的協調過程中，參議員蘇珊．柯林斯（Susan Collins）和貝爾在杜德的支持下取得勝利。

## 總體審慎監理

二〇一〇年七月二十一日歐巴馬簽署「杜德．法蘭克法案」，這被認為是一九三〇年代以來在銀行監理上最為重要的行動。批評者嘲笑它並沒有設立一個非常高的標準，它很容易被憤世嫉俗的人認為是一項充滿妥協的雜亂法案，只要修補多少問題，就會創造出多少漏洞。而且法律通過後，不一致的問題變得更嚴重。當這項法案還在國會審理時，意識到民怨高漲的銀行遊說團體已經退縮。它們都知道通過這項法案只是第一步，在法案確定並開始閉門協商執行方式時，它們就會一湧而上。在這個議題的複雜性、監理機關間的衝突，以及遊說團體的喧嚷叫囂中，「杜德．法蘭克法案」的執行陷入泥淖。

總而言之，「杜德．法蘭克法案」讓監理機關為金融業制定三百九十八條新法規，每個機構都變成利益團體不擇手段的遊說目標，現在能在國會辯論的鎂光燈外運作。二〇一三年七月，通過這個法案三年後，三百九十八項要求的法規中，最後只有一百五十五條確定。<sup>51</sup>高度爭議的「沃克法規」就是很好的例子。<sup>52</sup>如何在銀行內部劃分部門，讓顧客資金與自營交易分開，這是一項高技術與爭議的業務。就算擁有世界上最強的意願，要銀行在「市場上為顧客賺錢」與「為自己交易賺錢」間劃清界線幾乎是不可能的事。因此最後的結果是去除一條「明確的」界線，而不是像墨跡測驗（Rorschach blot）那樣有條「明亮」的管制界線。直到二〇一三年十二月，通過「杜德．法蘭克法案」一千兩百三十八天後，五家監理機構才同意基本「沃克法規」的措辭。<sup>53</sup>結果是七十一頁的文件加上九百頁適當的解釋性說明。而銀行幾乎沒有被告知在沒有違反規定下，要求提出證明時應該怎麼做。究竟什麼條件可以證明符合規定，這是要進一步談判的事情。<sup>54</sup>律師能提供最好的建議是由銀行

自行決定適當的「監理風險容忍」水準。二〇一〇年七月通過這項法律，並在二〇一三年十二月公布「最終」版的「沃克法規」後，二〇一四年又對解釋這些監理風險的「指南」展開新一輪的激辯。唯一清楚的事情是，這會產生對法遵人員和企業律師的大量需求，就如摩根大通的傑米·戴蒙著名的抱怨：為了商討新的「體系」，一家銀行不只需要律師的服務，還需要精神科醫生。<sup>55</sup>

不只銀行家們對「杜德·法蘭克法案」感到不安，蓋特納同樣擔心在危機時這項法案的功效。他擔心以聯邦存款保險公司為核心的正式解決方案流程會限制危機的應對。但這也更加重視危機的預防，而這點正是「杜德·法蘭克法案」真正帶來的重大變革，它延續二〇〇九年春季開始的壓力測試架構，並將其制度化，因此成為知名的「總體審慎監理」這種新形態治理的先驅之一。<sup>56</sup>它要求銀行不能只用商業模式來評估，還要考量總體經濟穩定對它們的衝擊。相反的，總體經濟情境則是根據這些衝擊對主要銀行的影響來加以衡量。此後，金融危機的風險不再像一九九〇年代一樣是對新興市場經濟體臨時干預的問題。它變成二十國集團成員的政府持續關注的焦點。「杜德·法蘭克法案」創立金融穩定委員會（The Financial Stability Council），提供聯準會、財政部和其他監理機關一個常設平台，開發監理與管制的新型態。隨著政府監理機構對現代金融業的了解更加精細，銀行建立龐大的法遵團隊，每天與監理主管機關互動。在這樣的互動中，兩方完成金融穩定最重要的三個參數所定義的規則，包括資本、槓桿與流動性。這是一個普遍排外與充滿利益衝突的關係。對美國的保守派來說，這是高尚的企業自由主義（corporate liberalism）墮落成假公濟私的自由企業主義（liberal corporatism）的時刻。<sup>57</sup>而且這已經超越與公務機關互動並連結監理機關、律師事務所和銀行旋轉門的社會學，要了解這些糾葛的邏輯運作有



多密切，必須回到二〇〇九年五月最初的壓力測試。

很明顯，認可以系統性重要銀行為核心的團體是否穩定的重要性，給予這些銀行優勢。這會降低他們的資金成本，這確實是重點。但這會關注在增資的執行上，而忽視這項測試的細節。如果目標是要恢復銀行的財務健全，那麼發行新股並不是唯一選項。事實上，在二〇〇九年壓力測試情境所預測的六千億美元損失中，有六〇%會以「資本以外的資源」來彌補。該測試計畫附表的解釋性注解說明這些額外「資源」的主要來源是「提列準備金前的淨收益」（pre-provision net revenue）。<sup>58</sup>提列準備金前的淨收益是指淨利息收益加上非利息收入，並減去非利息支出。這與獲利相同，因為它並沒有考慮損失準備，但是與獲利密切相關。在可預見的未來，聯準會和財政部主要關注的政策就是要確保美國前十九大銀行在提列準備金前能夠賺到充足的淨收益。這個賭注很大，因為無法產生足夠淨收益的銀行將無法通過壓力測試，就必須到市場籌資，或是向問題資產紓困計畫求助。

透過壓力測試，財政部迴避將銀行國有化的訴求，以及花旗集團的「解決方案」。相反的，為了有利於金融穩定，並使問題資產紓困計畫基金的流失達到最小，財政部與聯準會有效地制定讓銀行獲利恢復健康水準的管理目標。這個邏輯不可忽視。如果金融穩定與控制通貨膨脹及失業是現在經濟政策的主要目標，那麼銀行獲利就是其中一個重要的中介變數。更多的獲利意味著更強健且更穩定的銀行資產負債表。提列準備金前的淨收益成為壓力測試架構的一部分，聯準會會進行統計，並根據不同的總體經濟情境，發展模型來預測。<sup>59</sup>

然而監理機關和銀行的糾葛並沒有停在這裡。這只是有邏輯的對銀行的獲利設定目標，監理機關也應該有權利對銀行的表現發表意見。<sup>60</sup>就像聯準會在兩年後的二〇一一年十一月發表新聞稿，在〈綜合資本分

析與檢討）（Comprehensive Capital Analysis and Review）中詳細描述：

聯準會每年會評估這些機構的資本適足率、內部評估資本適足率的程序，以及資本分配的計畫，例如股利發放或買回庫藏股。只有監理機關核可它們的資本計畫，而且在有壓力的總體經濟與金融市場情境下，即使進行預期的資本分配後，仍能證明有足夠財務能力的銀行，聯準會才會允許股利發放增加或其他資本分配。<sup>61</sup>

歐巴馬和蓋特納或許在抵擋朝向國有化的壓力，但是在擊敗共產主義後不到二十年出現嘲諷性的歷史轉折，從一九三〇年代以來全球資本主義經歷最大的危機後，美國的金融業堡壘在發股利給股東前，還必須對政府核可的「資本計畫」討價還價。而保護體系穩定的必要事項不只如此。這是一個強大的行動，因為要對一個曾以自由市場推動者引以為豪的產業介入管制，而且一開始就很清楚，無論美國採取什麼改變，影響都不會只停留在國內，它們必然會側重在國際措施上：首先，確保美國不會遭遇競爭劣勢；第二，確保那種危險的業務只會在境外。二十國集團的財政部長在二〇〇八年十月的重要會議上決議，所有系統性的重要機構都不允許倒閉。現在的問題是要如何管理它們。美國人率先開始，而更廣泛的框架將由巴塞爾委員會來設立。

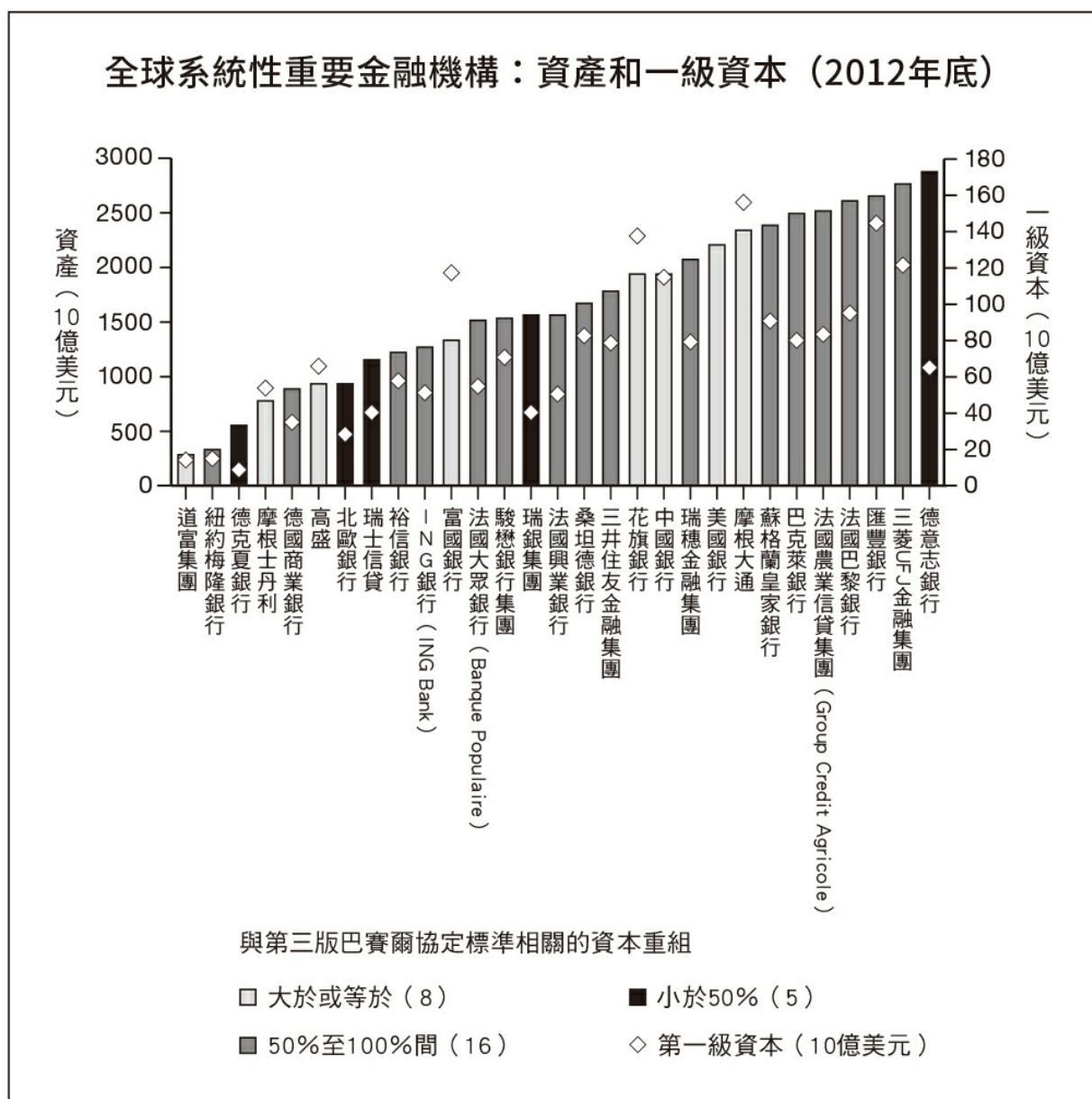
## 歐洲的改變不夠

改變的急迫性異乎尋常。從一九七〇年代初期的金融危機，到一九

八八年第一版巴塞爾的協定，進行十四年乏善可陳的談判。從第一版到第二版巴塞爾協定的正式修訂程序從一九九九年開始。八年後危機來襲時，新版的標準仍沒有完全實施。然而第三版的巴塞爾協定卻是以完全不同的速度進行。最初的行動訴求是來自二〇〇八年十一月的二十國集團會議。由義大利央行總裁馬利歐·德拉吉擔任主席的新全球性金融穩定委員會在夏季召開會議。一九七〇年代，德拉吉和柏南克曾在麻省理工學院接受訓練，而且他們是將財務金融與總體經濟學順利結合的高手。到了二〇〇九年九月，持續進行技術性討論。幾週內，開始有傳言指出巴塞爾委員會已經比照美國的壓力測試方法，在全球層級上，將三十家金融集團認定為「系統性重要」機構。<sup>62</sup>它們將受到嚴格的資本標準限制，而且必須在生前擬定遺囑，事先模擬在最糟糕的情況下要如何行動。這項新的規定在二〇一〇年首爾舉行的二十國集團會議中通過，並在二〇一一年十一月公布第一批受完整第三版巴塞爾架構規範的二十九家系統性重要金融機構的名單。

在危機之後，這二十九家總部位在美國、歐洲、日本和中國的金融機構，總資產合計達四十六兆美元，約占全球金融資產的二二%。今後，它們不僅透過壓力測試受國家的特殊制度管制，也在全球受到管制。考量二〇〇八年應對危機的機制，第三版巴塞爾協定著重在新的監理領域。為了使系統性重要機構在面對「持續的附買回交易」（run on repo）時能有復原能力，它們被要求持有足以因應三十天內資金淨流出、可供出售或進行附買回交易的高品質流動性資產。此外，為了限制存款與放款期限不合的問題，銀行也必須證明自己有足夠的長期穩定資金來支應會計帳上的長期貸款。第三版巴塞爾協定的規定，目標是要確保銀行不會陷入北岩銀行的困境，以不穩定的短期批發融資用在長期房貸資金上，使得資產負債表過於膨脹。到時候，這會成為第三版巴塞爾

協定備受爭議的最新規範，但是在對新規定的第一階段爭論，打頭陣的還是典型的資本問題。



資料來源：A. Rostom and M. J. Kim, “Watch Out for SIFIs—One Size Won’t Fit All,” World Bank (blog), July 1, 2013, <http://blogs.worldbank.org/psd/watch-out-sifis-one-size-wont-fit-all>.

數據：The Banker, July 2012, and bank annual reports.

危機之後，許多改革派經濟學家呼籲在資本要求上採取強烈行

動。<sup>63</sup>經濟學家艾娜特·阿迪瑪特（Anat Admati）和馬丁·海威格（Martin Hellwig）率先呼籲銀行必須擁有資產負債表二〇%至三〇%的資本，這是其他產業和避險基金典型的資本比例。這會使它們更加穩固，也找到正當的理由擁有更低的報酬率。基於相同的原因，只要不想變成只提供無趣金融服務的各國銀行都強烈抵制，帶頭抗議的是國際金融協會，它的成員包含美國、歐洲與亞洲銀行界。它的常務董事查爾斯·達勒拉（Charles Dallara）是經驗豐富的主權債務談判老手，一九八〇年代曾監督提摩西·蓋特納在美國財政部初期的職業生涯，這個團體的主席是充滿自信的約瑟夫·阿克曼，他是德意志銀行的瑞士籍執行長。他們認為積極的資本重組會減少放款業務，並使經濟成長減緩。根據國際金融協會內部的經濟模型，全球系統性重要金融機構的資本要求如果增加兩個百分點，會讓美國、日本與歐洲的GDP減少約三%，並使經濟年成長率減少大約〇.六個百分點。在復甦階段努力讓經濟成長率達到一%或二%的情況下，這是不吉利的預測。<sup>64</sup>提高資本的擁護者被迫以更縝密的計量經濟學來反對這種偏見與假設性的爭論。

在巴塞爾的經濟模型戰爭中，希拉·貝爾成為提高資本派的發言人。瑞士的監理機構也朝相似的方向推進。在瑞銀幾乎破產與瑞士信貸出現龐大損失之後，他們清楚明白自己無法承受任何大銀行的破產。<sup>65</sup>但美國代表團的其他成員並沒有像貝爾一樣堅定。妥協的結果是一次重大的變革，但一點也不激進。新法規指出，所有銀行在以風險加權計算資產時，必須有七%的一級普通股資本來作為基本的最低資本要求。但系統性重要銀行依規模與對世界經濟的影響，必須持有更高的比重。在二〇一四年十一月到二〇一九年一月間，二十九家被選上的金融機構，依系統性重要程度要求提高資本加權計算後風險性資產的比例大約在八%到一二.五%之間。<sup>66</sup>而透過其他形式，例如當可轉債從債券轉換

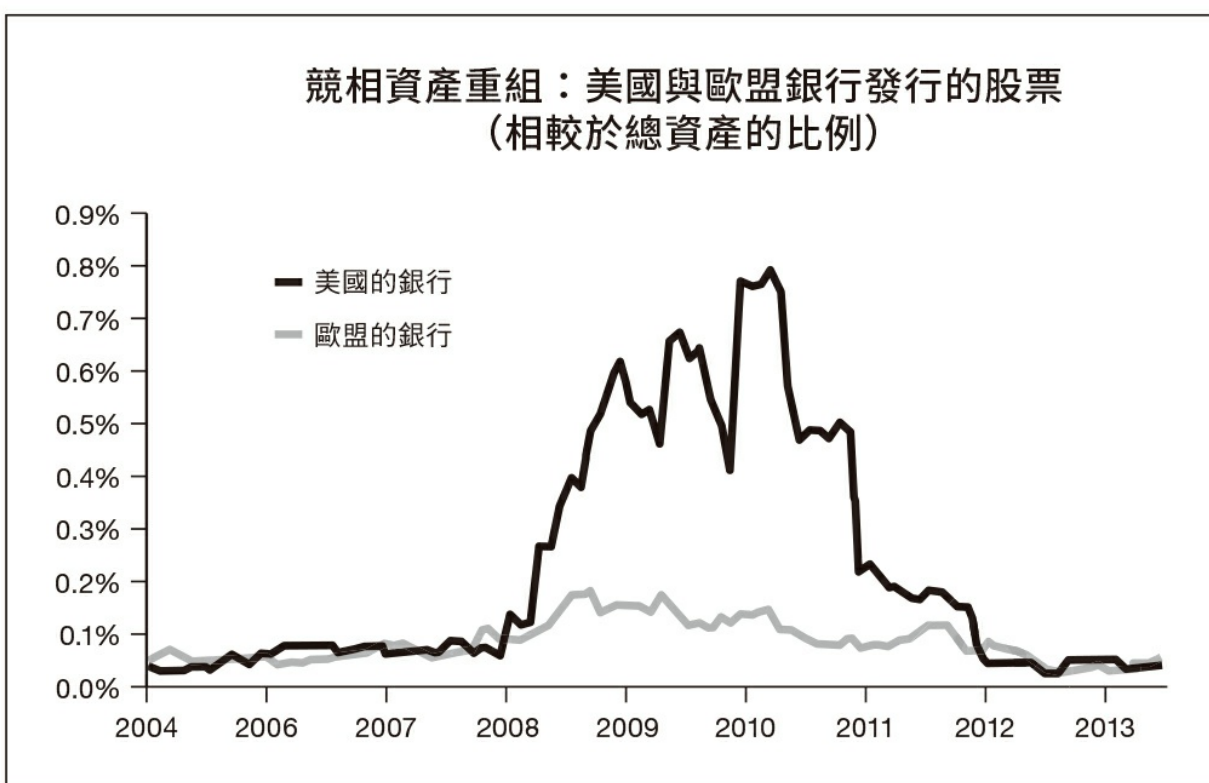
為股權的壓力時刻，要額外再增加三．五％的資本。最重要的是，不像第二版的巴塞爾協定，槓桿操作是以兩種方式來衡量。基本標準取決於風險加權計算的資產，銀行能根據內部晦澀難懂的公式計算。但因為這是較為粗糙的穩定測試，因此風險加權槓桿要與「銀行總資產對用於吸收損失的資本」這個簡單比例進行檢測。股東權益對資產的「槓桿比率」不該低於三％，這讓貝爾和倡議的同事憤怒。在美國，在「柯林斯修正案」和聯邦存款保險公司所制定的標準下，門檻被拉得更高。然而如果在巴塞爾沒有做到更多的事情，問題不在美國代表團，而是歐洲的反對。

自危機爆發以來，柏林和巴黎就已經在討論盎格魯薩克遜的金融業，而歐盟委員會最後也意識到創造金融業搶救能力的必要性。二〇〇九年二月，戴拉赫榭（Larosiere）主掌的委員會提出金融監理的報告。<sup>67</sup>他建議一個全新的歐洲整體銀行監理架構，並在二〇一一年成立四個新機構：歐洲銀行監理機關（European Banking Authority, EBA）、歐洲證券與市場監理機關（European Securities and Markets Authority, ESMA）、歐洲保險與職業年金監理機關（European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA）和歐洲系統性風險委員會（European Systemic Risk Board）來進行總體審慎監理。就組織來看，它在各方面都比「杜德．法蘭克法案」來得全面。然而，雖然戴拉赫榭的委員會承認跨國界的金融巨獸對國家金融監理造成巨大的問題，以及儘管委員會承認美國的聯邦架構給了他們獨特的危機管理優勢，但它充其量也就是提出一個共同承擔的特別協議，並否決共同存款保險計畫的提議。它提出的願景是讓國家的措施協調與統一，而非銀行業的聯盟。<sup>68</sup>同時，為了全力創造新的監理機構，在銀行業的商業模式和資本重組的問題上，歐洲的進展十分緩慢。<sup>69</sup>

隨著美國樹立榜樣，二〇〇九年五月歐洲銀行監理委員會（Committee of European Banking Supervisors）宣布要對歐洲的銀行進行情境規劃訓練（scenario-planning exercise）。但委員會堅稱這不是「對個別銀行的壓力測試」，而且「結果（依然）是機密」。<sup>70</sup>大家有理由擔心更多詳盡調查的結果。由於銀行盡其所能地避免接受官方援助帶來的恥辱，二〇〇八年十月跨歐洲用以支應資本重組的數千億公共基金大部分還未使用。與此同時，銀行股的股價跌到低點，也使從市場募資的成本變貴。結果，到了二〇〇九年四月，對金融危機第一次毀滅的總結來看，國際貨幣基金估計美國在銀行資本重組的賽局中顯著領先。<sup>71</sup>根據國際貨幣基金的預估，二〇一〇年歐洲的銀行在已認列的損失之外，至少還要多減記數兆美元的資產，這是美國未減記資產的兩倍。歐洲各國的報告中，甚至傳出更驚人的金額。二〇〇九年四月，南德意志報（Süddeutsche Zeitung）從德國的銀行監理機構德國聯邦金融監理局（BaFin）手中得到一份外洩的資料，似乎暗示德國銀行帳上的資產中，仍有八千一百六十億歐元不是有毒資產，就是無法在現有的條件下出售。<sup>72</sup>二〇〇九年夏季，德國推動新的立法來讓經營不佳的銀行吸收有毒資產，但卻還是沒有備妥資金。歐洲採取的行動是勸導性質的，而非強制性的。總而言之，國際貨幣基金估計，歐洲的銀行要恢復類似穩定的狀態，可能需要五千億到一兆兩千五百億的新資本或累計的保留盈餘。然而，在接下來幾年中，歐洲的銀行並沒有積極尋求新的資金，還是遠遠落後美國同業。

左頁這張驚人的圖表顯示出美國銀行相較於歐洲同業是如何更積極地提高資本，這可以作為危機第一階段的一個適當結論。問題資產紓困計畫與後來的壓力測試、「杜德．法蘭克法案」機制與資本規畫，促使美國銀行體系被迫回到復甦的道路上。它排除較為激進地選擇。銀行依

舊大到不能倒，規模沒有縮小，也沒有分拆，到了二〇一三年，摩根大通、高盛、美國銀行、花旗集團、富國銀行與摩根士丹利的規模比二〇〇八年增加三七%。<sup>73</sup>雖然國家的資源被片面用來服務管理階層和股東，但如果它的目標是要讓美國的銀行脫離險境，那已經奏效了。就像蓋特納堅持他的穩定政策，最終考驗是銀行的財務是否恢復健康，就這方面來說，結果是無庸置疑的。



資料來源：D. Schoemaker and T. Peek, “The State of the Banking Sector in Europe,” OECD Economics Department Working Papers 1102 (2014), figure 8, <http://dx.doi.org/10.1787/5k3ttg7n4r32-en>.

二〇〇九年到二〇一二年間，十八家最大的美國銀行普通股資本從四千億美元增加至八千億美元。它們降低高風險的批發融資比重，從每一美元存款保險中占有一．三八美元，降低至〇．六四美元。同時將資產



中的現金、政府公債與高流動性投資工具的比例從一四%提升到二三%。<sup>74</sup>政治菁英鬆了一口氣，而且願意配合，財政部與聯準會在二〇〇八年十月最後的精心安排也發揮功效。

相形之下，歐洲受傷的金融體系缺乏全面的資本重組，這是這次危機中造成根本性轉折的一項疏漏。在特里榭的歐洲央行提供低利貸款的幫助下，許多銀行採取權宜之計，藉由購買較高殖利率的政府公債而獲利，但卻沒有建立新的資本，來讓歐洲的銀行有空間去吸收未來任何的衝擊。當美國開始穩定的時候，在歐洲，二〇〇八年的金融危機反而在一年後和另一個新的危機結合，那就是歐洲公債市場的恐慌。次貸危機和歐元區危機之間的共通點，就是歐洲銀行資產負債表的脆弱性。危機一個接著一個，這兩個危機的結合，成為歐洲經濟史自一九四五年以來最為嚴重的一項傳染病。這動搖歐洲的政治基礎，讓歐洲與美國間的大西洋經濟體產生明顯的鴻溝，並對大西洋兩岸間的關係造成嚴峻的挑戰。

---

1 OECD, Economic Outlook No. 85 (June 2009).

2 “Acquisition of Merrill Lynch by Bank of America,” June 5, 2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20090625a.htm>.

3 “Citigroup Stock Sinks to an All-Time Low of 97 Cents,” May 4, 2009, [http://www.huffingtonpost.com/2009/03/05/citigroup-stock-sinks-to\\_n\\_172167.html](http://www.huffingtonpost.com/2009/03/05/citigroup-stock-sinks-to_n_172167.html).

4 P. Wintour and J. Treanor, “RBS Bonuses to Reach £775m Despite Treasury Tough Talk,” *Guardian*, February 17, 2009,

5 B. White, “What Red Ink? Wall Street Paid Hefty Bonuses,” *New York Times*, January 28, 2009.

6 G. Farrell and J. Macintosh, “Merrill Delivered Bonuses Before BofA Deal,” *Financial Times*, January 21, 2009.

- 7 “Obama’s Statement on AIG,” New York Times, March 16, 2009.
- 8 K. Guha and E. Luce, “Greenspan Backs Bank Nationalization,” Financial Times, February 17, 2009.
- 9 “Nationalization: Is It the Only Answer to Save Banks?,” February 15, 2009, <http://abcnews.go.com/WN/Economy/story?id=6885587>.
- 10 “Obama: Swedish Model Would Be Impossible Here,” February 11, 2009, <http://www.businessinsider.com/obama-swedish-model-would-be-impossible-here-2009-2>.
- 11 J. Cassidy, “No Credit Timothy Geithner’s Financial Plan Is Working— And Making Him Very Unpopular,” New Yorker, March 15, 2010, <http://www.newyorker.com/magazine/2010/03/15/no-credit-2#ixzz0haHEOfV7>.
- 12 Suskind, Confidence Men, 397– 464.
- 13 Bair, Bull by the Horns, Kindle location 3032.
- 14 S. Johnson and J. Kwak, 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown (New York: Pantheon Books, 2010).
- 15 Suskind, Confidence Men, 455– 460, 695. Geithner issued a public denial: “Press Briefing by Press Secretary Jay Carney, Treasury Secretary Tim Geithner, and OMB Director Jack Lew,” September 19, 2011, <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2011/09/19/press-briefing-press-secretary-jay-carney-treasury-secretary-tim-geithne>.
- 16 E. Javers, “Inside Obama’s Bank CEOs Meeting,” Politico, March 4, 2009, <http://www.politico.com/story/2009/04/inside-obamas-bank-ceos-meeting-020871>.
- 17 Geithner, Stress Test, 376.
- 18 DealBook, “Geithner Haunted by a Goldman Past He Never Had,” New York Times, August 19, 2010.
- 19 Geithner’s calendar: <https://www.nytimes.com/interactive/projects/documents/geithner-schedule-new-york-fed>.
- 20 A. Clark, “Diary Shows Geithner-Darling Contact During Crisis,” Guardian, October 11, 2009.
- 21 Scheiber, Escape Artists, 38.
- 22 J. Anderson, “Calm Before and During a Storm,” New York Times, February 9, 2007.
- 23 Suskind, Confidence Men, 455.
- 24 Federal Reserve, “The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation,” April 24, 2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20090424a1.pdf>. As Kuttner, Presidency in Peril, 151, points out, the stress test team was grossly underpowered given the complexity of the businesses they were examining.
- 25 Geithner, Stress Test, 345– 350.

- 26 D. Enrich, D. Fitzpatrick and M. Eckblad, “Banks Won Concessions on Tests,” Wall Street Journal, May 9, 2009.
- 27 Bair, Bull by the Horns, Kindle location 2843; and F. Guerrero and J. Eaglesham, “Citi Under Fire over Deferred Tax Assets,” Financial Times, September 6, 2010.
- 28 Scheiber, Escape Artists, 128.
- 29 On Citi, Kuttner, Presidency in Peril, 129.
- 30 SIGTARP, “Exiting TARP: Repayments by the Largest Financial Institutions,” September 29, 2011.
- 31 Bair, Bull by the Horns, Kindle location 3686.
- 32 D. Baker and T. McArthur, “The Value of the ‘Too Big to Fail’ Big Bank Subsidy,” CEPR, 2009.
- 33 在下面的文獻可以看到「杜德・法蘭克法案」通過的出色規劃，請參考：A. S. Blinder, When the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response and the Work Ahead (New York: Penguin, 2013), 263– 366.關於競爭的政治主張可參考：Geithner, Stress Test, 388–438; Bernanke, Courage to Act, 435– 466; and S. Bair, Bull by the Horns, Kindle location 3223– 4339.
- 34 “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,” Public Law 111– 203, July 21, 2010, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.
- 35 US Treasury, “Financial Regulatory Reform: A New Foundation,” Washington, DC, 2009.
- 36 Geithner, Stress Test, 399.
- 37 Pew Research Center, “Americans’ Views of Fed Depend on Their Politics,” December 16, 2015, <http://www.pewresearch.org/fact-tank/2015/12/16/americans-views-of-fed-depend-on-their-politics/>.
- 38 “Ben Bernanke,” Time, December 16, 2009.
- 39 Bernanke, Courage to Act, 430– 434.
- 40 S. A. Binder, “Ben Bernanke’s Second Term as Chairman of the Federal Reserve,” January 30, 2010, <https://www.brookings.edu/opinions/ben-bernankes-second-term-as-chairman-of-the-federal-reserve/>; and S. Chan, “Senate, Weakly, Backs New Term for Bernanke,” New York Times, January 28, 2010.
- 41 Bernanke, Courage to Act, 445– 447.
- 42 Geithner, Stress Test, 404.
- 43 Ibid., 432.
- 44 Ibid., 398.
- 45 “The United States Residential Foreclosure Crisis: Ten Years Later,” March 2017, <http://www.corelogic.com/research/foreclosure-report/national-foreclosure-report-10-year.pdf>.

- 46 “Life After Lehman,” September 13, 2013, <http://www.institutionalinvestor.com/Article/3254651/Life-After-Lehman-A-Look-at-How-6-Prominent-Players-Have-Fared.html#.Wavm3ZOGN0s>.
- 47 S. Grocer, “Banks Set Record for Pay,” Wall Street Journal, January 14, 2010.
- 48 T. M. Tse, “Goldman Sachs Earns \$13 bn in 2009,” Washington Post, January 22, 2010.
- 49 Gasparino, Bought and Paid For, 6.
- 50 Bair, Bull by the Horns, Kindle location 3924– 3971.
- 51 D. Polk, “Dodd-Frank Progress Report.” July 2013, [https://www.davispolk.com/files/Jul2013\\_Dodd.Frank\\_.Progress.Report.pdf](https://www.davispolk.com/files/Jul2013_Dodd.Frank_.Progress.Report.pdf).
- 52 Blinder, After the Music Stopped, 314– 319.
- 53 B. Protes and P. Eavis, “At the Finish Line on the Volcker Rule,” New York Times, December 10, 2013.
- 54 PWC, “Volcker Rule Clarity: Waiting for Godot,” May 2014, <http://www.pwc.com/us/en/financial-services/regulatory-services/publications/volcker-rule-clarity-waiting-for-godot.html>.
- 55 B. Protes, “Jamie Dimon Shows Some Love for Volcker Rule,” New York Times, May 21, 2012.
- 56 P. Clement, “The Term ‘Macroprudential’: Origins and Evolution 1,” BIS Quarterly Review, 2010, 59.
- 57 D. Skeel, The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences (Hoboken, NJ: Wiley, 2010).
- 58 Federal Reserve, “The Supervisory Capital Assessment Program, May 2009, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/files/bcreg20090507a1.pdf>.
- 59 Federal Reserve, “Dodd-Frank Act Stress Test 2013: Supervisory Stress Test Methodology and Results,” March 28, 2013, <https://www.federalreserve.gov/bankinfo/reg/stress-tests/appendix-b.htm>.
- 60 “Rules and Regulations,” Federal Register 76, no. 231 (December 1, 2011), <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2011-12-01/pdf/2011-30665.pdf>.
- 61 Federal Reserve, “Federal Reserve Board Issues Final Rule on Annual Capital Plans, Launches 2012 Review,” <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20111122a.htm>.
- 62 P. Jenkins and P. J. Davies, “Thirty Financial Groups on Systemic Risk List,” Financial Times, November 30, 2009.
- 63 請參考集結信: “Healthy Banking System Is the Goal, Not Profitable Banks,” Financial Times, November 8, 2010; and A. Admati and M. Hellwig, The Bankers’ New Clothes (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013).

- 64 IIF, “Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework Institute of International Finance,” June 2010.
- 65 Bair, Bull by the Horns, Kindle location 4731– 4748.
- 66 FSB, “Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions,” November 4, 2011.
- 67 The High Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière, Report, February 25, 2009, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).
- 68 會有這個觀點，要歸功於沙辛·瓦里（Shahin Vallée）。
- 69 M. Goldstein and N. Véron, “Too Big to Fail: The Transatlantic Debate” (Bruegel working paper 2011/03, 2011).
- 70 A. S. Posen and N. Véron, “A Solution for Europe’s Banking Problem,” Bruegel Policy Brief (2009).
- 71 IMF, Global Financial Stability Report (April 2009).
- 72 “Bafin beziffert Kreditrisiken auf 816 Milliarden Euro,” Spiegel, April 24, 2009.
- 73 Eichengreen, Hall of Mirrors, 323.
- 74 Geithner, Stress Test, 425– 426.

## PART III 歐元區

## 第14章 希臘的拖延與鴛鴦心態

二〇〇九年夏季，銀行業的緊急危機緩解，歐元區與美國經濟都開始復甦，然而衝擊還在持續。美國在聯準會與財政部築起防火牆下，衝擊不再造成金融體系嚴重壓力，但是數百萬個家庭因為無法負擔房貸，以及房屋價值低於房貸欠款而陷入悲慘狀態。美國喪失抵押房屋的贖回權浪潮在二〇一〇年初達到高峰，換句話說，債務人持續違約，但是他們的災難並沒有造成系統性風險，這些人是最弱勢的族群，只能從歐巴馬政府或其他地方得到極少的援助。除了聯準會提供的大量流動性之外，支撐經濟的主要力量就是財政制度的自動穩定機制，它們不僅在美國，還在整個先進國家的經濟體中留下財政債務的深坑。這在二〇一〇年引發全球的強力反對，要求財政重整，發生危機前被大肆吹噓的財政穩定議題再次成為關注焦點。控制「債務占GDP的比例」也因此成為口號。二〇〇八年慷慨的銀行紓困計畫之後，接下來是緊縮財政，當然，慷慨與緊縮的對象並不相同。由於金錢可被取代，最終健保、教育、地方政府服務都被放進相同的預算條目中，用來擔負這次危機的成本。

而在歐元區，從金融危機的慷慨解囊之後，接下來以特別戲劇性的形式來個大翻轉，改採緊縮財政政策，因為對歐元區規模較小的三個會員國來說，危機對財政的衝擊難以抵擋。在二〇〇八年的危機期間，希臘、愛爾蘭與葡萄牙陷入預算愈來愈難維持的困境，在這三個國家中，希臘與愛爾蘭的情況最為險峻。希臘的公債規模過於龐大，必須重組；愛爾蘭則是被二〇〇八年九月三十日宣布對四千四百億歐元的銀行債務進行擔保所引發的恐慌弄得難以招架。在二〇〇九年的重擔下，希臘和

愛爾蘭唯一的可行之道就是進行債務重組，也就是減記持有的債券價值，或是委婉稱這是民間部門參與計畫（private sector involvement, PSI）。在希臘，這勢必殃及放款機構；在愛爾蘭則是銀行債權人無法得到合理的還款金額。與其他破產情況一樣，這會涉及財產權的侵犯，而且會創造不確定性，會有嚴重的骨牌效應風險，如果希臘或愛爾蘭進行債務重整，那下一個會是誰呢？由於歐洲銀行的體質孱弱，造成它們進一步損失可能會很危險，而且以歐美金融體系的連動程度，這樣的憂慮不會只局限在歐洲。所以，當葡萄牙在希臘與愛爾蘭之後陷入困境時，引發財政與金融業壓力，並蔓延至大西洋兩岸，這並不意外。然而，從二〇一〇年起發生在歐元區的事情可就非比尋常了。

二〇〇八年九月到十月初，歐洲第一時間對金融危機的反應是否認、缺乏決斷力與協調力，這是山雨欲來的前兆。二〇〇八年秋季在危機發生第一階段時，各國還能控制，二〇一〇年已經蔓延成整個歐洲的未來都陷在泥淖中，歐洲的單一貨幣機制幾乎分崩離析。希臘、葡萄牙、愛爾蘭及西班牙陷入一九三〇年代以來前所未見的蕭條中，義大利也受到牽連，法國的主權評等不保，總理被轟下台，政黨崩潰，民族主義的狂熱高漲到失控，而歐巴馬政府則面臨歐洲的新危機可能會回頭襲擊美國的前景。二〇〇九年春季，法國與德國才剛對英國和美國的金融穩定發表過談話，一年之後，就被迫呼籲國際貨幣基金不該只幫助希臘，還要幫助整個歐洲。但這樣並不够，兩年之後，歐元區的危機仍舊對全球金融穩定造成威脅。

## 德國與法國的矛盾



以全球危機從華爾街更廣泛的蔓延到首爾來看，希臘和愛爾蘭遭遇的麻煩其實並不稀奇。我們不需要拿歐元區的治理特質來解釋。<sup>1</sup>愛爾蘭是一個過度發展的境外銀行中心，而都柏林背負的紓困成本，即便是財政體質最好的國家都足以陷入險境。拉加德的惡夢在二〇〇八年十月成真：歐洲高度整合的金融體系危機太大，使得出問題的國家無法自行解決。都柏林被恐慌、以及政治人物與當地銀行界的緊密關係所驅使，但梅克爾否決所有歐洲整體解決方案，使得愛爾蘭的情勢無法控制。二〇〇九年一月十五日，都柏林被迫將謠傳已經被國際貨幣基金干預的盎格魯愛爾蘭銀行國有化，於是，愛爾蘭的公債被大肆拋售，違約風險飆升到甚至超越希臘。<sup>2</sup>

如果希臘和二〇〇八年的匈牙利一樣是歐盟會員國，但不在歐元區裡，那麼它很可能會加入東歐國家，參與第一輪國際貨幣基金的危機援助計畫。<sup>3</sup>這並不是說希臘直接陷入跨大西洋的金融危機，它的銀行最多只牽涉到地方利益。這次的危機是透過出口與旅遊業來衝擊希臘，然後財政政策的自動穩定機制開啟，稅收驟減。這在二〇〇八至二〇〇九年是很尋常的事，但希臘與眾不同的是當危機爆發時，財務狀況並不穩定。值得重申的一點是，希臘並沒有利用歐元區成員的資格大舉貸款，它的大多數債務都是泛希臘社會主義運動黨（PASOK）與新民主黨（New Democracy）這兩大黨在一九八〇年代和一九九〇年代以西歐的現代化及富裕承諾誘惑選民所累積下來的。<sup>4</sup>二〇〇六年，希臘的債務占GDP比例比二〇〇一年加入歐元區的時候還低，但也沒有低太多，而且若非隱瞞竄改的數據，這個數字還會更加糟糕。雅典的失敗是沒有利用快速成長與低利率的時候來大幅降低債務負擔，因此財政赤字突然飆升或利率高漲，都可能將它從破產邊緣推向破產，這正是二〇〇八年發生的事。為了因應危機，保守的新民主黨政府放棄所有的財政紀律，而在

此同時，因為政府的財政體質較差，主權債務的借款利率飆升。

二〇〇九年七月，雅典向歐元集團國發出警告，說它的赤字可能超過GDP一〇%。然而當時沒有人認為這個數字適合公開。引爆點在十月四日，希臘選民趕走中間偏右的新民主黨，讓改革派的社會民主黨成為多數黨，兩週後，喬治·巴本德里歐（George Papandreou）政府打破沉默，<sup>5</sup>雅典向歐洲統計機構歐盟統計局（Eurostat）宣稱，它的赤字占GDP的比例超過一二·七%。二〇〇九年一次性的預算修正，讓希臘債務占GDP的比例從九九%暴增至一一五%，數百億美元的赤字持續使負債增加，加上利率狂飆，很快就會使問題變得無法控制，光是二〇一〇年到期要償還的債務就高達五百三十億歐元，任何借款人都會有壓力。然而希臘的問題並不在流動性，而是破產。有人計算，希臘必須將稅收提高到GDP的一四%，並削減相同金額的支出，才能確實穩定債務。但這在政治上並不可行，因此希臘需要債務重組，要債權人同意降低還款金額。其他做法，例如在已經無法負擔的債務下增加新貸款，雖然這可以延緩問題，但代價是債務規模增加。

當然，對債權人來說，債務重組是不受歡迎的選項。二〇〇七年，希臘債券與德國債券幾乎是以相同的殖利率進行交易，它們被廣泛持有。到了二〇〇九年底，在希臘兩千九百三十億歐元的流通公債中，有兩千零六十億歐元是由外國人持有，九百億歐元是歐洲銀行持有，退休基金和保險基金的金額大致相同，減記這些債務可以降低希臘的負擔，但同時也會讓它從受信賴的歐洲借款人俱樂部中被踢出。從社會民主黨的初期歷史來看，它可能會把國家破產變成一項破壞性解放。<sup>6</sup>但到了二〇〇九年，它已經不再是那樣的政黨。債務重組會讓雅典丟臉地與債權人進行談判，而且國際貨幣基金極可能會介入。實際上，債務重組不僅不受欢迎，還難以啟齒。如果你希望拖延無可避免的情況並蒙混過

關，那麼最重要的事情就是維持信心。即使提到有可能債務重組就有機會造成恐慌，但關閉短期融資管道卻無法避免立即出現違約。不過最後不管採取什麼策略，數學的計算都是殘酷的。希臘的債務過於沉重，還愈來愈多，債務重組無可避免。但情況並沒有那麼簡單，反而是籠罩在困惑中一項冗長而折騰的頑抗行動，以及無止境的重複「拖延與鴛鴦心態」（extend and pretend）的策略。

這條扭曲的發展路徑是從哪裡開始的？二〇一〇年春季，希臘總理巴本德里歐訪問巴黎，與薩科奇政府開會，這可以說是好的開始。法國很清楚他們不想要造成一次危機。他們都不想聽到債務重組，他們想要動用資金來為希臘紓困，從二〇〇八年秋季出現的騷動開始，布達佩斯被迫接受國際貨幣基金的援助之後，歐洲大型國家的祕密委員會就一直在開會討論，當其中一個會員國陷入匈牙利式的危機時，應該如何因應。<sup>7</sup>巴黎和歐盟委員會都一致希望有個全歐洲都適用的解決方案，對希臘來說，這無疑讓人安心。發生歐元區危機的整個期間似乎都是如此，在法國，很少有反對紓困的歇斯底里情緒，甚至沒有。<sup>8</sup>雖然以平均付出的金額來說，法國在歐元區每項援助計畫的貢獻與德國相當，總金額來看也只略低於德國，但這個議題卻從來沒有被政治化到相同的等級。而這也引導出另一個問題，那就是為什麼巴黎會願意把錢投入希臘這個無底洞？

法國總統薩科奇從來沒有放過任何一個犧牲盎格魯薩克遜金融體系來得分的機會，但在希臘事件中，更尷尬的情況是，法國銀行的暴險最多。法國巴黎銀行是希臘債券最大的外國持有者，而法國農業信貸銀行也透過希臘子公司擁有相當高的暴險金額，而在所有銀行中，最脆弱的是德克夏銀行。<sup>9</sup>然而我們得問，為什麼巴黎會特別關切呢？法國巴黎銀行的資產負債表相當健全，足以吸收對希臘的損失，德克夏銀行對希

臘的直接暴險只有三十億歐元，在正常的情况下，這個金額不太可能會威脅銀行生存。實際上，這確實是值得關注的事，首先是德克夏銀行恐怖的資產負債表狀況，這其實是相當脆弱的環節，但是在二〇一〇年沒有人想要去修復它，因為社會大眾不會支持另一次銀行紓困，而且對紓困的擔憂遠遠超出對德克夏銀行與相似銀行的擔憂。歐洲最大型的銀行，即使是像法國巴黎銀行這種國家第一名的銀行，整體的商業模式都令人擔憂，它們持續仰賴批發融資，如果它們的信用開始出問題，就無法在商業本票和回購市場中生存。而資金市場的信心也還沒有從二〇〇七年的衝擊中恢復，歐元區的信心衝擊可能導致全面性撤資，危急的不會只是希臘，還有更大型的跨國界債務網絡，其中法國的風險就像其他富裕國家的放款機構一樣，實際上極為龐大。

整體而言，外國銀行向歐元區周邊國家（希臘、愛爾蘭、葡萄牙及西班牙）放款的金額高達二．五兆美元，其中法國銀行業的暴險金額大約是五千億美元，德國的銀行也差不多，其中絕大多數並非對政府的借貸。西班牙和愛爾蘭則因為過去房地產大幅上漲，如今陷入痛苦緊縮。特別是在西班牙，有理由擔憂的不是當地房地產放款機構的穩定性，而是政府財政的穩定性。在周邊國家之外，令人更加擔憂的是義大利公債。義大利的預算情況遠比希臘受到更嚴格的控制。的確在危機之前，一直維持基本財政盈餘（在未計入債務的利息支出之前），但它的債務水準卻高到令人擔憂，而且在二〇〇八年五月，席維歐．貝魯斯柯尼出任義大利總理。雖然他有著經商的資歷，以及保守派聯盟的盟友，但仍然被認為是一個危險的機會主義者。沒有人想讓恐慌的火焰撲向義大利，因為在義大利後面的是比利時，接著就是法國，正是這三層式的債務結構，導致以法國觀點來看待這次歐元區危機的政治學：小型破產的主權債務國（希臘與葡萄牙）在底層；接著是在金融危機中，房地產泡

沫下高負債的受害者（愛爾蘭與後來的西班牙）；最後則是以義大利為首，真正的欠債大國。對巴黎而言，希臘債務的長期永續性，並沒有比維繫這個巨大金字塔來得重要。

## 歐元區的債務金字塔

2010 年第一季全球銀行對歐元區債務的暴險金額									
暴險對象	暴險產業	德國	西班牙	法國	義大利	其他 歐元區國家	英國	美國	全球
希臘	民間部門	23.1	0.9	2.7	3.3	22.9	3.6	5.4	92.5
	銀行	10.5	0	3.9	1.2	2.6	2.2	3.1	26.1
	非銀行的民間機構	10	0.2	40.2	2.2	14.5	6	5.2	83.2
	所有國外債權人	43.6	1.1	71.1	6.8	40.1	11.8	13.6	20.2
	其他暴險	7.4	0.5	40.5	2	7.8	4.7	27.5	95.2
	總暴險金額	51	1.6	111.6	8.8	47.9	16.5	41.2	297.2
愛爾蘭	民間部門	3.4	0.2	8.7	0.9	3.8	7.3	1.9	29.7
	銀行	46	2.5	21.1	3.6	14	42.3	24.6	168.6
	非銀行的民間機構	118.1	9.6	20.5	12	66.8	114.4	34.1	421.7
	所有國外債權人	167.5	12.3	50.3	16.5	84.9	164	60.6	621.1
	其他暴險	38.3	3.9	35.4	12.1	7.6	58.4	53.2	222.7
	總暴險金額	205.8	16.2	85.7	28.6	92.5	222.4	113.9	843.8
葡萄牙	民間部門	9.9	10.6	20.4	2.2	11.5	2.6	1.6	62.9
	銀行	20.3	7.4	7.3	3.1	7	6.6	2	55.4
	非銀行的民間機構	8.2	66.7	14.4	1.1	8.2	15.8	1.6	118.4
	所有國外債權人	38.4	84.7	42.1	6.5	267	25	5.2	236.7
	其他暴險	8.1	23.3	7.6	2.9	2.4	7.4	32.1	85.6
	總暴險金額	46.6	108.8	49.7	9.4	29.1	32.4	37.3	322.4
西班牙	民間部門	30		46.9	2.3	19.1	7.6	4.9	127.6
	銀行	95		69.7	11.1	68.7	27.6	28.6	317.4
	非銀行的 民間機構	55.2		83.1	16.4	98.3	75	28.7	378.2
	所有國外債權人	180.2		199.8	29.9	186.1	110.2	62.2	824.1
	其他暴險	37.7		44.4	12.6	14.4	31.5	124.1	278.5
	總暴險金額	217.9		244.2	42.5	200.6	141.7	186.4	1102.6
義大利	民間部門	55.6	11.8	119.4		na	12.2	21.3	371.3
	銀行	54.5	3.1	51.2		na	13.4	13.6	171.4
	非銀行的民間機構	66.1	24.2	309.9		na	43	17.8	445.5
	所有國外債權人	176.2	39.3	480.1		143.6	68.6	52.7	988.2
	其他暴險	58.2	20.3	97.6		na	28.8	237.3	487.1
	總暴險金額	234.4	59.6	577.7		na	97.4	290	1475.3

備註：

1. 其他暴險包含衍生性商品合約、擔保與貸款承諾。

2. 2010 年第一季義大利各產業的暴險金額是以 2010 年第四季報告對應的比例計算。

3. 德國、西班牙及法國對義大利的其他暴險金額是以 2010 年第四季總外債金額對應的比例計算。

資料來源：BIS Consolidated Banking Statistics and BIS Quarterly Review, September 2010, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1009.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1009.pdf).

在巴黎受到如此有同理心的歡迎，無疑讓雅典感到欣慰。但它應該也有警覺，希臘希望成為法國對抗歐元區金融穩定的戰場嗎？紓困方案是設計來幫助歐洲過度擴張的銀行風險達到最小，還是因為希臘納稅人很可能得到最多利益而避免政治人物尷尬？希臘的風險顯而易見。對法國來說，大家可能想知道，如果目標是要鞏固歐元區，那麼拖延而不徹底解決希臘龐大債務的負擔是否是最佳策略呢？如果這是一個挑選防線的問題，那麼希臘真的是大家會選擇的戰場嗎？壯士斷腕的結果，或許不會比使用即將在歐元區廣為流傳的危險隱喻，來促使希臘積極走向債務重組來得更好。<sup>10</sup>兩者皆有風險，於是巴黎選擇採取拖延與鴛鴦心態。

對德國來說，一開始類似的看法好像占上風，因為德國的銀行也和法國的銀行一樣，對脆弱的歐元區借款人有大量的暴險，維持系統性穩定的邏輯並沒有被柏林拋棄。<sup>11</sup>二〇〇九年二月，當針對希臘和愛爾蘭的壓力首次來襲時，法國財政部長佩爾·史坦布律克為了讓市場平靜而提到：「如果一個歐元區國家陷入麻煩，那我們必須集結起來提供幫助，雖然歐元區條例中沒有預想要對破產國家施以援手，但實際上，其他國家必須拯救陷入困境的國家。」<sup>12</sup>一年後，當巴本德里歐政府尋求協助時，德意志銀行執行長兼國際金融協會主席約瑟夫·阿克曼伸出援手，他在二〇一〇年初前往雅典，提供三百億歐元的政府民間合作貸款（public-private loan）。<sup>13</sup>可以想像，柏林和巴黎在同一艘船上，在希臘出現困境時，使用一帖讓市場冷靜並降低殖利率的藥方，然而債務卻無可避免的累積，而當歐元區遭受從愛爾蘭或葡萄牙帶來的下一次衝擊時會發生什麼事？對一個破產的借款人來說，新債務是飲鴆止渴，而不是解決方法。

無論如何，到了二〇一〇年春季，這些違和的情況都沒有意義了。

德國在二〇〇九年九月二十七日舉行大選，在慘烈的選戰後，將史坦布律克和社會民主黨掃地出門，由梅克爾續任總理，但現在卻與支持自由市場與減稅的自由民主黨聯盟。<sup>14</sup>他們更符合總理的意識形態胃口，但她現在正在更窄化的政治基礎上運作，而且必須把更多注意力放在國內的戰線上。為了讓保守派滿意，沃夫岡·蕭伯樂取代史坦布律克，成為財政部長。蕭伯樂在一九八〇年代赫爾穆特·柯爾政府時期致力於歐洲整合，身為冷戰時期的基督教保守派，他有個廣大的戰略眼光，要讓歐盟在全球化時代成為西方文明的基石。<sup>15</sup>對蕭伯樂來說，他認為法治國家（Rechtsstaat），也就是受法律約束的國家，是西方觀念的支柱，而且身為財政部長，讓舉債煞車機制入憲是他特別關注的法律，基督教民主聯盟的新夥伴社會民主黨是一個親商與傾向減稅的政黨，因此在財政收入上讓蕭伯樂受限，而德國和歐洲需要的正是財政紀律。如果希臘不能繳出很好的成績單，那麼蕭伯樂就會變成一九九〇年代以來毫無悔意的多速歐洲（multispeed Europe）觀點的擁護者，這個觀點是由核心國家設定步伐，讓較不具競爭力與紀律的國家跟在後面。二〇一〇年二月十一日，梅克爾政府同意與夥伴國家採取緊急措施來支持歐元，但卻拒絕對希臘提供任何實質幫助，消息震驚市場。一位歐盟官員告訴記者：「德國基於法律、憲法依據與信念，在財務原則上完全踩了煞車。」<sup>16</sup>

柏林拒絕按照紓困計畫的腳本讓法國擔憂，並震驚希臘，但這應該沒什麼好驚訝的。馬斯垂克條約第一百二十五條禁止互相紓困。在二〇〇九年十二月開始實行的「里斯本條約」把加強單一國家的責任放在首位，時間就在希臘危機剛爆發的時候。它也禁止債務互助的管道，這個管道可以資助希臘部分債務的負擔。二〇〇九年六月三十日，在一項履行里斯本條約的關鍵判決中，德國憲法法庭對進一步朝向歐盟一體化設下阻礙。<sup>17</sup>在進一步將任何職能轉移到布魯塞爾前，德國聯邦法院堅



持對民主問責進行嚴格的試驗。柏林在二〇一〇年二月十一日同意以支持歐元之類的措施作為最後手段。對於像希臘的「壞蘋果」來說，意義並不明確。當然，希臘應該削減赤字，並致力勞動市場改革來促進成長，但德方無意提供紓困，絕大多數的德國政治人物與公眾輿論顯然願意讓市場來決定希臘和希臘債權人的命運，如果債務減記有其必要，那就這麼做。如果雅典無法還債，那麼德國各派政黨都支持以犧牲銀行為代價進行債務重組。<sup>18</sup>民調顯示，支持援助希臘的人中，有三分之二要求銀行也必須一同承擔，<sup>19</sup>遊說團體也增強這樣的訴求，例如德國納稅人的聯盟就要求民間部門加入。<sup>20</sup>訴諸德國民眾，與他們傾向去責怪「其他國家」的銀行並低估自己國家金融機構暴險的狀況，是個嚴苛且高風險的做法。

這是歐元區債務危機根本上的兩難，希臘需要債務減記，德國沒有反對和贊成削減債權人的權利，但希臘泛希臘社會運動黨政府並不想為絕大部分由前政府產生的問題付出代價，而且需要重組的並不只是政府債務，還有希臘的銀行體系，整個希臘的政治與社會結構都有風險。法國反對債務減記，而且巴黎不只得到其他歐洲債權國的支持，還有歐洲央行。歐洲央行對歐元區主權違約的前景感到驚駭，違約的骨牌效應有什麼風險？當然，希臘需要的是一劑健康的財政紀律，這是個受歡迎的答案，希臘接下來幾年被迫服下緊縮財政這帖藥，但調整預算的要求並不符合實際，而且對希臘經濟有毀滅性的衝擊。當最後債務重組不可避免，那麼問題應該就是如何讓希臘安全，如何建立一個架構讓債務可以減記，同時對債權人造成的損失不會引發全面性的恐慌。問題在於，即便大聲疾呼，仍會在安全網架好之前觸發風險。當致力於維持拖延與鴛鴦心態，而且否認債務重組的必要性時，很難在制度建立上創造讓歐洲集體努力的動能，而且沒有德國也無法做到這點，雖然德國並沒有從重

組希臘債務與債權人中退縮，但對於建立在重組過程所需的安全機制卻是毫無熱忱。

德國的不情願是短視但可以理解的。到了二〇一〇年春季，主權債務危機問題的全面性解決方案很明顯需要：一、歐洲的銀行積極重組資本，讓它們在虧損下存活，這是二〇〇九年歐洲已經落後美國的任務；二、一個支持銀行重組資本的歐洲基金，因為若非如此，所有的努力可能會使小型國家脆弱的金融業變得更不穩定，而二〇〇八年十月柏林已經否決這項提案；三、歐洲央行必須透過對銀行業注入流動性，或是像美國聯準會積極買進債券來穩定債券市場，雖然歐洲央行禁止全面印鈔票來還債，而且德國保守派的輿論都厭惡這樣的干預行為；四、推出一項歐洲的問題資產紓困計畫，由各國政府的預算支持來購買歐洲最差國家的主權債券，這個提案被里斯本條約的禁止互助條款所阻礙，因為在這樣政治條件下，很難相信會有國家想要重返財政紀律；五、有負擔債務能力的北方國家納稅人，像是荷蘭、芬蘭，但更重要的是德國，必須知道他們並沒有被占便宜，在任何負債互助進行之前，必須在財務規則上達成協議。這項禁令是二〇〇九年五月由德國舉債煞車機制憲法修正案所裁定，對柏林而言，任何的不足都會被視為是一種妥協，為了通過這一連串環環相扣的問題，解決方法變得更加受限，更不用說解決希臘的債務危機這樣折騰的問題。一直以來，金融市場看起來混合著焦躁、不耐，以及企圖在不確定性下交易而投機獲利。

## 國際貨幣基金介入

二〇一〇年初，蕭伯樂主掌的財政部開始尋求解決之道，但很明顯，在沒有和梅克爾總理事先協調下，蕭伯樂提議歐盟應該建立歐洲貨幣基金（European Monetary Fund），就像聯準會在世界舞台上扮演穩定與維持紀律的角色一樣，能夠領導歐元區內這類的重建。<sup>21</sup>由德意志銀行首席經濟學家湯瑪仕·梅耶（Thomas Mayer）推動的歐洲貨幣基金構想是，基金擔保的國家債務以GDP的六〇%為限，債務超過這個水準就要進行重組，並由債券持有人接受相同比例的債務減損。<sup>22</sup>

這是一項反應蕭伯樂對歐洲聯邦化理念的驚人壯舉，他努力利用這次危機來推動一九九二年馬斯垂克議程未完成的歐洲整合進程，如果柏林全力支持歐洲貨幣基金的想法，而且已經編列適當規模的預算（需要數千億歐元），那麼可能會從這次的危機中學到不同的教訓。如果柏林想要努力克服挑戰，那麼很難看出歐元區的其他國家有本事抗拒，他們在二〇一二年也急切想要達成類似的結果，然而，德國領導人卻放過解決危機的機會。二〇一〇年春季，蕭伯樂的計畫卻被隊友打了回票。<sup>23</sup>總理梅克爾不是歐洲聯邦主義者，她無意重新討論里斯本條約條文，為了通過這項條約她付出很大的努力，而且現在才剛開始執行。她不打算資助布魯塞爾建立貨幣基金，因為她對歐洲的自律能力抱持懷疑，同時也必須顧慮德國憲法法庭對里斯本條約的裁決。她知道有必要下猛藥，但她的提議並不是要創建歐洲貨幣基金，只是要讓國際貨幣基金參與監督歐元區。

把希臘推給國際貨幣基金符合德國保守派的訴求。<sup>24</sup>在雄心壯志的法國籍總裁多明尼克·史特勞斯卡恩領導下，國際貨幣基金積極想參與其中，但也有顧慮，因為國際貨幣基金已經對東歐國家投入數百億歐元，歐元區還需要更多的錢。在全球化的新時代，國際貨幣基金深度介入歐洲會是正確的方向嗎？而且在國際貨幣基金的董事會中，和歐洲國

家的強權代表打交道時，國際貨幣基金的經濟學家和專家肯定能占上風嗎？確切地說，歐洲人會採納國際貨幣基金對債務重組問題的建議嗎？他們甚至能了解國際貨幣基金基於其義務所追求的政策嗎？在二〇〇一年阿根廷金融危機的災難性經驗後，國際貨幣基金設立新的規則，<sup>25</sup>只會放款給有能力還債的借款人，否則就必須進行債務重組，而且如果要放款，它會堅持在恐慌開始前提早放款。考量金融市場可能大幅利用槓桿進行投機操作的規模，一旦在恐慌開始才放款，結果可能很昂貴，而且無效。由於希臘的危機在二〇一〇年的前幾個月就已開始蔓延，因此很難斷定是否符合這些標準。

這裡再次看到另一種可能的解決方法：柏林能夠支持國際貨幣基金要求希臘立即重組債務嗎？當然，國際貨幣基金的回溯性分析顯示，這會是一個比較好的方法。<sup>26</sup>然而梅克爾否決歐洲貨幣基金的構想，成為這類策略的主要障礙，她不願將確保重組過程安全無虞的額外配套措施納入考慮，而其他國家也反對她讓國際貨幣基金參與的提議。梅克爾政府的財政部長蕭伯樂確實也表明，他會將國際貨幣基金的介入視為是對歐洲的一種「羞辱」。<sup>27</sup>對薩科奇來說，很難想像讓國際貨幣基金介入的情況。他在三月初時對希臘政府說：「忘掉國際貨幣基金吧，國際貨幣基金該管的地方不是歐洲，而是非洲，該管的是布吉納法索。」<sup>28</sup>同樣的，歐洲央行也堅決反對必要的債務重組與國際貨幣基金的介入。美國房貸擔保證券引發的金融危機已經夠糟了，對特里榭來說，歐元區主權國家發行的公債無法完全兌現，這簡直難以想像，而將國際貨幣基金介入歐洲內部事務是在傷口上撒鹽。特里榭的反對理由並不是國際貨幣基金該管的是非洲，而是那是「美國的」機構。<sup>29</sup>

特里榭確實有理由擔心外面的世界，因為當談到歐元區時，歐洲央行的所有目光都轉向了。如果歐洲央行和聯準會與英格蘭銀行一樣是一

國的中央銀行的話，那根本不會有主權債務危機，希臘借的錢不用以美元計價，而是以歐元計價，而印鈔票的主權也授權給歐洲央行了。希臘的命運，以及所有歐元區國家的命運全都掌握在特里榭手裡。為了阻止希臘利率飆升造成的不穩定，歐洲央行該做的事就是全世界所有央行在做的事：買進希臘公債。當然，買進債券不是長久解決之道，希臘還是需要債務重整、財政紀律與經濟成長。然而，現在危急到廣大經濟區域的金融穩定，儘管希臘公債占歐洲金融體系只有一小部分。雖然歐洲央行成立時，被限制無權購買希臘新發行的債券，但它可以購買流通中的債券，來為穩定市場做出部分努力。如果歐洲央行沒有干預，那就不是經濟問題，而是政治問題了。而在二〇〇九年冬天至二〇一〇年，歐洲央行的銀行家似乎已經決定採取強硬路線，它沒有延續二〇〇九年提供慷慨的流動性資金的做法，而是讓長期再融資操作計畫到期。<sup>30</sup>接著在二〇一〇年四月開始討論一個新的架構，將分級附買回交易的價值減記應用在低評等的主權債券上，藉此降低它們對銀行的吸引力。<sup>31</sup>特里榭正在進行一場高風險賭注，以歐元區缺乏財政與經濟治理的聯邦架構，來取代債券市場受到的壓力。隨著歐洲央行的關注，飆升的債券殖利率會迫使希臘嚴肅看待財政紀律與經濟改革。這條路線不僅讓特里榭滿足自己的理念，同時也安撫德國央行及鷹派的貨幣主義領導人阿克賽爾·韋伯教授。歐洲央行以任何形式購買債券，都會被視為是對通貨膨脹的一種威脅，此外，更確切來說，它們被理解為暗中進行債務互助的一種形式。透過歐洲央行的資產負債表，德國納稅人最終還是要為歐洲其他國家的欠款買單，<sup>32</sup>當然，歐洲央行的其他股東也要負擔，但德國的歐洲懷疑論者擔憂德國要負擔的部分。

在二〇一〇年頭幾個月，爭論陷入僵局。希臘遭受的市場壓力加劇，外國投資人正在拋售能夠賣出的希臘債務。歐洲的強硬派可能會認

為這是執行紀律的一種合法方式，但是對投資人來說，缺乏解決方案令人忐忑不安：下一個出問題的國家是誰呢？是愛爾蘭？還是義大利？對希臘政府來說，坦白說真是糟透了。二〇一〇年五月十九日，雅典到期的債務是八十九億歐元，但很明顯根本不知道要去哪裡籌措資金。狗急跳牆之下，泛希臘社會運動黨政府只好轉而向大西洋彼岸求援。

二〇一〇年春季，從歐洲捎來壞消息的訪客並不受歡迎。歐巴馬政府一直密切關注希臘債務危機的發展，並且呼籲歐洲要快速應對。<sup>33</sup>但美國也陷入國內政治的泥淖。幸虧在泰德·甘迺迪（Teddy Kennedy）過世後，民主黨在一月的麻薩諸塞州特別選舉中失利，失去在參議院足以阻撓會議進行的多數席次，使得健保改革法案的通過變成一場艱苦的消耗戰，「杜德·法蘭克法案」似乎也擱置了。財政部與聯準會最不想要的就是一場新的危機，但在二〇一〇年春季，歐洲應對希臘危機的失敗，很明顯正產生威脅。

早在六十三年前，一場希臘的政治危機引發美國政策改變。一九四七年三月十二日，英國宣告無法在希臘內戰中擊敗共產黨的叛亂暴動後，美國總統杜魯門宣布圍堵政策原則，這是冷戰的一個開場。那年夏季，杜魯門政府的國務卿喬治·馬歇爾將軍（General George Marshall）做出對歐洲經濟援助史詩般的承諾，表達對圍堵政策的支持，然而二〇一〇年並沒有像蘇聯這樣的對手來迫使歐巴馬政府出手。讓希臘成為美國的問題，原因並不是全球的意識形態衝突，而是流往大西洋金融循環體系的資金。美國的共同基金有數千億美元放在歐洲銀行，特別是法國銀行，現在這些資金可能不保。因為這些銀行對希臘有高額暴險，而且它們在美國的分行也是對美國家庭和企業的主要放款機構，任何歐洲的金融危機都將會回頭影響美國。

二〇一〇年三月九日，在德國阻撓對希臘的緊急援助措施後，歐巴

馬總統、首席經濟顧問賴瑞．桑默斯和提摩西．蓋特納花時間與希臘總理和他的代表團會面，歐巴馬的訊息讓人鼓舞，在國際貨幣基金擁有一七％投票權的華盛頓會支持救助希臘，並支持梅克爾在歐盟要求援助的方法。<sup>34</sup>法國與歐洲央行反對國際貨幣基金介入的看法被推翻。但是白宮也很清楚表達一件事情，那就是債務重組沒有討論的空間，歐巴馬強調：「我們不能再有另一個雷曼兄弟。」希臘債務能否維持並不是美國關心的事，華盛頓優先要做的是遏止金融危機蔓延。在歐洲人找到穩定債券市場的方法，並準備好推動歐洲的銀行全面重組資本之前，債務重組的做法不會被納入考量。而且由於法國與德國間的僵局，這樣的協議似乎不可能達成。

正是來自這個利益的力量，出現第一代的拖延與駝鳥心態，歐洲進入一種不是由單一主權發起人決定，而是任何權威根本就不存在的緊急制度。<sup>35</sup>在二〇一〇年三月二十五日的歐盟高峰會中，有了華盛頓當靠山，梅克爾壓制法國與歐洲央行的反對意見，強行通過讓國際貨幣基金參與。<sup>36</sup>就像前一年在波羅的海國家的做法一樣，這是歐盟與國際貨幣基金的聯合行動，但這次歐洲央行積極參與。於是歐盟、歐洲央行與國際貨幣基金組成委員會，指揮希臘和其他「計畫國家」的政策，這很快就變成惡名昭彰的「三巨頭」。債務重組的選項被排除在外。在這點上，華盛頓支持法國和歐洲央行，無論最後的結果是否長久可行，既有的希臘債務都會透過這「三巨頭」所提供的新貸款來加以支付，而國際貨幣基金也不得不為此改變運作程序。為了滿足梅克爾對里斯本條約規定的堅持，也就是「歐洲」成分不包含透過位在布魯塞爾的中央機構採行的措施，或是會員國聯合出資。這需要修改條約，而且可能逾越德國憲法法庭畫下的紅線，否則雅典透過歐元集團協調，在雙邊且自願的基礎下，與個別國家的貸款也會包含在內。為了迴避馬斯垂克條約禁止的

紓困方案，不會以優惠條件放款。利率很硬，還會有一筆處理費用來補償對放款機構造成的麻煩。最後，同時也是最重要的事情是，這些援助不會因為要來阻止市場信心喪失所造成的損失而預先提供，它只會在希臘的損失衝擊到市場時，被當成是最後手段來提供，這將取決於希臘，藉由緊縮財政措施，將這個時點盡可能延後。

然而，對一般的希臘人來說，這意味著削減公共部門的支出。約聘員工無法續聘，民間部門的解雇門檻也提高，請領退休金的年齡增加，增值稅和其他消費稅的稅率也上升。於是，一個本來就有壓力的經濟體受到進一步的緊縮，原本在歐洲生活水準較低的人被進一步推向深淵，因此希臘勞工運動被動員起來，進行激烈抗議。但這至少讓債券市場感到滿意。二〇一〇年三月的最後幾天，雅典得以順利發行最後一批長期債券或許並不讓人意外，這批債券是年利率六%的七年期債券，總金額是五十億歐元，不過投資人的需求冷淡。<sup>37</sup>歐洲已經架好安全網，唯一的問題就是，希臘什麼時候會從高處摔落。

## 愛爾蘭先出問題

三月三十日傳出讓市場震驚的消息，但主角不是希臘，而是愛爾蘭。對愛爾蘭破產銀行進行重組的費用飆升，光是盎格魯愛爾蘭銀行，都柏林現在就要編列三百四十億歐元的預算，比愛爾蘭二〇一〇年的稅收還高。很快愛爾蘭的預算赤字就會比希臘還糟。<sup>38</sup>在愛爾蘭是銀行把國家拖下水，在希臘則正好相反，謹慎的希臘銀行存款人已經意識到，他們的存款被投資在雅典正力圖挽救的政府公債。二〇一〇年初，一百



四十億歐元從希臘的銀行外流，轉移到歐元區其他地方。第一個資金外逃的是寡占企業家，透過塞普勒斯轉移巨額資金，中產階級存款人則跟隨其後，幾千歐元幾千歐元的撤出。<sup>39</sup>希臘銀行失去資金來源，進而轉往希臘的央行（也就是歐洲央行在當地的分支機構）求援，特里榭允許它們持續回購已經被降低評等的希臘公債，這是一項生死攸關的維生系統，它給予央行掌控希臘政府，甚至掌控希臘社會與經濟的地位，如果沒有歐洲央行的同意，希臘就無法從提款機領到錢，而且希臘無法償還的債務也就沒有重組的機會。

四月，當這三巨頭在爭論誰應該對希臘的紓困計畫貢獻些什麼的時候，時間已經用完了。<sup>40</sup>信用評等機構惠譽下調希臘評等，使希臘的公債殖利率飆升至七．四％。四月二十二日早上，歐盟統計局公布希臘二〇〇九年的赤字預估已經上升到GDP的一三．六％，愛爾蘭甚至高達一四．三％。希臘債券的利差飆升到六百個基點，使得借款利率竄升到九％，實際上就要把希臘踢出市場。到了要使出最後殺手鐮的時刻，在蕭伯樂和蓋特納的敦促下，希臘政府啟動緊急機制，希臘需要大筆資金，而且已經沒有時間了。

這是一個巧合，但是個象徵性的巧合。四月二十二日晚上，在歐盟統計局發布消息幾小時後，市場受到震撼，全球金融巨頭聚集在華盛頓參加國際貨基金的春季會議。當天晚上的社交晚宴在加拿大大使館舉行，這是坦誠說些話的機會。危機已經從歐洲舞台向外擴散，歐元區現在已經對全球金融穩定造成威脅。自三月以來，中國一直要求要採取行動來捍衛歐元計價的全球投資標的。<sup>41</sup>正如英國財政大臣阿里斯泰爾．達林以倉皇的心情回憶：「這樣說並不誇張，隨著疑慮與不安持續升溫，美國正看著歐洲無法因應……這個訊息是：『你為什麼不採取行動？你知道你必須做些什麼。』」<sup>42</sup>正如《金融時報》所言，歐元區無

法自己恢復穩定，這代表在二〇一〇年四月，「拯救」歐元與「最終歐洲整合的呈現，取決於外部的國際機構與美國政府……」

然而華盛頓沒有提出任何方案，三巨頭還在為紓困貸款的條件與雅典討價還價，市場的擔憂被擺在一旁。二〇一〇年四月二十八日市場崩盤，正如大家的想像，德國財政部的官方記事有份嚴肅的文件，以下是它對歐洲主權債券事件及當天銀行同業拆款市場的描述：

危機變得十分嚴重，一些歐元區會員國，例如葡萄牙、愛爾蘭和西班牙公債的風險貼水急速上升，而且達到四月時希臘無法從金融市場融資的水準，就和（二〇〇八年）金融海嘯最後的激烈階段一樣，歐洲銀行間實際上沒有任何同業拆款貸款，在很短的期間就全面出現嚴重系統性危機即將發生的徵兆。<sup>43</sup>

這個官方說法掩飾的是柏林在促成這次「即將發生嚴重系統性危機」所扮演的角色。在五月初重要的地方選舉前，德國民眾對於援助希臘表達激烈抗議，梅克爾的聯盟夥伴自由民主黨，因為在自由市場民族主義支持者中的人氣暴跌，肆無忌憚地拋出反援助希臘的看法，限縮總理迴旋的空間。為了提醒梅克爾全球正受到威脅，多明尼克·史特勞斯卡恩與尚克勞德·特里榭飛往柏林。<sup>44</sup>然而，儘管恐慌持續上升，柏林在三月二十五日設定的冷眼旁觀腳本並沒有改變。梅克爾對媒體表示，允許希臘加入歐元區是個錯誤，而德國對於援助行動所做出的任何貢獻，都必須是在柏林決定的條件下自願做出的決定。確實，這番言論引發投機風潮。<sup>45</sup>這不是那種安撫市場的談話，希臘債券利差飆升到一千個基點，最後華盛頓發出十足的警訊，歐巴馬打了私人電話給德國總理。<sup>46</sup>歐洲也不是只有梅克爾接到電話，蓋特納和他的團隊成員在日誌

中寫道，美國政府、德國政府、歐洲央行與法國政府幾乎每天通電話。<sup>47</sup>世界各國的政府都在敦促歐盟要採取行動。

最後，在五月的頭幾天，協議終於達成了，希臘同意三巨頭的要求，不只要削減赤字，還要達到財政盈餘的目標，它承諾要扭轉高達GDP一八%的驚人赤字，達到預算平衡。<sup>48</sup>光是在二〇一〇年要削減的赤字就高達GDP的七．五%。希臘每個地區的民眾生活都受到影響，從部長的約聘清潔工，到國家資產民營化，人人都難逃衝擊。希臘則交換到高於原先構想的紓困金額：一千一百億歐元，其中八百億歐元來自歐盟，三百億歐元來自國際貨幣基金，在未來三年按季分期還款。這筆貸款的利率很高，而且很明顯使他們在二〇一三年創造一場還款衝擊。然而，這已經是放款國家願意提供最好的條件。梅克爾承諾五月七日將這個提案交到聯邦議院表決，但問題是，市場會給歐洲這麼多時間嗎？

五月五日星期三，梅克爾將援助方案提交到德國聯邦議院，她宣稱這是「沒有選擇的選擇」。<sup>49</sup>梅克爾改寫柴契爾（Margaret Thatcher）「我們別無選擇」的知名聲明，結果被汙名化。在此同時，一場凝聚希臘主要兩派勞工運動的全面性罷工震撼希臘，癱瘓交通與公共服務。在雅典，抗議群眾與鎮暴警察爆發衝突。當國會議員在會議中爭辯緊縮方案時，一顆汽油彈越過瑪芬銀行（Marfin Bank）分行窗戶，造成建築物起火，三名員工喪生。頭髮灰白的希臘總統，同時也是第二次世界大戰希臘抵抗運動的老將卡羅洛斯．帕普利亞斯（Karolos Papoulias）表示：「我們的國家已經站在懸崖邊緣。」<sup>50</sup>五月六日，希臘議會投票通過現代民主國家有史以來最為嚴苛的緊縮財政計畫。那天早上，歐洲央行在里斯本召開會議，記者透過電子郵件發布的新聞提到，專橫的尚克勞德．特里榭甚至拒絕討論購買希臘債券的可能性，在那週早些時候，在新財政計畫的支持下，歐洲央行不情願地同意持續回購希臘債務，但

是積極購買債券是一帖太強的猛藥。<sup>51</sup>這並不是市場需要聽到的消息。

美國股市開盤的時候正好是歐洲的下午，股市一開盤就大跌，到了下午一點鐘，市場重挫四%。由於歐洲央行拒絕援助，因此希臘公債的信用違約交換交易量暴增，光是那一天，用來衡量市場不確定性的恐慌指數（VIX）就飆升三一.七%。歐元也在午後重貶二.五%。<sup>52</sup>那天下午在大西洋兩岸發生的事不久將成為美國法院爭論的問題，但在下午兩點三十二分，市場已經陷入癱瘓。<sup>53</sup>半小時之後，約在三點零五分，美國主要股市的市值已經蒸發六%，投資組合減損一兆美元。在恐慌的交易者尋求資金避風港下，美國公債的需求激增，殖利率在幾分鐘內從三.六%降至三.二五%。

多虧大西洋兩岸有時差，當歐洲央行的委員在里斯本坐下吃晚餐的時候，黑莓機傳來「閃電崩盤」（注：[flash crash](#)，美國道瓊工業指數在開盤後短短幾分鐘之內，便暴跌將近一千點（九%）。五年後政府終於抓到兇手，一名英國期貨交易員利用自動交易軟體大批下單，然後在交易完成前撤回訂單，大幅影響股市價格，以此吸引其他投資人跟風或退場，從中獲利）的消息。雷曼兄弟危機十八個月後，延誤提供希臘援助幾乎要引發第二次的金融災難。就連態度強硬的德國央行總裁阿克賽爾·韋伯都意識到歐洲央行不能維持早上特里榭採取的強硬立場，他在餐桌上表示：「歐洲央行必須購買政府公債。」<sup>54</sup>對歐洲央行高層的保守派來說，這是戲劇性的時刻，他們理解到必須採取行動，因為全世界都在關注。雅典已經迫在眉睫，可能很快會落入古羅馬的下場。但歐洲央行卻不想成為市場上唯一的買家，它們決心不讓歐洲政府脫身，因此要求全面性的緊縮財政。此外，儘管歐洲央行可能透過購買債券來提供暫時援助，現在需要的是卻是一個由國家支持的大規模基金，用來提供債券市場信心。要讓歐洲各國政府及納稅人為彼此的債務負責，將會造

成惡夢般的政治糾葛，但這至少會恢復財政政策和貨幣政策間的明確界限，讓歐洲央行在這個基礎上建立先前所宣稱的獨立地位。

隔天，二〇一〇年五月七日，歐盟委員會的會議呈現世界末日的氛圍，執行委員奧利．雷恩（Olli Rehn）與總裁特里榭發表可怕的警告，特里榭堅稱：「歐洲，乃至全球，情況的惡化快速而強烈。」正如《金融時報》報導，這對有時守舊的歐盟委員會來說是個衝擊：「直到此時，尚未完全融入世界金融市場的歐元區小國家才明白這次危機的嚴重性，即使是有經驗的領導人也感覺很震驚。」<sup>55</sup>然而，儘管有危機感，而且儘管已經對希臘問題達成協議，卻沒有針對整體歐元區建立全面性的保護傘達成協議。薩科奇指責歐洲央行，在歐洲政府的信用遭到破壞時，歐洲央行怎麼能夠袖手旁觀？為什麼歐洲央行不能和聯準會或英格蘭銀行一樣採取行動呢？一位歐盟的政策制定者回憶：「薩科奇咆哮說：『動起來，動起來，不要再猶豫了。』」薩科奇得到義大利席維歐．貝魯斯柯尼和葡萄牙約瑟．蘇格拉底（José Sócrates）的支持，他們都有理由害怕出現全面性的主權債務危機，然而梅克爾、荷蘭和芬蘭退縮了，因為歐洲央行是獨立的，它必須自由按照自己適合的方式做事。五月七日星期五在沒有共識下結束，然而在華爾街的事件後，很顯然，在五月十日星期一亞洲市場開盤前，必須採取一些大動作。歐洲必須從對希臘的國家級紓困，轉為對整體貨幣區提供一個更為廣泛的財務支持，他們不能期待各國透過與國際貨幣基金達成的雙邊協議來處理自己的問題。幾個禮拜前，他們還在對要提出幾百萬歐元的方案猶豫不決，現在他們必須考慮更大的金額了。

在來自各國政府的巨大壓力下，歐洲領導人在五月九日星期日下午重新開會。<sup>56</sup>歐巴馬打電話給梅克爾與其他重要的歐洲領導人，班．柏

南克召開聯邦公開市場委員會臨時電話會議，同意展延與歐洲央行、英格蘭銀行、瑞士央行和加拿大央行的換匯協議。<sup>57</sup>同樣的，七大工業國也協調歐洲財政部長召開電話會議，日本、加拿大和美國都在電話線上。在這個關鍵時刻，蕭伯樂因為藥物過敏而住院治療，因此由西班牙擔任主席。法國的財政部長克里斯蒂娜·拉加德發現自己成為這兩個集團的溝通窗口，在同時與兩邊通話下，她一隻耳朵和歐盟二十七個國家通話，另一隻耳朵則和七大工業國通話，最後同意的紓困基金規模十分龐大：歐盟委員會的基金提供六百億歐元，歐洲政府則提供四千四百億歐元。多明尼克·史特勞斯卡恩提議，以去年夏季拉脫維亞使用的資金比例，動用國際貨幣基金的資源來支持這個基金。然而，當時小型的拉脫維亞只需要幾十億歐元，現在國際貨幣基金承諾要提供兩千五百億歐元，這是國際貨幣基金至今為止做出最大承諾的計畫。在倫敦二十國集團的會議上，國際貨幣基金承諾投入一兆美元來拯救歐洲，標誌全球金融援助新時代的來臨。這個數字非常驚人，但最重要的問題是，救助基金要如何組成與融資？這是邁向主權債務共同化的第一步，同時也是踏出違反里斯本協議紅線的激進一步嗎？柏林不會承認這樣的事情。<sup>58</sup>整個協議懸而未決，一直到一位具有影子銀行專業的荷蘭與會者提議將歐洲金融穩定基金（European Financial Stability Facility）納入，並把這個機制視為民間特殊目的機構，註冊在避稅天堂盧森堡，才使歐元區的各國政府能夠在國家的基礎上貢獻資金，不需承擔任何政府間整體「歐洲」的承諾。

即使是這種急就章的形式，歐洲金融穩定基金也需要幾個月才能運作，但要讓星期一早上的市場交易恢復，需要的是對歐洲債券市場的立即支持，這只能交給歐洲央行。特里榭很滿意歐洲金融穩定基金的協議，各國政府現在則嚴陣以待。但問題是，他是否能夠領導歐洲央行的

理事會，特別是他是能否夠壓過德國的央行。五月六日購買債券的恐慌時刻之後，阿克賽爾·韋伯隨後改變主意，他不想承擔與德國輿論和歐洲央行理事會同事、首席經濟學家爾根·史塔克（Jürgen Stark）意見不合的風險，因此在從葡萄牙返回法蘭克福的途中，韋伯撤回協議。然而在五月九日星期日，特里謝的提案獲得多數同意。隨後等到五月十日早晨，當歐洲各國政府終於準備端出搖搖欲墜的紓困基金時，他才發布公告。<sup>59</sup>歐洲央行不會率先採取行動。

接下來幾天，市場轉趨平靜，儘管德國反對，但歐洲央行購買債券的承諾起了作用。如果有最後的購買者，就沒有必要急於求售，但為了讓歐洲央行這項承諾付諸實行，還有一個未公開的進一步協議：即使希臘債務沒有立即重組，銀行也該被允許把全部的不良債權轉移給別人。在梅克爾與蕭伯樂特別出力堅持下，歐洲央行購買債券伴隨而來的現象是，所有歐元區的財政部長對放款銀行施壓，限制他們出售持有的希臘問題債券。這種討價還價沒有中斷過。在德國，德意志銀行為首的集團同意持有這些債券三年。<sup>60</sup>但很多較小的銀行拒絕接受這樣的承諾。而且謠言快速散播說，歐洲央行第一批將購買兩百五十億歐元的債券，絕大多數來自法國。

二〇一〇年五月九日星期日，國際貨幣基金在董事會通過這項協議。由於史特勞斯卡恩人在歐洲，因此由約翰·李普斯基（John Lipsky）擔任華盛頓的主席，在布希的指派下，他從摩根大通轉到國際貨幣基金。在國際貨幣基金總部的會議桌前，沒有人滿意這種情況。<sup>61</sup>這是個龐大的承諾，讓人深感不安的是，這是在歐盟要求下，由相對富裕的歐洲國家來管理希臘的危機。希臘收到的貸款遠超過他們的投票權重，這筆資金的貢獻通常會限制在國際貨幣基金的借款權利。國際貨幣基金要求與三巨頭的其他成員分享計畫的控制權，但它的專家不認為希

臘的債務可以維持，正如他們所說的：不可否認，這項計畫的「重大不確定性」使其「很難明確地說」，希臘能夠償還它的債務。正常來說，這是一個危險訊號，畢竟讓希臘從官方放款機構得到新的貸款，藉此償還現有無法支付的民間債務，這件事會讓誰得到好處？巴西的委員會成員直言不諱地堅持認為：這項計畫不該被認為是「對希臘的救助，因此不得不進行痛苦的調整，而是對希臘民間債務的持有者進行紓困，主要是針對歐洲的金融機構。」<sup>62</sup>

當銀行的超額放款可能演變成政府的借款危機時，大家很難要求對於「誘導推銷」（bait and switch）的替代做法做出清楚說明。<sup>63</sup>但這個替代做法並非來自巧妙的意識形態戲法，而是來自希臘債務鬧劇的主要玩家（德國、法國、歐洲央行、國際貨幣基金及歐巴馬政府）間形成最低程度的共識。當然，國際貨幣基金對他們達成的共識幾乎沒有任何幻想。五月九日國際貨幣基金委員會裡的會議發言十分負面，使得李普斯基認為有必要採取相反的立場。李普斯基完全忠於白宮的底線，他是為蓋特納的邏輯貢獻最多心力的人。<sup>64</sup>確實，李普斯基喜歡藉著打電話到國際貨幣基金，要同事不要採行鮑威爾主義（注：指以龐大的力量與計畫明確的路線來攻擊），而是要用「震懾與威嚇」（shock and awe，這是美軍二〇〇三年對巴格達進行毀滅性空襲的代號），這讓他的同事感到尷尬。<sup>65</sup>五月九日在華盛頓舉行的重要會議上，李普斯基承認受到同事的關切與批評，但他仍聲稱自己「建議國際貨幣基金的計畫顯然應該要涉及債務重組，或讓債務違約，這讓他感到有些不安」。債務重組「不僅會對希臘的銀行體系產生立即毀滅性的衝擊，更不用說會有更廣泛的外溢效果。」這件事最終具有決定性。

國際貨幣基金的委員會同意不成比例且高風險的希臘紓困方案，不是因為這個方案的條件很合理，或是對希臘很好，而是因為到目前為止



的追蹤記錄來看，歐洲無力遏止希臘危機，意味著有「全球高度系統性風險的外溢效應」。<sup>66</sup>相較於將希臘無力償還的債務進行重組，還不如對整個公部門和岌岌可危的經濟進行重組。國際貨幣基金本於良知來堅持希臘的方案，做出削減成本和提升效率的英雄般假設。也許它被嚇得夠多了，「僵化」（sclerotic）和「受庇護」（clientelistic）的希臘可以推向更高的經濟成長，使債務得以維持下去。緊縮財政與「改革」是這項議程中唯一可以達成的協議，其他議題只能達成部分協議，這在經濟上是否具有效率，或是政治上能否永續，以及它對歐洲民主意味著什麼，則又是另一回事了。

- 
- 1 完全同意以下的看法：Sandbu, *Europe's Orphan*; E. Jones, "The Forgotten Financial Union: How You Can Have a Euro Crisis Without a Euro," in *The Future of the Euro*, ed. M. Matthijs and M. Blyth (New York: Oxford University Press, 2015); and D. Mabbett and W. Schelkle, "What Difference Does Euro Membership Make to Stabilization? The Political Economy of International Monetary Systems Revisited," *Review of International Political Economy* 22.3 (2015), 508–534.
  - 2 J. M. Brown, "Things Fall Apart," *Financial Times*, January 15, 2009; and C. Lapavistas et al., *Crisis in the Eurozone* (London: Verso, 2012), 58.
  - 3 Z. Darvas, "The EU's Role in Supporting Crisis-Hit Countries in Central and Eastern Europe," *Bruegel Policy Contribution* (December 17, 2009).
  - 4 S. Kalyvas, *Modern Greece: What Everyone Needs to Know* (Oxford: Oxford University Press, 2015).
  - 5 G. Papaconstantinou, *Game Over: The Inside Story of the Greek Crisis* (Athens: George Papaconstantinou, 2016).
  - 6 關於借款人主導、而非放款人主導的違約政治學，請參考：Lapavistas et al., *Crisis in the Eurozone*, 126–135.
  - 7 M. Walker, C. Forelle and B. Blackstone, "On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide," *Wall Street Journal*, September 24, 2010.

- 8 Papaconstantinou, Game Over.
- 9 V. Acharya and S. Steffen, “The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong,” VoxEU, May 23, 2013.
- 10 S. Wagstyl, “Greeks Search for Hint of Daylight Between Schäuble and Merkel,” Financial Times, February 19, 2015.
- 11 把這視為是梅克爾政府整個政策關鍵的一項解釋，請參考：H. Thompson, “Germany and the Euro-Zone Crisis: The European Reformation of the German Banking Crisis and the Future of the Euro,” *New Political Economy* 20, no. 6 (2015), 851– 870.
- 12 B. Benoit and T. Barber, “Germany Ready to Help Eurozone Members,” Financial Times, February 18, 2009.
- 13 T. Koukakis, “Josef Ackermann: The Secret 2010 Financial Support Plan for Greece and Why It Was Sunk,” <http://www.tovima.gr/en/article/?aid=639539>.
- 14 R. Zohlnhöfer and T. Saalfeld, eds., *Politik im Schatten der Krise. Eine Bilanz der Regierung Merkel 2009– 2013* (Wiesbaden: Springer VS, 2015).
- 15 A. Tooze, “After the Wars,” review of *The Age of Catastrophe: A History of the West 1914– 45*, by Heinrich August Winkler, *London Review of Books* 37.22 (2015), 15– 17, December 7, 2017, <https://www.lrb.co.uk/v37/n22/adam-tooze/after-the-wars>.
- 16 引述文字請參考：I. Traynor, “Angela Merkel Dashes Greek Hopes of Rescue Bid,” *Guardian*, February 11, 2010.
- 17 BVerfG, Judgment of the Second Senate of June 30, 2009— 2 BvE 2/08— paras. 1– 421.
- 18 “Merkel sagt Griechenland Milliarden-Hilfe zu’,” *Die Welt*, April 26, 2010; and “Union will Bankenbeteiligung prüfen,” *Die Zeit*, April 27, 2010.
- 19 J. Schönenborn, “Griechenland-Hilfe nur mit Bankenbeteiligung,” April 4, 2010, ARDDeutschlandTrend Mai 2010, [www.tageschau.de](http://www.tageschau.de).
- 20 Bund der Steuerzahler, “Keine Steuerzahlergarantien ohne Bankenbeteiligung,” May 5, 2010, <https://www.steuerzahler.de/>.
- 21 W. Schäuble, “Why Europe’s Monetary Union Faces Its Biggest Crisis,” *Financial Times*, March 11, 2010; “Proposal for European Monetary Fund Wins EU Support,” *Spiegel Online*, March 8, 2010; and “Why Is Germany Talking About a European Monetary Fund?,” *Economist*, March 9, 2010.
- 22 二〇一〇年五月提出的第二版提議可在以下網址取得：<https://www.ceps.eu/system/files/book/2010/02/Nopercent20202percent20EMFpercent20e-versionpercent20updatepercent2017percent20May.pdf>.
- 23 M. Feldenkirchen, C. Reiermann, M. Sauga and H.-J. Schlamp, “Merkel Takes On the EU and Her Own Finance Minister,” *Spiegel Online*, March 22, 2010.
- 24 “Issing zur Lage Griechenlands: IWF-Hilfe ist die einzige Alternative,” February 10, 2010,

www.tagesschau.de; and “Man muss den Griechen auf die Finger schauen,” March 2, 2010, www.deutschlandfunkkultur.de.

- 25 Blustein, Laid Low, 26– 31.
- 26 IMF Country Report 13/156, May 20, 2013, 誇張而詳盡的報導可見: A. Evans-Pritchard, “IMF Admits Disastrous Love Affair with the Euro, Apologises for the Immolation of Greece,” Telegraph, July 28, 2016.
- 27 “EZB warnt vor IWF-Hilfen für Griechenland,” FAZ, March 24, 2010.
- 28 Papaconstantinou, Game Over, Kindle locations 1465– 1470.
- 29 C. Volkery, “Merkel’s Risky Hand of Brussels Poker,” Spiegel Online, March 26, 2010; and “Deutschland hilft den Griechen, wenn der IWF hilft,” FAZ, March 25, 2010.
- 30 Gabor, “The Power of Collateral,” 23.
- 31 D. Gabor and C. Ban, “Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets,” Journal of Common Market Studies 54.3 (2016), 617– 635.
- 32 這個論點的摘要可見二〇一五年歐洲央行對德國法院提起的訴訟“Verfassungsbeschwerde,” October 22, 2015, <https://www.jura.uni-freiburg.de/de/institute/ioeffr3/forschung/papers/murswiek/verfassungsbeschwerde-qe-anleihenkaeufer-gauweiler.pdf>.
- 33 Gammel and Löw, Europas Strippenzieher, 70.
- 34 Papaconstantinou, Game Over, Kindle locations 1529– 1536.
- 35 J. White, “Emergency Europe,” Political Studies 63.2 (2015), 300– 318.
- 36 A. Evans-Pritchard, “Europe Agrees IMF-EU Rescue for Greece,” Telegraph, March 25, 2010.
- 37 Papaconstantinou, Game Over, Kindle location 1677.
- 38 “Irish Deficit Balloons After New Bank Bail-Out,” BBC News, September 30, 2010.
- 39 H. Smith, “ Super-Wealthy Investors Move Billions out of Greece,” Guardian, February 6, 2010; and F. Batzoglou, “Anxious Greeks Emptying Their Bank Accounts,” Spiegel Online, December 6, 2011.
- 40 “Euro Zone Readies Giant Rescue Package for Greece,” Reuters, April 11, 2010.
- 41 Evans-Pritchard, “Europe Agrees IMF-EU Rescue for Greece.”
- 42 T. Barber, “Saving the Euro: Dinner on the Edge of the Abyss,” Financial Times, April 22, 2010.
- 43 Bundesfinanzministerium, “Chronology: Stabilisation of the Economic and Monetary Union,” [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Europe/Articles/2016-04-Chronologie-Euro-Stabilisierung.html?\\_\\_act=renderPdf&\\_\\_iDocId=199342](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Europe/Articles/2016-04-Chronologie-Euro-Stabilisierung.html?__act=renderPdf&__iDocId=199342).
- 44 K. Connolly, “Greek Debt Crisis: IMF Chief to Woo Germany over Bailout Deal,” Guardian, April 28, 2010.

- 45 “Transcript of Statements to the Media by Angela Merkel and Strauss-Kahn in Berlin,” April 28, 2010, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/tr042810>.
- 46 Bastasin, *Saving Europe*, 203.
- 47 J. Pisani-Ferry, “Tim Geithner and Europe’s Phone Number,” Bruegel (blog), February 4, 2013.
- 48 Papaconstantinou, *Game Over*, Kindle locations 2186– 2188.
- 49 “Regierungserklärung von Bundeskanzlerin Merkel zu den Hilfen für Griechenland,” May 5, 2010, <https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserklaerung/2010/2010-05-05-merkel-erklaerung-griechenland.html>. 對於「我們別無選擇」更廣泛的意涵請參考：A. Séville, “There Is No Alternative,” *Politik zwischen Demokratie und Sachzwang* (Frankfurt: Campus, 2017).
- 50 “Deaths Place Greece on ‘Edge of Abyss,’ ” May 6, 2010, [www.ekathimerini.com](http://www.ekathimerini.com).
- 51 Gabor, “The Power of Collateral,” 25.
- 52 “Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010,” Report of the staffs of the CTFC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, <http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>.
- 53 “Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010,” Report of the staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, <https://www.sec.gov/sec-cftc-prelimreport.pdf>.
- 54 Bastasin, *Saving Europe*, 202.
- 55 對於這點與以下的內容可參考T. Barber, “Saving the Euro: Dinner on the Edge of the Abyss,” *Financial Times*, April 22, 2010.
- 56 Barber, “Saving the Euro.”
- 57 Bernanke, *Courage to Act*, 481. Bernanke held a private briefing of the Senate Banking Committee to ensure there was no negative reaction.
- 58 Gammelin and R. Löw, *Europas Strippenzieher*, 75– 86.
- 59 Bastasin, *Saving Europe*, 214– 215.
- 60 Bastasin, *Saving Europe*, 218; Papaconstantinou, *Game Over*, Kindle location 2707.
- 61 國際貨幣基金自己的毀滅性事後檢驗可以參考獨立評估辦公室（IEO）的書*The IMF and the Crises in Greece, Ireland, and Portugal* (Washington, DC: IMF, 2016), 15– 18.
- 62 Blustein, *Laid Low*, 136.
- 63 M. Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (Oxford: Oxford University Press, 2013), 73.
- 64 “John Lipsky Biographical Information,” <https://www.imf.org/external/np/omd/bios/jl.htm>.

65 Blustein, Laid Low, 64.

66 Ibid., 139; and IMF, Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement (IMF Country Report No. 10/110, 2010).

## 第15章 債務期限

「嗯，格林，我的想法是歐豬五國就是我們……很快我們會發現自己的處境和希臘相去不遠。」<sup>1</sup>這是哈佛大學歷史學家尼爾·佛格森二〇一〇年二月十一日在福斯電視台格林·貝克（Glenn Beck）主持的新聞節目上所說的一段話。格林提及的「我們」指的是美國公民與納稅人。歐豬五國指的是經濟陷入困境的歐元區五國：葡萄牙、愛爾蘭、義大利、希臘與西班牙。貝克和節目來賓以失序、罷工、街上暴動與汽車遭焚毀的影像吸引觀眾目光。一旦市場失去信心，便很難復原，就如同希臘的情況。佛格森以嚴厲的口吻說道：「要嘛就是拖欠大部分的債務，不然就是大量印鈔票還債。對於像我們這樣擁有如此龐大債務的國家來說，其實沒有太多選擇。而且不論採取哪種做法，過程一點都不好玩。」如果利率持續升高，美國一年內就會發生這些情況。佛格森解釋：「如今歐洲遭遇的問題與俄羅斯二十年前面臨的情況很可能會發生在你身上，而且是瞬間發動突襲。」近來在這樣的前景下，佛格森很高興最近美國反對大政府的民粹主義崛起。他認為這是好現象。但還需要其他因素配合：「除非有政治領導人有勇氣挺身而出告訴美國人民：『我們必須做這件事，我們必須徹底改革整體體系。』否則我擔心我們不僅會重蹈歐洲經濟的覆轍，更有可能會步上拉丁美洲經濟的後塵。」

佛格森是常春藤名校的學術菁英，貝克則是性格衝動的美國保守主義擁護者。不過，在二〇一〇年，各國無不擔憂債務壓力與可能引發的災難性後果。危機爆發之前，魯賓派要求整併或採行德國的舉債煞車機制。二〇〇八至二〇〇九年金融危機爆發後，類似的呼聲更是高漲。這次

的危機使得已開發國家的財政遭受第二次世界大戰以來最嚴重的打擊。二〇一〇年希臘的命運清楚預示出陷入破產危機的國家即將面對的結局。各種警告紛紛出籠，從類似貝克的評論家發表的情緒性言論、散布煽動人心的謠言，到值得信賴的學術研究報告，最著名的就是兩位前聯準會經濟學家卡曼·萊茵哈特（Carmen Reinhart）與肯尼斯·羅格夫（Kenneth Rogoff）發表的報告。

在出版意外暢銷的著作《這次不一樣：八百年金融危機史》（*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*）之後，二〇一〇年一月，萊茵哈特與羅格夫發表一篇標題為〈債務時代下的成長〉（*Growth in a Time of Debt*）的研究論文。<sup>2</sup>這篇論文主要說明，當公債占GDP的比例超過九〇%的門檻時，經濟成長率會急速下滑，而且會如懸崖般陡降。過度舉債會拖累經濟成長，導致政府更無力償還債務，進一步阻礙經濟成長。為了避免陷入惡性循環，必須盡快採取行動。但是，如果你深入檢視萊茵哈特與羅格夫的分析，便不難發現其中漏洞百出。有人重新妥善地編輯他們的Excel試算表，結果發現九〇%並不是顯著的門檻，所謂需要採取緊急行動的情況也比他們所描繪的要微弱得多。<sup>3</sup>不過，在二〇一〇年初，他們的論述成為主流看法。他們在《金融時報》發表文章指出：「政治人物如果愈快達成共識、接受調解，債務問題陷入癱瘓的風險就愈低……雖然多數政府可用極低的利率取得金融市場的資金，但市場紀律的機制將會毫無預警出現。」一旦債券市場明白銀行危機將引發全面性的「財政海嘯」，他們會毫不留情地做出決斷。「沒有事先做好準備、調整政策的國家會後悔莫及。」<sup>4</sup>沒有一個國家安全無慮。正如同羅格夫接受右派、充滿刺激言論的德國《週日世界報》（*Welt am Sonntag*）採訪時所說的，「德國的財政將無以為繼……總有一天德國會面臨類似希臘的財政問題……雖然不會像希臘那樣嚴重，但也會很難

熬。」<sup>5</sup>

如同佛格森、萊茵哈特與羅格夫一樣博學的評論家都應該意識到，歐元區的市場紀律機制並非「毫無預警出現」。歐洲央行與德國政府是刻意討好蜂擁搶進希臘的債市俠客。但是，如果歐洲央行想要紓解壓力，他們要做的就是過去聯準會、英國央行與日本央行認為理所當然的做法：購買希臘債券。但是，不到最後一刻，歐洲央行並不願意這麼做。歐洲央行努力想要傳達的訊息是：採取緊縮財政措施，否則後果自負。各國的反應也讓歐洲央行感到滿意。二〇一〇年是全球經濟復甦的轉折點。散布恐慌情緒的右派人士、保守的政治創業家與立場中立的金融禿鷹基於利害關係形成聯盟，改變政治勢力的平衡，希臘危機便是明顯的例證。儘管失業率依舊居高不下、經濟產出難以提振，他們還是決定捨棄刺激景氣的做法。如今財政螺絲已開始鬆動，而且比任何一次經濟衰退出現得更早、更急速。大西洋兩岸的經濟發展受到嚴重阻礙。

## 餓死野獸

緊縮財政勢力的蔓延最明顯的案例就是英國。競爭激烈的大選在二〇一〇年五月六日結果出爐，就此結束新工黨多年的執政。就在同一天，位於雅典的銀行遭到示威民眾縱火，美國股市的閃電崩盤導致金融市場崩盤。財政政治是影響英國大選與聯合政府談判結果的關鍵。二〇〇七至二〇〇八年期間，英國是遭受金融危機衝擊最嚴重的國家之一。和歐洲央行不同，英格蘭銀行不容許任何人質疑政府支持購買英國公債的決定，英國也一直維持很好的信用評等。然而儘管如此，英鎊兌美元



與歐元的匯率仍大幅貶值。只要英格蘭銀行能穩住債券市場，就不會有立即的危機。因此，英國央行總裁莫文·金恩的角色非常關鍵。在倫敦二十國集團會議召開之前的二〇〇九年春季，金恩就已經向外界證明，他非常樂於發揮自己的影響力。<sup>6</sup>

二〇〇九年十二月二十一日，「影子」財政大臣喬治·奧斯本（George Osborne）正式開啟反對派保守黨（Tory party）的競選活動。他宣稱，如果英國無法提出可靠的財政重整計畫，便有可能步上希臘後塵。奧斯本寫道：「工黨的做法是在考驗國際投資人的耐心，這麼做根本是在玩火，拖累經濟。」想要維持AAA信用評等的國家「沒有本錢好整以暇地等待經濟復甦、等待一切安穩之後，再宣布可靠的財政重整計畫」。<sup>7</sup>奧斯本引用法國巴黎銀行、德意志銀行與巴克萊銀行分析師的觀點來支持自己的論述。全球知名的債券基金投資公司「太平洋投資管理公司」的明星基金管理人比爾·葛洛斯也在一旁幫腔，他告訴《金融時報》，他會將英國債券列入「必須避開」的類別。葛洛斯以慣有的誇耀口吻說道，英國的債務是「建立在硝化甘油」（注：爆炸力極強的炸藥）的基礎上，而且應該被放在「火圈」中，火圈內不只有英國、希臘、愛爾蘭，還包括西班牙、法國、義大利、日本與美國。<sup>8</sup>二〇一〇年二月十四日，包括羅格夫在內的二十位資深經濟學家投書《星期日泰晤士報》（*Sunday Times*）附和奧斯本，他們認為工黨政府在控制預算上做得還不夠。<sup>9</sup>後來一批人數更多、同樣鼎鼎有名的經濟學者投書《金融時報》，反對財政緊縮的論點，認為時機過早，並指出前一封投書內容矛盾之處，「參與連署《星期日泰晤士報》投書的經濟學家強烈要求加速縮減赤字，確保金融市場的穩定，但這些學者的錯誤論述本身即會引發危機。」<sup>10</sup>

五月六日大選的結果是工黨遭遇挫敗，但是保守黨也沒有成為多

數，因此需要爭取自由民主黨的支持。組成聯合政府的談判，成敗風險的最終關鍵就在於財政政策的未來走向。<sup>11</sup>「赤字問題，」自由民主黨談判代表大衛·勞斯（David Laws）寫道：「如幽靈般籠罩著整個談判過程。」<sup>12</sup>在保守黨運作之下，削減支出成為談判的核心議題。保守黨內債務鷹派人士心知肚明，他們需要財政部和央行的支持。二〇一〇年五月十二日，莫文·金恩向新政府建議，「現在最重要的是……解決財政赤字的難題……我想過去兩個星期我們已經發現，特別是過去三個月從希臘的案例看到，冒險引發市場的負面反應實在毫無意義。」<sup>13</sup>

二〇一〇年六月，財政大臣奧斯本提出「緊急預算」，內容是削減支出、調升增值稅，並承諾在二〇一五年消除赤字、穩定市場。<sup>14</sup>二〇一〇年發生的這場爭辯是「必要的」。但是，正如同尼爾·艾爾文的評論：「英國……已經開始採取前所未有的行動……削減支出、增稅，目的是先發制人，避免未來陷入債務危機。」<sup>15</sup>就像紐約的保羅·克魯曼指出：「被債市俠客威嚇是一回事，但是因為擔心債市俠客總有一天會出現而害怕又是另一回事。」<sup>16</sup>隨著緊縮政策持續進行，背後的目的已經昭然若揭。看來縮減政府規模才是真正的目的。正如三年後，大衛·卡麥隆（David Cameron）在倫敦金融城市長晚宴上發表演說時提到，終極目標是「更深層的因素」，讓政府「更精簡……不只是現在，而且永遠如此。」<sup>17</sup>

財政大臣奧斯本宣布，在二〇一五年前刪減英國政府年度預算九百八十億英鎊。公部門員工將從二〇〇九年的六百四十四萬人，二〇一六年七月縮減至五百四十三萬人。<sup>18</sup>因此，將有一百萬個職務刪減、民營化或外包。這次的削減幅度比一九八〇與一九九〇年代柴契爾和梅傑政府（Major government）提出的削減計畫更大。如果換算成美國公部門的人數，相當於縮減三百三十萬個職務。但是退休金與健康醫療支出不在

削減範圍內，因此真正承受壓力的是地方政府。負責的部門主管不斷強調：「地方政府占公共支出很大一部分，多年來地方政府的支出大幅成長，財政難以支撐……人們常怪罪銀行，但我認為大政府和大銀行一樣同樣有責任。」<sup>19</sup>二〇一〇年至二〇一六年間，地方政府的支出刪減超過三分之一，從老人日間照護中心到公車服務、公園、圖書館設施等。英國變得更陰暗、更骯髒、更危險、更不文明。有數萬人因為無法領取身障與失業救濟金陷入絕望的深淵中。<sup>20</sup>根據經濟合作發展組織的統計，僅有希臘、愛爾蘭和西班牙的緊縮政策比英國嚴苛。<sup>21</sup>

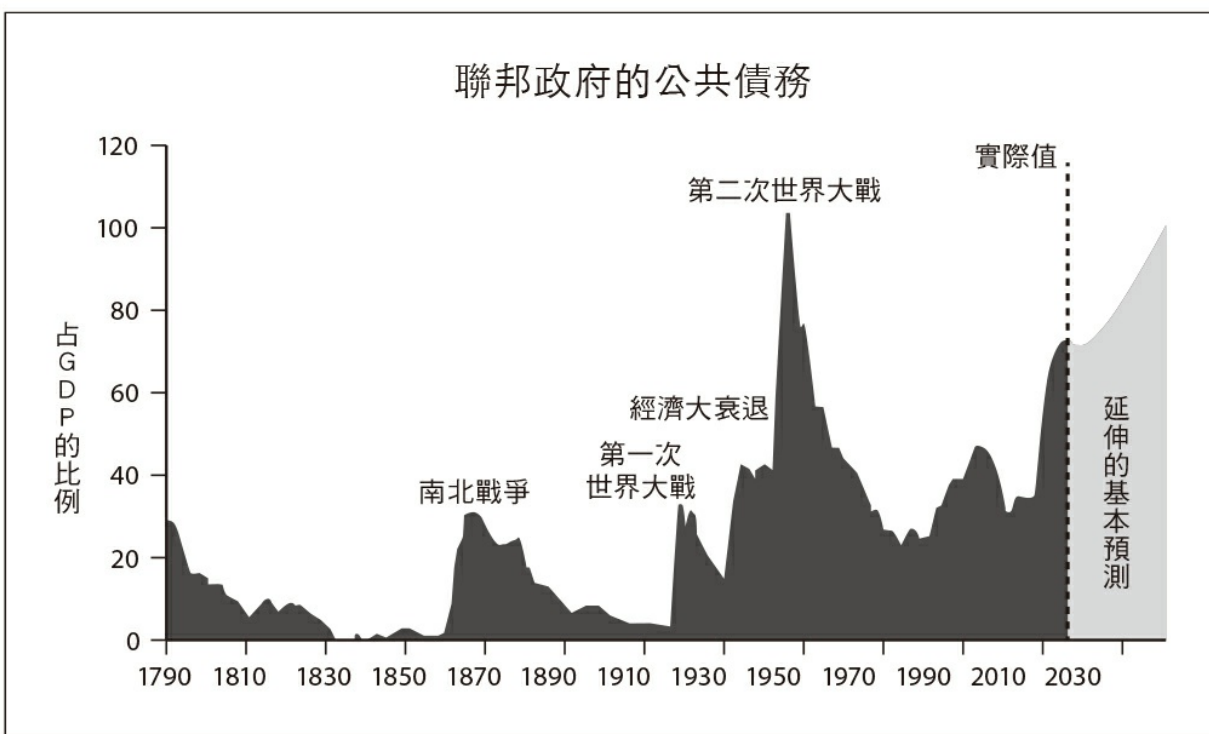
美國自由派會緊盯著英國的政治局勢發展不只是基於黨派偏見想要擊敗布朗，他們也擔憂二〇一〇年在英國的事件很有可能在美國重演。這個壓力不僅來自專家的危言聳聽與福斯電視台呈現的另一個平行時空，還包括歐巴馬政府內部。二〇〇九年二月，美國總統在白宮舉行「財政責任高峰會」（Fiscal Responsibility Summit）。一年後，民主黨中間派議員因擔憂政府財政施壓行政部門，同時行政部門需要這些議員的支持，提高聯邦政府債券的發行上限。<sup>22</sup>二〇一〇年一月二十七日，歐巴馬第二次發表國情咨文時，明確表示削減政府赤字將是首要任務，而非增加工作機會，這讓凱因斯派評論家相當震驚。<sup>23</sup>歐巴馬承諾，二〇一一年所有非軍事權衡性支出都將維持現有水準。「全國家庭都在勒緊褲帶，做出痛苦的決定，」歐巴馬宣稱，「聯邦政府也應該要如此。」<sup>24</sup>歐巴馬政府過於簡化地將家庭收支與政府財政類比，讓經濟學家失望透頂。<sup>25</sup>但是歐巴馬的說法完全符合當時主導華府的「財政責任」論點。某位保守派人士評論：「如果未來幾年的爭論只在於支出凍結與支出削減之間的差別，那我認為我們已經贏了。」<sup>26</sup>二〇一〇年二月十八日，總統發布行政命令，宣布成立「全國財政責任與改革委員會」（National Commission on Fiscal Responsibility and Reform），也稱為辛

普森－鮑勒斯委員會（Simpson-Bowles Commission），主要的任務就是針對二〇一五年達成預算平衡提出建議。辛普森－鮑勒斯委員會直到十二月國會期中選舉結束之後才要提出報告。在這段期間，歐巴馬政府內部對於財政問題的看法出現嚴重分歧。<sup>27</sup>包括奧薩格在內的鷹派人士要求提高稅率，甚至包括收入低於二十五萬美元的家庭。這完全違背歐巴馬的競選承諾，此外幕僚長艾曼紐（Emmanuel）出於政治原因、桑默斯出於經濟理由堅決反對。在所有意見領袖當中，前不久才連任聯準會主席的柏南克提出的論點最具公信力，不同於其他專家對於債務問題提出有些危言聳聽的看法。柏南克並未否認赤字規模與長期過度舉債會引發嚴重後果，但同時他也警告，反對過於嚴苛的緊縮財政措施。美國剛開始復甦的經濟禁不起嚴厲的財政緊縮衝擊。重要的是，必須區分短期與中期目標。持續採取短期經濟刺激方案的同時，必須務實地制定中期計畫，解決赤字問題。<sup>28</sup>結合中短期解決方案一方面可以支持經濟成長，另一方面可提升投資人信心。

即使奧薩格等鷹派人士在二〇一〇年夏天離開行政部門，仍不足以止血。<sup>29</sup>選民對歐巴馬政府頭兩年的表現極為不滿。全美失業率逼近一〇%，五分之四的美國人認為美國經濟不好或非常不好。茶黨集結所有保守派國家主義意見領袖來對抗華府菁英。<sup>30</sup>即便民主黨在二〇〇八年時多數黨員投票支持當時政府提出的紓困方案。<sup>31</sup>他們錯信總統，但是一旦知道當初是哪些議員投票支持政府政策，就不會對於他們的選擇感到難以理解。十一月二日，憤怒的選民用選票讓共和黨取得歷史性勝選。共和黨在眾議院取得六十三席，是一九四八年以來歷史新高。這次的投票轉向，重新改寫美國政治版圖。

為了避免經濟復甦中斷，歐巴馬政府急著趕在舊國會的跛腳鴨會期（注：舊會期的最後一次投票，因為新會期不再是民主黨占多數，歐巴

馬的提案將很難通過，如跛腳鴨般難以施展），通過第二輪的經濟刺激方案。二〇一〇年十二月政府提出「減稅、失業保險再授權與創造就業法」（The Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act），某些人預估這會創造八千五百八十億美元的需求。<sup>32</sup>但也正因為歐巴馬政府面臨尷尬的政治處境，才會將減稅方案納入，包括布希政府時代給予金字塔頂端有錢人的不公平優惠仍將持續。在歐巴馬八年任期的頭兩年，這是他最後一次獲得國會支持，通過重大刺激經濟法案。



資料來源：Congressional Budget Office, “Understanding the Long- Term Budget Outlook” (July 2015), and Congressional Budget Office, “Historical Data on Federal Debt Held by the Public” (July 2010), [www.cbo.gov/publication/21728](http://www.cbo.gov/publication/21728).

到了新的一年，新國會就任，行政部門只能採取守勢。辛普森－鮑勒斯委員會提出中間路線建議，雖然大幅刪減福利補助，但也包括微幅

提高政府稅收，因此在送達國會時遭到否決。在眾議院多數黨領袖艾瑞克·康特的強勢主導之下，「少壯派」共和黨員全力支持不增稅。<sup>33</sup>他們的目標是立即削減一千億美元的支出，主要集中在權衡性支出，如此一來將嚴重打亂聯邦政府的多項施政計畫，包括食品安全、災害救濟、航空交通管制。他們的想法是，透過「餓死野獸」的財政手段，解除大政府詛咒，重新讓美國夢綻放光芒。

## 重新強化財政紀律

美國和英國政府的財政都因為金融危機而受到重創，因此提出財政緊縮的要求並不令人意外。那麼有其他國家可以分擔重任嗎？除了日本和新興市場經濟體之外，最有可能擔任平衡全球經濟角色的國家便是德國。二〇一〇年夏季時梅克爾坦承：「其他歐盟成員和美國政府要求德國增加支出，維持現有的復甦動力，減少出超。」<sup>34</sup>但德國並不這麼看待自己的角色。德國人普遍認為，危機的爆發是超額債務導致的結果。若要引導全球經濟復甦，德國該做的不是採取擴張性財政、平衡全球經濟發展，而是應該樹立緊縮財政措施的典範。

依照當時的普遍氛圍，德國確實有足夠理由這麼做。德國每年的預算赤字為五百億歐元，債務占GDP的比例已經超過八〇%。萊茵哈特與羅格夫廣為人知的論述已經傳到歐洲，德國財政部長蕭伯樂警告，德國的債務比例已逼近危險的九〇%的門檻，應立即採取對策。<sup>35</sup>六月七日星期一，梅克爾宣布聯邦共和國有史以來最大幅度的預算削減方案，她表示，重新恢復德國財政平衡將可「展現德國的獨特優勢……身為最大經

濟體，德國有責任樹立良好的典。」<sup>3637</sup>二〇一一年，德國政府削減一百一十二億歐元（一百三十四億美元）的支出，預計到二〇一四年總計要削減八百億歐元。在德國，如何削減支出牽涉到國家未來的發展。顯然梅克爾政府提出的史上最大規模削減支出計畫主要集中在國防支出，到二〇一四年將縮減二五%。如此一來，德國聯邦國防軍既有的優勢將被削弱，徵兵制也要廢除。不過，對於德國政府而言，應優先遵循歐元區「穩定與成長公約」的規定，財政赤字占GDP的比例必須低於三%，這遠比實現對北大西洋公約組織的承諾（國防支出必須占GDP二%以上）要重要得多。<sup>38</sup>

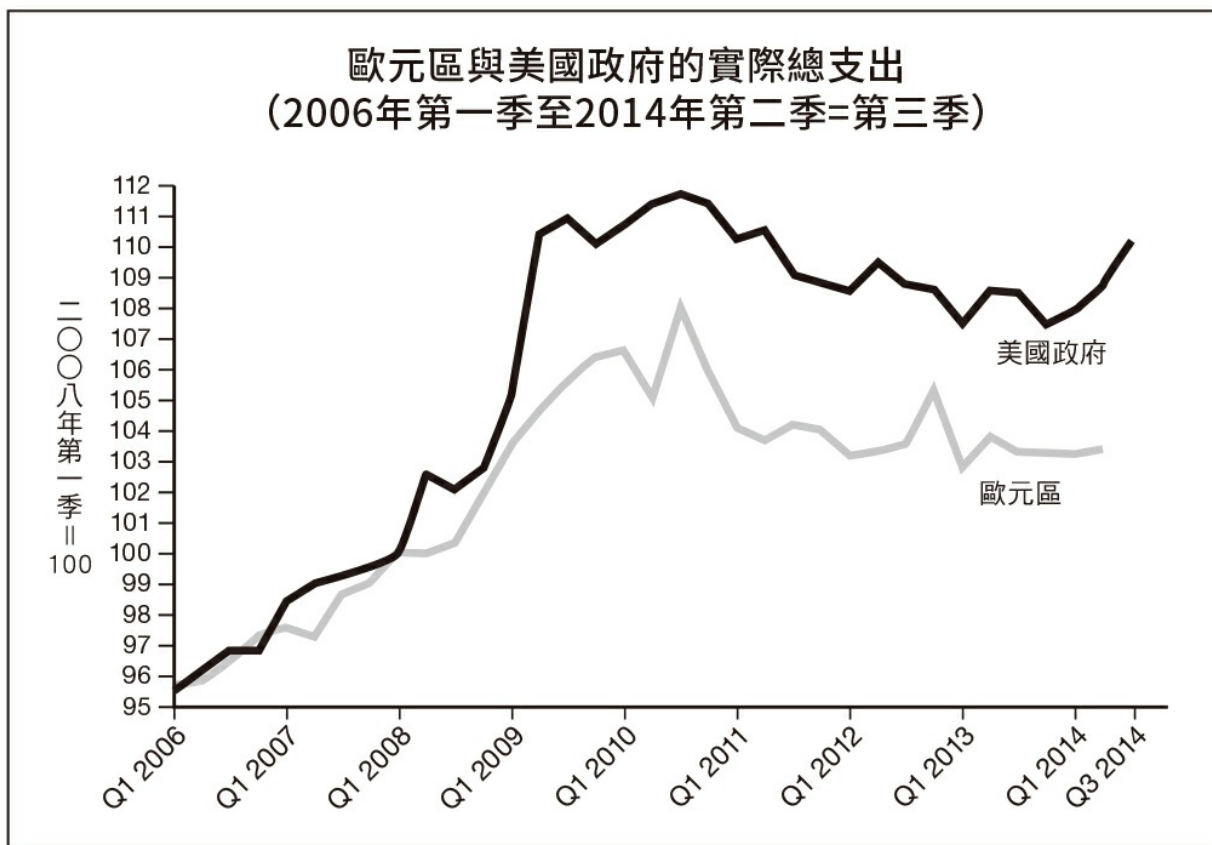
二〇一〇年六月在多倫多舉行的二十國集團會議可以說是對財政政策進行另一輪的跨大西洋論辯。會議召開之前，歐巴馬發表一封公開信，呼籲各國應錯開實施財政重整計畫的時程，以免阻礙全球經濟復甦。<sup>39</sup>蕭伯樂投書《金融時報》辯稱，德國經濟政策的特色是採取長期觀點，與美國的短線操作不同。他支持應採取舉債煞車機制，穩定歐洲市場。<sup>40</sup>蕭伯樂的主張獲得英國首相卡麥隆與加拿大代表的支持。但是，最後在歐巴馬政府的堅持之下，二十國集團會議的新聞稿內容特別提到，必須排定各國進行財政重整計畫的順序，「民間部門的復甦動能」才不至於受到傷害。<sup>41</sup>但最終，財政重整的要求勝出。<sup>42</sup>如今全球經歷自一九三〇年代以來最嚴重的金融危機，根據經濟合作發展組織統計，富有國家總計有四千七百萬失業者，未充分就業（注：[underemployed](#)，從事兼職或短期工作，工作時數遠不及正職工作的要求）與喪志工作者（注：[discouraged workers](#)，因為屢次求職失敗而退出職場的人）的總數將近八千萬。但此時二十國集團卻決定，未來三年將削減一半的赤字<sup>43</sup>。這種謬誤已經擴散至全球。他們認為這是經濟復甦拖延太久與未恢復正常動能的解決方法。

然而，對於德國來說，這樣的做法並不夠。德國自希臘債務危機學到重要的教訓：歐元區的「穩定與成長公約」已經失敗。德國人，或是說二〇〇三年取得執政權的紅綠聯盟必須承擔應有的責任。如今梅克爾和蕭伯樂大權在握，他們將以身作則，帶領歐元區重新強化財政自律。這不僅是恢復歐洲經濟健全的關鍵，對於歐元區的政治發展也至關重要。希臘債務危機顯示，歐洲政府必須攜手合作。包括蕭伯樂在內的聯邦主義者依舊堅持，解決危機的終極答案是「更緊密整合的歐洲」（more Europe）。但是，如果要讓北部歐洲納稅人接受，就必須確認所有人都遵照相同的遊戲規則。

隨著歐元區危機惡化，德國的關鍵性角色日趨明顯，爭論也更加白熱化。抗議民眾揮舞著海報，梅克爾的臉被畫上希特勒的鬍鬚。這不僅是冒犯了總統，也對她極為不公平。這也反映出一般人對於德國處境根本性的誤解。當被冠上帝國主義的罪名時，德國政治人物誠實地回答，他們完全沒有控制歐洲大陸的野心，他們只是希望建立經濟與財政紀律；唯有得到所有國家同意，德國才會採取行動進一步整合歐洲。<sup>44</sup>基於全球競爭力考量，必須嚴格控制政府支出和債務。歐洲的人口結構變化使得問題變得更加急迫。至於勞動市場和失業問題，歐洲其他國家應該記取德國「哈茲第四法案」改革的教訓。凱因斯派學者擔憂國內需求下滑，德國認為解決方法就是出口。隨著歐陸人口老化，歐洲各國應該出口產品到全世界，利用快速成長的新興市場累積金融債權準備金。關於這點，梅克爾新組成的聯合政府與親商的自由民主黨比誰都要清楚。德國透過修憲，將舉債煞車機制納入憲法。如果要求德國同意與其他歐元區國家共同承擔金融債務，他們必定會堅持需要得到政治夥伴的支持。儘管支持基督教民主聯盟的選區納稅人和選民生活較為富裕、因為歐洲整合而受益，但是他們斷然不會接受讓歐盟淪為「轉帳聯盟」的境



地，除非其他歐洲國家願意遵循德國針對「共用主權」（注：[pooling sovereignty](#)，會員國讓渡部分主權給聯盟，由聯盟執行重要政策）所設定的共同規範。問題就在於，必須決定規範的內容、爭取支持，並確切執行，正是這些流程讓事情變得複雜。



注：歐洲資料來自於歐洲統計，於二〇一四年十一月二十九日下載。歐元區政府支出包含目前屬於歐元區的十八個會員國。

資料來源：BEA for US, downloaded November 29, 2014.

二〇一〇年夏季，分別直屬於歐盟委員會主席約瑟．曼紐爾．巴洛索（Jose Manuel Barroso）與歐洲高峰會首任主席（這個職務是根據「里斯本條約」設置，目的是強化歐盟決策的跨政府特性<sup>45</sup>）赫曼．范榮佩（Herman Van Rompuy）的工作小組，擬訂歐洲經濟治理機制的計畫。柏林的終極目標是所有歐元區成員必須制定舉債煞車機制條款，並

納入憲法中，正如同二〇〇九年德國將舉債煞車機制納入憲法的做法一樣。對於違反規定的國家，將會啟動自動制裁機制，例如暫停投票權。陷入嚴重金融危機的國家會受到更嚴厲的制裁。如同特里榭所說：「當你啟動救援機制，不論就法律或實質層面而言，這個國家等於失去財政自主權。」<sup>46</sup>法國堅決反對自動制裁機制。可想而知，小國因為擔心新規定對他們更為嚴苛，因此反對關於暫停投票權的討論。

這些都是關乎歐洲未來的沉重議題。但是它們與穩定金融市場的短期目標有什麼關係？到了夏季時，局勢已相當明顯，二〇一〇年五月為了控制希臘債務危機而採取的修復機制無法永續。態度更悲觀的國際貨幣基金分析師擔憂的最壞情況在不久後確實發生。泛希臘社會主義運動黨政府未能及時推動「三巨頭」要求的改變，等到真正執行時反而產生反效果。落入古典凱因斯經濟學派所說的惡性循環：需求下降，失業率因此進一步上升，導致收入縮水。二〇一〇年，希臘GDP下降四.五%。二〇一一年的情況更加惡化。<sup>47</sup>即使是在景氣最好的時期，希臘政府的稅收也很有限；當薪資、獲利和消費支出同步萎縮後，政府的稅收更是少得可憐。二〇一〇年的紓困方案原本的目標是兩年內希臘便能重返金融市場。但是隨著赤字擴大和債務累積，這個目標完全沒有機會達成。二〇一〇年八月底，愛爾蘭十年期公債殖利率與德國十年期公債殖利率的利差大幅飆升到九百三十七個基點，甚至高於同年春天危機最嚴重的時期。<sup>48</sup>然而，即便緊縮政策失敗，三巨頭依舊要求希臘繼續執行二〇一〇年五月的方案。

如果說希臘被迫忍受這麼長時間的折磨是有道理的，無非是因為擔心如果立即進行債務重組，有可能因此衝擊歐元區其他主權債務國，導致歐洲銀行體系陷入不穩定，引發更大規模的危機。因此，當下歐洲經濟政策的首要之務應該是採取拖延與鴛鴦心態，爭取時間來強化歐元區

的金融體系與銀行健全。如果仿效美國政府的做法，很明顯下一步便是進行壓力測試，預估可能的損失，然後動用公部門或民間的資金，積極推動資本結構重整。

二〇〇九和二〇一〇年，歐洲進行類似的壓力測試，二〇一〇年接受壓力測試的銀行名單比二〇〇九年還要長。但結果證實這只是一場鬧劇。根據二〇一三年七月二十三日公布的報告指出，歐洲九十一個主要銀行當中，只有七家銀行的主要一級資本的評等，會因為主權債券危機而被調降至危險程度。<sup>49</sup>歐洲銀行監理委員會預估，歐洲銀行總計只需要增資三十五億歐元。然而，就像許多抱持懷疑態度的分析師所說，這次的測試結果過度樂觀，因為它假設歐洲銀行所持有的多數主權債券沒有違約風險，或是受到歐洲金融穩定基金的保護。<sup>50</sup>經濟合作發展組織指出，若依據較為悲觀的假設重新推估，那麼歐洲銀行因周邊國家的債券危機而產生的損失，並非是官方報告的二百六十四億歐元，而是一千六百五十億歐元。這些損失主要會發生在經濟體質較為脆弱的國家銀行體系，例如希臘、愛爾蘭、葡萄牙與西班牙。這些國家將面臨災難性的破壞。如果危機擴散至西班牙或義大利，也會導致德國和法國的銀行體系陷入險境。一如以往，少數危險銀行的資產負債表是風暴的核心。德克夏銀行和富通銀行是最危險的兩家銀行。除此之外，陷入困境的聯合裕寶銀行（Hypo Real Estate）也包括在內。經濟合作發展組織指出，聯合裕寶銀行的資本嚴重失衡，不論是義大利、西班牙、愛爾蘭或希臘爆發主權債務危機，都有可能危及聯合裕寶銀行的生存。

但是，歐洲機構無權干預各國的銀行政策。二〇〇八至二〇〇九年歐洲各國銀行進行資本重整需要的資金來源並不固定，而且多是臨時性、而非強制性。<sup>51</sup>另一方面，各國政府過度自滿，又不願破壞舒適的現狀。因此他們選擇採取雙重鴛鴦心態。三巨頭繼續假裝以為，只要希臘

政府採取一定程度的緊縮財政措施，債務危機就可以受到控制。這根本與事實不符，而且證據愈來愈明顯：這麼做只會拖垮希臘。同時，儘管壓力測試報告宣稱歐洲銀行的體質健全，但事實並非如此。確實，歐洲銀行的脆弱正好給他們最好的藉口，拒絕冒險讓希臘進行資本重整。但是，歐洲央行不能公開宣揚，以免引發市場恐慌。此外，歐洲央行理應針對資本重整採取重大行動，但是卻遭到銀行和各國表態反對。如今三巨頭陷入進退兩難，只能假裝一切相安無事。這段時間，希臘失業率從二〇〇八年的八%，攀升到二〇一二年的一二%以上。年輕人的失業率更是突破三〇%。

如果說希臘是拖延與駝鳥心態的受害者，那麼誰會受益？二〇一〇年五月第一筆數十億歐元的紓困資金已提撥給希臘政府，用來還錢給債權人。持有二〇一〇或二〇一一年到期希臘債券的國家，非常幸運地可以準時拿回所有的資金。歐洲的銀行為了減少損失而決定拋售希臘債券，因此避險基金得以用〇. 三六歐元的低價回購面值一歐元的債券，他們打賭未來一切將會好轉，即使是在最糟的情況下，最終結算時依舊有獲利。<sup>52</sup>法國和荷蘭銀行是最積極衝破非正式希臘債券銷售禁令的銀行。二〇一〇年三月至十二月間，法國銀行持有的希臘債務從兩百七十億歐元降一百五十億歐元，荷蘭則是從兩百二十九億歐元減為七十七億歐元。<sup>53</sup>不過，拋售希臘債券的熱潮並未擴及至其他周邊國家。歐洲銀行出脫希臘和愛爾蘭債券之後，為了追求收益，它們開始買進西班牙和義大利債券。<sup>54</sup>一般可能以為歐洲銀行會更關心自己的生存與獲利，積極進行資本重整，改變營運方向，避免未來再度陷入危機。但是，如今看來歐洲銀行並沒有這麼做。相較之下，美國銀行每年會擬定「資本計畫」，所有沒有作為獎金發放的獲利都必須保留作為銀行的準備金。但是歐洲銀行不同，它們可以自行決定適合的做法。於是，歐洲銀行想盡

辦法討好股東，用賺到的少許獲利發出股息，期望有一天能順利增資。<sup>55</sup>但時機不是現在。

## 愛爾蘭危機

在希臘的例子中，債務重組、強迫銀行認列損失的問題，並不在既定的議程內。但是，愛爾蘭政府卻照做了。令人驚訝的是，二〇一〇年夏季，所有愛爾蘭銀行全數通過歐洲的壓力測試，包括在二〇〇八年金融危機期間受創最嚴重的盎格魯愛爾蘭銀行。當時盎格魯愛爾蘭銀行透過特殊的歐洲央行機制獲得的貸款已經累積到六百億歐元，幾星期之後愛爾蘭銀行體系便面臨「融資懸崖」（funding cliff）危機，因為二〇〇八年九月發行的政府擔保債券即將到期，屆時它們將失去所有的融資管道。因此，它們只能依賴愛爾蘭央行與歐洲央行。九月三十日，愛爾蘭政府宣布，基於支持銀行業的職責，二〇一〇年公共借款需求占GDP的比例從原先的一四%，提高到令人咋舌的三二%。如此一來，愛爾蘭公債占GDP比例將從二〇〇七年適度的二五%，上升到二〇一〇年的九八.六%。愛爾蘭政府曾是嚴守財政紀律的模範生，如今卻被迫從債券市場撤離。<sup>56</sup>

如果愛爾蘭繼續讓銀行擴大舉債，而且大部分是積欠外國債權人的債務，那麼後果將不堪設想。自二〇〇八年金融危機爆發之後，愛爾蘭人的收入必須用來繳交各項緊急稅負，此外，年輕求職者的津貼被刪減、七十歲以上老人醫療福利必須經過資產審查、公務員被減薪五%至一〇%、領取的福利減少四%，兒童福利縮水。<sup>57</sup>九月政府公布新的銀

行紓困計畫，結果顯示必須更進一步刪減支出、增加稅收。在國際貨幣基金非正式的協助下，愛爾蘭政府開始推動上述措施。<sup>58</sup>不過，在國際貨幣基金內部有些人對於未能堅持希臘進行債務重組頗有微詞。如今愛爾蘭政府的做法，等於是要求那些在經濟熱潮期間受益的投資人也必須負起責任自救。如果只有受創最嚴重的盎格魯愛爾蘭銀行的債權人都接受債務減記，預估可以省下二十四億歐元。如果四家受到保護的銀行投資人都接受債務減記，那麼預算負擔大約可減輕一百二十五億歐元，相較於三百二十億歐元的總稅收金額，可說是一筆不小的數目。從這一點來看，歐洲央行的立場不言而喻，它應該堅持債務重組。那麼其他歐元區國家的立場呢？任何歐元區的拯救計畫如果沒有要求銀行和投資人負起責任，德國輿論的反對聲浪就會更加激烈。<sup>59</sup>

二〇一〇年十月十八日，薩科奇和梅克爾邀請俄羅斯總統梅德韋傑夫到諾曼（Norman）的濱海度假小鎮多維爾（Deauville）進行會談，他們宣稱要進一步討論外交政策合作的可能性，特別是中東問題，這對美國而言是一項警訊。<sup>60</sup>來自多維爾的新聞登上各大媒體頭條。但是，真正陷入危機的並非是大西洋聯盟，而是歐元區。薩科奇和梅克爾並未事先諮詢其他歐元區夥伴、歐洲央行與美國的意見，逕行提出新的議程，不久兩人便被冠上「梅科奇」（Merkozy）的稱號。新議程整合法國與德國的想法。一九九七年實施的「穩定與成長公約」將會新增德國納入憲法的舉債煞車機制規定。不過法國說服德國，懲戒措施必須考量政治因素。唯有赤字占GDP比例超過三%或債務占GDP超過六〇%的國家，而且獲得多數國家投票通過，才會啟動制裁機制。制裁有可能相當嚴苛，最嚴重會剝奪投票權。但懲戒並非唯一手段。遲至二〇一三年，歐盟另外成立制度化組織，取代原本的歐洲金融穩定基金，並修改條約內容，讓新組織擁有更穩固的法律基礎。未來將由新成立的組織提供緊急

貸款給陷入困境的歐元區成員。當年希臘的紓困計畫不會再出現。二〇一三年，薩科奇和梅克爾達成協議，未來若爆發金融危機，債權人必須自救，不應該再動用納稅人的錢挹注新資金。要求債權人必須接受債務減記，這可以有效減少債務的累積。這麼做才是真正的公平，而且可以發揮一定的懲戒效果。債權人如果知道自己必須共同承擔風險，就會更認真負起責任。然而，薩科奇和梅克爾並未事先告知其他國家，就在二〇一〇年十月十八日公布新方案。

如果說來自多維爾的新聞讓所有人震驚也太過輕描淡寫。這一次法國和德國單獨行動，等於是對當年創辦歐盟的核心六國、而非戰後的新歐洲甩了一巴掌。它們不只單獨行動，而且是在未告知市場與夥伴的前提下，單方面解決重要且敏感的議題：民間部門介入與債務重組。對特里榭而言，這無疑是一場災難。原本不可明說的債務重組權宜措施如今被攤在眾人面前。當梅克爾和薩科奇完成協議的新聞傳到召開財政部長級會議的盧森堡時，歐洲央行主席氣急敗壞。「你們這樣做會毀了歐元，」特里榭隔著會議桌對著法國代表大聲斥責。十天後，特里榭與薩科奇當面對質：「你根本不知道情況有多嚴重。」他痛罵法國總統，薩科奇立刻反擊：「或許你們只需要和銀行家談……但是我們必須對人民負責。」<sup>61</sup>特里榭或許認為，恢復市場信心是首要之務，但是對梅克爾和薩科奇而言，必須顧及到可能會引發歐洲選民的反彈。梅克爾明白，如果債務減記未被納入協議之中，那麼她的歐洲政策大多數將很難獲得德國國會支持。<sup>62</sup>特里榭的繼任者德拉吉稍後承認，就市場觀點來看，在當時討論民間部門介入，時機上或許還不成熟，但「持平而論，任何一方都必須和另一方討論這個問題。某些國家缺乏財政紀律，其他國家（例如德國）認為這破壞歐元賴以存續的信任基礎。若要重新贏得這些國家人民的信任，民間部門介入或許是不錯的政治解方。」<sup>63</sup>

來自多維爾的宣布究竟引發多大的傷害？自此之後，支持拖延與鴛鴦心態的人堅稱，是梅克爾和薩科奇把愛爾蘭逼到懸崖，特里謝說得沒錯，如今正是歐洲的「雷曼兄弟時刻」（Lehman moment）：這是出於政治動機的非受迫性失誤。正如同雷曼兄弟破產事件一樣，這牽涉到政治與技術性考量。如今的愛爾蘭債台高築，再加上二〇〇八年銀行擔保到期，因此無論是否有來自多維爾的消息，愛爾蘭都必定會陷入風暴之中。在梅克爾和薩科奇出人意外地公布協議方案之前，愛爾蘭政府的債務已經大幅膨脹，與來自多維爾的新聞無關。不過，這則新聞並未引發市場恐慌，因為市場早已預期自救可能會產生的風險。<sup>64</sup>主要影響在於，迫使歐洲央行必須採取更強勢地態度。特里謝下定決心，不讓愛爾蘭趁機利用梅克爾和薩科奇公布的新方案作為掩護，惹怒債券持有人。相反的，愛爾蘭必須接受當年希臘被迫推行的類似方案。和希臘一樣，愛爾蘭銀行必須完全依賴歐洲央行的金援才能正常營運，而這一次特里謝握有主導權。<sup>65</sup>

不過，愛爾蘭政府並沒有因此不戰而降。當他們發現自己和希臘一樣被強行推入金融急診室時，感到相當震驚與羞辱。歐洲央行則是全力出擊。十一月十二日，歐洲央行管理委員會（ECB Governing Council）威脅要撤銷對愛爾蘭的援助，同時放消息給媒體，表示愛爾蘭將申請接受紓困。十一月十八日，愛爾蘭央行總裁派翠克·霍諾漢（Patrick Honohan）剛結束在法蘭克福與歐洲央行的會議，便立即聯繫愛爾蘭電視台（RTÉ），對外宣稱再過幾天愛爾蘭將被迫接受紓困。<sup>66</sup>十一月十九日，特里謝在一封寫給愛爾蘭總理的機密信件中談到，歐洲央行願意延長愛爾蘭的銀行援助計畫，但愛爾蘭必須接受歐洲央行提出的條件。<sup>67</sup>愛爾蘭政府必須立即接受援助，並謹守三巨頭的建議。它們必須同意採行緊急應變措施，包括財政重整、結構改革與金融業再造。銀行



也必須進行全面性的資本重整，並保證償還歐洲央行提供給愛爾蘭銀行業的短期融資。

雖然歐洲央行的要求過於嚴苛，但是到了十一月二十一日，愛爾蘭已別無選擇，只能接受。《愛爾蘭時報》（*Irish Times*）刊登一篇精彩的社論回應，內容真實反映愛爾蘭人內心的羞辱。文章的標題借用自葉慈哀悼浪漫的愛爾蘭國家主義輓歌〈一九一三年九月〉（September 1913）當中的詩句「就為了這樣的結果」（Was It for This）。這篇社論問道，愛爾蘭國家主義歷經百年的抵抗與掙扎，難道就為了這樣的結果：「德國總理提出的紓困計畫，英國首相卻沒有表示出絲毫的同情，這真是極大的恥辱。我們從英國手中取得政治獨立的權利，成為自己的主人。如今卻要將主權拱手交給歐盟委員會、歐洲央行與國際貨幣基金。」但《愛爾蘭時報》這篇社論並沒有陷入自怨自憐的情緒中，接著筆鋒一轉：「目前的處境之所以讓我們感到羞辱，並非我們的主權被外人奪取，而是我們自己沒能好好守護。我們不應該認為是歐洲強權密謀成為我們的主人，藉此減緩我們的羞辱感，讓自己的心裡好過一些。畢竟，對於未來的主人而言，我們一點也不重要。任何一位理性的歐洲人都不會願意收拾我們的爛攤子。是我們選出的無能政府徹底棄守，放棄自主決定的能力。」<sup>68</sup>

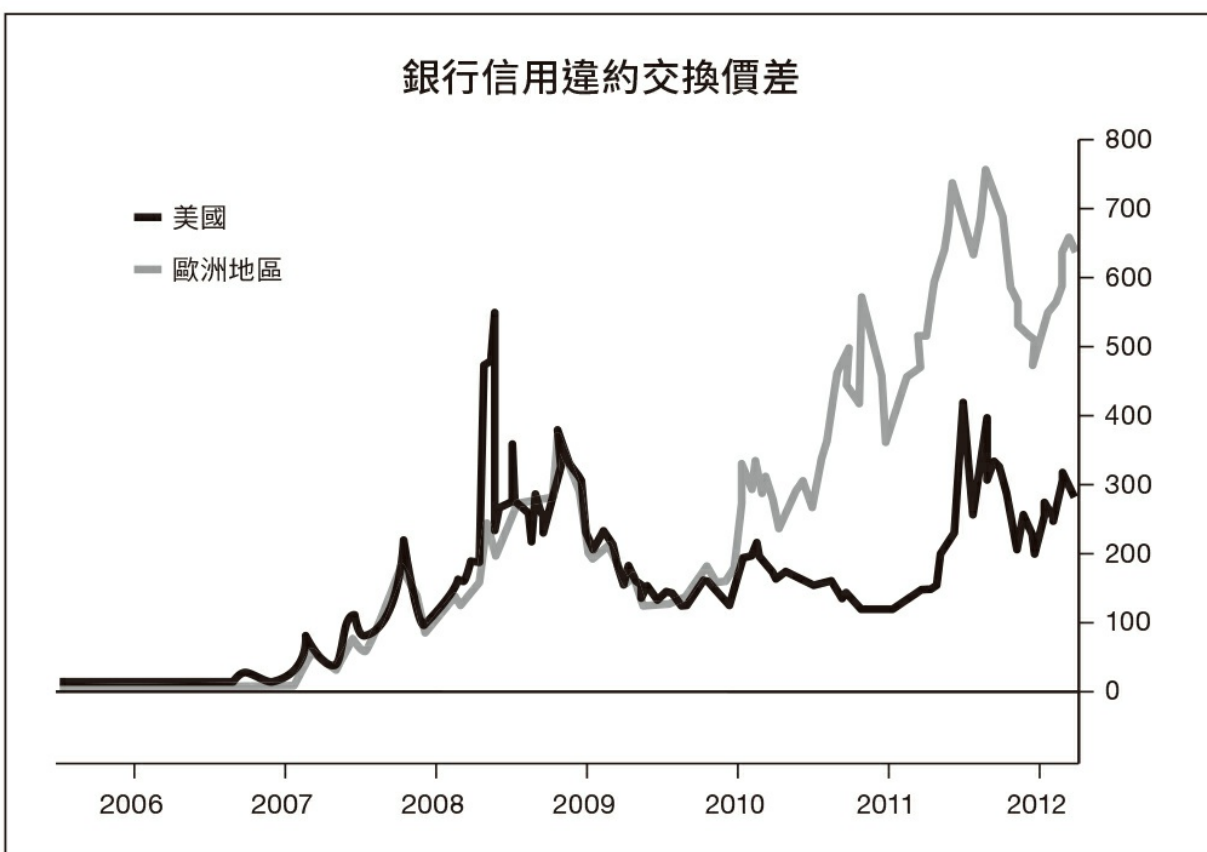
這篇論點犀利的社論最讓人印象深刻的是它指責的對象。「我們選出的政府」必須承擔這個歷史罪惡，而不是愛爾蘭的銀行、投資人與歐洲和其他國家的商業夥伴，也不是金融專家、經濟學家與監理機關。失去政治主權固然讓人痛心，但是誰要為「收拾爛攤子」付出代價？是選民和納稅人？或是從價格飆漲的信用泡沫中獲利的人？就希臘的案例而言，是政府欠債。但是在愛爾蘭，是那些爆發巨額虧損、極度不負責任的銀行與投資它們的全歐洲投資人，最後卻必須由納稅人來承擔。十二

月七日，愛爾蘭政府宣布新的預算案，削減六十億美元的赤字。如果債券持有人全面接受債務減記，就可以減少三十億歐元的債務。但是，愛爾蘭政府決定增加低薪工作者的稅收、刪減兒童照護津貼、提高大學學費。另外，提供給失業者、護理人員與殘障者的福利也遭到刪減。

撇除三巨頭的要求極為不公平這個因素不談，認為愛爾蘭危機有可能如雷曼兄弟破產一樣引發骨牌效應是否可信？《金融時報》的馬丁·桑德布以罕見的強硬語氣寫道：「雷曼兄弟是跨國銀行，」它的業務「屬於全球金融交易的核心」。若不提供援助會引發一場災難。相較之下，愛爾蘭銀行業的問題「只不過是歐洲金融邊緣地區忙碌而極度失敗的小規模非法勾當……投資人很久以來都提供比房地產價值更多的貸款。」愛爾蘭銀行債權人的損失能否全數獲得補償，並不會引發「系統性」危機。<sup>69</sup>當然，有可能產生意外的後果。法國和德國銀行或許會連帶受到傷害，因為它們在愛爾蘭經濟繁榮期間曾大力投資、並且從中獲利。既然責任歸屬牽涉到多方關係人，只要求愛爾蘭納稅人承擔後果、償還所有債務，這麼做合理嗎？國際貨幣基金的艾拉·喬普拉（Ajai Chopra）稍後表示：「確實會發生始料未及的結果，但是……歐洲央行會主動介入……這正是央行的存在目的，專門處理超出預期的發展。」<sup>70</sup>

然而，歐洲央行並不這麼認為。十一月二十六日，歐洲央行的都柏林代表明確表示，若要減記債務，歐洲央行將不再提供紓困。隔天，位於都柏林的國際貨幣基金工作小組收到來自華盛頓的指示，要求它們停止說服銀行加入勸導工作。七大工業國組織的財政部長明確告知多明尼克·史特勞斯卡恩，沒有任何一個國家願意接受債務減記的做法，特別是美國。蓋特納後來提到：「當時我正在鱈魚角過感恩節，我記得和七大工業國組織通電話……就在某個小房間內……我說：『如果你們決定要做（減記債務），只會加速資金逃離歐洲……除非你們有能力保護或確保危

機不會擴散至其他歐洲國家，否則便會步上二〇〇八年金融危機的後塵。』」<sup>71</sup>國際貨幣基金內部抱持不同意見的官員此時選擇保持沉默，如今愛爾蘭已經別無選擇。財政部長布萊恩·萊尼漢（Brian Lenihan）無可奈何地承認：「我不可能和七大工業國組織對抗。」如果愛爾蘭單方面減記債務，在政治或國際上引發的後續效應都難以預料。<sup>72</sup>十一月二十八日，愛爾蘭同意接受八百五十億歐元的緊急貸款：其中六百三十五億歐元來自三巨頭，其餘是其他歐盟成員國以雙邊援助的形式提供，特別是英國，因為它們的金融市場要為愛爾蘭危機負起一大部分的責任。



資料來源：William A. Allen and Richhild Moessner, “The Liquidity Consequences of the Euro Area Sovereign Debt Crisis,” *World Economics* 14, no.1 (2013): 103– 126, graph 2.3.

終於達成另一項協議，債務也得以償還，而且是由愛爾蘭全民付出代價。雖然避免「雷曼兄弟時刻」，但並沒有因此恢復對市場的信心。將成本轉嫁至債務國納稅人的做法，並無法遏止歐洲金融危機的爆發。最終的紓困計畫雖然形式上具有穩定作用，但實際上並沒有解決問題。二〇一〇年春季和秋季，歐洲銀行信用違約交換的利差（為避免銀行債券違約而支付的保險費用）暴增，甚至高過美國。第一次的引爆點是希臘，第二次是愛爾蘭。歐洲金融危機的規模太大、各國銀行體系間又密切相關，因此很難以單一國家的層級來解決。解決方法之一是減記債務，要求那些利用銀行業無法永續的商業模式而獲利的投資人負起責任；另一個解決方法是累積債務到歐洲各國合力提供紓困的水準。各國採取拖延與鴛鴦心態，只是任由銀行危機演變為財政危機，導致不確定性升高，看不清真正的問題所在。

## 第二次量化寬鬆

歐洲央行的法務辯稱，依據央行被賦予的職責，它的唯一目標就是穩定物價。因此，央行有責任確保歐洲金融市場與銀行能持續運作，以達成物價穩定的目標。這也是特里謝介入希臘、愛爾蘭或未來金融危機的正當理由。整體而言，歐洲央行的職責並不包括維護歐元區或成員國的經濟福祉。但這刻意簡化與保守的解釋央行的功能。<sup>73</sup>這對歐元區不是件好事。唯有歐洲央行跳脫既有框架，才有可能解決歐洲金融危機。

美國聯準會從不會如此狹隘地看待自己的角色。它的任務是穩定物價與擴大就業。這是一九七〇年代經濟政策廣泛辯論的成果。再加上經

濟大蕭條的殷鑑不遠，這種開放性思維深入聯準會組織的DNA。一九三〇年代發生的通貨緊縮悲劇是聯準會歷史上的關鍵性事件。柏南克一再保證絕不讓歷史重演。二〇一〇年，美國成功度過史上最嚴重的金融危機，但並未完全復原，房市依舊震盪。已進入強制執行程序的未償還房貸占比在二〇一〇冬季至二〇一一年創下四．六四%（超過兩百萬間房屋）的驚人記錄。二〇一〇年初期，柏南克便提出警告，政府的財政政策過度緊縮。十一月三日下午，也就是競爭激烈的國會期中選舉結束後隔天，聯準會公開回應。經過內部熱烈討論，聯邦公開市場委員會宣布，未來連續八個月，每個月將買進價值七百五十億美元的證券。第二次量化寬鬆政策正式啟動。量化寬鬆政策的效用如何，至今依舊是爭辯不休的話題。<sup>74</sup>大量買進短期債券會推升債券價格，降低殖利率。一旦短期利率下滑，長期利率也會隨之降低，有助於刺激投資。但前提是企業願意投資，然而在危機期間，企業不一定有這樣的意願。量化寬鬆政策最直接的影響在金融市場。當中央銀行大量買進債券，導致殖利率下跌，迫使資產經理人必須選擇其他資產投資來增加收益。於是大批投資人退出債市、轉進股市，進而推升股價，擁有股票的投資人財富持續增加，更願意消費與投資。因此，我們至少可以說，這是間接刺激經濟成長的手段，但結果難以預料。富有家庭的財富不斷累積，更加速不平等的惡化。而低收入家庭根本沒有機會參與，無法賺取資本利得。

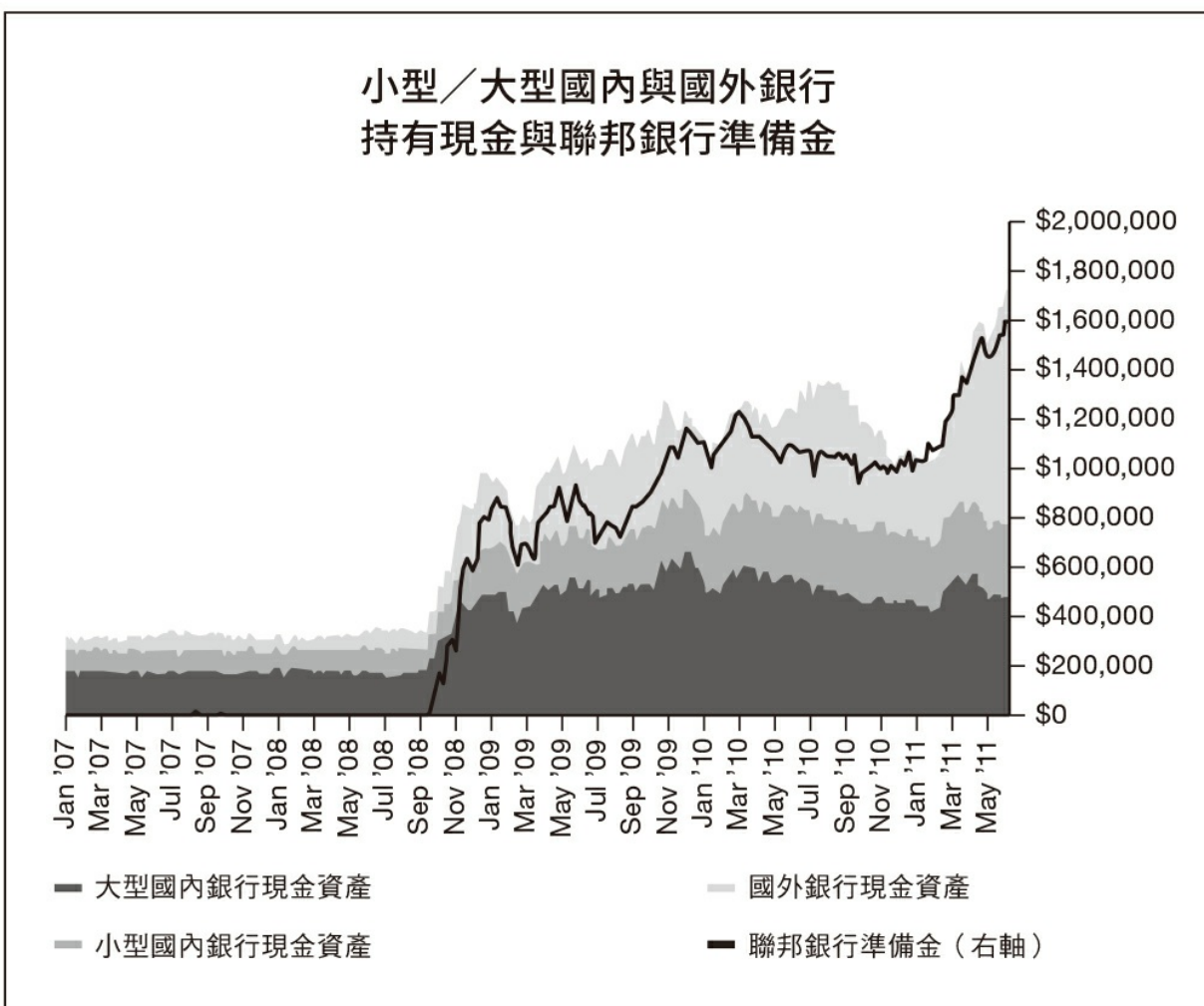
量化寬鬆政策只不過是聯準會在財政政策無法獲得國會支持下所採取的緊急應變措施。但是，聯準會內部就和美國政治圈一樣意見分歧。<sup>75</sup>關於第二次量化寬鬆的投票，聯邦市場公開委員會內部分成三個陣營。有少數人認為應擴大刺激方案的規模。一旦公開宣布將採取第二次量化寬鬆政策，每個月買進七百五十億美元的債券，市場便產生預期心理。如果要發揮實質的影響力，聯準會必須帶來驚喜。但柏南克表示

反對，他不希望太偏離所謂的「常態」，否則很有可能引發市場焦慮，造成反效果。<sup>76</sup>會議上，柏南克回應批評時坦承：「沒有所謂安全的做法……如今我們的決策是採取非常保守的偏中間路線。我們知道如果什麼事也不做，只會引發更嚴重的危險，導致通膨進一步下滑，經濟復甦趨緩，無法達到能夠逃脫危機的速度。」<sup>77</sup>在聯邦市場公開委員會上，另外有兩組人反對量化寬鬆政策，理由不是這個做法不妥當，而是擔憂過度擴張。

在聯準會外，對於量化寬鬆的反應更是激烈。二〇一〇年十一月，共和黨贏得國會期中選舉，美國的政治氣氛熱絡，此時各大媒體頭條紛紛報導聯準會預計每月「印製」數百億美元的新鈔。許多右派人士抱持陰謀論的看法，柏南克的干預讓他們更加確信，這背後確實有邪惡勢力在運作。貝克向數百萬收看福斯新聞網的共和黨員發出警告，不要因為共和黨贏得國會選舉就被蒙蔽；主張通膨的自由派才握有實質的權力。真正威脅美國的是陷入惡性通貨膨脹的「威瑪時刻」。<sup>78</sup>在此同時，多位知名的保守派知識份子，包括佛格森與外交關係協會的雅米蒂·薛蕾斯（Amity Shlaes）在內，他們和裴林要求對聯準會發「禁止令」（cease and desist）。<sup>79</sup>他們明確指出，「聯準會的購買債券方案遭到（全球）其他央行的群起反對。」這並非誇大之詞。二十國集團針對財政政策的走向歷經十八個月的爭辯，直到美國推行第二次量化寬鬆政策，各國之間因為貨幣政策的意見分歧而出現裂痕。

這樣的結果可以預期，但不必然如此。二〇一〇年十月和十一月新創立的議題（梅科奇在多維爾提出民間部門介入的解決方案與柏南克的第二次量化寬鬆政策）是互補的。正如國際貨幣基金的喬普拉說到，若要求愛爾蘭進行嚴格的債務重組計畫，最理想的配套措施就是歐洲央行大量買進債券，避免歐元區其他經濟體質較脆弱的成員國陷入危機。二

○一○年五月針對希臘危機提出的援助計畫並不妥當，應該同時採行民間部門介入與債券市場干預的措施。然而，在歐元區，這兩種措施從沒有同時發生。德國的保守派並不認為需要採行更永續的方法解決歐債危機，也不認為量化寬鬆政策會是必要的配套措施；相反的，他們組成國際陣線，帶頭抵制任何貨幣政策實驗。



單位：百萬美元

資料來源：Federal Reserve, “Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States—H.8,” <https://www.federalreserve.gov/releases/h8/current/default.htm>. Accessed 1 March 2018.

聯準會宣布推動第二次量化寬鬆政策數天之後，歐巴馬和他的團隊

動身前往首爾，參加任內最後一次的二十國集團高峰會。某位財政部官員在現場遭受猛烈的砲火攻擊，借用他的話來說，首爾高峰會就是一場「\*\*\*秀」。被認為是新興市場左派勢力領袖的巴西代表，強烈抨擊熱錢可能引發風險，並指控柏南克試圖採取以鄰為壑的美元貶值政策。他們警告，此舉將引發「貨幣戰爭」。<sup>80</sup>中國代表指出，聯準會的行動顯示「美國並未認知到……他們有責任穩定資本市場，」中國財政部副部長朱光耀說道。「他們也沒有考量到，超額的流動性對新興國家金融市場造成的影響。」<sup>81</sup>蕭伯樂的指責最為嚴厲。美國又再次向外界證明，自己正是導致全球經濟失序的罪魁禍首。首先，它們任由雷曼兄弟破產，然後大力推動經濟刺激方案。如今聯準會又想要靠公債賺錢。在二十國集團高峰會上，德國財政部長嚴厲譴責美國的經濟政策「毫無頭緒」，只會增加全球經濟的不穩定。<sup>82</sup>聯準會的政策「使得工業國家與新興國家之間更難取得合理的平衡，更削弱美國在金融政策制定上的信用。」德國出口模式的成功，證明不需要依靠「匯率詭計」也能達成目標。但是，「美國的成長模式，」根據蕭伯樂的說法，「已陷入危機。美國一直依靠著信貸成長，而且持續太長的時間，導致金融部門過度膨脹，忽略工業部門的發展。」<sup>83</sup>

不過，美國並未不戰而降。蓋特納反駁全球經濟失衡的真正原因並非是美國貨幣政策，而是中國和德國的重商主義貿易政策。聯準會並未刻意讓美元貶值。它的主要目標是因應國內的經濟情況，而非操弄匯率。<sup>84</sup>如果其他國家要阻止貨幣升值，只需要遵循聯準會的低利率政策，擬定適合本國的擴張性貨幣政策。批評者說的「貨幣戰爭」，其實是一種全面性的貨幣擴張手段，可以避免美國與歐洲陷入二次衰退。

如果它們選擇不加入經濟刺激方案，那就放手讓貨幣升值，如同二〇〇〇年代初期華盛頓政府鼓吹的做法，讓全球經濟自然恢復平衡。事實



上，正是因為德國採取依賴出口的經濟模式，以及中國採行釘住美元的固定匯率制，才迫使美國必須負起責任。如果它們希望搭上美國總體需求的順風車，至少應該基於禮貌不動聲色地執行。如果不滿，蓋特納建議，不妨同意讓國際貨幣基金重新啟動危機爆發前已開始執行的計畫，監控與監督國際經濟的失衡，例如美國的赤字問題，或是中國和德國的貿易順差。<sup>85</sup>但是，這樣的想法完全不切實際。德國絕不可能承認自己的貿易順差並非透過自身的競爭力與製造優勢創造的成果。反覆爭辯的結果只會讓人頭暈目眩，不切實際。如今有數千萬人失業，歐洲的福利支出在三巨頭監督下遭到大幅刪減；福斯新聞網不斷恐嚇觀眾，將柏南克描述成惡魔的學徒，刻意引發威瑪時代的惡性通貨膨脹；德國財政部長指責美國財政部長的做法，讓人想起舊蘇聯時代的「計畫經濟」。<sup>86</sup>

德國抨擊量化寬鬆政策是導致經濟不穩定的元兇，但歐洲的銀行業則抱持不同看法。每當聯準會買進數十億美元的證券，便會在銀行帳戶上記入同等金額。那是誰持有聯準會的美元帳戶，「資助」量化寬鬆政策呢？雖然美國某些退休基金或共同基金確實拋售債券給聯準會，但是根據聯準會統計，並非美國的銀行利用量化寬鬆政策出脫手中持有的大批債券變現。最積極參與第二次量化寬鬆政策的不是美國的銀行，而是歐洲的銀行，它們藉此減碼持有的美國證券，增加聯準會帳戶的現金餘額。<sup>87</sup>自二〇一〇年十一月開始，聯邦銀行資產負債表的膨脹，可以說與非美國本國銀行的聯準會帳戶美元現金餘額的增加完全同步。這意味著聯準會不僅沒有導致全球經濟的不穩定，事實上成為全球銀行的存錢筒。當歐洲因為金融危機遭受重創時，歐洲的銀行捨棄二〇一〇年五月的協議。它們將資金移出歐洲，縮減美國分公司的營運規模，降低資產負債表的負債，累積大筆現金。拜第二次量化寬鬆之賜，它們不僅在歐洲央行，甚至在聯準會這個全球金融體系最終擔保人的帳戶持有大筆流

動準備。這並非是刺激經濟成長的好方法。但是，當歐債危機暫時沒有找到解決方案下，量化寬鬆政策確實發揮穩定的效果。

- 
- 1 關於此段與後續引述內容，請參考：<http://www.foxnews.com/story/2010/02/12/glenn-beck-is-us-doomed-to-follow-greece-into-crisis.html>.
  - 2 C. M. Reinhart and K. Rogoff, *This Time Is Different, Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009); and C. M. Reinhart and K. S. Rogoff, “Growth in a Time of Debt” (NBER Working Paper 15639, 2010).
  - 3 J. Cassidy, “The Reinhart and Rogoff Controversy: A Summing Up,” *New Yorker*, April 26, 2013.
  - 4 C. Reinhart and K. Rogoff, “Why We Should Expect Low Growth Amid Debt,” *Financial Times*, January 28, 2010.
  - 5 “Germans Say Euro Zone May Have to Expel Greece: Poll,” *Reuters*, February 14, 2010.
  - 6 Irwin, *The Alchemists*, 237– 238.
  - 7 G. Osborne, “The Threat of Rising Interest Rates Is a Greek Tragedy We Must Avoid,” *Telegraph*, December 21, 2009.
  - 8 P. Habbard, “The Return of the Bond Vigilantes,” March 7, 2012, [http://www.ituc-psi.org/IMG/pdf/1203t\\_bond.pdf](http://www.ituc-psi.org/IMG/pdf/1203t_bond.pdf); and S. Johnson, “Bond Fund Managers Brave ‘The Ring of Fire,’ ” *Financial Times*, February 7, 2010.
  - 9 A. Stratton, “Top Economists Attack Labour Plan to Tackle Britain’s Budget Deficit,” *Guardian*, February 14, 2010.
  - 10 Lord Skidelsky et al., “Letter: First Priority Must Be to Restore Robust Growth,” *Financial Times*, February 18, 2010.
  - 11 P. Wintour, “Mervyn King Shaped Tough Deficit Policy— But Was It Political Bias?,” *Guardian*, November 30, 2010.
  - 12 D. Laws, *22 Days in May: The Birth of the Lib Dem-Conservative Coalition* (London: Biteback Publishing, 2010); and Irwin, *The Alchemists*, 244.
  - 13 P. Wintour, “Mervyn King: I Gave Nick Clegg No New Information on Debt Crisis,” *Guardian*, July 28, 2010.
  - 14 S. Wren-Lewis, “The Austerity Con,” *London Review of Books* 37, no. 4 (2015), 9– 11.
  - 15 Irwin, *The Alchemists*, 248– 249.

- 16 P. Krugman, “More on Invisible Bond Vigilantes,” *New York Times* (blog), November 10, 2012.
- 17 N. Watt, “David Cameron Makes Leaner State a Permanent Goal,” *Guardian*, November 12, 2013.
- 18 ONS, “Statistical Bulletin: Public Sector Employment, UK: September 2016,” <https://www.ons.gov.uk/employmentandlabourmarket/peopleinwork/publicsectorpersonnel/bul>
- 19 T. Crewe, “The Strange Death of Municipal England,” *London Review of Books* 38, no. 24 (2016), 6– 10. 若要閱讀關於緊縮財政措施如何影響英國福利的精彩摘要，請參考論文集： V. Cooper and D. Whyte, eds., *The Violence of Austerity* (London: Pluto Press, 2017).
- 20 Clark, *Hard Times*, 180– 191.
- 21 Editorial, “The Risks and Rewards of George Osborne’s Austerity,” *Financial Times*, July 21, 2015.
- 22 S. Stein, “Peter Orszag, Former Top Obama Adviser, Takes Issue with Portrayal in New Book,” *Huffington Post*, February 24, 2012, [www.huffingtonpost.com](http://www.huffingtonpost.com).
- 23 Kuttner, *Presidency in Peril*, 207.
- 24 “Obama’s State of the Union Transcript 2010: Full Text,” *Politico*, January 27, 2010.
- 25 P. Krugman, “Obama Liquidates Himself,” *New York Times*, January 26, 2010.
- 26 J. Geraghty’s *National Review* blog quoted in “How the Austerity Class Rules Washington,” *Nation*, October 19, 2011.
- 27 H. Yeager, “Circling Back on the Orszag Story,” *Columbia Journalism Review* 9 (January 2010).
- 28 Bernanke, *Courage to Act*, 504; and L. Elliott, “It’s Too Soon for Austerity, Ben Bernanke Tells Congress,” *Guardian*, July 22, 2010.
- 29 E. Luce, “US Deficit Key to Orszag Departure,” *Financial Times*, June 25, 2010.
- 30 T. Skocpol and V. Williamson, *The Tea Party and the Remaking of Republican Conservatism* (Oxford: Oxford University Press, 2012).
- 31 G. C. Jacobson, “The Republican Resurgence in 2010,” *Political Science Quarterly* 126, no. 1 (2011), 27– 52.
- 32 S.-A. Mildner and J. Howald, “Jumping the Fiscal Cliff: The Political Economy of Fiscal Policy-Making under President Obama,” *CESifo Forum* (June 2013).
- 33 T. E. Mann and N. J. Ornstein, *It’s Even Worse Than It Looks: How the American Constitutional System Collided with the New Politics of Extremism* (New York: Basic Books, 2016), 9– 10.
- 34 Q. Peel, “Merkel Spells Out €80bn Spending Cuts,” *Financial Times*, June 8, 2010.
- 35 OECD, “Budget Deficits: What Governments Are Doing” (2010), <http://www.oecd.org/germany/budgetdeficitswhatgovernmentsaredoing.htm>.

- 36 “German Government Agrees on Historic Austerity Program,” Spiegel Online, June 7, 2010.
- 37 Peel, “Merkel Spells Out €80bn Spending Cuts.”
- 38 D. Mara and A. Bowen, “German Government Unveils Unprecedented Austerity Plan,” Deutsche Welle, June 7, 2010.
- 39 A. Beattie and Q. Peel, “Scene Set for G20 Battle over Fiscal Strategy,” Financial Times, June 24, 2010.
- 40 W. Schäuble, “Maligned Germany Is Right to Cut Spending,” Financial Times, June 23, 2010.
- 41 L. Summers and T. Geithner, “Our Agenda for the G-20,” Wall Street Journal, June 23, 2010.
- 42 J. Calmes and S. Chan, “Leaders at Summit Turn Attention to Deficit Cuts,” New York Times, June 26, 2010.
- 43 OECD, “Employment: Job Creation Must Be a Top Priority in Months Ahead, Says OECD’s Gurria,” July 7, 2010, <http://www.oecd.org/newsroom/employmentjobcreationmustbeatoppriorityinmonthsaheadsaysc>
- 44 H. Zimmermann, “A Grand Coalition for the Euro: The Second Merkel Cabinet, the Euro Crisis and the Elections of 2013,” *German Politics* 23, no. 4 (2014): 322– 336.
- 45 Bastasin, *Saving Europe*, 221– 235.
- 46 Papaconstantinou, *Game Over*, Kindle locations 2352– 2365.
- 47 IMF Country Report 11/68 (March 2011).
- 48 Bank of Greece, “The Chronicle of the Great Crisis: 2008– 2013,” [http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/The% 20Chronicle% 20Of% 20The% 20Great% 20Crisis.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/The%20Chronicle%20Of%20The%20Great%20Crisis.pdf).
- 49 CEBS, “EBA Aggregate Outcome of the 2010 EU Wide Stress Test,” July 23, 2010, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/15938/Summaryreport.pdf/95030af2-7b52-4530-afe1-f067a895d163>.
- 50 A. Blundell-Wignall and P. Slovik, “The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures” (OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, no. 4, OECD Financial Affairs Division, 2010).
- 51 歐洲銀行壓力測試缺乏清楚的資本重整工具支援，可參考：T. Santos, “El Diluvio: The Spanish Banking Crisis, 2008– 2012,” manuscript (2017), Columbia Business School, Columbia University.
- 52 L. Thomas Jr., “Greek Bonds Lure Some, Despite Risk,” New York Times, September 28, 2011.
- 53 Bastasin, *Saving Europe*, 259.
- 54 Acharya and Steffen, “The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong.”
- 55 B. H. Cohen, “How Have Banks Adjusted to Higher Capital Requirements?,” *BIS Quarterly Review*, 2013, 25.

- 56 Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis, Houses of the Oireachtas (Inquiries, Privileges and Procedures) Act, 2016.
- 57 C. Gleeson, “Ireland’s Austerity Budgets,” Irish Times, December 13, 2013.
- 58 Blustein, Laid Low, 157.
- 59 G. Wiesmann, “Merkel Seeks to Pull Bondholders into Rescues,” Financial Times, November 24, 2010.
- 60 K. Bennhold, “At Deauville, Europe Embraces Russia,” New York Times, October 18, 2010.
- 61 C. Forelle, D. Gauthier-Villars, B. Blackstone and D. Enrich, “As Ireland Flails, Europe Lurches Across the Rubicon,” Wall Street Journal, December 27, 2010.
- 62 Zimmermann, “A Grand Coalition for the Euro.”
- 63 L. Barber and R. Atkins, FT interview transcript: Mario Draghi, Financial Times, December 18, 2011.
- 64 A. Mody, “The Ghost of Deauville,” VoxEU, January 7, 2014.
- 65 Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis (Dublin: Houses of the Oireachtas, 2016), <https://inquiries.oireachtas.ie/banking/>.
- 66 L. O’Carroll, “Ireland’s Central Bank Governor Confirms IMF Loan on Its Way,” Guardian, November 18, 2010.
- 67 “Jean Claude Trichet Letter to Brian Lenihan,” Irish Times, November 6, 2014.
- 68 Editorial, “Was It for This?,” Irish Times, November 18, 2010.
- 69 Sanbu, Europe’s Orphan, 104.
- 70 A. Chopra, “Lessons from Ireland’s Financial Crisis,” 2015, <https://www.youtube.com/watch?v=6XDomfai7DY>.
- 71 P. Spiegel, “Draghi’s ECB Management: The Leaked Geithner Files,” Financial Times, November 11, 2014.
- 72 Report of the Joint Committee of Inquiry into the Banking Crisis, Houses of the Oireachtas.
- 73 M. Matthijs and M. Blyth, “When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility,” *Perspectives on Politics* (2017): 1– 17.
- 74 Eichengreen, *Hall of Mirrors*, 302– 311.
- 75 Bernanke, *Courage to Act*, 482– 496.
- 76 請參考明尼亞波利斯聯邦準備銀行總裁納拉亞那·柯薛拉柯塔（Narayana Kocherlakota）筆鋒犀利的回顧分析“The Fed’s Unspoken Mandate: It Wants to Be ‘Normal,’ and That’s Bad for Most Americans,” June 13, 2017, <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-06-13/the-fed-s-unspoken-mandate>.
- 77 “Fed Doubted QE2 Impact, Worried over ‘Currency War’ Perception,” Reuters, January 15, 2016.

- 78 G. Beck, transcript, Fox News, November 3, 2010; Irwin, *The Alchemists*, 409; and Blinder, *After the Music Stopped*, 248– 256.
- 79 D. Morgan, “Palin Tells Bernanke to ‘Cease and Desist,’ ” Reuters, November 8, 2010; and C. Asness et al., “Open Letter to Ben Bernanke,” *Wall Street Journal*, November 15, 2010.
- 80 J. Wheatley and P. Garnham, “Brazil in ‘Currency War’ Alert,” *Financial Times*, February 27, 2010.
- 81 Irwin, *The Alchemists*, 257.
- 82 “Interview with German finance minister Schäuble, The US Has Lived on Borrowed Money for Too Long,” *Spiegel Online*, November 8, 2010; and “Global Anger Swells at US Fed Actions,” Reuters, November 5, 2010.
- 83 R. Atkins, “Germany Attacks US Economic Policy,” *Financial Times*, November 7, 2010.
- 84 B. S. Bernanke, “Federal Reserve Policy in an International Context,” *IMF Economic Review* 65, no. 1 (2017), 5– 36.
- 85 “UPDATE 2-Geithner: Beijing Supportive of G20 Rebalancing Effort,” Reuters, November 8, 2010.
- 86 Morgan, “Palin Tells Bernanke to ‘Cease and Desist.’ ”
- 87 R. Neil, “Non-US Banks’ Claims on the Federal Reserve,” *BIS Quarterly Review*, March 2014; and C. Choulet, “QE and Bank Balance Sheets: The American Experience,” *BNP Paribas, Conjoncture* 7 and 8 (July/August 2015), 3– 19.

## 第16章 零重力世界

二〇一〇年全球力行緊縮財政措施，引起多位重要經濟學家震怒。為什麼各國政府要採行明顯會造成反效果、而且傷害全球數千萬名失業者未來發展的解決方法？持有大筆準備金是為了誰的利益？克魯曼在《紐約時報》的文章中如此問道。<sup>1</sup>針對赤字問題的辯論結果，竟是一面倒地支持大幅削減福利津貼，藉此降低增稅幅度，此舉究竟是為了滿足哪些人的利益？若要破除這種僵局，會產生多大衝擊？就歷史經驗來看，情況恐不樂觀。一九三〇年代的羅斯福新政最終力有未逮，是因為自身的膽怯與右派勢力的阻撓而變得綁手綁腳、瞻前顧後。<sup>2</sup>若要釋放出全美國的產能，就必須採取戰時的緊急措施。「事實上，」克魯曼寫道，「經濟大蕭條的結束很大一部分要感謝那個叫希特勒的傢伙。他引發一場人類災難，導致政府支出攀升。」<sup>3</sup>這並不是說克魯曼期待發生第三次世界大戰。不過，他忍不住對《花花公子》（Playboy）雜誌說：「如果我們宣稱遭受到外星人威脅，因此必須增強實力、自我防衛，那麼必定會在未來的一年半內達到充分就業的目標。」對照二〇一一年發生的事件，讓大家不禁懷疑，克魯曼是否過度樂觀地以為二十一世紀的政治局勢不會出現任何意外。

事實上，那一年發生重大的地緣政治地震：阿拉伯之春（Arab Spring）。局勢的發展完全依照克魯曼的劇本走，這場革命引發軍事干預行動，有人因此呼籲推動中東地區的馬歇爾計畫。<sup>4</sup>但是歷經阿富汗和伊拉克戰爭之後，西方國家已無心協助其他國家重建。保守派政論家一方面因為親西方的阿拉伯獨裁者紛紛倒台而擔憂，同時對於柏南克的

量化寬鬆政策感到不安，心情可說是五味雜陳。《華爾街日報》一篇評論特別拿一九七〇年代來對照，當時全球通膨拉警報，促使何梅尼（Khomeini）發動革命，成功推翻伊朗國王政權。<sup>5</sup>如今，聯準會的量化寬鬆政策是透過「印鈔」與拉抬商品價格刺激景氣，反而導致全球經濟的不穩定。當突尼西亞和埃及獨裁政府紛紛垮台，保守派的社群媒體社運人士慫恿他們的追蹤者，大力轉發「柏南克雙手沾滿鮮血」的推文。<sup>6</sup>在此同時，自由派媒體也大力反擊：貨幣政策並非是導致商品價格飆漲與食物暴動的原因，真正的元兇是氣候暖化。緊接著自由派的迅速回應之後，克魯曼批評保守黨反對量化寬鬆政策，就等於是否定氣候變遷。<sup>7</sup>與其說美國缺乏對於阿拉伯之春的嚴肅辯論，不如說是美國政治論述的品質每況愈下。

歐洲的地理位置雖然更接近北非的革命浪潮，但是各國的回應卻相當分歧。關於北大西洋公約組織對利比亞進行軍事干預行動的計畫，法國、英國、德國的意見不合，情況和之前在首爾舉行的二十國集團會議如出一轍，德國和主要西方國家的立場相左，這次它選擇和中國、俄羅斯站在同一陣線。聯合國安理會針對在利比亞實行禁飛區、推翻格達費（Gaddafi）政權的行動計畫進行表決時，梅克爾政府投下棄權票。同一時間，歐盟為了誰應該收容從利比亞逃至義大利的大批難民與移民而吵得不可開交。在歐元區陷入債務危機之際，如今又面臨難民問題，實在讓人沮喪。二〇一一年夏季，不僅中東國家的穩定遭受破壞，包括義大利和美國的信用評等同樣堪憂。因此，當有兩位觀察家分析當下局勢時得出以下的結論，或許也就不足為奇了：二〇一一的世界並非是由二十國集團、八大工業國組織或中美兩大強權所支配、而是零重力（G-Zero）。<sup>8</sup>



## 民怨四起

二〇一一年春季，緊縮財政措施已經嚴重影響歐洲社會。削減支出與增加稅收已經導致需求萎縮、經濟活動停滯。在歐元區，有一〇%的勞動人口失業。十五至二十四歲勞動人口的失業率更高達二〇%。在出問題的周邊國家，這個數字已經大到讓人麻木。在愛爾蘭，全國失業率為一五%，年輕人的失業率為三〇%；希臘則是一四%與三七%。西班牙二〇一一年春季時所有成年人的失業率為二〇%，年輕人的失業率則為四四%，幾乎有一半的年輕人中途離開校園，提早進入職場工作。然而，要求推動更進一步緊縮財政措施的呼聲未曾停歇。就在希臘和愛爾蘭屈從三巨頭制定的方案之後，二〇一一年三月二十三日，葡萄牙總理約瑟·蘇格拉底因為預算削減案無法獲得支持而辭職下台。一星期之後的四月二日，偏向社會民主路線的西班牙總理約瑟·路易斯·羅德里格茲·薩巴德洛以穩定西班牙金融業為優先考量，宣布放棄競選連任。四月七日，葡萄牙成為第三個被迫接受三巨頭方案的國家。<sup>9</sup>

歐洲各國的福利津貼因為銀行和債券市場的持續要求而不斷縮水，引發民怨。曾參與法國反抗運動的環保鬥士，同時也是布亨瓦德（Buchenwald）、多拉（Dora）、柏根貝爾森（Bergen-Belsen）集中營倖存者的史蒂芬·黑賽爾（Stéphane Hessel），撰寫一份宣言《憤怒吧》（*Indignez-Vous!*），因為在很好的時機出版，意外成為暢銷書，跌破眾人眼鏡。<sup>10</sup>為了對抗全球金融市場的要求，黑賽爾決定以死於蓋世太保手中的反抗運動鬥士尚·穆蘭（Jean Moulin）的精神作為號召。在地方選舉投票前的二〇一一年五月十五日，有兩萬名西班牙抗議民眾占領馬德里著名的太陽門廣場（Puerta del Sol），高喊著黑賽爾的口號。憤怒的抗議群眾公然違抗警方和法院的清場命令，持續占領一個月。<sup>11</sup>

他們在市區搭起帳篷，並鄭重宣告：「我們不是政治人物和銀行家手中持有的商品。」<sup>12</sup>儘管原先架好的帳篷遭到警方拆除，但隨後占領運動仍持續很長一段時間。二〇一一年六月十九日，有將近三百萬人（占西班牙人口七%）走上街頭，成了動盪不安的西班牙現代史上最大規模的抗議活動。<sup>13</sup>如果依照美國人口來計算，相當於有一千九百萬名抗議者。現場高唱的歌曲相當幽默，其中一首歌嘲諷的對象正是同樣被迫採行緊縮財政措施的希臘：「噓，希臘人還沒睡醒。」二〇一〇年，希臘也曾爆發大規模示威活動，但秋天之後抗議浪潮便逐漸消退。二〇一一年五月二十八日，雅典人占領憲法廣場（Syntagma Square），回應西班牙的挑戰與三巨頭提出最後一輪削減支出的要求。一星期後的六月五日，雅典人舉辦浩大的集會遊行，大約有二十到三十萬名群眾聚集在首都。直到六月二十八與二十九日，反抗運動的激進份子與鎮暴警察發生嚴重衝突，廣場首度被清空。不過，面對支持希臘新法西斯主義的金色黎明黨（Golden Dawn），竟有不少鎮暴警察毫不掩飾地表示認同。

民族主義的再起，是面對危機時最強而有力的政治回應，可有效凝聚群眾共同捍衛主權，抵抗任何對於金融危機所施加的懲戒措施。左派和右派的回應方式各不相同，不過在希臘，雙方均把聲量拉高到最大，三巨頭的強制命令喚起大家對占領、內戰與獨裁政權的記憶。參與二〇一〇與二〇一一年抗議活動的多數左派人士很自然將當今有權否決歐元區經濟政策的德國，與當年納粹帝國主義聯想在一起。同時，希臘的新法西斯主義份子則是公開在街上發動遊行。<sup>14</sup>金色黎明黨的黨員手持火炬在遊行隊伍中狂歡，身上披著寫滿神祕記號的旗幟，一群身材壯碩的衝鋒隊擔任護衛，一路跟隨著遊行隊伍。這中間不斷爆發金色黎明黨的黨員性騷擾、攻擊左派份子或非歐洲移民、在僅提供食物給希臘飢餓民眾的慈善廚房內隨意吃喝等等事件。這正是一九三〇年代的翻版，社會

與經濟的危機促成強調國家民族至上的群體崛起。

因危機而引發各種不同抵抗模式，這些模式本身有其重要意涵。除了遊行、示威、罷工之外，抗議者還會架設帳篷營地，宣示領域主權。在景氣繁榮時期，多數公共空間經過修整與現代化，幾乎難以辨認原貌，如今這些場域卻成為宣揚另類生活模式的重要基地。<sup>15</sup>在希臘，民眾發起拒付稅款與罰款的行動，抵抗三巨頭的不合理要求。在西班牙，有五十萬家庭面臨被驅逐的命運，生活被無力清償的債務壓垮（西班牙的法律並沒有為房貸債務人提供破產保護的規定），抗議群眾擅長使用非暴力的方式，直接對質抗議。<sup>16</sup>他們透過社群媒體動員，結合所謂的「公開羞辱」策略（*escraches*）與快閃行動，「直接當著政治人物的面質問」，迫使保持沉默的政治菁英真正意識到緊急情況的規模與嚴重性。<sup>17</sup>當市場陷入恐慌，為什麼還要求一般民眾應繼續維持適當的行為舉止？為什麼只有投資人的「信心」才是最重要的？<sup>18</sup>

因為歐債危機而崛起的新左派勢力，最終將撼動歐洲的政治。<sup>19</sup>在希臘，由反全球化社運人士與十年前自共產黨分裂出來的左翼人士共同組成的激進左翼聯盟（Syriza），在深具魅力的年輕領導人亞歷克西斯·齊普拉斯（Alexis Tsipras）帶領下，成為泛希臘社會主義運動黨外更激進地另類選擇，他們宣稱將帶領希臘人抵抗國內的寡頭政治集團與布魯塞爾三巨頭。<sup>20</sup>在西班牙，參與二〇一一年抗議活動的人士包括口才辯給、立場左傾的政治社會學教授兼脫口秀主持人帕布洛·伊格萊西亞斯（Pablo Iglesias），他正是於二〇一四年協助成立「我們可以黨」（Podemos）的主要幕後推手。<sup>21</sup>我們可以黨的做法和激進左翼聯盟近似：訴諸「民眾」語言，集結來自不同背景的群眾，共同對抗政府的緊縮財政政策。<sup>22</sup>我們可以黨宣稱是為了「群眾」的理想而戰，反抗「菁英階層」，這些腐敗的政治集團「從人民手中偷走民主」。<sup>23</sup>

希臘與西班牙的政治從此走向不同的道路。危機已從金融業擴及至政治領域。二〇一一年春天時，執政的政府選擇與抗議者保持距離。促使政府政策轉向的原因並非熱情且富於想像力的抗議活動，而是政府終究不可避免地體認到，「拖延與鴛鴦心態」和財政緊縮根本不可行。

## 資金撤離歐元區

希臘危機持續惡化。執行緊縮財政措施後，債務占GDP的比例不減反增。削減政府支出的計畫並未如緊縮財政措施支持者原先的預期、有助於活化民間部門的商業活動，但卻造成反效果。<sup>24</sup>消費支出和投資急速萎縮。隨著需求大幅下滑，導致失業率攀升與稅收減少。二〇一一年初春時各界就明確知道希臘在二〇一二年無法在資本市場取得融資。這意味著，歐洲必須再額外提供貸款或尋求其他方法，趕在二〇一三年截止日期前降低希臘的負債。但是，國際貨幣基金決定不再投入資金未能充分到位的方案。二〇一〇年春天爆發危機後一年，德國政府也失去耐性。四月十四日，在七大工業國會議上，史特勞斯卡恩明確表示國際貨幣基金的條件後，緊接著蕭伯樂發言：「我們不能只是用政府的錢來收購民間投資者的證券。」他警告說。<sup>25</sup>另一方面，梅克爾的聯合政府此時也變得不堪一擊。坦白說，自由民主黨屬於歐洲懷疑主義論者；如果轉而爭取社會民主黨投票支持梅克爾的歐洲政策，他們必定會要求債券持有人承擔損失。但是歐盟委員會與法國政府表示反對，而且特里謝也會不顧一切讓債務重組問題排除在議程外。四月六日，希臘正式要求討論債務重組問題，重組方式並不是要減少債務金額、而是要延長還款期

限來降低利息，但特里榭仍然堅持希臘政府必須遵循先前的方案，否則將撤銷提供給希臘銀行的援助。<sup>26</sup>

不過，歐洲央行的立場並沒有完全錯誤。特里榭真正想要的是，歐洲央行自二〇一〇年五月以來一直負責債券市場的穩定，未來應該交由各國政府負責。二〇一〇年五月十日，歐洲各國同意成立的歐洲金融穩定基金才剛開始運作。當愛爾蘭與葡萄牙爆發債務危機時，便是由歐洲金融穩定基金提供紓困貸款，然而它的法律地位相當薄弱，它的資金來源則是依靠各國的意願與雙邊協議，而且唯有在緊急時刻才能用資金收購無法從資本市場取得融資的國家所發行的公債。但是，歐洲金融穩定基金無權執行已移交給歐洲央行的工作，像是在次級市場購買債券、穩定價格與殖利率。對梅克爾而言，成立共同的歐洲基金來穩定債券市場就像是政治毒藥，因為這等於是債務互助，後續會引發更多政治與法律問題。德國聯邦銀行或許不認同歐洲央行購買債券的做法，但可以把這個做法視為央行的例行性干預措施。相較於梅克爾，無端背黑鍋的特里榭反而是較不邪惡的那一方。

這正是德國立場前後不一之處。柏林一方面努力鼓吹緊縮財政措施；對於債務重組與民間部門介入的問題不僅態度堅決、而且邏輯清晰。但是，談到相對應的配套措施，例如穩定其他地區的債券市場，柏林的立場又變得前後不一。德國政府並沒有要求國內銀行進行資本重整，任由聯合裕寶銀行與體質更脆弱的國營地方銀行變成沉重的包袱。它們要求債權人自救，卻不願意穩定債券市場、強化銀行體質。德國的行為與其說不負責任，不如說是極度危險的行為，讓歐洲央行、法國與美國都膽戰心驚。這樣解讀德國政府的意圖已經是最仁慈的說法。更嚴厲的說法是，德國刻意製造緊張，加深市場的不確定性，逼迫其他歐元區國家點頭。<sup>27</sup>同時，德國享受著身為避險天堂所帶來的種種特權。當

歐豬五國抱怨殖利率持續攀升時，德國利率卻不受影響地降至零利率下限；歐元區市場的不穩定不利於各國的出口，但是德國對其他國家的出口貿易依舊熱絡；勞動市場緊縮；馬德里、雅典的街道混亂，與慕尼黑或法蘭克福的街道繁榮猶如天壤之別。柏林自然有本錢等待風暴過去。

特里榭與歐洲央行的工作夥伴對於眼前的局勢已經忍無可忍。歐洲央行連續幾個月買進債券之後，到了二〇一一年春季，他們發現手中持有一五%降至垃圾等級的希臘公債。當時歐洲各國協議成立歐洲穩定機制（European Stability Mechanism）來取代原本的歐洲金融穩定基金，卻沒有賦予歐洲穩定機制在次級市場購買債券的權力，此時歐洲央行的耐性已經耗盡。該是歐洲央行設定底線的時候了。它決定在利率政策上採取更強硬的態度。二〇一一年四月與七月，歐洲債務危機再度惡化，歐洲央行決定升息，這是貨幣政策史上最嚴重誤導的決策之一。<sup>28</sup>歐洲央行的辯解是，德國和歐元區其他重要經濟體確實面臨通膨上漲。歐洲北部的經濟相對較為繁榮，與其他歐洲地區之間有顯著的落差。不過，歐洲央行的動作很明顯地透露出政治訊息，歐洲央行要捍衛自己的獨立性，同時告知歐洲各國政府，它們該負起穩定債務市場的責任。<sup>29</sup>歐洲央行一方面透過升息傳達上述訊息，另一方面在沒有大張旗鼓、也未公開宣布的情況下，悄悄在三月中停止購買歐洲主權債券，並減少低利債券的附買回交易。<sup>30</sup>

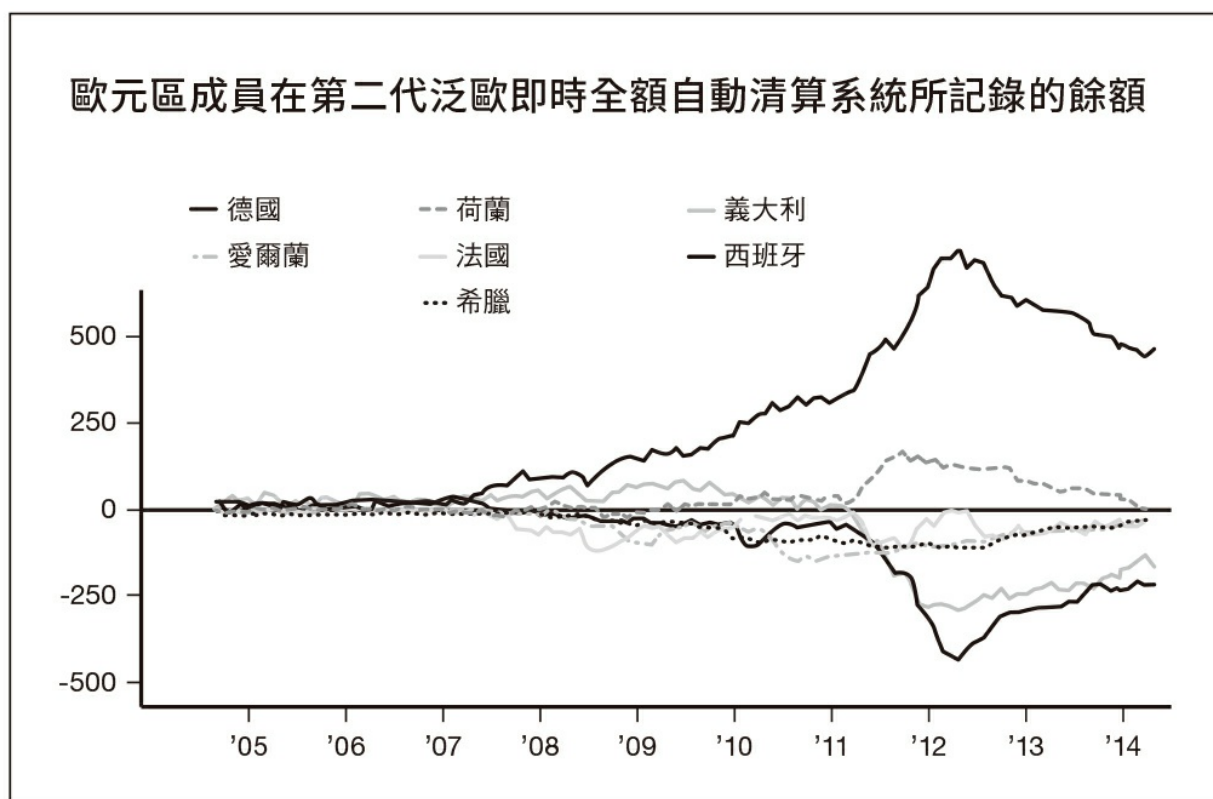
幾個星期之後，市場上的信用嚴重緊縮。市場出現拋售潮。最安全與風險最高的歐元區債券利差迅速擴大。希臘債券的利差達到一千兩個基點。這次的市場恐慌和過去有所不同。二〇一〇年，資金外流僅限於個別國家，先是希臘，然後是愛爾蘭。如今卻是有大筆資金逃離整個歐元區。其中一項關鍵指標是美國貨幣市場基金，這是歐洲銀行融資所需的現金來源。如今大量的流動性來源掌握在大型資產管理公司手中，

例如貝萊德（BlackRock）。二〇一一年初，這些基金提供六千億美元的資金給歐洲銀行，但是自春天開始，金額大幅縮減。<sup>31</sup>同年年底，它們提供歐洲銀行的資金減少四五％。法國銀行尤其受創最為嚴重，甚至法國巴黎銀行也不能倖免。華爾街認定，體質最脆弱的經濟體將爆發違約潮：標準普爾在春季時推估，希臘債務將會減記五〇至七〇％，而且會有三分之一的機率發生完全失控的違約。愈來愈多投資人判斷歐元將崩盤。此時，最積極的避險基金經理人會分別採取不同操盤策略，一是由於歐洲央行升息，因此選擇放空美元；另一種情況是大量放空歐洲主權債券、銀行或其他績效不佳的股票。<sup>32</sup>華爾街知名投資人向來看壞歐洲，包括太平洋投資管理公司的債券天王葛洛斯，以及二〇〇八年一夕爆紅的避險基金英雄約翰·鮑爾森（John Paulson）。他們一直對歐元區有疑慮。然而，如今歐洲央行和各國政府意見不合，看來歐洲人是下定決心要自我毀滅，不如趁機大賺一筆。

不僅美國貨幣市場透露出對歐元區缺乏信心的跡象，歐元區內部的資金也開始出現明顯的流動，從原本不受重視、後來卻成為眾矢之的歐元體系附屬系統「第二代泛歐即時全額自動清算系統」（TARGET2）上登錄的餘額便可明顯看出。<sup>33</sup>資金開始撤離希臘、愛爾蘭、西班牙、葡萄牙，尋求更安全的地方，例如德國或其他歐元區核心國。如果融資市場運作正常，那麼承受債務壓力的周邊銀行就可以透過銀行同業拆款市場取得替代資金，不需要向中央銀行求援。畢竟，歐洲北部的銀行持有大筆撤離過來的資金，而希臘銀行也願意提供較好的利率。

但是，自二〇〇七與二〇〇八年的危機爆發之後，歐洲銀行同業拆款市場就沒恢復，隨著二〇一〇年四月債務危機爆發，情況更加惡化。周邊銀行必須向央行貸款，但由於各國央行不再是本國貨幣的主權發行機構，因此僅能從歐洲央行位於法蘭克福的總部取得歐元；同時，德國聯

邦銀行與其他接收逃難資金的銀行信貸也不斷累積。二〇一一年春季，多虧經濟學家漢斯維爾納·辛恩（Hans-Werner Sinn）把新聞寫作視為創業一般、持續大量書寫，突然之間德國民眾注意到令人震驚、但卻嚴重誤導的新聞內容：原來他們已經暗中提供大量的「信貸」給周邊銀行。<sup>34</sup>如果貨幣系統崩盤，數千億歐元將「付諸流水」。這種依據會計資料提出的危言聳聽說法，不應被當成嚴肅的經濟分析報告，但也因此反映出歐元體系的正當性正逐漸流失。



單位：十億歐元

資料來源：Bruegel, National Central Banks.

第二代泛歐即時全額自動清算系統所記錄的餘額，並非德國人借給其他國家的「貸款」，而是官方用來沖銷自歐元區其他周邊國家轉進德國銀行帳戶的大筆私人資金。有部分來自希臘或西班牙的企業家，不過



大部分是德國投資人將歐元匯回國內。拜貨幣統一與歐洲央行清算系統之賜，他們再也無需承擔匯兌損失或德國馬克升值的風險，這兩種風險均會傷害德國的出口。不過，辛恩此時提出極度悲觀的預言，點燃民眾的怒火。他認為歐元會崩盤，德國銀行在歐洲央行帳戶的債權也將出現損失。這樣的預言不免讓人憂心，而且充滿不確定性。唯一可以確定的是：一旦焦慮的投資人將資金移往安全的德國，就不太可能再移出。德國也會因此受益，就如同美國在全球經濟所享有的奢侈特權。在債務壓力逐漸升高的當下，全球資金轉進美元；在歐元區，資金則是轉進德國。<sup>35</sup>這就是所謂的特權，一切取決於利差。當陷入危機的國家公債殖利率攀升，德國十年期公債殖利率便會下滑。這是促使德國繁榮泡沫形成的原因之一。資金流入德國應被視為負擔的說法，顯示出對債務危機的論述已經變得愈來愈不理性。

## 公關災難

二〇一一年五月，由於市場嚴重缺乏信心，歐元集團緊急在盧森堡召開祕密會議。時間安排在五月六日星期五，目的是恢復歐元區的整合與統一，但卻演變成一場公關災難。蕭伯樂堅持必須先討論債務重組與民間部門介入的問題，特里謝怒氣沖沖的離開會議室，他無法認同這樣的討論。另一方面，沒有特里謝在場，再繼續討論也不會有結果。因為希臘銀行要繼續營運，只能靠歐洲央行的援助。<sup>36</sup>在場也沒有人支持希臘債務重組的做法。《明鏡週刊》得知召開會議的風聲，美國市場也開始有所反應，然而，在位多年的盧森堡總理、歐元集團主席容克的發言

人，卻全盤否認召開會議的消息。<sup>37</sup>幾小時之後，這位發言人被迫改口，承認歐元集團領導人確實有會面。「我們有充分的理由否認召開會議的消息，」他告訴現場的記者說，「當時正好是華爾街股市開盤。」再加上歐元暴跌，因此說謊是為了「自我保護」。當《華爾街日報》詢問，這次的刻意隱瞞是否會降低「未來市場對歐元區公開聲明的信心」時，容克的發言人立即反駁，表示市場早就認定歐洲央行總裁特里謝與法國財政部長拉加德的評論不足採信。他們針對希臘債務問題提出的任何說詞，「似乎沒有人願意相信。」所以，為了方便而撒的謊，又怎麼可能造成進一步的傷害？容克也曾說出類似的結論：「貨幣政策是嚴肅的議題，」四月時，這位歐元集團主席曾對著台下的觀眾說：「我們必須在歐元集團祕密討論……如果我們指明任何可能的方向，就會引起大眾對於金融市場的猜測，反而會讓我們想要保護的人陷入悲慘之中……我支持暗室祕密會議……我已經準備好因為不遵守民主程序而受到羞辱，但我希望認真嚴肅看待這件事……當你必須嚴肅以對，就得說謊。」<sup>38</sup>但是到了二〇一一年五月，為了支持「拖延與駝鳥心態」策略，以及為了站不住腳的理由強行辯護，反而使得歐洲經濟政策的討論失去信用與一致性。但容克認為沒必要粉飾太平，這樣的想法頗不尋常。如果針對的是像盧森堡這種迷你的避稅天堂，容克的反應或許是對的。但是放大到歐盟來看，容克的「現實主義」讓人感到非常不安。

隨著歐洲的可信度不斷受到傷害，現在要做的是「重新設定」，出手干預並進行必要的澄清，重建外界對歐洲的信任，避免信心危機持續擴大。這正是國際貨幣基金總裁卡恩的想法，他已經安排在五月中召開會議，首先與梅克爾，之後是歐元集團。「卡恩將在會議上提出建立大規模防火牆的建議，」一位資深的美國官員回憶說，「當時我們非常期待這些會議能有具體的結果。」<sup>39</sup>在國際貨幣基金內部開始出現反對

「拖延與鴛鴦心態」的聲浪。國際貨幣基金位於愛爾蘭分部的工作團隊向來對二〇一〇年十一月歐洲央行與七大工業國組織強迫都柏林接受不平等協議感到不滿。喬普拉堅稱，愛爾蘭的問題不僅只在愛爾蘭，「這是歐洲共同的問題，」因此需要歐洲各國聯合採取行動。<sup>40</sup>當下真正該做的是，強化歐洲金融穩定基金的功能，賦予更多資源與更廣泛的介入權限。此外，如同愛爾蘭危機顯示，歐洲銀行的規模過於龐大，除了最大經濟體之外，沒有其他機構能提供援助。所以喬普拉堅持，如果銀行無法從民間部門取得足夠資金，就必須協調歐盟各國合作進行資本重整。<sup>41</sup>其實早在一年前，也就是二〇一〇年三月，卡恩就曾提出質疑，認為歐洲應該合資成立銀行清算機構。<sup>42</sup>若缺乏類似的機構，便難以執行債務重組計畫。

二〇一一年五月，國際貨幣基金已經決定跳脫「拖延與鴛鴦心態」的框架，明確建立解決歐元危機的基本邏輯，卡恩也下定決心全力推動。但就在五月十四日卡恩正準備離開甘迺迪機場的前幾分鐘，他搭乘的班機被紐約市警局攔截，警方指控他性侵與非法監禁。此時局勢出現大逆轉，案情更是撲朔迷離。眼看著如此重要的大人物竟然在公開場合被警察戴上手銬、而且任由媒體拍照，歐洲輿論一片譁然。在美國難道不需要遵守無罪推定原則嗎？<sup>43</sup>在法國，輿論將矛頭指向薩科奇，而非美國，懷疑是他密謀斬斷卡恩成為總統候選人的機會。<sup>44</sup>

在此同時，原本期望國際貨幣基金有機會讓歐元區擺脫癱瘓狀態，如今希望破滅，國際貨幣基金也陷入無人領導的情況。在討論繼任人選的過程中，過往的一段傷心事再度被提及。二〇〇七年時，各國曾承諾，下一任國際貨幣基金總裁將由新興國家出任。如今，隨著歐元區危機的爆發，國際貨幣基金高度介入援助計畫，此時由歐洲人擔任總裁確實有其必要。假使拉丁美洲、亞洲和非洲國家同樣魯莽地發生類似情

況，可以想像各國會如何反應，歐洲人甚至連眼睛都不眨一下。最後，他們選定的下任總裁人選是拉加德，在薩科奇執政期間她擔任財政部長，充分展現忠誠與能力。她也獲得歐洲、美國和中國的支持。同時，隨著歐元區陷入危機的惡性循環，國際貨幣基金原本預計採取的決定性行動也不幸夭折。拉加德早已為這個新角色做好萬全準備，沒想到最後卻是由國際貨幣基金的第二號人物、來自美國的約翰·李普斯基（Lipsky）出線。李普斯基完全支持大規模的援助行動，以維護金融體系的穩定。另一方面，如果有民間部門介入，必須是自願，而且必須限制一定的規模。此時並非討論債務重組或資本重整的時候。真正重要的是控制危機，避免不確定性蔓延至全歐洲。

## 希臘危機

卡恩無法與梅克爾會面討論。六月五日，德國總理飛往華盛頓。<sup>45</sup>就政治傾向來看，梅克爾是大西洋主義者。但是，自二〇〇三年以來，美德兩國關係從沒有那麼緊張過。危機爆發後，德國和美國的經濟政策開始不同調。第二次量化寬鬆政策引發的風暴讓美國灰頭土臉。各國對利比亞採取軍事干預行動時，德國在哪？對於歐洲的未來，德國的計畫是什麼？梅克爾與歐巴馬會談的氣氛熱絡。六月八日，梅克爾帶著總統自由勳章與新的協議回到德國。未來將不再討論希臘違約或退出歐盟的問題。為了讓希臘接受更嚴格的緊縮財政措施，歐洲將提出另一項援助計畫。民間部門介入，也就是債務重組，將會納入協商之中，這完全符合德國一開始的想法。不過，民間部門的介入必須是自願的，而且由債

權人主導，但是銀行有權決定債務減記的方式與規模。不過，德國政府公布的方案並未包括歐洲債券基金與資本重整等更大膽的計畫。因此，兩國關係變得更加緊張。市場聽到的風聲是要推行民間部門介入計畫，但缺乏適當的安全網。

六月二十九日，破產的希臘政府要求國會同意執行第四次緊縮財政方案，包括民營化、增稅與刪減退休年金等措施，這個時間點正好是憲法廣場占領運動遭到暴力清場、連續兩天的大罷工事件結束後不久。國際貨幣基金推算，希臘若要達到債務永續（注：[debt sustainability](#)，政府有能力持續償還債務），就必須拋售總值達五百億歐元的公共資產。事實上，根據國際貨幣基金七月四日公布進一步的評估報告，五百億歐元仍不夠。<sup>46</sup>希臘政府不僅要採取緊縮財政措施與民營化政策，同時債券持有人必須接受大幅的價值減記，才有可能達到債務永續的目標。希臘政府從六月二十七日開始就與國際金融協會討論，不過從現場氣氛看來，上述的目標似乎不太可能達成，銀行與債券持有人只願做出些許的讓步。這樣的結果正好符合歐洲央行的想法，它們極力避免「違約事件」，但另一方面，民眾原本享有的福利和公共服務預算卻被大幅刪減數百億美元，這實在是強烈對比。對希臘而言，梅克爾和歐巴馬的新協議只是延續「拖延與鴛鴦心態」的策略。

然而，到了六月，標準普爾信用評等公司把希臘的評等降為CCC，這是給予主權債務國的最低評等，而且利差飆升至一千三百個基點，此時市場拋出新的問題。如果歐元區無法解決希臘危機，使情況更加惡化該怎麼辦？如果西班牙或義大利也發生危機又該如何解決？二十年前的九九〇年代初期，義大利經濟曾瀕臨破產邊緣。自此之後，義大利的債務開始維持穩定，政府嚴格維持財政盈餘。但是，債務占GDP的比例仍處於危險的高點。對照義大利的經濟規模來看（依據名目GDP衡量，

義大利是全球第八大經濟體），義大利的負債過於龐大：高達一．八兆歐元。令人憂心的是，二〇一一年六月的最後幾天，就在希臘決定執行民間部門介入措施之後，市場拋售義大利債券高達一千億歐元。法國銀行首先發難，之後歐洲各國銀行跟進。短短幾星期，外國銀行持有的義大利公債比例從五〇％降為四五〇％。<sup>47</sup>二〇一一年六月到八月間，義大利的借貸成本因而從原本的四．二五％，升高至五．五四％。乍看之下幅度並不大，但由於義大利的再融資需求龐大，最終仍演變成一場災難。義大利政府估計，二〇一一年下半年至二〇一四年底，必須借款八千一百三十億歐元來進行再融資與償還新貸款。如今，希臘政府若要償還如此大筆的債務，償債成本將增加二五％，這確實是必須嚴肅以對的事情。如果市場上出現義大利債券拋售潮，就代表歐元區已經玩完。

不同於歐洲北部國家普遍帶有偏見，義大利政治階層完全不敢輕忽情況的嚴重性。向來被稱為「博科尼男孩」（Bocconi boys，名字源自於米蘭的知名商學院）的義大利經濟學家和其他人一樣，積極達成新共識：削減支出，並採取「擴張性緊縮財政措施」。<sup>48</sup>事實上，為了因應二〇〇八至二〇一〇年的緊急情況，義大利曾否決刺激經濟的做法。如今的問題在於，義大利政府是否有意願與能力回應債券市場引發的新恐慌。特別是總理貝魯斯柯尼要如何回應。

貝魯斯柯尼這時已經醜聞纏身。<sup>49</sup>他面臨起訴的罪名包括詐欺、大規模逃漏稅、貪腐等。二〇一一年二月十五日，他被指控與未成年少女進行性交易，並濫用職權試圖掩蓋與外國舞孃私通、和花名「偷心盧比」的女孩性交易等醜聞，這是他遭受到最不堪的指控。但是，貝魯斯柯尼並未立即辭職，還是繼續戀棧權位。二〇一一年四月六日，這位義大利總理出庭應訊，金融市場焦慮地觀望。沒多久審訊停止，法院決定於五月底重啟聆訊。這段期間，不確定性與醜聞烏雲持續籠罩著義大利

政府。五月底，貝魯斯柯尼的政治夥伴，包括義大利前進黨與北方聯盟（Lega Nord），在貝魯斯柯尼的故鄉米蘭敗選，更加深市場的疑慮。<sup>50</sup>即使在經濟狀況最好的時候，貝魯斯柯尼在政治上的本能反應就是討好群眾。如今，他必須為個人的政治生涯而戰，歐洲還能相信他願意推動財政部長朱利歐·特雷蒙帝所要求的緊縮財政方案嗎？

七月九日和十日的週末，梅克爾親自介入調解，她當面要求貝魯斯柯尼必須正視情況的嚴重性。歐洲的未來完全繫於義大利。但義大利和德國誰才是真正脆弱的環節？許多歐洲人其實不確定梅克爾是否真的致力於歐元的整合。市場上開始散布惡意中傷的流言，謠傳在位多年、同時被譽為歐元與德國統一之父的前總理赫爾穆特·柯爾曾質疑自己留下的歐洲遺產能否在梅克爾手中延續。「這個女孩（梅克爾）正摧毀我的歐洲。」有媒體報導柯爾曾經對某位記者這麼說。<sup>51</sup>梅克爾和蕭伯樂勉強被說服延後夏季的旅遊計畫，在七月二十一日緊急召開歐洲高峰會，討論歐元區的金融穩定。會議內容可想而知：包括財政調整與緊縮財政措施、民間部門介入、債務重組與永續、歐洲央行購買債券等。但是，建立一致性危機圍堵策略需要最後一塊拼圖：歐洲銀行的資本結構重整，這並未列入議程內。德國政府的盤算是什麼？梅克爾和蕭伯樂是否真的採取極其危險的邊緣策略（注：[brinkmanship](#)，當敵對雙方僵持不下時，刻意讓情勢陷入災難的危險邊緣，迫使對方讓步）？或是因為德國的經濟局勢相對較為樂觀，因此無法理解歐元區其他國家的壓力？

二〇一一年七月十四日，為了回應市場壓力，義大利國會接受極為嚴苛的七百億歐元緊縮財政方案，與二〇一〇年德國的提案相當。<sup>52</sup>但只要貝魯斯柯尼仍在位，市場疑慮就不會消失。同時，希臘的民間部門介入問題仍未解決。特里謝依舊堅持立場。如果要採行債務重組計畫，屆時歐洲央行不會將希臘債券列為合格擔保品。歐元區債券市場必定再度

出現恐慌。原本像是希臘和愛爾蘭國家的小規模問題，如今演變成南歐地區的重大危機，連西班牙和義大利等大型經濟體也被迫捲入其中。二〇〇七年，歐元區債券投資人將希臘債券視為與德國債券相同類型的投資標的。然而到了二〇一一年九月，希臘和西班牙的信用違約交換利差甚至比陷入革命動亂的埃及還高。<sup>53</sup>全球公認最有可能違約的三個國家全都在歐元區，分別是希臘、愛爾蘭與葡萄牙，情況比白俄羅斯、委內瑞拉和巴基斯坦還要嚴重。<sup>54</sup>革命浪潮開始湧向地中海國家。雅典市區的暴力場面讓許多人擔憂社會失序將蔓延到全歐洲。據說資深金融分析師已經談到「惡性通膨、軍事政變，以及引發內戰的可能性。」<sup>55</sup>不只是個別掠奪性避險基金或少數一兩個情緒過於激動的分析師看壞歐元；全歐洲和美國的商業銀行與退休基金紛紛將數百億歐元撤離義大利與其他被迫接受緊縮財政方案的國家。<sup>56</sup>一旦歐元區主權國家發行的債券不再被視為是安全資產，那麼法人將別無選擇，只能重新配置投資組合。如此一來，歐洲銀行也會受到波及。二〇一一年夏季，批發融資市場已出現資金短缺的現象。<sup>57</sup>

距離七月二十一日高峰會只剩下幾天的時間，法國開始擔心梅克爾有可能會讓談判破裂。<sup>58</sup>目前銀行說客同意的債務減記金額對德國政府來說還是太低。歐洲金融穩定基金擁有的資源與權限不足以讓法國政府放心，無法安撫市場，更不可能說服特里榭繼續購買債券。如果會談失敗，沒有任何國家是安全的，包括法國在內。為了打破僵局，薩科奇了解必須與梅克爾一對一協商。這位法國總統在七月二十日下午五點半抵達柏林，但立即在歐洲金融穩定基金的問題上踢到鐵板。很明顯的，如果沒有特里榭加入，德國和法國根本無法解決爭議。人在法蘭克福的特里榭收到邀請之後，搭乘最後一班飛機在晚上十點抵達柏林。若要達成協議，不能只有德國和法國，必須是德國、法國與歐洲央行共同參與。



七月二十一日一早，薩科奇和梅克爾輪流用同一支手機向歐洲高峰會主席范榮佩宣讀協議內容。布魯塞爾時間的當天下午，協議內容正式提交給其他國家投票表決。

希臘將額外獲得一千零九十億歐元的援助，不僅符合二〇一四年義大利政府的財務需求，同時國際貨幣基金仍是提供紓困的三巨頭之一。貸款利息則降為三．五%，到期的貸款可以獲得展延，希臘債權人可透過幾種不同的民間部門介入方式協助減記債務，不過確切金額有待之後決定。歐洲央行承受的損失也將獲得補償。如果希臘銀行遭受無可挽回的傷害，可以動用三巨頭提供的資金進行資本重整。<sup>59</sup>最重要的是，他們一再強調，民間部門介入的政策只適用於希臘。它是歐元區唯一無力清償債務的主權國家，其他國家必須自行承擔償債責任。為了防堵危機擴大，它們要強化歐洲金融穩定基金的功能，同時在歐洲央行的指示之下，讓歐洲金融穩定基金有權進入次級市場，為其他未執行緊縮財政方案的國家提供信貸額度，例如西班牙和義大利。自二〇一〇年三月以來，梅克爾不斷堅持歐洲金融穩定基金不應只是解決問題的最後手段，未來應扮演先發制人的角色，協助穩定市場，預先阻止威脅的形成。最後一點，任何可行的解決方案必然包含幾個要素：希臘願意接受、進行債務重組、新增貸款，並獲得歐洲央行與被賦予新權限的歐洲金融穩定基金的援助，甚至必須部分承認銀行有必要進行資本重整。這項新的協議整體結構沒有問題，但能確實解決問題嗎？誰要付錢？

其中一項頭痛問題是民間部門介入的規模。最初與國際金融協會客氣協商的比例是二〇%。雖然七月二十一日舉行的跨國高峰會並未邀請銀行參加，不過它們全都聚集在會議室外的走廊。各國政府公開表示二〇%並不夠，於是國際金融協會決定提高至二一%。國際金融協會做出象徵性的讓步之後，協議終於達成，所有人皆大歡喜。過程中並沒有人

真正去精算，這一切不過是一種表態，與算術無關。國際貨幣基金的代表質疑，債務重組規模不如預期，在此情況下希臘能否保有債務永續？國際金融協會主席查爾斯·達勒拉則是「強烈譴責」這場會談的結果。<sup>60</sup>不過，他的憤怒同樣只是一場秀。私底下達勒拉樂不可支地吹噓如何積極遊說才順利達成協議，成功保障客戶（也就是大型銀行）的權益。<sup>61</sup>

這次妥協的結果不僅使希臘背負債務重組的惡名，財政負擔也沒有因此減輕多少。希臘債務占GDP的比例仍高達一四三%，絕對無法長久支撐。就像有位高盛分析師說道：「歐洲政策的制定一再上演相同的戲碼，原本是好的政策方案，效果卻不如預期。」瑞銀集團經濟團隊的成員更是不客氣地說道：「這是在犧牲毛利……債務應該要減半。」至於歐洲金融穩定基金提供的援助機制，花旗集團首席經濟學家威廉姆·比特接受彭博電視台採訪時說道：「歐洲金融穩定基金已經從單管槍（single-barreled gun）被改造成加特林機槍（Gatling gun），但是彈藥數量卻沒有增加……應該要立即擴大規模。」<sup>62</sup>如果義大利的情況惡化到某個臨界點，歐洲金融穩定基金需要不只是二千至四千億歐元，而是一到二兆歐元。不然只有歐洲央行有能力無限量供給歐元，維持體系穩定。

同時，投資人也瀕臨危險邊緣。自年初以來，德意志銀行持有的義大利債券比例高達八八%，七月底時德意志銀行決定降低比重，危機開始浮現。<sup>63</sup>貝魯斯柯尼陣營認為此舉明顯是在脅迫義大利政府。財政部長特雷蒙帝身邊不少人則認為，德意志銀行的決定無疑是在義大利背後捅一刀。<sup>64</sup>同年稍早，義大利政府冒失地建議歐洲紓困基金的援助金額不應依照GDP的規模、而是依照被紓困銀行的規模來決定。毫無意外地，德國政府並不認同這樣的想法。特雷蒙帝相信，德意志銀行突然拋

售債券是梅克爾與蕭伯樂下達的指令。無論真相為何，如今各國之間充滿猜疑，彼此的信任已然崩解。

## 美國降評事件

如果資金大舉逃出歐洲，接下來會往哪去？答案是美國，而且自從金融危機爆發以來就是這樣，這似乎有些自相矛盾。當美國陷入次級房貸風暴時，並未如一般預期的發生恐慌性美元拋售潮。相反的，投資人轉向位於全球貨幣金字塔頂端的美國公債。二〇〇八年，美元大幅升值，利率走跌。然而，後續幾波量化寬鬆政策導致趨勢出現反轉，美元兌主要貿易夥伴的匯率開始下滑，投資人蒙受損失，美國債券的收益變得缺乏吸引力。不過，到了二〇一一年夏季，更為不利的預兆逐漸浮現。

年初時，共和黨占多數的新國會為了展現新氣象，期望兩黨能取得共識，以長期規劃的方式進行財政重整，但最終宣告失敗。<sup>65</sup>二〇一一年四月，由於預算案未能通過，美國聯邦政府即將面臨停擺。五月十六日，美國聯邦政府的負債已經達到法定上限一四．三兆美元。稅收僅能應付六〇%的政府支出，同時政府也達到法定權利的借貸上限。因此，財政部被迫採取「非常措施」，包括從政府的現金準備取得貸款，或是出售退休基金的資產。<sup>66</sup>財政部的非常措施一直持續到八月二日。之後，美國聯邦政府面臨該支付員工薪水或付錢給債權人的兩難選擇。美國陷入比聯合採取緊縮財政方案還嚴重的危機，一旦政府運作停擺，勢必會導致混亂，引發違約風險，無法準時還錢給國內與國外債權人。

二〇一一年七月下旬，當薩科奇、梅克爾和特里謝為歐洲的未來下賭注時，美國已接近極為危險的邊緣。美國政治圈一致認為必須緊急進行財政重整。<sup>67</sup>但是，民主黨堅持採取平衡的方式降低負債，包括增稅與刪減福利；共和黨則認為應該全力削減政府支出，兩黨意見南轅北轍。眾議院發言人約翰·貝納希望與白宮達成協議，未來十年減少四兆美元的赤字，藉此壓制茶黨勢力。然而，七月二十二日，貝納與歐巴馬的會談破裂，因為共和黨要求刪減醫療支出，但白宮堅持增稅一·二兆美元。<sup>68</sup>記者紛紛開始倒數計時，清楚列出哪些帳款將在八月到期，美國政府勢必得先支付這些貸款。憲法專家開始辯論「行政特權」的利弊，或是鑄造面值一兆美元的白金硬幣來償還國債。<sup>69</sup>如果希臘是問題，義大利又大到不能倒，沒有人能想像美國違約會產生什麼後果。僅僅是八月，美國財政部就有將近五千億美元的債務必須展延。<sup>70</sup>由於歐元區陷入動盪，美國貨幣市場基金大舉撤離歐洲的銀行債券，轉進美國公債。但是，表象會騙人。雖然投資人對於美國政府公債需求增加，但都是風險較低、到期時間較短的債券。貨幣市場基金持有的美國公債平均到期時間在二〇一〇年一月為九十五天，到了二〇一一年七月底縮減為七十天。<sup>71</sup>同時，財務工程師開始考慮過去從未推出的商品：美國公債信用違約交換。<sup>72</sup>

二〇〇八年之前，美國公債的信用違約交換市場仍不存在。不過，為了支撐全球金融體系的零風險資產進行投保，究竟目的何在？雖然美國幾乎不太可能違約，但如今全球金融體系陷入不穩，沒有人可以確定哪個民間金融機構有能力擔任可靠的交易對手。事到如今，還有哪家機構可以支付大筆保險費來阻止世界末日到來？不過，二〇〇八年金融危機爆發，房利美和房地美隨時都有倒閉的可能，此時首度出現美國公債信用違約交換市場，二〇一一年瞬間變得活絡。在七月的最後幾天，有

超過一千筆尚未完成的交易，利差達到八十二個基點。所得收益雖然只占投資人從希臘債務中獲得還款的一小部分，但真正令人感到不可思議的是，這個市場竟然存在。

二〇一一年七月三十一日，華盛頓決定懸崖勒馬。關於預算案的問題終於達成妥協，持續惡鬥的兩黨如果不能在年底前針對削減赤字達成共識，便會自動啟動緊縮財政措施。茶黨極右派份子勉強被說服，支持共和黨領導階層對於協議案所採取的立場。共和黨費了極大力氣說服，找來信用評等專家與曾在布希政府任職的前官員進行數小時的演講，提出悲觀的預測，努力讓共和黨內這群反叛份子理解，一旦美國違約將面臨可怕的後果。但是，傷害已經造成。參議院共和黨領袖米奇·麥康諾（Mitch McConnell）開心地告訴媒體：「我想部分黨員或許認為應該要冒險射殺違約議題這個人質。但是多數黨員並不這麼想。我們開始明白：這個人質值得被贖回。」<sup>73</sup>如同茶黨中態度強硬的新進黨員傑森·查菲茲（Jason Chaffetz）所說，威脅是真實存在的。「我們不會做傻事……我們會化解威脅。」<sup>74</sup>

八月三日，中國的大公信評是第一家做出明顯結論的公司。他們將美國信用評等從A+降為A。大公信評的意見如下：「在當今的危急關頭，不論是民主黨或共和黨都是為了自身黨派利益而爭論，完全沒有考量到大眾利益；他們無法及時做出正確決策，導致全球陷入恐懼，這也凸顯出美國政治體系面對經濟問題時所產生的負作用。」<sup>75</sup>根據中國分析師的結論，美國的政治系統「無法透過財富創造的手段來有效解決因為經濟成長率低迷、高預算赤字、以及債務累積超過償債能力等問題所產生的根本性影響，美國償債能力下滑是不可逆的趨勢。因此，下一步自然是啟動第三次量化寬鬆政策，全球經濟也將再次陷入危機；在這過程中，美元的地位將受到動搖。」這與在首爾舉行的二十國集團會議所

提出的看法不謀而合，只是轉換成信用評等的語言。這一年中國大舉拋售美國公債，但並未造成市場崩跌。中國長期增持美債的日子已經結束，但手上握有的美債金額依舊穩定維持在一．二到一．三兆美元之間。

中國的批評可以預期。比較令人驚訝的是來自美國國內的衝擊。八月五日，發生一件難以置信的事件。美國信評公司標準普爾決定將美國的信用評等從AAA調降為AA+。標準普爾表示，「最近幾個月美國政壇採取邊緣策略，」如今有愈來愈多跡象顯示「美國政府治理和政策制定」已經「變得愈來愈不穩定、缺乏效用，以及不可預測。」<sup>76</sup>報告中也提到，美國債務水準與累積速度恐怕已達到上限，到了二〇二一年，美國債務占GDP的比例將超過九〇%，這就是惡名昭彰的萊茵哈特與羅格夫門檻。但是，當美國財政部收到標準普爾的說明報告後，便明顯看出這家信評公司犯了一個基本的錯誤。他們將債務成長率的數字套用在錯誤的基準情境（benchmark scenario），因此嚴重高估未來十年的預期赤字。更令人不可思議的是，當財政部指出這項錯誤之後，標準普爾並未進行修正。它們依舊維持原先的調降決定與說明文件，只刪除模型誤差。美國財政部正式發函提出譴責，「標準普爾依舊維持錯誤的判斷，只是將信用評等決策所依據的基本原理從經濟面轉向政治面……標準普爾犯下如此嚴重的錯誤，並倉促改變評等的基本原理，勢必促使大眾開始質疑標準普爾評等行為決策的信用與公正。」<sup>77</sup>沒有人懷疑美國政治系統的缺失。然而，標準普爾事件只是再次證明信評公司已經信用破產。它們將數千億次級房貸證券評為AAA評等，引爆二〇〇八年的金融危機。它們持續向下沉淪，帶頭促成歐元危機的爆發。但是，它們甚至無法正確估算美國的預算。

## 占領華爾街運動

如今有數兆美元的債務不被視為安全資產。德國財政部長指控美國從中干涉，這種行為和共產主義毫無差別。北大西洋公約組織因為利比亞問題而爭吵不休。聯準會的寬鬆貨幣政策被指責是引發中東地區革命的罪魁禍首。歐盟死守著自以為可以解決希臘危機、卻徒勞無功的方案，它們並未遵循「拖延與鴛鴦心態」的策略，等於是厚著臉皮公然撒謊。義大利總理與國際貨幣基金總裁均陷入性騷擾醜聞。美國政府任性地操弄政府破產危機。信評公司無法準確估算評等。數百萬民眾走上街頭、抗議、要求「毀約」，他們不願支付已簽訂或以他們名義被迫簽訂的債務契約。

八月六日與七日的週末，全球開始因應美國主權債務信用被調降可能導致的後果，政府領導人、中央銀行、財政官員紛紛提前結束夏季旅遊計畫，急忙召開各種電話會議。最後的結果卻只是發布一篇毫無說服力的新聞稿，完全無助於提升市場信心。八月八日星期一，大西洋兩岸均傳出壞消息，股市暴跌。歐巴馬發表談話：「如今我們生活在所有事物相互連結的全球化經濟時代，這意味著一旦歐洲、西班牙、義大利、希臘發生問題，這些問題也會影響到我們。」<sup>78</sup>

二〇一〇至二〇一一年間，許多政府面臨正當性危機，當時並沒有所謂的阿基米德支點（注：[Archimedean point](#)，讓觀察者得以客觀理解以及綜觀全局的制高點），沒有可以跳脫衝突的制高點。因此不難理解在西班牙和義大利，抗議者為何選擇以「公開羞辱」政府官員的方式表達不滿。他們想要衝破不可撼動的權威，消弭橫亙在政策制定者與受政策影響的群眾之間的距離，迫使官員面對面地直視另一個現實。二〇一一年夏季時，美國社運人士決定在紐約的金融中心採取相同的行動。

二〇一一年八月十九日，紐約證券交易所代表與聯邦調查局探員在一場非比尋常的研討會上碰面。<sup>79</sup>聯邦調查局搜尋網路查看可疑活動時，祕密得知有個名為「占領華爾街」的無政府主義者社群成立。他們的目的是將之前在歐洲具有一定規模的抗議活動擴散至美國。他們預計在九月十七日占領緊鄰華爾街的祖科提公園（Zuccotti Park）。一開始美國媒體完全忽略這則新聞，率先披露消息的是法新社（Agence France-Presse）與《衛報》。<sup>80</sup>不過，短短數星期之後，在緊鄰華爾街的公園內紮營的迷你帳篷，成為全球的頭條新聞。<sup>81</sup>

占領華爾街運動在社群媒體上掀起不小的風暴，因此我們有必要通盤理解這場運動。與歐洲發起的大規模反緊縮財政運動相較，占領華爾街運動的規模相對小許多。二〇一一年十月十五日舉行的全球占領抗議遊行活動，在西班牙有一百萬人參加、羅馬有二十至四十萬人、葡萄牙有數萬民眾參加。在紐約，則有三萬五千人到五萬人參加。不過，紐約占領運動規模雖小，卻具有象徵意義。它選擇美國資本主義的核心區域作為基地，集結各方激進反對勢力。全美各地紛紛出現類似的帳篷基地，包括費城、奧克蘭、波士頓、西雅圖、亞特蘭大、洛杉磯、丹佛、圖森、紐奧良、鹽湖城和其他城市。在美國之外，倫敦、首爾、羅馬、馬尼拉、柏林、孟買、阿姆斯特丹、巴黎和香港等地也都出現相同的帳篷基地。儘管預估人數有所差異，不過全球至少有九百座城市發起認同占領運動理念的抗議活動。<sup>82</sup>在全美各地，不論任何地方，只要有占領帳篷出現，就會看到聯邦調查局、甚至是美國反恐單位的身影。雖然規模小、組織鬆散，但是這項運動反映顯而易見卻令人不安的事實：對於少數激進份子心中的怒火，美國多數輿論也是深有同感。

二〇一一年十月，《紐約時報》和哥倫比亞廣播公司新聞部（CBS News）委託執行的民調顯示，受訪民眾當中有半數的人認為，被聯邦



調查局視為「無政府主義紮營」的抗議運動其實反映多數美國人的看法。<sup>83</sup>有三分之二的人認為財富分配應該更平均，九成的民主黨員、三分之二的獨立黨員、甚至有三分之一的共和黨員認同這樣的想法。但是，僅有一一%的美國人相信政府正在做對的事，八四%的人不認同國會曾威脅要重挫政府的做法，七四%的人認為美國走錯方向。自二〇〇九年一月開始，歐巴馬政府便想盡辦法化解大眾的不滿，但並沒有真正消除美國社會即將引爆的憤怒，反而是透過技術官僚擬訂一個又一個解決方案。兩年後，不論是左派或右派都徹底失去正當性。

- 
- 1 P. Krugman and R. Wells, "Where Do We Go from Here?," *New York Review of Books*, January 13, 2011; P. Krugman, "The Intimidated Fed," *New York Times*, April 28, 2011; and P. Krugman, "Against Learned Helplessness," *New York Times*, May 29, 2011.
  - 2 P. Krugman, "The Mistake of 2010," *New York Times*, June 2, 2011.
  - 3 "Playboy Interview: Paul Krugman," *Playboy*, February 15, 2012.
  - 4 A. Etzioni, "No Marshall Plan for the Middle East," *Prism* 3, no. 1 (2011), 75–86.
  - 5 T. Duncan, "The Federal Reserve Is Causing Turmoil Abroad," *Wall Street Journal*, February 23, 2011.
  - 6 "Blood on Bernanke's Hands," *Mish's Global Economic Trend Analysis*, January 27, 2011, <http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/2011/01/blood-on-bernankes-hands-riots-in-egypt.html>.
  - 7 P. Krugman, "Droughts, Floods and Food," *New York Times*, February 6, 2011.
  - 8 I. Bremmer and N. Roubini, "AG-Zero World: The New Economic Club Will Produce Conflict, Not Cooperation," *Foreign Affairs* 90 (2011), 2.
  - 9 J. M. Magone, "Portugal Is Not Greece," *Perspectives on European Politics and Society* 15.3 (2014), 346–360.
  - 10 S. Hessel, *Indignez-Vous!* (Paris: Indigène éditions, 2010).
  - 11 E. Castaneda, "The Indignados of Spain: A Precedent to Occupy Wall Street," *Social Movement Studies* 11. 3–4 (2012), 309–319.

- 12 “ ‘We Are Not Goods on Politicians and Bankers’ Hands’— A Letter from Spain,” June 13, 2011, [http://www.fondation-bourdieu.org/index.php?id=20&tx\\_ttnews%5Btt\\_news%5D=40&](http://www.fondation-bourdieu.org/index.php?id=20&tx_ttnews%5Btt_news%5D=40&).
- 13 J. M. Antentas, “Spain: The Indignados Rebellion of 2011 in Perspective,” *Labor History* 56.2 (2015), 136– 160.
- 14 A. A. Ellinas, “The Rise of Golden Dawn: The New Face of the Far Right in Greece,” *South European Society and Politics* 18, no. 4 (2013), 543– 565.
- 15 N. Hughes, “ ‘Young People Took to the Streets and All of a Sudden All of the Political Parties Got Old’: The 15M Movement In Spain,” *Social Movement Studies* 10, no. 4 (2011), 407– 413; and M. Kaika and K. Lazaros, “The Spatialization of Democratic Politics: Insights from Indignant Squares,” *European Urban and Regional Studies* 23, no. 4 (2016), 556– 570.
- 16 E. Romanos, “Evictions, Petitions and Escraches: Contentious Housing in Austerity Spain,” *Social Movement Studies* 13, no. 2 (2014), 296– 302.
- 17 這種抗議方式借用自阿根廷，原本的目的是用來揭露軍事政權施虐的真面目，請參考：S. Kaiser, “Escraches: Demonstrations, Communication and Political Memory in Post-Dictatorial Argentina,” *Media, Culture & Society* 24, no. 4 (2002), 499– 516.
- 18 W. Streeck, *Buying the Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism* (London: Verso, 2014), 116.
- 19 M. Kaldor and S. Selchow, “The ‘Bubbling Up’ of Subterranean Politics in Europe,” *Journal of Civil Society* 9, no. 1 (2013), 78– 99.
- 20 關於齊普拉斯對人民演說的精闢分析，請參考：J. B. Judis, *The Populist Explosion* (New York: Columbia Global Reports, 2016), Kindle location 1516– 1517. 關於極左派的觀點請參考：K. Ovenden, *Syriza: Inside the Labyrinth* (London: Pluto Press, 2015).
- 21 C. Delclós, *Hope Is a Promise* (London: Zed Books, 2015).
- 22 D. Hancox, “Why Ernesto Laclau Is the Intellectual Figurehead for Syriza and Podemos,” *Guardian*, February 9, 2015.
- 23 P. Iglesias, *Politics in a Time of Crisis: Podemos and the Future of European Democracy* (London: Verso, 2015), 61.
- 24 Paul Krugman, “The Expansionary Austerity Zombie,” *New York Times*, November 20, 2015.
- 25 C. Forelle and M. Walker, “Dithering at the Top Turned EU Crisis to Global Threat,” *Wall Street Journal*, December 29, 2011.
- 26 Papaconstantinou, *Game Over*, Kindle locations 3083– 3095.
- 27 Bastasin, *Saving Europe*, 223.
- 28 R. Atkins, “ECB Raises Rates for First Time Since 2008,” *Financial Times*, April 7, 2011; and R. Atkins, “ECB Raises Interest Rates to 1.5%,” *Financial Times*, July 7, 2011.
- 29 J. Stark, “ECB Must Favour No Nation,” *Financial Times*, March 30, 2011.

- 30 Bastasin, *Saving Europe*, 268; Gabor, “Power of Collateral,” 27; and D. M. Woodruff, “Governing by Panic: The Politics of the Eurozone Crisis,” *Politics & Society* 44.1 (2016), 81– 116.
- 31 Bank of England, *Financial Stability Report* (December 2011).
- 32 P. Garheim, “Traders ‘Short’ Dollar as Currency Loses Attraction,” *Financial Times*, March 7, 2011; and C. Comstock, “Check Out the Hedge Funds Profiting Off Big Europe Shorts,” *Business Insider*, August 5, 2011.
- 33 For clear-headed dissection of the argument see Sandbu, *Europe’s Orphan*, 118– 122, and Schelkle, *Political Economy of Monetary Solidarity*, 266– 302.
- 34 關於這項爭議的完整、且包含多種語言的參考書目，請進入辛恩教授的網站：  
<http://www.hanswernersinn.de/en/controversies/TargetDebate>.
- 35 W. Jacoby, “Germany and the Eurocrisis: The Timing of Politics and the Politics of Timing” (ACES Cases, no. 2014.3, 2014).
- 36 C. Forelle and M. Walker, “Dithering at the Top,” *Wall Street Journal*, December 29, 2011.
- 37 C. Reiermann, “Greece Considers Exit from Euro Zone,” *Spiegel Online*, May 6, 2011; and “Bailing Out the Bail-out,” *Economist*, May 9, 2011.
- 38 C. Forelle, “Luxembourg Lies on Secret Meeting,” *Wall Street Journal*, May 9, 2011; and V. Pop, “Eurogroup Chief: ‘I’m for Secret, Dark Debates,’ ” April 21, 2011, <https://euobserver.com/economic/32222>.
- 39 Blustein, *Laid Low*, 201.
- 40 “No Country Is an Island: Ireland and the IMF,” IMF (blog), July 14, 2011, <https://blogs.imf.org/2011/07/14/no-country-is-an-island-ireland-and-the-imf/>.
- 41 N. Véron, “The IMF’s Role in the Euro Area Crisis: Financial Sector Aspects” (IEO Background Paper BP/16-02/10, IMF, 2016).
- 42 D. Strauss-Kahn, “Crisis Management Arrangements for a European Banking System” (speech, Brussels, March 19, 2010), <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp031910>.
- 43 P. J. Williams, “L’Affaire DSK: Presumption of Innocence Lost,” *Nation*, May 24, 2011.
- 44 P. Wilkinson, “Sarkozy Party Chief Denies DSK ‘Plot Claim,’ ” *CNN*, November 28, 2011.
- 45 M. Naß, “USA wollen mehr deutsche Verlässlichkeit,” *Die Zeit*, June 5, 2011.
- 46 IMF Country Report 11/175 (July 2011).
- 47 A. Faiola and H. Schneider, “Debt Crisis Threatens Italy, One of Euro Zone’s Biggest Economies,” *Washington Post*, July 12, 2011; and S. Castle, “Italian Debt Adds to Fears in Euro Zone,” *New York Times*, July 10, 2011.
- 48 O. Helgadóttir, “The Bocconi Boys Go to Brussels: Italian Economic Ideas, Professional Networks and European Austerity,” *Journal of European Public Policy* 23, no. 3 (2016), 392–

409; and M. Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (Oxford: Oxford University Press, 2013), 170– 171.

- 49 A. Friedman, *Berlusconi: The Epic Story of the Billionaire Who Took Over Italy* (New York: Hachette, 2015).
- 50 S. Braghiroli, “The Italian Local Elections of 2011: Four Ingredients for a Political Defeat,” *Bulletin of Italian Politics* 3, no. 1 (2011), 137– 157.
- 51 “Helmut Kohl rechnet mit Merkels Europapolitik ab,” *Spiegel Online*, July 17, 2011.
- 52 T. Alloway, “Goldman Answers 10 Questions on Italy,” *Financial Times*, July 18, 2011.
- 53 Bastasin, *Saving Europe*, 313.
- 54 ETF, “ Market-Implied Default Probabilities and Credit Indexes,” December 30, 2011, [http://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/10605-market-implied-default-probabilities-and-credit-indexes.html?nopaging= 1](http://www.etf.com/publications/journalofindexes/joi-articles/10605-market-implied-default-probabilities-and-credit-indexes.html?nopaging=1).
- 55 L. Thomas Jr., “Pondering a Dire Day: Leaving the Euro,” *New York Times*, December 12, 2011.
- 56 R. De Bock, “What Happens in Emerging Markets If Recent Bank and Portfolio Inflows Reverse?,” *IMF*, April 15, 2012.
- 57 J. Barthélémy, V. Bignon and B. Nguyen, “Illiquid Collateral and Bank Lending During the European Sovereign Debt Crisis,” *Mimeo*, 2017.
- 58 Bastasin, *Saving Europe*, 293.
- 59 G. Wearden, “European Debt Crisis Meeting,” *Guardian*, July 21, 2011.
- 60 Blustein, *Laid Low*, 227.
- 61 他曾誇耀債權人的債務減記金額極低，後來也經由經濟分析獲得證實，請參考： J. Zettelmeyer, C. Trebesch and M. Gulati, “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy,” *Economic Policy* 28, no. 75 (2013), 513– 563.
- 62 關於這段評論以及後續，請參考：“EU Leaders Must Now Persuade Investors That New Drive Can Work,” July 22, 2011, <http://business.financialpost.com/news/economy/eu-leaders-must-now-persuade-investors-that-new-drive-can-work>.
- 63 R. Milne and J. Wilson, “Deutsche Bank Hedges Italian Risk,” *Financial Times*, July 26, 2011.
- 64 V. Damiani, “Italian Prosecutor Investigates Deutsche Bank over 2011 Bond Sale,” *Reuters*, May 6, 2016.
- 65 T. E. Mann and N. J. Ornstein, *It’s Even Worse Than It Looks*, 2nd ed. (New York: Basic Books, 2016).
- 66 US Treasury, “As US Reaches Debt Limit, Geithner Implements Additional Extraordinary Measures,” May 16, 2011, <https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Geithner-Implements-Additional-Extraordinary-Measures-to-Allow-Continued-Funding-of-Government-Obligations.aspx>.

- 67 G. Sargent, “Nonstop Chatter About Deficit Does Nothing to Reassure People About Economy,” Washington Post, April 28, 2011.
- 68 P. Wallsten, L. Montgomery and S. Wilson, “Obama’s Evolution: Behind the Failed ‘Grand Bargain’ on the Debt,” Washington Post, March 17, 2012.
- 69 “Trillion Dollar Coin,” [https://en.wikipedia.org/wiki/Trillion\\_dollar\\_coin](https://en.wikipedia.org/wiki/Trillion_dollar_coin).
- 70 “Debt Limit Analysis,” July 2011, <http://cdn.bipartisanpolicy.org/wp-content/uploads/sites/default/files/DebtLimitAnalysis.pdf>.
- 71 N. Krishnan, A. Martin and A. Sarkar, “Pick Your Poison: How Money Market Funds Reacted to Financial Stress in 2011,” Liberty Street Economics (blog), 2013.
- 72 D. A. Austin and R. S. Miller, “Treasury Securities and the US Sovereign Credit Default Swap Market,” CRS Report for Congress, no. 7-5700, 2011.
- 73 K. Drum, “Quote of the Day: Hostages and Ransom Demands,” Mother Jones, August 3, 2011, <http://www.motherjones.com/kevin-drum/2011/08/quote-day-hostage-and-ransom-notes>.
- 74 Washington Post staff, “Origins of the Debt Showdown,” Washington Post, August 6, 2011.
- 75 “US Credit Rating Downgraded,” Economist, August 3, 2011.
- 76 “Research Update: United States of America Long-Term Rating Lowered to ‘AA+,’ ” August 6, 2011, <http://www.standardandpoors.com/en/AP/web/guest/article/-/view/sourceId/6802837>.
- 77 US Treasury, “Just the Facts,” August 6, 2011, <https://www.treasury.gov/connect/blog/Pages/Just-the-Facts-SPs-2-Trillion-Mistake.aspx>.
- 78 M. Walker, D. Paletta, and B. Blackstone, “Global Crisis of Confidence,” Wall Street Journal, August 13, 2011.
- 79 “FBI Documents Reveal Secret Nationwide Occupy Monitoring,” December 21, 2012, [http://www.justiceonline.org/fbi\\_files\\_ows](http://www.justiceonline.org/fbi_files_ows).
- 80 “Media Coverage of Occupy vs. Tea Party,” October 21, 2011, <http://www.journalism.org/numbers/tale-two-protests/>.
- 81 M. A. Gould-Wartofsky, *The Occupiers: The Making of the 99 Percent Movement* (Oxford: Oxford University Press, 2015).
- 82 E. Addly, “Occupy Movement: From Local Action to a Global Howl of Protest,” Guardian, October 17, 2011.
- 83 J. Zeley and M. Thee-Brenan, “New Poll Finds a Deep Distrust of Government,” New York Times, October 25, 2011; and “Americans’ Approval of Congress Drops to Single Digits,” New York Times, October 25, 2011.

## 第17章 惡性循環

二〇一一年九月一日，葡萄牙新任總理佩德洛·帕索斯·庫艾留（Pedro Passos Coelho）首度造訪柏林。身為地主的梅克爾在聯合記者會一開場便宣布很高興聽到三巨頭已經提出葡萄牙結構調整方案的報告，而且對這個方案感到滿意。此外，她也很開心地聽到庫艾留認為把德國版舉債煞車機制納入憲法不會有任何困難。在之後的問答時間，梅克爾不小心說溜了嘴。被問到德國憲法法庭近日授權德國國會有權監督歐洲金融穩定基金的問題時，梅克爾面無表情地說：「我們生活在民主國家，也為此感到高興。我們建立的是議會民主，預算審查是議會的重要特權。因此，我們必須找出方法來協調國會共同做出順應市場的決議，才能促使市場做出適當的回應。我們的預算專家告訴我，他們很清楚自己的職責所在。」<sup>1</sup>

到了二〇一一年秋季，歐洲民主政治是否已淪為完全順應市場走向的共同決議平台？又或者三巨頭強迫希臘、愛爾蘭、葡萄牙國會，甚至是德國國會接受的方案背後，是否隱藏順應市場的議程設計？對於許多參加過二〇一一年抗議運動的群眾而言，梅克爾的談話更加深他們的偏見，他們認為歐盟的功能是為了維護市場規則，為了堅守危機時的主流想法：「新自由主義」。<sup>2</sup>梅克爾也沒有為此做出澄清。九月二十二日，也就是國際貨幣基金在華盛頓舉行會議的前幾天，梅克爾在德國總理府設宴招待第一位德國籍教宗本篤十六世（Benedict XVI）。在好奇的記者追問下，梅克爾主動對外說明，這次兩人對談的核心話題主要是歐洲危機：「我們談到金融市場，以及實際上，政治人物應該運用權力

來為人民制定政策，而不是受到市場的影響……在全球化的當代是非常非常重大的任務。」<sup>3</sup>

梅克爾雖然只是泛泛空談，卻也反映出二〇一一年秋季時危機的嚴重性。僅僅相隔三週的時間，德國總理先是告訴記者，政治人物應對市場負責；然後又對著教宗說，政治人物應該要為「人民」、而非市場制訂政策。豈不是自相矛盾？又或者，她的意思是兩者結合？若真是如此，那麼他們只是表面提出順應市場的說詞作為掩護，好讓政治人物可以真正行使權力；或者是更糟的情況是，民主政府必須順應市場，從此市場再也無須擔憂國會將會制定什麼政策。在柏林，有任何人知道真正的答案嗎？不難想像，言語尖酸苛薄的左派黨發言人格雷戈爾·吉西（Gregor Gysi）強烈指責梅克爾歐債危機的處理方式只會製造更多混亂與困惑。<sup>4</sup>

冷戰結束後很常會聽見這樣的口號：民主與市場之間本就是相互依存，而且必須如此。但如今可以這麼說，當年的樂觀信念已不復存在。<sup>5</sup>歐債危機的發生讓人務實地意識到，民主與市場之間存在著緊張關係。不過，這種概括性結論也存在著風險，特別是如果我們假設，迫使這種緊張關係產生的是金融市場，而非政治制度的時候。但是很明顯的，歐債危機發生期間的真實情況並非如此。歐元區經濟體質較脆弱的成員國承受的壓力並非來自人民與市場間、或是全球資本主義與民主間無可避免的衝突。<sup>6</sup>首先，真正的決定性因素在於歐洲央行是否願意購買債券。在市場上，許多銀行和交易員急需要歐洲央行擔負起穩定市場的責任，他們甚至押注數十億元的資金，斷定歐洲央行絕對會這麼做。歐洲央行之所以沒有及早出手穩定市場，導致民主與市場間衝突升高到難以想像的程度，主因是德國、法國與歐洲央行之間對於未來歐元區治理問題的意見不一，這當中無可避免地參雜政治與經濟因素。諷刺的

是，最終的結果就是二〇一〇年發生的情況，使得歐債危機嚴重惡化，已無法僅靠歐洲人就能安全化解。

## 計畫趕不上變化

七月二十一日，新一輪的希臘援助方案包含歐洲央行必須再次買進債券。愛爾蘭和葡萄牙在國際貨幣基金的監督下接受紓困方案，同時被認可有顯著的進步。二〇一一年八月四日，歐洲央行對外宣稱會在市場上再次買進債券。債券的價格和殖利率瞬間回穩。這項消息為庫艾留造訪柏林製造良好的氛圍。至於義大利和西班牙這兩個國家，特里榭並不想讓他們如此輕易地解套。歐洲央行需要更進一步的證據來證明順應市場的必要性。為了表明自己的立場，特里榭分別寄出一份機密備忘錄給薩巴德洛與貝魯斯柯尼兩位總理，信中清楚地說明，若希望歐洲央行購買兩國的債券，就必須提供歐洲央行某些保護措施。<sup>7</sup>在寄給義大利的信中有義大利央行總裁德拉吉與特里榭指定的歐洲央行總裁繼任人選的簽名，因此更具份量。

不論是西班牙或義大利，都沒有採行三巨頭提供的紓困方案，但是歐洲央行仍持續要求兩國削減政府支出與增稅。在義大利，特里榭與德拉吉要求地方公共服務機構民營化，但這項提議已經在不久前的全國性公投中遭到否決。<sup>8</sup>歐洲央行同時要求大幅修改勞動市場政策，此舉將會嚴重傷害義大利和西班牙工會的權利。不過，歐洲央行堅持，若要降低失業率、提升經濟成長率，這些都是必要的改革。儘管歐洲央行的附帶條文寫明，必須小心謹慎，確保社會安全網不受影響，但這卻無法掩



蓋他們試圖以貨幣政策改變社會與政治權力平衡的真正目的。為了防範這些不受歡迎的措施面臨強烈反彈，特里榭與德拉吉建議，義大利政府應該引用義大利憲法第七十七條所賦予的行政命令權，也就是「面臨特殊需求和緊急情況時」，政府得以發布行政措施。第七十七條款原本的目的是為了防堵冷戰期間共產主義份子發起暴動，但是自一九七〇年代以來，政府多次引用七十七條款，只是為了以合法來掩蓋所謂的「緊急措施」。<sup>9</sup>過去義大利政府因為過度濫用憲法第七十七條遭到法院批評。因此，特里榭和德拉吉建議，如果貝魯斯柯尼擔憂這次採取的緊急措施有正當性問題，就應該回頭要求國會的核准。可以想見，此舉不禁讓貝魯斯柯尼內閣中具備法律素養的閣員開始懷疑，會對義大利的法規造成更大危害的究竟是不受歡迎的總理，還是德拉吉與特里榭。

至於西班牙政府，則是選擇對歐洲央行寄來的信函保密。如果他們真的感覺受到羞辱，就不會願意將信件公諸於世。西班牙國內兩大政黨同意修改三十年未曾更動的憲法，讓政府得以合法提出更平衡的預算修正案。由此可見，西班牙已決定採取順從的態度。<sup>10</sup>相反的，貝魯斯柯尼接受特里榭的條件，卻引發民眾的抗議。事後他提到，歐洲央行的建議「讓我們看起來像是政府淪陷。」<sup>11</sup>義大利政府這番話並不會讓歐洲央行難堪，只是更強化特里榭的強勢形象，讓他從此可以更毫無顧忌地行動，這實在很諷刺。八月七日，歐洲央行依據「證券市場計畫」

（Securities Markets Programme, SMP）大量買進義大利和西班牙債券。<sup>12</sup>

歐洲央行的行動雖然足以安撫市場，並成功化解立即引發災難的風險。但是，貝魯斯柯尼政府對於他們同意採行的緊縮財政措施的規模大小卻是閃爍其詞。義大利經濟已處於嚴重衰退的邊緣，市場依舊提心吊膽。而且所有人都心知肚明，在情況獲得改善之前還會變得更糟。希臘

政府在七月二十至二十一日達成妥協，但從一開始執行便出了問題。這項方案不僅未能達到債務永續的目標，而且進度還持續落後。為了避免陷入無力償還的困境，希臘減記債務的規模必須遠大於夏季協議時所訂定的目標：銀行部門應該承擔的比例必須從原本的二一%，提高到將近五〇%。雖然不至於引發恐慌，但除非法德兩國對於歐元區治理問題達成協議，才能防範危機擴大。法國確實是最後一道防線。如果危機由羅馬擴散至巴黎，緊張情勢將再度升級。二〇一一年秋季，歐洲央行開始出手買進義大利債券，此時法國公債與德國十年期債券的利差上升至八十九個基點，這似乎是不祥的預兆。<sup>13</sup>為了回應這個情況，梅克爾和薩科奇必須進一步強化聯盟關係。薩科奇急需大筆資金，但是在歐洲央行採取緊縮政策的情況下，安撫市場的唯一方法就是擴大歐洲金融穩定基金的規模，或是建立歐元區公債互助機制。但德國未能及早接受這些基本事實、讓市場不安，導致危機爆發。

七月二十一日各國達成協議，微幅擴大歐洲金融穩定基金的債券市場穩定基金的規模。九月二十九日，這項協議終於獲得德國國會的投票同意。外界一致認為，這是關乎梅克爾聯合政府未來命運的決定性投票。<sup>14</sup>雖然歐洲金融穩定基金得到德國國會多數支持，但是歐洲央行購買債券的計畫卻引發右翼政黨的強烈不滿。時間回到八月，當時歐洲央行理事會召開一場重要的會議，由梅克爾任命、作風強勢地德國聯邦銀行新總裁顏斯·魏德曼（Jens Weidmann）不僅在會議上投票反對購買債券的決定，更公開表明自己的立場。這位新任總裁是前總裁阿克賽爾·韋伯的得意門生，也曾擔任梅克爾的私人經濟顧問。<sup>15</sup>九月九日，歐洲央行理事會的德國代表、同時也是歐洲央行首席經濟學家爾根·史塔克（外界多半認為今年稍早時歐洲央行決定升息的幕後推手正是他）宣布辭職以示抗議。為了阻止保守勢力反撲，梅克爾必須贏得國會多數

選票的支持，同意歐洲金融貨幣基金擴大規模。但方法不是說服親歐的反對派社會民主黨投票支持，而是要爭取到「總理多數票」

（Kanzlermehrheit），也就是爭取聯合政府內的政治夥伴投下贊成票。

九月二十九日，梅克爾取得國會多數同意，但是贏得驚險。代表聯合政府的三百三十名國會議員有三百一十五人同意，只比三百一十一人的門檻多出四票。梅克爾雖然身為最高領導人，卻沒有太多的操作空間。

但是，就在德國國會投票結果出爐之後，很明顯的看出計畫永遠趕不上變化。市場上的所有人都明白，夏季協議好的歐洲金融穩定基金規模仍舊不足。九月二十九日德國國會投票當天，正好是討論該如何善用這筆基金的絕佳時機，原本有機會在投票前展開討論，卻遭到蕭伯樂強烈反對。<sup>16</sup>除非市場瞬間回穩，否則梅克爾政府又得再次下賭注，爭取國會支持。

## 債務減記的難題

夏季時，各界已認清，希臘若進行債務重組，就必須提供全額紓困貸款給當地銀行。它們持有太多希臘公債，資產負債表已經惡化到無法透過債務減記的方法解決問題。但是，問題比這更大，只是歐洲各國政府不願正視。「拖延與鴛鴦心態」的策略或許可以將注意力從債權銀行轉向急需貸款的破產政府，但是最後卻得由被迫接受三巨頭監管的國家人民承擔後果。同時，歐洲政策制定者得以迴避責任，不去解決更重要的金融穩定問題。他們假設只要提供足夠的時間，銀行便能處理好自己的問題。儘管歐洲的壓力測試得出非常漂亮的數字，但很明顯這只不過

是一廂情願的想法。事實上，二〇一一年秋季時，歐洲銀行已經接近懸崖邊緣。它們必須竭力應付來自六方的壓力。二〇〇七至二〇〇八年的虧損至今仍掛在帳上。它們持有的歐洲主權債券成了不良資產。歐元區的經濟陷入困境，不利於新事業的發展。若要符合第三版巴塞爾協定關於增加新資本與流動性的規定，就必須進行痛苦的資產負債表結構調整。

歐洲銀行在美國、歐洲和亞洲等地區獲利表現最好的業務如今也面臨已順利重獲新生的美國與亞洲銀行的激烈競爭。基於上述種種因素，批發貨幣市場對於放款業務愈來愈謹慎。縮減資產負債表的速度過慢是一回事，但如果融資市場關閉大門，二〇〇八年的悲劇將會在歐洲再度上演。面對如此急迫的威脅，透過公開市場操作來解決銀行業的長期問題並非完全沒有風險。但是如果不能直接面對資本結構重整的問題，要如何讓銀行業變得安全可靠？

二〇一一年八月，卡恩被送往賴克斯島監獄（Rikers Island jail）服刑，由拉加德接下國際貨幣基金總裁的職位。早在二〇〇九年時，國際貨幣基金內部的分析師便指出，歐洲銀行資本重整規模不足。<sup>17</sup>兩年後，歐元主權債務危機仍持續升高，國際貨幣基金預估，歐洲銀行總計需要二千六百七十億歐元的新資本。<sup>18</sup>這是極為艱鉅的挑戰，但如果少了這筆資金，所有為了抵抗危機而採取的財政與貨幣政策將缺乏穩固的基礎。歐洲政治的混亂讓人忘卻二〇〇八年金融危機時學到的教訓：總體經濟政策與系統性穩定的問題，不可能與大型銀行（如今被冠上更為文雅的名稱「系統性重要金融機構」）的營運方式完全切割。

當然，銀行必定為了自身利益捍衛自己所擁有的一切。沒有任何銀行能逃避銀行監理機制。國際金融協會預估，為了符合第三版巴塞爾協定與國家監理機制的規定，到了二〇一五年，全球各地的銀行將被迫增資一．三兆美元。<sup>19</sup>這是一筆相當龐大的資金，許多銀行很可能傾向縮

減資產負債表，以求順利度過危險的復原期。九月二十三日在華盛頓舉行的金融穩定委員會會議上，摩根大通執行長戴蒙提出反擊。他極力譴責要求銀行增資的規定，並強烈質疑加拿大央行總裁與金融穩定委員會主席馬克·卡尼（Mark Carney），砲火猛烈到高盛執行長勞爾德·貝蘭克梵（Lloyd Blankfein）不得不親自出面緩頰。<sup>20</sup>令人不解的是，戴蒙指責第三版巴塞爾協定的規定對美國不利，但事實上，歐洲承受的壓力更大。美國的銀行決定增資，歐洲的銀行則是全體一致選擇減債的做法，縮減放款業務。

### 2011 秋季背負沉重壓力的歐洲銀行

	2008 年舊有資產	歐豬五國負債	預期減債金額
蘇格蘭皇家銀行	79.6	10.4	93-121
匯豐銀行	54.3	14.6	83
德意志銀行	51.9	12.8	30-90
法國農業信貸銀行	28.2	16.7	17-50
法國興業銀行	27.5	18.3	70-95
德國商業銀行	23.8	19.8	31-188
巴克萊銀行	20.7	20.3	20
法國巴黎銀行	12.5	41.1	50-81

單位：10 億歐元

注：歐豬五國負債指的是葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、西班牙的主權債務。

資料來源：Bank of England, Financial Stability Report 30 (December 2011), and <http://www.forecastsandtrends.com/article.php/770/>.

依據銀行自行公布的計畫，分析師預估將縮減四千八百億至兩兆歐元。就監理機關的觀點來看，這完全符合最初的目的：銀行必須「去除風險」。然而，這不僅是企業經營策略的問題而已。要能真正達到緊縮的目的，貸款的需求必須同時萎縮。然而，這將阻礙歐洲經濟的發展，

並有可能引發惡性循環。此外，隨著經濟衰退範圍擴大，銀行必須為新一波逾期放款提撥更高的準備金，如此一來將進一步加重資產負債表的壓力。

歐債危機之所以引起全球關注，並非是因為西班牙和希臘的年輕人的失業率惡化。不久之後，全球便意識到所謂的「民粹主義危險」。二〇一一年，由於歐洲銀行危機仍然很難解決，因而引起全球政策制定者的關注。如果法國、德國、瑞士、義大利、西班牙銀行高達數兆美元的資產負債表過度膨脹至危險程度，倫敦金融城與華爾街也將遭受波及。正如同二〇〇八年的情況，危機的影響力將擴及兩方面。如果美國的资金撤離，歐洲銀行的壓力將會瞬間倍增，它們在美國的業務也勢必大幅萎縮。如同紐約聯邦準備銀行的威廉·杜德利向國會提出的解釋：

「（二〇一一年）夏季與秋季，提供歐洲銀行美元融資的美國貨幣市場共同基金開始撤離，其他放款機構、大型資產管理機構也紛紛撤出歐洲銀行，歐洲銀行不得不因此放棄美元業務……在秋季以及初冬期間將達到高峰。」<sup>21</sup>恐慌也同樣蔓延至美國銀行同業。二〇一一年秋季，美國銀行信用違約交換的溢價大幅攀升。<sup>22</sup>

## 政治危機

二〇一一年九月十六日上午，財政部長蓋特納飛往華沙，首度參加歐洲財政部長與央行總裁的月會。他在會議上的談話內容後來不幸外流、廣為流傳。會議一開始，蓋特納刻意放低姿態。<sup>23</sup>「我們的政治陷入混亂，情況甚至比歐洲許多地區還要嚴重，」他說。國會對於舉債上

限的爭論直到六個星期前才有定案。「金融危機爆發初期，我們對全球造成傷害，如今我們也面臨許多挑戰，因此沒什麼資格提供建議給各位，我是抱持謙虛的態度來參加這次的會議。」但隨後他強調，歐洲政府與歐洲央行間「持續發生衝突」，「將會造成嚴重傷害」。「你們，政府和央行，必須避免讓市場陷入災難性風險。」向來直言不諱的奧地利財政部長瑪莉雅·費克特（Maria Fekter）稍後評論道，美國財政部長的語氣「非常戲劇化」。<sup>24</sup>蓋特納的談話策略是標準的美式作風，也就是採取最大力量的交戰準則。「你必須讓外界知道，你構築的防火牆必須比問題的規模還大，如果你將問題的規模縮小到符合現有財政負擔的能力範圍，就無法獲得成功……漸進式逐步加大力道，比一次性大規模採取先發制人的行動更危險。」

根據財政部的預估，歐元區至少需要一兆歐元、或是一．五兆歐元的資金。<sup>25</sup>蓋特納借用加拿大央行馬克·卡尼與瑞士央行的菲利浦·希爾德布蘭（Philipp Hildebrand）提出的概念，認為歐洲金融穩定基金應該透過槓桿操作取得足夠火力，扮演好防火牆的角色。<sup>26</sup>歐洲金融穩定基金可以歐洲各國政府投入的資本作為擔保，取得貸款。這其實是不錯的解決方法，卻在歐洲地區引發爭議，特別是德國，因為一旦基金的火力增加，損失責任也會隨之提高。

雖然是歐洲人主動邀請蓋特納到華沙。但自從二〇〇八年華爾街崩盤與二〇一一年七月國會預算危機爆發之後，記憶中歐洲人從沒有像現在這樣如此不情願地聽從美國的金融建議，尚克勞德·容克不願與非歐元區成員面對面討論蓋特納的紓困基金提案。蓋特納盛怒之下離開現場，並拒絕對媒體發表評論。某位紐約分析師說道：「歐洲對美國有諸多不滿，我不確定財政部長蓋特納遠赴波蘭參加會議是否真有成效……我擔心歐洲人因為一時氣憤反而害了自己。」<sup>27</sup>這段話似乎意指歐洲輕忽

問題的嚴重性。不過，歐洲粗暴拒絕美國提議不可否認。蓋特納回到美國之後，《紐約時報》刊出一篇報導，將蓋特納遭受到的待遇與一九九〇年代美國代表團的趾高氣揚做比較，《紐約時報》稱呼蓋特納的導師葛林斯潘、桑默斯與魯賓為「拯救世界團隊」。二〇一一年九月，蓋特納的長期勁敵、美國聯邦存款保險公司主席希拉·貝爾評論指出，如果美國和中國共同出席，蓋特納的提案或許更具說服力，到了下一屆的二十國集團高峰會，中國也提出相同的說法。<sup>28</sup>

二〇一一年九月底，全球財政首長齊聚華盛頓，參加國際貨幣基金年度會議，現場氣氛相當凝重。他們宣稱全球金融機構正落入「深淵」。<sup>29</sup>不久前才從白宮退休的桑默斯從旁觀察說道：「現在面臨的難題是全球的經濟成長有可能中斷，所有國家都有責任持續要求歐洲必須找出可行的方法維持成長。」<sup>30</sup>歐洲人不能再繼續假裝，認為所有危機都可以自行治理與解決。二十國集團召開完會前會後發布新聞稿強調，歐洲危機尚未獲得解決，因此「我們絕對會採取必要行動，維持銀行體系與金融市場所需的穩定。」蓋特納與英國財政部長奧斯本合力要求結束歐洲「政治危機」。很明顯的，如今的焦點轉向政治。

加拿大財政部長也提出質疑，自從二〇一〇年一月至今，所有的全球會議不斷討論希臘問題。<sup>31</sup>蓋特納警告，如果歐洲沒有建立足夠規模的防火牆，將會發生「連環性違約、銀行擠兌風波與災難性風險」。拉加德以在華盛頓擔任國際貨幣基金總裁的制高點提出看法，她堅信仍有「復原路徑」，只是「比以前要狹窄，而且是愈來愈狹窄。」<sup>32</sup>先前梅克爾驚險取得德國國會多數支持，同意擴大歐洲金融穩定基金的規模。然而，就在國際貨幣基金年會結束之後的一星期，眾人發現原先協議的規模仍遠遠不足。另一方面，德國財政部長蕭伯樂公開反對透過槓桿操作擴大基金規模。歐洲人，特別是德國人，還是沒有「搞清楚狀況」。



十月的第一週，二〇〇八年歐債危機發生時受創最嚴重的銀行之一、由法國和比利時的銀行合併而成的德克夏銀行發生擠兌風波，似乎證明華盛頓會議上的悲觀談話並非危言聳聽。<sup>33</sup>歐洲銀行監理機關又再次落入不堪的境地。夏季時，德克夏銀行才以優異的表現通過第三次歐洲壓力測試。事後檢討報告顯示，壓力測試無法準確估算因為希臘債務重組所導致的虧損。此外，他們忽略流動性問題。

二〇〇八年，因擔保品追繳引爆雷曼兄弟與美國國際集團的悲劇。到了二〇一一年，德克夏也落入相同的命運。<sup>34</sup>德克夏銀行簽訂多筆利率交換契約，需要數百億歐元作為擔保。比利時和法國政府被迫在最壞的時刻提供大筆的紓困資金。考量到對法國公債可能造成的衝擊，法國央行總裁克里斯汀·諾耶（Christian Noyer）不得不出面否認法國信用評等有可能遭到調降的傳聞。<sup>35</sup>

同時，大西洋對岸也傳出消息，知名的期貨交易商「明富環球」（MF Global）陷入困境，美國監理機關要求明富環球提高淨資本，以防止銀行投資於愛爾蘭、西班牙、義大利與葡萄牙主權債券的數十億美元出現虧損。不同於二〇〇七年投機客大幅放空房貸擔保證券的做法，明富環球逆向操作、「大幅做多」歐元主權債券。這是一種投資賭注，他們斷定其他投資人會低估歐元區的穩定性與相關債券的價值。當退休基金、保險基金與銀行等法人紛紛出脫歐元區證券時，明富環球逢低承接。正如同當年的大賣空的案例，市場的情緒與逆勢操作的投資人維持流動性的能力之間總是不斷地拉鋸。到了二〇一一年十月，明富環球已經沒有時間了。監理機關要求明富環球增資，並著手調查明富環球的資產負債表，結果卻發現它不敵沉重的市場壓力，為了度過難關竟動用客戶的資金。十月底，曾經大膽賭注歐洲的確會有未來的知名投資機構，正式宣布破產。<sup>36</sup>

極其諷刺的是，就在明富環球申請破產保護之後，歐元區終於採取更果斷的做法來徹底解決歐債危機。十月二十三日，歐洲領導人召開會議，擬訂出另一項市場穩定計畫的架構，包括徹底進行債務重組、提供希臘新貸款、擴大歐洲金融穩定基金、推動銀行資本結構重整，計畫的各個面向全都提出來討論。這些議題看起來似曾相識。但這不代表未來的路就因此變得清晰，或是再也不會遭遇任何政治上的阻礙。十月二十六日，梅克爾向德國國會表示，他們一個月前通過的歐洲金融穩定基金擴張計畫規模仍不足以解決問題，有必要透過槓桿操作擴大規模。<sup>37</sup>梅克爾承諾，在任何情況下，德國的負擔都會維持在二千一百一十億歐元以下，梅克爾再次獲得德國國會的多數支持。基本上德國已經開始採取行動，因此十月二十六日下午，歐洲各國領導人在布魯塞爾召開第二次會議，確定第三輪的希臘紓困方案。

這一次，民間部門介入將成為協議的基礎，債務減記的幅度會加大，銀行和股東必須承擔數百億歐元的損失。有傳聞說德國希望將比例調高至六〇%。債權人齊聚在歐盟的尤斯圖斯·利普修斯大樓（Justus Lipsius building）的地下室辦公室內進行協商，並堅持降低比例，他們的勢力也確實不容忽視。儘管各國銀行持續拋售周邊國家的債券，但是在二〇一一年，法國、德國和義大利的主要銀行仍持有希臘債券。希臘銀行、美國保險基金、美國避險基金也是如此。

若要改變這個金融利益緊密結合的強大聯盟，不僅需要提供財務誘因，還需要梅克爾和薩科奇親自介入。十月二十七日凌晨四點零四分終於達成協議，「自願債券交換」的比例為五〇%。<sup>38</sup>這次的計畫承諾將希臘債務占GDP的比例降至一二〇%。為了順利度過危機，希臘獲得另一筆一千三百億歐元的資金，自二〇一〇至今，希臘獲得的緊急貸款總計為兩千四百億歐元，占希臘GDP的比例超過一〇〇%。為了防止這項

重大決定引發負面效應，其他歐元區成員國再次鄭重發出聲明，它們  
「將以無比堅毅的決心，徹底解決各國的主權債務問題。」

## 債權委員會成員與預估的持有債券

指導委員會成員		債權委員會其他成員			
安聯集團 (Allianz, 德國)	1.3	富通保險 (Ageas, 比利時)	1.2	醫療人員互助保險公司 (MACSF, 法國)	na
阿爾法歐洲銀行 (Alpha Eurobank, 希臘)	3.7	塞普勒斯銀行 (Bank of Cyprus, 塞普勒斯)	1.8	馬拉松銀行 (Marathon, 美國)	na
安盛集團 (Axa, 法國)	1.9	巴伐利亞銀行 (Bayern LB, 德國)	na	瑪芬銀行 (希臘)	2.3
法國巴黎銀行 (法國)	5.0	畢爾包比斯開銀行 (BBVA, 西班牙)	na	大都會人壽保險 (MetLife, 美國)	na
法國國家人壽保險 (CNP Assurances, 法國)	2.0	BPCE 集團 (法國)	1.2	比雷埃夫斯銀行 (Piraeus, 希臘)	9.4
德國商業銀行 (德國)	2.9	農業信貸銀行 (法國)	0.6	蘇格蘭皇家銀行 (英國)	1.1
德意志銀行 (德國)	1.6	德卡銀行 (DekaBank, 德國)	na	法國興業銀行 (法國)	2.9
格雷洛克資本 (Greylock Capital, 美國)	Na	德克夏銀行 (比利時/盧森堡/法國)	3.5	裕信銀行 (義大利)	0.9
義大利聯合聖保羅銀行 (Intesa San Paolo, 義大利)	0.8	艾波里奇銀行 (Emporiki, 希臘)	na		
巴登弗騰堡州銀行 (LBB BW, 德國)	1.4	忠意集團 (Generali, 義大利)	3.0		
ING (法國)	1.4	安盟集團 (Groupama, 法國)	2.0		
希臘國家銀行 (National Bank of Greece)	13.7	匯豐銀行 (英國)	0.8		

注：預估持有債券指的是二〇一一年六月，債權委員會成員指的是二〇一一年十二月

單位：10 億歐元

資料來源：Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati, “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy,” Economic Policy 28, no. 75 (2013): 513– 563.

如今，歐洲金融穩定基金的規模擴增到接近一．二兆歐元，一方面透過槓桿操作，另一方面是運用既有資源，但並非透過直接放款，而是以保險基金的方式彌補私人證券的損失。歐洲銀行資本重整的金額預估將達到一千零六十億歐元，不過這部分將由歐洲各家銀行自行決定如何增資。至少這次歐洲擬訂的解決方案有觸及到問題的基本面。減債、資本重整與最後擔保人是其中的關鍵。至於由誰支付與歐洲金融穩定基金究竟擁有多少資源仍是未知數，但是在討論這些重要的技術性問題之前，歐洲必須先解決政治問題。

## 德法密謀

二〇一一年十月底，就在經濟衰退與金融恐慌發生後兩年，希臘的政治系統幾近崩潰。失業率飆升至一九．七%，遠高於二〇〇八年的八％。民眾的情緒跌至谷底。自從危機爆發開始，希臘反對黨，不管左派還是右派，全都拒絕與政府合作，共同面對國外債權人的要求。二〇〇九年十月希臘舉行國會大選，泛希臘社會主義運動黨贏得多數選票，上任之後便開始執行嚴苛的緊縮財政方案。但它們也為此付出慘痛代價。十月的第三個星期，希臘各地掀起大規模抗議活動，抗議政府推行新一輪的緊縮財政措施。不同行業的勞工紛紛發動罷工，可說是空前絕後。「拾荒者、老師、退休軍官、律師、甚至是法官，全都放下工作。」<sup>39</sup>在與警方衝突的過程當中，有數名共產黨員不幸喪生。十月二十八日，國家抵抗運動紀念日當天，曾是泛希臘社會主義運動黨創始黨員、且備受敬重的總統卡羅洛斯．帕普利亞斯，在塞薩洛尼基

(Thessaloniki) 遭到抗議者的大聲咆哮。總理巴本德里歐為了重新取回主導權，在十月三十一日召開黨內會議並當場宣布，該是號召主流民意採取行動的時候了，藉此逼迫反對黨支持三巨頭提出的措施。<sup>40</sup>也就是說，希臘政府將舉行公投，由人民決定是否同意歐盟提出的最新債務重組和緊縮財政方案。

就巴本德里歐而言，這是相當合理的政治決策，問題是，現在的希臘還有操作公投的自由空間嗎？十月二十七日凌晨公布的複雜協議內容，是由巴黎、柏林、布魯塞爾、歐洲央行與代表全球債權人的國際金融協會，歷經數個月痛苦協商達成的結果。梅克爾連續兩次強力要求德國國會投票同意。至於七月二十一日的紓困方案已經獲得歐洲各國的國會核准。如今，希臘總理在未事先提出警告的情況下自行設下另一道民主障礙。除了金融市場之外，其他歐洲國家會有什麼樣的反應？如果希臘民眾投票反對這次的方案，該怎麼辦？不過，至少梅克爾已事先得知巴本德里歐準備冒險放手一搏的消息。但巴黎是在十月三十一日才第一次聽到消息，薩科奇為此大發雷霆。希臘的決定使得穩定方案的執行出現變數，法國知道事情不可能萬無一失。因此，十一月二日，巴本德里歐被要求出席在坎城舉行的二十國集團會議、而非過去希臘定期參與的論壇，向各國解釋自己的想法。<sup>41</sup>

在坎城的記者會上，薩科奇和梅克爾立下規則：如果希臘堅持舉行公投，那只有一個問題：「留下或脫離」歐元區。「我們的希臘朋友必須決定是否要與我們一起繼續接下來的旅程……我們希望他們留在歐元區，但必須遵守規則。」否則，他們不會收到法國或德國納稅人「任何一分錢」。事實上，多數希臘政治菁英與歐盟委員會主席巴洛索都認為長達一個月的公投活動風險太高。十一月三日至四日，在坎城舉行的小組會議中，梅克爾和薩科奇與希臘反對勢力和巴本德里歐內閣極具野心

的財政部長伊凡傑洛斯·維尼澤洛斯（Evangelos Venizelos）斡旋，說服他們放棄公投提案，並撤換巴本德里歐。最後由技術官僚出身、深受歐盟信任的盧卡斯·帕帕季莫斯（Lucas Papademos）接任總理，替換巴本德里歐。這位新任希臘總理是留學美國的經濟學家，曾擔任過央行總裁與歐洲央行副總裁。<sup>42</sup>

不過坎城會議真正要討論的議程是，一旦希臘問題獲得解決，就要針對義大利危機協商出可行的方案。如果最嚴重的情況發生在經濟最脆弱的希臘，或許可以放手不管。但是義大利的經濟必須穩住。為了預防災難發生，並恢復市場信心，國際貨幣基金擬訂八百億歐元的預防性紓困方案，並附帶嚴格的財務條款，這讓貝魯斯柯尼毫無迴旋餘地。<sup>43</sup>貝魯斯柯尼拒絕接受指派的角色。坎城會議最終達成的公開協議是，義大利政府自願接受國際貨幣基金的監督，這是出於驕傲和自我辯護，而非貸款條件，因為先前貝魯斯柯尼便公開宣稱拒絕接受國際貨幣基金提供的資金。如此一來，義大利的情況反而是最糟的：不僅背負著淪為國際貨幣基金紓困對象的汙名，還得被監督與管制，甚至無法透過其他管道取得新資金。

以下就是這次坎城會議令人沮喪的成果：希臘總理下台、談判陷入僵局、不提供援助給義大利、貝魯斯柯尼再度失言。三年後回頭再看，其實某個更戲劇性的事件已經發生。拉加德提出的義大利紓困方案其實是次要的。真正重大的新聞是，法國和德國政府正在幕後運作，逼迫義大利總理下台。根據蓋特納為撰寫回憶錄而整理的逐字稿顯示，「事實上，在事情（坎城會議）發生之前，歐盟態度溫和地與我們聯繫，並委婉地說：『我們希望你能加入我們，合力將貝魯斯柯尼拉下台。他們要我們在會議上發言，如果義大利需要援助，但貝魯斯柯尼仍在位的話，我們就不支持國際貨幣基金對義大利提供資金或進一步的援助。』這實

在是太酷、太有趣了。」<sup>44</sup>蓋特納並不諱言，他其實相當認同薩科奇和梅克爾的基本理念：「我真的覺得，我認為薩科奇和梅克爾所做的一切基本上都是正確的：只是不可行。如果貝魯斯柯尼繼續掌權，德國、德國民眾便不會支持建立更大規模的防火牆、提供更多資金給歐洲等等提案。」不幸的是，蓋特納誠實坦白的觀察記錄到了下一頁，有部分內容被塗黑遮掩。在回憶錄中蓋特納曾提到，他有向那位總統告知來自歐洲的「意外邀請」，不過最後兩人的共同結論是，「我們不可能參與那樣的計謀，『我們不能讓雙手沾滿（貝魯斯柯尼的）鮮血。』」蓋特納對那位總統說。<sup>45</sup>

然而，不論白宮是否接到「意外的邀請」，貝魯斯柯尼在位的日子已屈指可數。他的政府內部也已分崩離析。北方聯盟（Northern League）拒絕合作，不願依照歐洲其他國家和國際貨幣基金的要求改變退休金制度。財政部長特雷蒙帝逼迫貝魯斯柯尼辭職。<sup>46</sup>十月中，梅克爾直接打電話給義大利總統喬治·納波里塔諾（Giorgio Napolitano），探討其他替代方案的可能性。<sup>47</sup>納波里塔諾長期擔任義大利共產黨官員，也是亨利·季辛吉（Henry Kissinger）最欣賞的歐洲共產主義者。納波里塔諾同意：「他有責任……確認（義大利的）社會與政治力的條件。」十一月十二日，隨著政治聯盟的瓦解，貝魯斯柯尼未能挺過國會信任投票而被迫辭職下台。很明顯的，依據義大利的「社會與政治力的條件」，需要由技術官僚出身的人選擔任總理。於是有個人毛遂自薦，他就是馬利歐·蒙帝教授。<sup>48</sup>和新任希臘總理背景相同，蒙帝也是出身學術界的經濟學家，也曾留學美國。一九九五年至二〇〇四年間先後擔任歐盟委員會負責內部市場與競爭事務的委員，擁有「義大利普魯士」的稱號。離開歐盟委員會之後，蒙帝擔任可口可樂與高盛的國際顧問，並成立歐洲最具影響力的智庫「布魯蓋爾」（Bruegel）。<sup>49</sup>二〇一一



年，他辭去博科尼大學（Bocconi University）校長的職務，就任義大利總理。因為蒙帝從沒有擔任公職的經驗，為了讓他順利出任總理職務，納波里塔諾授予他「終身參議員」的榮譽職位。

到了十一月中，兩個歐元區成員都是由不具備民主資格的人選出任總理，他們出線的唯一理由無疑是為了順應市場。<sup>50</sup>歐元區重要決策者均出身自高盛與歐洲債券市場交易，如此而形成的人脈關係網路引發批評者的強烈抨擊。<sup>51</sup>蒙帝、德拉吉，以及梅克爾最看重的經濟顧問奧特馬·伊辛（Otmar Issing），都曾任職高盛，這絕非巧合而已。但是，若因此認定民主政治已被全球市場攻陷，其實是誤導，至少是如此。儘管有不少政府屈從於市場壓力，不過蓋特納是對的。二〇一一年秋季，左右歐元區局勢的驅動力是政治、而非經濟。貝魯斯柯尼非下台不可，否則「德國民眾」不會同意，至少梅克爾領導的政府不會同意建立更大規模的防火牆機制。二〇一一年希臘和義大利政治陷入動盪，是因為大規模金融整合與柏林固執地堅守「政府間主義」這兩大因素的致命結合。由於缺乏更高層的整體結構可以彌補危機導致的非對稱效應，因此必須強制各國遵循德國版的財政誠信原則，一次解決一個國家的問題。自從希臘與義大利總理換人之後，柏林的政府官員就沒抱怨過市場的壓迫，甚至聽到有資深官員自我吹噓：「關於政權更替這件事，我們確實做得比美國要好。」<sup>52</sup>

不過，因危機的爆發而導致的邏輯扭曲不只如此。安插兩名「普魯士人」擔任歐元區債務危機最嚴重的兩個國家總理，確實讓梅克爾和蕭伯樂安心。不過就市場而言，義大利和希臘政府領導人是誰其實是次要問題。市場和二十國集團其他國家真正等待的是下一步：採取決定性行動，進一步整合歐洲。關於歐洲金融穩定基金的問題必須做出決定，但關鍵不在於希臘或義大利，而是讓德國改變態度，支持擴大穩定基金的

規模。

沒有任何一個歐元區國家願意冒險與德國直接攤牌，梅克爾也心知肚明。因此，當十一月四日晚上九點半薩科奇打電話召集各國領導人開會討論義大利危機問題時，參與坎城會議的德國代表一度感到相當震驚。而且當時主持會議的不是法國總統，而是美國總統歐巴馬。其中一位德國代表對《金融時報》透露：「這真的很奇怪……這似乎是表示……歐洲沒辦法做到；這暴露我們的弱點。」<sup>53</sup>這段話其實反映出德國的強勢與固執，這樣的說法或許比較接近事實。薩科奇將主席職權交給歐巴馬，是希望藉由美國在國際政治的份量與影響力說服德國，不要在政治與法律層面反對歐元區急需推動的解決方案。如同歐巴馬所說：「我們比較希望歐洲央行能扮演類似聯準會的角色。」換句話說，歐洲央行應該買進債券，穩定市場。德國聯邦銀行不該因為這種做法模糊財政與貨幣政策的界線而投票否決，歐洲真正需要的是由政府支持大規模買進債券的基金，而且有效購買力至少要達到一兆歐元，理想上是一．五兆歐元以上。然而，現有歐洲金融穩定基金的規模有限，因此美國和法國臨時提議，透過國際貨幣基金發行的「特別提款權」增資，再利用槓桿操作擴大規模。這是很不錯的技術性解決方案，但背後的意圖其實非常明顯：藉由國際貨幣基金之手，將龐大影響力交給歐洲金融穩定基金。因此，德國必定不會同意，因為它們無法直接掌控國際貨幣基金。<sup>54</sup>即使歐巴馬施壓，德國依舊不願點頭。不過梅克爾提議，如果義大利同意接受國際貨幣基金的監督，她會設法取得德國國會的核准，同意增加歐元紓困基金的規模。但是她不同意用槓桿操作特別提款權的做法，即使二十國集團的其他十九個國家的財政首長支持，並堅信這是最好的解決方法，但如果德國國會反對，那麼只能任由市場被撕裂。

當時，二十國集團只記錄會議的負面結果，至於討論內容的細節則

被刻意掩蓋。所有人都知道阻礙在哪。根據數年後公開的調查報告顯示，當時在歐巴馬和薩科奇的施壓之下，梅克爾已接近崩潰邊緣。她強忍淚水脫口而出：「這不公平，我不能代替德國聯邦銀行做決定：我不想自斷後路（Ich will mich nicht selbst umbringen）。如果無法從義大利那裡得到任何保證，我絕不會冒這麼大風險。」<sup>55</sup>閉門會議完全沒有討論到梅克爾與教宗倡言的全球化、民主與市場等抽象議題。歐元區危機的解決方案能否被接受，真正決定性的關鍵在於德國聯邦共和國的憲法、央行的自主、以及德國中間偏右政黨的政治利益。如果美國感到挫敗、梅克爾覺得不滿，那麼也不能責怪他人，只能怪他們自己。是他們在一九四八年時建立德國國會的雛形，作為西德的立國機構。二〇一一年十一月在坎城舉行的會議，似乎是自第二次世界大戰之後大西洋兩岸各國首度達成協議。

梅克爾並非在演戲。她很清楚她的聯合政府僅以少許票數贏得國會多數支持。如果她帶著法國與美國的提議回到柏林，勢必會引發右派的抵制，被迫提早舉行大選。根據當時的民調顯示，法國與美國提出的協議不會受到德國民眾的歡迎。如果失去合力組成聯合政府的自由民主黨的支持，那麼二〇一一年底的選舉很有可能是「紅綠聯盟」取得多數。<sup>56</sup>期望解決歐洲危機的薩科奇並不樂見這樣的結果，更何況法國也承受不小壓力，更不願意冒險。因此，最後法國和美國決定收手。

## 英國的不滿

二〇一一年十一月，坎城會議到了最後攤牌的時刻，由此可看出歐

洲承受多大壓力，但因為德國的阻礙與對未來方向的意見不一而深陷泥淖。至於在歐洲央行，態度強硬的德國聯邦銀行選擇退出以示抗議，德國在歐洲央行的委員席次由約爾格·艾斯繆森（Jörg Asmussen）替補，他是一位市場導向但務實的公務員，立場傾向社會民主路線，行事作風與與魯賓、桑默斯、奧薩格十分近似。二〇〇〇年代初紅綠聯盟組成聯合政府時期，艾斯繆森是推動德國金融全球化的幕後功臣之一。在近身觀察歐洲央行與二十國集團的運作之後，他談到自己面臨的兩難困境：

「如果你做了對歐洲來說是對的事，德國人會懲罰你；如果你成為《法蘭克福匯報》（*Frankfurter Allgemeine Zeitung*）（立場保守的德國報紙）的英雄，那就會毀了歐洲。」<sup>57</sup>

即便是像德意志銀行如此重要的金融機構，內部也同樣出現裂痕。當時在金融部落客社群流傳一份簡報，內容顯示德意志銀行位於英語系國家與倫敦的研究部門員工擔憂，歐元區已經來到危險的轉折點，唯有歐洲央行採取緊急行動才能挽救歐元區危機。如果不及時介入，歐洲的公部門與民間部門都將落入無力清償債務與流動性不足的惡性循環。<sup>58</sup> 正如同希臘的案例，不良的主權債務會拖垮銀行。或是像愛爾蘭的情況，營運不佳的銀行會拖累國家的信用。唯有歐洲央行能破除這個惡性循環。它是至今所有歐洲危機管理行動的「失落元素」（missing ingredient）。同時，《明鏡週刊》在德意志銀行位於法蘭克福的總部，採訪向來遵從德國聯邦銀行政策方向的執行長約瑟夫·阿克曼，並引述其中一段話。<sup>59</sup>「如果我們將歐洲央行發展成一家銀行，跳脫維護物價穩定的任務，」德意志銀行領導人說道，「我們會因此失去人們的信任。」儘管他的論點與內部分析師和英語系主要銀行並不相同，但是在德國，阿克曼的觀點才是主流。保險集團安聯（Allianz）的首席經濟學家「強烈反對毫無限制的買進債券。」他說，一個國家如果無法整頓自

己的金融體系，「我們就應該讓市場說話。」德國商業銀行首席經濟學家約爾格·克雷默（Jörg Krämer）警告：「如果不信任的情緒蔓延至歐洲央行，將會造成嚴重後果。」歐洲央行購買債券的行動將會導致財富長期從歐洲北部轉移至南部，「無助於民主正當性與債務問題的解決。」即使是德國也不可倖免，同樣會因為市場不穩定而遭受波及。二〇一一年十一月二十三日，德國長期公債進行標售，市場觀察者形容「簡直是一場大災難。」價值六十億歐元的十年期公債，僅有三十六億四千四百萬歐元找到買家。<sup>60</sup>

歐元區明顯需要某個方向指引，而且這個指引只能來自柏林。這是波蘭外交部長瑞德克·席科斯基（Radek Sikorski）以歷史為鑑提出的看法，他曾在牛津大學求學，還擔任過記者。二〇一一年十一月二十八日，席科斯基選擇以柏林的德國外交關係協會（German Council on Foreign Relations）作為平台發表演說，他要求「德國（他指的是梅克爾）應該站出來領導歐洲。如果她願意這麼做，波蘭一定支持她。」<sup>61</sup>就他的立場而言，如今對波蘭的安全與繁榮最大的威脅「不是恐怖主義、不是塔利班、也絕不是德國坦克，甚至不是俄羅斯飛彈。」稍早之前，俄羅斯才威脅要在東歐邊界部署飛彈。就席科斯基的觀點，最危險的情境是歐元區崩盤。毫無疑問的，歐元區內經濟體質脆弱的周邊國家也會因此受到重創。席科斯基繼續說道：「我要求德國，為了你們自己和我們這些國家，請幫助歐元區維持生存與繁榮。你們很清楚沒有其他國家可以勝任這份工作。我恐怕是第一位說出這些話的波蘭外交部長，我要說的是：我不怕德國的強權，我怕的是德國不採取行動。你們已經成為歐洲不可或缺的國家。你們不能不負起領導的責任。」

二〇一一年十二月第一週，也就是坎城會議結束後的一個月，關於歐洲的未來藍圖，布魯塞爾流傳兩種版本。<sup>62</sup>梅克爾和薩科奇簽署的版

本是二〇一〇年第一次在多維爾達成協議的更新版：將財政紀律納入各國法律與國際協定之中。對法國而言，這等於是為他們與德國的結盟提供保障；對梅克爾來說，她需要薩科奇的支持，來對抗外界對於德國單邊主義的指控。然而，到了二〇一一年，隨著危機的擴大與升高，這個協議版本的規模明顯不足、而且會導致負面影響。在寄給歐洲高峰會的聯合署名信件中，梅克爾和薩科奇並未針對銀行資本重整做出承諾，也未提及主權債券市場即將引發危機。我們以最樂觀的角度分析，梅克爾和薩科奇提出的財政公約是為德國的下一步行動做準備。但是在布魯塞爾，事實上已經開始採取進一步的行動。十二月七日，歐洲高峰會主席范榮佩發表他的「期中報告」。儘管歐洲高峰會應該堅守里斯本條約的最低限度跨政府合作，但是在歐洲危機的沉重壓力之下，范榮佩呼籲應採取更大膽的行動。他提議增加歐洲金融穩定基金 / 歐洲穩定機制的金融火力。即使是面臨，仍有能力協助接受援助的歐洲銀行進行資本重整，破除惡性循環。為了支持這個論點，范榮佩呼籲以「更長遠的眼光看待」，歐盟必須面對債務互助的必要性。在嚴格的條件限制與所有歐洲國家的監理之下，統合歐洲各國的信用，由經濟體質較為強健、信用較佳的債權國保護經濟較脆弱的國家，消除可能引發市場恐慌的因素。在此之前，正是因為市場信心不足，導致義大利危機難以收拾。二十國集團同樣呼籲採取類似的行動，不過細節稍有不同。歐洲內部某些進步派人士也表態支持。歐洲債券的想法也獲得德國反對派社會民主黨有限度的支持。但是，對於梅克爾而言，特別是對於與她合組聯合政府的自由民主黨而言，這些行動讓人極度反感。若要執行薩科奇和梅克爾提出的財政公約，就必須正式修改歐盟條約；在此同時，范榮佩提議，只需要透過所謂的「委任立法」（注：[secondary legislation](#)，指立法機關委任行政機關制定具法律效力的法案）與歐元區成員有限度的同意，就可

執行他提出更為廣泛的解決措施，對柏林來說很清楚的是，布魯塞爾正要施展它們慣用的「伎倆」。

在此緊要關頭，另一股力量開始介入，讓原本的僵局更加複雜難解。除了波蘭以外，其他主要歐盟成員國中未加入歐元區的就是英國。眼看著歐元區危機持續發展，英國一方面幸災樂禍，另一方面也感到挫敗。<sup>63</sup>在任何場合，英國首相卡麥隆都會告誡歐元區成員國進一步整合的必要性，但同時卻又極力迴避，不願做出任何承諾。倫敦要求，為了歐洲、英國和全球經濟利益著想，歐元區必須統合成單一的整體。另一方面，對卡麥隆而言，為了盡力壓制保守黨內逐漸高漲的歐洲懷疑主義，歐洲危機的出現正好是和他們討價還價的好時機。卡麥隆認為，可以利用歐元區內部的不和，為倫敦金融城取得「明確自動退出的權力」，特別是對金融交易課稅的要求。不過，任何類似的讓步都遭到薩科奇的強烈反對，而梅克爾更需要法國的支持，而非英國。當卡麥隆體認到自己被孤立，他公開宣稱，不僅將投票反對歐盟二十七個成員國達成的任何集體協議。<sup>64</sup>同時要行使自己的權利，阻擋歐盟內歐元區成員為了達到進一步整合所採取的任何行動。

英國與歐盟之間的關係已經明顯出現裂痕。就英國保守派而言，過不了多久就必須做出決定，是否要繼續成為歐盟的一員。對於歐元區來說，從二〇一一年十二月初提出的兩種解決方案中，可以看出彼此之間的最小公約數。德國提出的財政公約獲得採納，雖然並非梅克爾原先期望透過修改條約的方式執行，但至少是採行最低限度的法律形式，在里斯本條約架構之外另外簽訂跨政府協議。<sup>65</sup>財政公約的條款相當苛刻。未來，歐洲的預算必須維持平衡或出現盈餘。各國應透過修憲或等同修憲的做法，強制規定預算赤字必須限制在GDP的〇. 五%以下。歐洲法院將監督各國是否確實轉置這些條文。如果一個國家的赤字占GDP的比

例超過三%，就會自動啟動制裁機制，除非有足夠多數的國家表示反對。若債務占GDP的比例超過六〇%，就要進行減債。這等於是將德國版的舉債煞車機制轉置到其他歐洲國家。至於推動歐元區更密切整合等更廣泛的議題，梅克爾並未有絲毫讓步。共同分擔歐債責任、發行歐洲債券、推動銀行資本重整、擴大歐洲金融穩定基金與歐洲穩定機制規模等議題全都被德國否決。德國唯一的讓步是，二〇一二年七月臨時成立的歐洲金融穩定基金將被常設機構歐洲穩定機制所取代，它們有權干預次級市場，此外最快在二〇一二年三月時，重新評估歐盟防火牆的規模是否恰當。柏林也同意，徹底擺脫多維爾的困擾，未來任何民間部門介入計畫都必須符合國際貨幣基金設定的標準。儘管義大利危機惡化與坎城會議引發不小風波，但德國依舊握有主導權。

政府間主義者制訂出符合最低限度且消極的解決方案。此時歐元區握有權力的聯邦機構，也就是歐洲央行，還能夠成功應付挑戰嗎？所有人的目光都投向德拉吉。二〇一一年十一月一日，德拉吉正式接任歐洲央行總裁的職務。他曾在一九九〇年代擔任義大利財政部長，同時也是義大利加入歐盟的工作小組成員之一；二〇〇六年就任義大利央行總裁之後，開始受到外界矚目。在此之前，德拉吉曾擔任高盛副董事長，更早之前擔任世界銀行執行董事。一九七〇年代，德拉吉在美國總體經濟學的搖籃美國麻省理工學院取得經濟學博士，柏南克與希臘總理帕帕季莫斯也在同時期取得麻省理工學院經濟學博士。在麻省理工學院，英格蘭銀行總裁莫文·金恩與柏南克曾共用一間研究室。這群中央銀行菁英集團對於歐洲金融體系如今所面臨的問題至少立即有了答案。銀行之所以承受莫大壓力，原因是批發融資的撤離，特別是美元融資短缺的問題相當嚴重。這不禁讓人再次回憶起二〇〇八年的痛苦記憶。為了緩解因美國貨幣市場基金退出而導致的融資壓力，法國央行率先採取緊急措



施，協助法國銀行業者取得美元。<sup>66</sup>十一月三十日，全球各主要國家的央行，包括聯準會、歐洲央行、英格蘭銀行、日本央行、瑞士國家銀行，以及加拿大銀行，重新啟動二〇〇八年建立的換匯制度，並降低支付的利率。不過，開放全球銀行換匯只是「做戲」；日本和加拿大的銀行根本沒有任何壓力，這一次同樣又是歐元區銀行急需美元。<sup>67</sup>

二〇一二年夏季，德拉吉成為「歐元救世主」。雖然他被德國右派妖魔化為義大利通膨派，卻被英語世界盛讚是一位有實力的央行總裁。這種說法忽略一項事實。德拉吉之所以有辦法改變二〇一二年夏季的對話方向，是因為有個重要前提：柏林的支持。德拉吉與梅克爾之間的關係帶給他極大優勢，但往往被外界錯誤解讀為他是一位能力不凡的政治人物。<sup>68</sup>不過，這種觀點也同樣遺漏另一個重要的事實：雖然德國態度強硬地否決所有歐洲央行提出的計畫，但是對梅克爾而言，歐洲央行從一開始就是很好的利用工具。她不動聲色地默默行動，有時甚至刻意與德國聯邦銀行保持距離，因為她明白，若要花費十年的努力、將德國版「改革」施行到全歐洲，歐洲央行的介入必要的助力。儘管德國右派強烈抗議，但梅克爾知道可以信任歐洲的央行。如今，她再也不用擔憂，無需應付在財政或貨幣政策上立場保守的政治人物，例如特里榭。德拉吉絕對是適任的合作夥伴，因為他每一次都表態認同德國改善歐洲福利制度的願景。<sup>69</sup>確實，正因為德拉吉是一位曾留學美國的經濟學家、也曾任職於高盛，因此對於央行政策具備較全面性的整體思維。就在德拉吉就任歐洲央行總裁後不久，他提醒《金融時報》的讀者，他曾在一九九〇年代帶領義大利度過艱困的金融穩定方案，經驗相當豐富。<sup>70</sup>二〇一一年八月，特里榭寫了一封信給貝魯斯柯尼，下達最後通牒，要求改革義大利的公共服務與勞動市場，德拉吉也一起署名。德拉吉曾對特里榭透露，對於羅馬政府的託詞與其他歐洲各國政府扯後腿的行為感到相當

挫折。二〇一一年十二月一日，德拉吉上任歐洲央行總裁做的第一件事，就是現身歐洲議會，表態支持梅克爾與薩科奇的財政紀律協定。<sup>71</sup>他對於德國提出的「改革」要求衷心表示贊同。二〇一二年二月，德拉吉接受《華爾街日報》採訪時說道，工作安全與社會福利優先的歐洲模式「已不存在」。畢竟，當五〇%的西班牙年輕人失業，討論社會主義模式有何意義？<sup>72</sup>歐洲的勞動市場必須改革，也許是遵循德國「哈茲第四法案」的路線。德拉吉回憶，一九七〇年代在麻省理工學院當研究生時，他的美國教授對於歐洲竟願意「付錢給不工作的人」感到相當驚訝，「但那樣的時代已經過去了。」對於這位新上任的歐洲央行總裁而言，勞動市場改革與財政緊縮之間並不存在「可能的妥協空間」。「改變財政目標會立即引發市場反應，」德拉吉明確表示，他無意放寬紀律。二〇一一年十二月，在與《金融時報》訪談過程中，德拉吉拒絕討論由歐洲央行支持歐洲金融穩定基金、擔任歐盟防火牆最終擔保人的問題。他也不贊同在歐洲實行量化寬鬆政策。他剛上任時便堅稱特里榭的購買債券方案，也就是債券市場方案，「既非永恆不朽、亦非無窮無盡。」<sup>73</sup>對照德拉吉後續贏得的響亮聲譽，我們有必要再次強調，從他上任的第一年開始，也就是二〇一二年，歐洲央行便不再買進債券。他的首要之務是恢復「人人相互信任，而且對政府的財政紀律與結構改革抱持信心的體系」。

德拉吉願意立即提供銀行援助。<sup>74</sup>換匯協議是一種機制，另一種則是重新恢復歐洲央行熟悉且成本低廉的銀行融資機制。二〇〇九至二〇一〇年，由於信用市場受到衝擊，歐洲被迫轉向短期融資管道，如今這些債務必須展延。如果無法取得新的融資，歐元區便有可能面臨信貸緊縮的風險。<sup>75</sup>二〇一一年十月，歐洲央行宣布，透過「長期再融資操作」（以較有利的利率條件提供的長期貸款），提供歐洲銀行體系需要的流

動性。<sup>76</sup>德拉吉打開水龍頭，以更有利的利率條件提供前所未有的三年期長期貸款，要求的擔保品門檻也低許多。<sup>77</sup>二〇一一年十二月二十一日，總計有五百二十三家銀行獲得四千八百九十億歐元的融資。二月，有八百家銀行獲得另外五千億歐元融資。第一輪的長期再融資操作中，有六五%的資金是交給債務壓力沉重的周邊國家銀行，包括義大利、西班牙、愛爾蘭與希臘的銀行。

儘管德拉吉急忙澄清這種做法「很明顯與歐洲央行購買債券的干預手法完全不同」，但最終，銀行會利用長期再融資操作所提供的一兆歐元貸款購買主權債券。<sup>78</sup>這會導致債券市場的需求增加、殖利率下降，等於支撐主權債券市場。歐洲央行僅收一%的利息，願意持有義大利政府債券的銀行能享有五%的殖利率，銀行可以透過其中的利差輕鬆獲利。<sup>79</sup>但它們在二〇〇九年開始為此付出代價。美國的量化寬鬆政策讓銀行有機會出脫不良資產，換取安全的現金；但歐洲央行的做法卻是讓銀行手上持有愈來愈多周邊國家的債券。<sup>80</sup>尤其是西班牙和義大利的銀行特別積極。銀行與政府之間的結合更為緊密。沒有任何一方是安全的。一月十四日，標準普爾公布歐洲主權債券信用評等報告，調降其中七個國家的信用評等。法國和奧地利喪失令他們引以為傲的AAA評等。葡萄牙被降為「垃圾」等級。在歐元區，僅有德國、荷蘭、芬蘭和盧森堡維持AAA評等。即使歐元區自己的紓困基金，也就是歐洲金融穩定基金 / 歐洲穩定機制，也面臨信用被調降的風險。歐洲人提出抗議，就如同當年標準普爾調降美國信用評等時美國抗議一樣，但這一次信用評等公司非常堅持自己的判斷。歷經數個月的談判，「沒有產生任何具足夠規模的突破」，如此一來很難讓人對歐元的未來抱持樂觀的態度。<sup>81</sup>儘管二〇一一年秋天有了顯著的進展，但是依舊未能打破歐洲的政治僵局。掌握時間表是一切的關鍵，而柏林握有主導權。十一月五日，參加二十

國集團會議的梅克爾站在坎城節慶宮（Palais des Festivals）外說道：「歐洲危機不可能一次徹底解決，可以確定的是，我們要花十年的時間才能恢復到較穩定的狀態。」<sup>82</sup>很明顯的，這是符合德國國情的時程安排，但問題是，其他歐洲國家能否等待這麼長的時間？

- 
- 1 “Pressestatements,” September 1, 2011, <https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Mitschrift/Pressekonferenzen/2009-01-merkel-coelho.html>.
  - 2 V. A. Schmidt and M. Thatcher, “Why Are Neoliberal Ideas So Resilient in Europe’s Political Economy?,” *Critical Policy Studies* 8, no. 3 (2014): 340–347.
  - 3 Q. Peel, “Germany and the Eurozone: Besieged in Berlin,” *Financial Times*, September 26, 2011.
  - 4 “Merkel im Bundestag: Die größte Belastungsprobe, die es je gab,” *Die Zeit*, October 26, 2011.
  - 5 Classically articulated by F. Fukuyama, *The End of History and the Last Man* (New York: Free Press, 1992).
  - 6 在W. Streeck, *Buying Time*中提出強而有力的論證。
  - 7 G. Dinmore and R. Atkins, “ECB Letter Shows Pressure on Berlusconi,” *Financial Times*, September 29, 2011.
  - 8 E. Lobina and R. Cavallo, “The Campaign Against Water Privatisation in Italy,” 2011, <https://research.ncl.ac.uk/media/sites/researchwebsites/gobacit/Emanuele%20Lobina.pdf>.
  - 9 G. Angiulli, “The State of Emergency in Italy” (University of Trento, 2009) mimeo, <http://www.jus.unitn.it/cocoa/papers/PAPERS%204TH%20PDF%5CEmergency%20Italy%20Angiulli.pdf>.
  - 10 G. Tremlett, “Spain Changes Constitution to Cap Budget Deficit,” *Guardian*, August 26, 2011.
  - 11 引述自：Cited in G. Hewitt, *The Lost Continent: The Inside Story of Europe’s Darkest Hour Since World War Two* (London: Hodder & Stoughton, 2013), 184.
  - 12 “Financial Markets in Early August 2011,” ECB, *Monthly Bulletin*, September 2011.
  - 13 Bastasin, *Saving Europe*, 306; and V. Constancio, “Contagion and the European Debt Crisis,” *Financial Stability Review* 16 (2012), 109–121.

- 14 M. Schlieben and L. Caspari, “Merkels Mehrheit für einen Tag,” *Die Zeit*, September 29, 2011.
- 15 J. Ewing and N. Kulish, “A Setback for the Euro Zone,” *New York Times*, September 9, 2011.
- 16 S. Fidler, “EFSF Leverage: A Rundown,” *Wall Street Journal*, September 27, 2011.
- 17 IMF, *Global Financial Stability Report* (Washington, DC: IMF, 2009).
- 18 C. Lagarde, “ ‘Global Risks Are Rising, But There Is a Path to Recover,’ ” August 27, 2011, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp082711>.
- 19 IIF, *The Cumulative Impact on the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework* (September 2011).
- 20 B. Masters and T. Braithwaite, “Tighter Rules on Capital: Bankers Versus Basel,” *Financial Times*, October 2, 2011.
- 21 “Federal Reserve Aid to the Eurozone: Its Impact on the US and the Dollar,” [https://archive.org/stream/gov.gpo.fdsys.CHRG-112hrg75083/CHRG-112hrg75083\\_djvu.txt](https://archive.org/stream/gov.gpo.fdsys.CHRG-112hrg75083/CHRG-112hrg75083_djvu.txt).
- 22 Bespoke Investment Group, “A Look at Bank and Broker Credit Default Swap Prices,” [seekingalpha.com](http://seekingalpha.com), February 15, 2017.
- 23 Geithner, *Stress Test*, 474.
- 24 M. Krupa and J. Riedl, “Ach, die Maria!,” *Die Zeit*, June 21, 2012.
- 25 Geithner, *Stress Test*, 473.
- 26 “EFSF Leverage Explained,” October 28, 2011, <https://www.macrobusiness.com.au/2011/10/efsf-leverage-explained/>.
- 27 J. Chaffin, A. Barker and K. Hope, “Geithner Warns EU of ‘Catastrophic Risk,’ ” *Financial Times*, September 17, 2011.
- 28 S. Castle, L. Story, “Advice on Debt? Europe Suggests US Can Keep It,” *New York Times*, September 16, 2011.
- 29 C. Giles, “Financial Institutions Stare into the Abyss,” *Financial Times*, September 22, 2011.
- 30 L. Summers, “The World Must Insist That Europe Act,” *Financial Times*, September 18, 2011.
- 31 H. Stewart, “Eurozone Ministers Under Pressure as Debt Crisis Dominates IMF Summit,” *The Guardian*, September 24, 2011.
- 32 “IMF Survey: Lagarde Urges Collective Action to Restore Confidence,” September 15, 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/NEW091511A.htm>.
- 33 N. Whitbeck, “Dexia— Rise and Fall of a Banking Giant,” *Les Etudes Du Club* no. 100, 2013.
- 34 Acharya and Steffen, “The Banking Crisis as a Giant Carry Trade Gone Wrong.”
- 35 M. Sparkes and A. Wilson, “Debt Crisis: As It Happened,” *Telegraph*, October 5, 2011.

- 36 A. Lucchetti, “MF Global Told to Boost Capital,” Wall Street Journal, October 17, 2011; and Cause of Action, “The Collapse of MF Global: Summary & Analysis,” <https://causeofaction.org/wp-content/uploads/2013/06/MF-Global-Summary-and-Analysis1.pdf>.
- 37 “Regierungserklärung,” October 26, 2011, <https://www.bundesregierung.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Regierungserklaerung/2011/2011-10-27-merkel-eu-gipfel.html>.
- 38 Bastasin, *Saving Europe*, 332; the remarkable blow-by-blow blog “Debt Crisis as It Happened,” Telegraph, October 26, 2011; and Papaconstantinou, *Game Over*, chapter 19.
- 39 R. Donadio and N. Kitsantoni, “Thousands in Greece Protest Austerity Bill,” New York Times, October 19, 2011.
- 40 A. Visvizi, “The Crisis in Greece, Democracy, and the EU,” December 10, 2012, [https://www.carnegiecouncil.org/publications/ethics\\_online/0076/pf\\_printable](https://www.carnegiecouncil.org/publications/ethics_online/0076/pf_printable).
- 41 關於坎城會議的描述，請參考：P. Spiegel, *How the Euro Was Saved* (London: Financial Times, 2014).
- 42 “Lucas Papademos: A Man Who Tried to Rescue Greece,” BBC News, May 25, 2017.
- 43 Blustein, *Laid Low*, 271– 276.
- 44 P. Spiegel, “Draghi’s ECB Management: The Leaked Geithner Files,” Financial Times, November 11, 2014.
- 45 Geithner, *Stress Test*, 476.
- 46 有觀點認為貝魯斯柯尼的下台是自然因素造成，以及與總統納波里塔諾的角色正當性有關，可參考：A. Benvenuti, “Between Myth and Reality: The Euro Crisis and the Downfall of Silvio Berlusconi,” *Journal of Modern Italian Studies* 22.4 (2017), 512– 529.
- 47 M. Walker, C. Forelle and S. Meichtry, “Deepening Crisis over Euro Pits Leader Against Leader,” Wall Street Journal, December 30, 2011; and “Kissinger: ‘I Tell You What Napolitano Did in 2011 and 2014,’ ” November 26, 2015, <http://www.ilgiornale.it/news/cronache/kissinger-vi-dico-cosa-ha-fatto-napolitano-2011-e-2014-1198786.html>.
- 48 Friedman, *Berlusconi*, 207– 237.
- 49 “Profile: Mario Monti,” BBC News, February 18, 2013.
- 50 G. Pastorella, *Technocratic Governments: Power, Expertise and Crisis Politics in European Democracies* (Ph.D. thesis, London School of Economics and Political Science, 2016).
- 51 S. Foley, “What Price the New Democracy?,” Independent, November 18, 2011.
- 52 二〇一七年九月與漢斯·昆德納尼（Hans Kundnani）的訪談。
- 53 P. Spiegel, “It Was the Point Where the Eurozone Could Have Exploded,” Financial Times, May 11, 2014.

- 54 E. Kuehnen and A. Breidhardt, “ECB Should Stay Out of EFSF Leveraging: Buba Chief,” Reuters, September 17, 2011.
- 55 Spiegel, “It Was the Point Where the Eurozone Could Have Exploded.”
- 56 “Klare Umfragemehrheit für Rot-Grün,” Die Zeit, December 16, 2011.
- 57 P. Spiegel, “If the Euro Falls, Europe Falls,” Financial Times, May 15, 2014.
- 58 T. Durden, “Presenting Deutsche Bank’s Pitchbook to the ECB to Go ‘All In,’ ” Zero Hedge (blog), November 15, 2011.
- 59 Spiegel staff, “Germany’s Central Bank Against the World,” Spiegel Online, November 15, 2011.
- 60 “Germany Suffers ‘Disaster’ at Bond Auction,” Telegraph, November 23, 2011.
- 61 R. Sikorski, “Poland and the Future of the European Union,” November 28, 2011, <http://www.mfa.gov.pl/resource/33ce6061-ec12-4da1-a145-01e2995c6302:JCR>.
- 62 Bastasin, Saving Europe (2nd ed.), Kindle location 6847– 7544.
- 63 C. Giles and G. Parker, “Osborne Urges Eurozone to ‘Get a Grip,’ ” Financial Times, July 20, 2011; and A. Woodcock and D. Higgins, “Eurozone Crisis: David Cameron Calls for Action,” Independent, December 2, 2011.
- 64 I. Traynor et al., “David Cameron Blocks EU Treaty with Veto, Casting Britain Adrift in Europe,” Guardian, December 9, 2011.
- 65 Bastasin, Saving Europe, 342– 351.
- 66 Rapport Annuel de la Banque de France (Paris, 2011), 37, 92.
- 67 J. Daley, “Eurozone Crisis: The US Has to Ride to the Rescue Once Again,” Telegraph, December 3, 2011.
- 68 Spiegel, “If the Euro Falls, Europe Falls.”
- 69 “FT Person of the Year: Mario Draghi,” Financial Times, December 13, 2012; and A. Verdun, “Political Leadership of the European Central Bank,” Journal of European Integration 39, no. 2 (2017), 207– 221.
- 70 L. Barber and R. Atkins, FT interview transcript: Mario Draghi, Financial Times, December 18, 2011.
- 71 ECB, “Introductory Statement by Mario Draghi,” December 1, 2011, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111201.en.html>.
- 72 B. Blackstone, M. Karnitschnig and R. Thomson, “Europe’s Banker Talks Tough,” Wall Street Journal, February 24, 2012; 德拉吉對於失業問題的更多評論，請參考：M. Draghi, “Unemployment in the Euro Area,” <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2014/2014Draghi.pdf>.
- 73 關於這段以及後續引述，請參考：Barber and Atkins, FT interview transcript: Mario Draghi.

- 74 Bastasin, Saving Europe, 343– 345.
- 75 E. Kuehnen, “ECB Wall of Cash Averts Credit Crunch,” Reuters, February 27, 2012, [https://uk.reuters.com/article/us-ecb-m3/ecb-wall-of-cash-averts-credit-crunch](https://uk.reuters.com/article/us-ecb-m3/ecb-wall-of-cash-averts-credit-crunch-idUSTRE81Q0XP20120227) - idUSTRE81Q0XP20120227.
- 76 J. Cotterill, “Keep On Carrying On LTROs,” Financial Times, October 7, 2011; and “ECB Announces Details of Refinancing Operations from October 2011,” [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006\\_4.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006_4.en.html).
- 77 R. Atkins and T. Alloway, “ECB Launches New Support for Banks,” Financial Times, December 8, 2011.
- 78 Barber and Atkins, FT interview transcript: Mario Draghi.
- 79 P. Jenkins, M. Watkins, and R. Sanderson, “Draghi’s Cash Tonic Makes Bank Smile,” Financial Times, March 1, 2012.
- 80 J. Plender, “Beware Sovereign Stress If ECB Backdoor Bet Backfires,” Financial Times, February 28, 2012.
- 81 G. Wiesmann, P. Spiegel and R. Wigglesworth, “S& P Downgrades France and Austria,” Financial Times, January 14, 2012.
- 82 “Merkel: World Needs a Decade to Recover from the Crisis,” November 7, 2011, <https://www.newsmax.com/t/finance/article/417090>.



## 第18章 盡全力維護歐元

二〇一二年上半年，二十國集團的主席輪到墨西哥擔任。二〇一二年一月二十日星期五，亦即在標準普爾調降歐洲主權評等之後一星期，來自全球各國的財政首長齊聚墨西哥市。議程中有項請求特別引人注目。二十國集團裡的歐洲成員國要求歐洲以外的各國額外提供三千至四千億美元的資金，協助國際貨幣基金解決債務危機，不過援助對象不是新興市場、亦非撒哈拉沙漠以南低度開發的非洲國家，而是歐洲地區。以美國、中國和巴西為首的非歐洲成員國考慮之後拒絕歐洲的要求。墨西哥財政部副部長對媒體表示：「所有人都很肯定歐洲採取的措施，但還必須做得更多。」<sup>1</sup>

全球各地持續不斷傳出新聞事件，這次會議的意外插曲幾乎不可能占據媒體頭條版面。然而會議舉行的地點、要求的內容，以及其他國家的回應，都使這次的會議結論具有一定的歷史意義，也凸顯出歷經二〇一一年的殊死戰鬥之後，歐洲局勢已陷入動盪不安。二十國集團與標準普爾都認為歐洲做得還不夠。它們仍未徹底解決主權債券市場的不穩定，以及銀行資本重整的基本問題，國際貨幣基金不得不自二〇一〇年開始介入歐洲危機。最終它們承認希臘政府無力償還貸款，必須進行債務重組。此舉雖然有必要，卻導致希臘債權人被迫減記債務，並加重債券市場的壓力。在政治上，歐洲遵循德國的緊縮財政政策要求，柏林方面則承諾會開放市場，促成進一步整合。但是，二〇一一年十二月的事件顯示，德國極不情願採取下一步行動。在此同時，二〇一〇年獲得各國支持的緊縮財政政策開始崩裂。

二〇一一年十二月，法德兩國聯手提出歐洲財政緊縮方案。不過，二〇一二年五月薩科奇總統面臨競選連任的壓力，他的主要競爭對手社會黨發起抗議。這一切早在預料之中。但沒想到的是，國際貨幣基金竟要求各國重新考慮。二〇一二年二月二十五至二十六日，各國財政部長與央行總裁在墨西哥市召開會議，國際貨幣基金簡報會議結論時使用的標題直接切中要害：全球各地陸續出現的「節約悖論」（paradox of thrift），將會為世界經濟帶來「重大風險」。當各國家庭、企業與政府同時削減赤字，將會導致全球經濟陷入衰退。「風險還會進一步惡化，」國際貨幣基金繼續說道，「脆弱的金融體系、居高不下的政府赤字與負債、偏低的利率，都使得當前的環境提供多重均衡（multiple equilibria）的溫床：悲觀或樂觀的看法使得得到的結果自己延續下去，特別是在歐元區。」<sup>2</sup>希臘正是節約悖論最顯著的案例。

## 希臘的無政府狀態

歷經漫長的激烈爭辯，各方終於在二〇一一年十月對希臘紓困方案達成協議，焦點主要在於希臘政府預算與債權人必須做出多大的讓步。最後強制規定減記債務五〇%，期望希臘債務占GDP的比例能因此降至GDP的一二〇%。若是遵循薩科奇和梅克爾最後協議版本所寫明的強制性財政調整程序，希臘債務有可能降至GDP的六〇%，這是馬斯垂克條約原本設定的目標。這樣的財政結果確實令人滿意，卻忽略國際貨幣基金一再提醒的回饋循環。希臘之所以無法達成債務永續是因為經濟崩盤，再加上債台高築。二〇一二年初，二十國集團在墨西哥市召開會議

時，當下的情勢已經非常清楚，三個月前達成的協議不再可行，原因並非希臘政府和債權人背信，而是因為希臘經濟緊縮速度過快。<sup>3</sup>

此時不少歐洲政府的忍耐度已經到達極限。它們不可能再次要求國會同意提供希臘新的紓困方案，該是考慮採取更激烈手段的時候了。與其花時間協商新的債務重組方案，任由希臘自生自滅恐怕是更好的方法。一旦希臘爆發違約，就得退出歐元區，但如此一來希臘再也無需背負債務。如果凍結新的援助貸款，希臘為了生存，將被迫採取財政紀律。二〇一二年初，歐洲國家開始祕密規劃希臘脫歐的可能性。<sup>4</sup>這項所謂的Z計畫持續運作至二〇一二年八月，最後遭到德國阻止。德國喊停是因為計畫最終會導致一樣的結果。這將為希臘帶來毀滅性傷害，此外希臘脫歐對歐洲其他地區的后續影響也難以預估，因為歐洲仍未建立完善的防護機制，得以保護歐元區其他經濟體質脆弱的成員國不受希臘破產的影響。Z計畫只會強化與延伸既有仍未完善的安全網，歐洲期望二十國集團能夠建立類似的防護網，協助擴大國際貨幣基金規模。不過，二十國集團的答案很明確。其餘各國均認為希臘脫歐不僅是希臘的失敗，更是自以為享有全球地位的歐洲二十國集團成員國的失敗。二〇一二年二月十九日，意見很少一致的日本和中國宣布願意支持擴大國際貨幣基金規模的請求，但條件是歐洲必須放寬德國長期堅持的歐洲穩定機制上限。<sup>5</sup>換句話說，歐洲人必須先自助。

歐洲穩定機制規模擴張計畫將於三月底啟動<sup>6</sup>，柏林則在阻擋任何真正大幅改變的行動。如果加上已經付給希臘的貸款，同時將歐洲金融穩定基金與歐洲穩定機制的放款額度增加到七千億歐元，歐洲便能大力宣稱已備有八千億歐元或是「超過一兆美元」的防火牆。不過，這種說法不過是讓國際貨幣基金得以脫身，無需再出手支援歐洲穩定計畫的託詞。二〇一二年初，沒有任何一個歐洲國家願意針對二〇一一年十月的

希臘紓困方案重新進行協商。<sup>7</sup>各國政府已經投入一千三百億歐元，這已經是極限。如果希臘依舊無法達到債務永續，希臘政府就必須進一步縮減開支，債權人就得做出更多讓步。國際金融協會在二月啟動新一輪協商，將減記債務的比例從五〇%提高至五三.五%。剩下未還款的希臘債務將轉換成由歐洲金融穩定基金發行的兩年期債券與長期低利付息債券（long-dated, low-coupon bond）。自十月的紓困方案公布之後，這項決議算是取得些微的進展，期望希臘能因此達成財政永續的目標，但希臘政府必須採行極為嚴格的財政紀律，這又將引發另一個問題。三巨頭中途腰斬巴本德里歐的公投提案，並透過密室協商將巴本德里歐拉下總理的位置，如今三巨頭儼然成為雅典的合作政府。然而正是基於這個理由，從中央銀行總裁當上總理的帕帕季莫斯缺乏正當性。原本希臘將在二〇一二年四月舉行大選，帕帕季莫斯必輸無疑。主要反對黨新民主黨自債務危機爆發之後便持續猛烈抨擊，而且自二〇一〇年開始的多次協商，新民主黨均拒絕替巴本德里歐政府背書。因此，與希臘政府達成的任何協議都有可能出現變數。要如何搞定希臘人？德國財政部長蕭伯樂建議，希臘大選最好延後舉行。<sup>8</sup>延後希臘民主選舉，在選民有機會表達意見之前確保重大的措施能順利實施。但這項建議卻引發雅典的強烈不滿。三巨頭於是改變策略，強力要求至今仍採取迴避態度的新民主黨領導人安東尼斯·薩馬拉斯（Antonis Samaras）承諾，如果當選總統，將遵循前任達成的各項協議。無論選舉結果為何，執行新的財政緊縮方案都將是新政府施政的首要目標。簡而言之，希臘政府和債權人合謀採取新一輪的「拖延與鴛鴦心態」策略。

用這樣的說法形容二〇一二年的債務重組計畫（不過是延續最初應對希臘危機時所採行的權宜措施）似乎有些流於輕蔑。二〇一二年二月至四月間針對希臘債權人執行的債務重組計畫是歷史上規模最大、最嚴

厲的一次，經通膨調整後的金額高於俄國革命違約與德國一九三〇年代的違約危機。<sup>9</sup>二〇一二年四月二十六日，一千九百九十二億歐元的希臘政府公債轉換為由歐洲金融穩定基金發行的二百九十七億歐元短期約當現金債券，並另外發行條件優惠的六百二十四億歐元長期債券。希臘的民間債權人的債權總計縮減一千零七十億歐元。由於新發行的長期債券可大幅延後償還，因此希臘積欠的債權淨現值因此減少六五%。二〇一二年十二月，透過回購新發行的長期債券，民間債權人的債權再進一步縮減。

但問題在於，為了讓協議條件更吸引人、誘使債權人自願減債而提撥的援助基金並非憑空出現。債務重組計畫啟動之後，用來支付希臘銀行資本重整與二〇一二年十二月債券回購所需的資金也非憑空出現。所有的資金都來自三巨頭提供的貸款。此外，歐洲央行持有的五百六十七億歐元希臘債券並未列入二〇一二年債務重組計畫內。因此，整體希臘債務的縮減幅度遠低於檯面上公布的數字。經過二〇一二年的債務重組，希臘公債從原本的三千五百億歐元減為二千八百七十五億歐元，僅縮減一九%。真正顯著的改變不在於債務的總體金額，而是誰擁有這些債務：八〇%為公共債權人持有，包括歐洲金融穩定基金、歐洲央行以及國際貨幣基金。事實上，希臘積欠民間債權人的債務減少一千六百一十六億元，但公共債權人的債務卻增加九百八十八億歐元。

儘管希臘債務的解決方案一變再變，但是替代策略卻是永遠不變：公共債權取代民間債權。如果我們不去看債務金額，而是債券流動，結果更是驚人。<sup>10</sup>二〇一〇年五月至二〇一四年夏季，希臘從歐洲機構與國際貨幣基金收到的貸款金額總計為二千二百六十七億歐元，其中大部分被希臘政府用來償還負債與貸款，因此又再回流至這些貸款機構。另外，希臘或其他地區債權人也收到八百一十三億歐元的本金還款。這些

債權人非常幸運，持有的債權到期期限正好在債務重組之前，因此能獲得全額還款。正因如此，國際貨幣基金反對在正常情況下提供緊急貸款給無力還債的債務人。

## 二〇一二年債務重組之前與之後的希臘負債

	2009年 12月	2012年 2月 (10億歐元)	2012年 12月	2012年 2月 債務比例 (%)	2012年 12月
民間債權人持有的債券		205.6	35.1	58.7	12.2
民間債權人持有的國庫券		15	23.9	4.3	8.3
歐盟／歐洲金融穩定基金		52.9	161.1	15.1	56.0
歐洲央行／各國中央銀行		56.7	45.3	16.2	15.8
國際貨幣基金		20.1	22.1	5.7	7.7
總計	301	350.3	287.5	100.0	100.0

資金來源：Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch and Mitu Gulati, “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy,” *Economic Policy* 28, no. 75 (2013): 513– 563.

就制度而言，希臘已是破例。最重要的是，有四百零六億歐元是用來定期支付給希臘與其他地區債權人的利息。為了讓二〇一二年的債務交換看起來更吸引人，因此特別撥出三百四十六億歐元作為誘因，希望說服持有債券的債權人脫手。此外，因為債務重組導致希臘銀行的資產負債表受到重創，必須花費四百八十二億歐元協助銀行進行資本重整。總而言之，兩千兩百六十七億歐元的援助貸款當中，僅有一一%是用來解決希臘政府赤字與維護納稅人利益。

債券市場早已不再是希臘財政命運的主要仲裁者，但是它的重要性已取代三巨頭（國際貨幣基金、歐盟與歐洲央行）與歐洲各國政府。現在希臘政府仍必須與三巨頭協商自己的財政未來。這麼做有好有壞。<sup>11</sup>與歐洲金融穩定基金屬於非市場的貸款機構可以透過政治命令決定貸款

條件。二〇一〇年設定的條件相當苛刻。不過在二〇一二年春季，歐洲金融穩定基金以優惠條件提供雅典長期貸款。儘管主要債務金額依舊過高，但是每年的償債費用降低。另一方面，若缺乏民間債權人作為緩衝，希臘債務的政策考量將更為困難。如果對希臘讓步會傷害三巨頭，也就是會傷害歐洲其他國家納稅人的利益。協商的過程勢必困難重重，而且必定無法擺脫政治因素。這一切已無法避免。二〇一二年的債務重組並無法解決希臘政府無力償債的問題。重組的話題勢必會再度被提起。

二〇〇九年危機爆發時，希臘政府債務高達兩千九百九十億歐元。<sup>12</sup>之後債務攀升至三千五百億歐元。二〇一二年的協議公布之後，希臘債務減至二千八百五十億歐元。然而，在過渡期間，由於經濟衰退、歐元區危機與債權人要求採行的緊縮財政政策，導致希臘經濟硬著陸。二〇〇九年希臘的GDP大約為兩千四百億歐元，到了二〇一二年萎縮至一千九百一十一億歐元。<sup>13</sup>如果二〇〇九年希臘的債務無法支撐，那麼到了二〇一二年，即使官方債權人願意讓步，依舊於事無補。在此過渡期間，希臘的經濟已是千瘡百孔、面目全非。

二〇〇八年，希臘的失業率為八%，四年之後飆升至二五%。有一半的希臘年輕人沒有工作。在這個擁有一千萬人口的國家，有二十五萬人只能依靠由教堂經營的食物銀行和慈善廚房溫飽。此外，應三巨頭要求，希臘國會成為法令製造工廠。自二〇一〇年五月接受紓困之後，希臘國會總計通過二百四十八項法案，平均每三天通過一項。二〇一二年，不僅工會成員和希臘左派怒火中燒，法官、軍官和公務員更是群起激憤，抗議希臘淪為附屬國地位。希臘人甚至透過其他方式表達不滿和不信任。二〇一二年春季，資金撤離希臘銀行的規模更是前所未見。隨著二〇一二年五月大選逐漸逼近，歐元體系小心翼翼地挹注數十億歐元

現金到希臘銀行體系，以維持表象的穩定。總計當時有二百八十五億歐元的資金流入希臘，以掩蓋銀行擠兌的真相。<sup>14</sup>

五月六日，希臘人終於按捺不住，用實際行動表達他們的痛徹覺悟。<sup>15</sup>泛希臘社會主義運動黨長期以來與希臘民主轉型運動劃上等號，卻不幸在危機最嚴重的時期執政，國會大選的得票率從上一屆的四三．九％，大幅下滑只剩一三．二％。掀起新左派運動的激進左翼聯盟和希臘共產黨總計得票率是泛希臘社會主義運動黨的兩倍。至於右派政黨的部分，新民主黨的得票率從三四％降至一八％；信奉法西斯主義的金色黎明黨僅獲得七％的選票。然而，即使身為第一大黨的新民主黨可額外獲得五十個席位，依舊無法組成聯合政府。因此，依法在六月十七日再次進行選舉。這段期間，希臘形同無政府狀態。如今希臘仍未出現合法獲得人民授權的政府，因此關於歐元集團堅持如果希臘要續留歐元區就必須遵行的措施，無人能負起責任。蕭伯樂和其他歐洲政治人物表明，六月的希臘大選，等同是針對希臘是否續留歐元區的問題進行公投表決。<sup>16</sup>

## 西班牙債市恐慌

二〇一二年五月六日，不只有希臘人做出影響日後歐洲歷史發展的裁決。就在同一天，法國進行第二輪總統大選投票，選民捨棄薩科奇，選擇社會黨的法蘭西斯．歐蘭德（François Hollande）。<sup>17</sup>薩科奇承諾與德國站在同一陣線，但這並非是法國人民想要的。歐蘭德提議建立反特權、反銀行平台，並針對高所得者與金融交易課稅。<sup>18</sup>他承諾會重新協



商二〇一一年薩科奇簽訂的財政公約。新組成的法國政府認為，財政健全的關鍵不在於有可能適得其反的緊縮財政措施，而是在刺激成長。重要的是，不僅歐蘭德贏得法國總統大選。六月時，社會黨也贏得國民議會大選。<sup>19</sup>看來絕大多數法國選民並不認同薩科奇的願景，想要改變現狀。

德國左派也有同樣的想法。雖然德國社會民主黨曾共同擬定舉債煞車機制，但歐元區的災難性發展讓社會民主黨有所警覺。他們的民調支持度持續上漲，二〇一二年他們要求重點不應該放在債務與財政永續、而是經濟成長。這項訴求竟意外得到國際貨幣基金的支持。在墨西哥市舉行的二十國集團會議上，國際貨幣基金的演說簡報不斷提出「節約悖論」的概念，反映國際貨幣基金對財政政策思考的轉向。<sup>20</sup>二〇一二年夏季，國際貨幣基金的員工重新檢視二〇一〇春天歐元區危機爆發時所發表的預測，結果發現他們系統性地低估削減預算所引發的負面影響。危機爆發時，他們預估平均乘數大約是〇.五，但重新計算之後，二〇一〇至今為止的乘數超出一。<sup>21</sup>意思是，假設依據緊縮財政措施要求，每削減政府支出一歐元，經濟活動的縮減幅度將會超出一美元。政府支出占經濟活動的比例反而因此增加，而不像計畫期望的減少。國際貨幣基金的認錯令人震驚。不夠完善的經濟學理論，以及有缺陷的實證假設，導致國際貨幣基金推行不當的政策，摧毀南歐年輕世代的經濟前景。

德國保守派聯合政府也逐漸失去主導權。法國總統大選期間，梅克爾仍不改與薩科奇同盟的立場。她甚至不願象徵性的與挑戰財政公約的歐蘭德共同露面。這對歐蘭德或許是好事一件。如今德國必須在主要歐洲夥伴缺席下，守住原先的協定。<sup>22</sup>梅克爾在德國國內也遭遇挑戰，基督教民主聯盟與自由民主黨組成的聯合政府民意支持度下滑。二〇〇九

年第一階段危機與飽受批評的銀行紓困案公布之後，支持市場自由、抱持歐洲懷疑論的自由民主黨人氣大漲，之後與梅克爾組成聯合政府，但到了二〇一二年，支持度開始下滑。五月十三日，基督教民主聯盟在北萊茵—威斯特法倫邦（Nordrhein–Westfalen）面臨重大的地方選舉考驗。<sup>23</sup>這個地區有一千七百萬人口，國內生產毛額幾乎是希臘的三倍，是德國聯邦最大的一個州。這裡是魯爾河（Ruhr）的發源地，曾是重工業區，當中國、而非德國成為全球製造鋼鐵業的基地時，北萊茵—威斯特法倫邦不得不重新尋找自己在世界的新定位。北萊茵—威斯特法倫邦之所以提前舉行選舉，全是因為當地政府無法擬定出符合二〇〇九年聯邦政府推行舉債煞車機制的預算案。<sup>24</sup>對梅克爾而言，這場選舉如同一場災難。社會民主黨得票數大增，新成立的海盜黨（Pirates）順利進入地方議會，梅克爾的基督教民主聯盟得票率則是下滑至二六%。這是自德國聯邦成立以來，基督教民主聯盟創下最差的選舉結果。<sup>25</sup>

在此同時，西班牙爆發房地產危機，使得五月的歐洲政治局勢更加動盪不安。如同愛爾蘭一樣，西班牙也曾經歷全球最嚴重的房地產泡沫危機。不同之處在於，西班牙人口較多，超過四千五百萬，愛爾蘭僅有四百五十萬。危機爆發前，西班牙的經濟規模與德州相當。所以，西班牙的房地產泡沫危機並非小事。隨著房市崩盤，西班牙失業率大幅飆升。二〇〇七至二〇一二年歐元區的失業人口增加六百六十萬，其中有三百九十萬來自西班牙，占整體新增失業人口的六〇%。希臘的情況雖然也同樣慘重，但是相較之下失業人數少了許多，僅占歐元區新增失業人口的一二%。最悲慘的是，西班牙的年輕人失業率在二〇一二年夏季時飆升至五五%。<sup>26</sup>即使加上大規模的地下經濟活動，統計數據依舊令人失望。

和都柏林不同的是，在全球危機爆發的第一階段，立場偏向社會民

主的西班牙政府刻意隱瞞儲蓄銀行這類房貸放款機構正面臨危機的事實。<sup>27</sup>政府提供紓困基金，試圖掩蓋大筆壞帳。二〇一〇年，體質最脆弱的儲蓄銀行（其中有多家與西班牙的兩大政黨建立了密切的政商關係）整併成班基亞銀行（Bankia/BFA），新銀行的財務體質更不健全。自此之後，西班牙國內的儲蓄銀行數量由原本的四十五家減少為十七家，然而代價卻是創造規模更大、更危險的銀行。班基亞銀行的資產負債表高達三千二百八十億歐元，是西班牙GDP的三〇%。毫無意外地，儘管獲得全球投資銀行的支持，但是寄望全球投資人購買班基亞銀行股票的努力徹底失敗，令西班牙政府難堪。

二〇一一年十一月，危機到達高峰，西班牙工人社會黨（ Socialist Workers' Party ）宣布提前大選，結果將政權交給人民黨（People's Party）馬里亞諾·拉霍伊（Mariano Rajoy）領導的新保守派政府。沒人可以確定拉霍伊內閣是否真的清楚局勢的嚴重性。或許西班牙的基督教民主黨希望柏林能支持他們。但終究還是失望了，從此馬德里面對歐盟的態度也變得更加挑釁。<sup>28</sup>要求西班牙銀行提列新的備抵呆帳並無法穩定市場。二〇一二年春季，歐洲央行大規模挹注流動性，才勉強維持西班牙金融體系的運作。但是，維持流動性並無法改善班基亞銀行的償債能力。二〇一二年五月九日，班基亞銀行宣稱已接近破產邊緣，急需進行資本重整。五月二十五日，在新管理團隊接手下，此時班基亞銀行的增資金額達到一百九十億歐元。<sup>29</sup>如今西班牙經濟已陷入衰退，最不希望見到的就是再度爆發新一輪銀行危機，如果銀行紓困措施導致西班牙陷入類似愛爾蘭的銀行與主權債務的惡性循環，只會讓情況更為惡化。班基亞即將破產的新聞曝光之後，西班牙公債殖利率立即飆升至六%，甚至逼近七%大關，一旦突破這道關卡，西班牙的負債便會如雪球般愈滾愈大，因為隨著償債成本增加，預算赤字將急速膨脹。

二〇一二年五月，很明顯歐洲再度接近懸崖邊緣。周邊國家的債券市場殖利率不斷飆升。國際貨幣基金的數據顯示，僅是二〇一二年，歐洲政府和銀行必須展期與再融資的債務是GDP的二三%。<sup>30</sup>它們已無力應付因西班牙市場恐慌而導致的利率失控。

## 歐洲該解體，還是整合？

歐元區是否有必要進行全面性改革，這個問題在二〇一一年冬天至二〇一二年曾遭到梅克爾阻撓，但是隨著西班牙危機即將引爆，問題再度被搬上檯面。四月底，德拉吉在歐洲議會演說時呼籲要求擬定新的政治藍圖，採取進一步行動，建立財政聯盟。在此同時，法國新任總統與在羅馬危機四伏的蒙帝政府則是忙著協調。義大利殖利率已經高漲到危險程度，蒙帝希望歐洲各國共同合作解決問題。西班牙危機是否有可能造成情勢根本性的改變，或是德國是否有可能再次採取拖延戰術？如果梅克爾反對任何債務整併的協商，那麼她對銀行資本重整的問題是否會有更大的彈性空間？如果建立銀行聯盟，共同分擔銀行監理與紓困責任，是否就能找到化解歐元區危機的方法？

二〇一二年六月九日，歐元區財政首長都同意西班牙的情勢相當緊急，必須動用歐盟的資源提供一千億歐元的紓困資金。<sup>31</sup>但若要破除惡性循環，就必須另外成立獨立的歐洲銀行紓困基金，擁有足夠的資源可以直接介入，並進行銀行資本重整。如果援助西班牙銀行的基金是流向政府帳戶，將會陷入危機擴大的危險。二〇一二年六月十四日，穆迪將西班牙評等調降為Baa3，只比垃圾債券好一些，穆迪的決定無疑已證實

上述的疑慮。西班牙財政部長表示，歐盟未來的發展幾天之後便可知曉。他提醒柏林，當鐵達尼號沉沒時，「所有人的性命都會陪葬，包括頭等艙的乘客。」<sup>32</sup>確實，傷亡名單很可能會擴及到歐洲外。西班牙的情況與義大利不同，西班牙的危機有可能向外擴散。自二〇一〇開始，相同的情況便不斷重演，歐元區無力解決內部問題，最終歐洲成為全球的問題。

二〇一二年五月，蓋特納在美國財政部的通話記錄突然暴增，其中有數十通是打給布魯塞爾、國際貨幣基金與歐元區的財政首長。<sup>33</sup>五月十八至十九日，八大工業國組織高峰會在大衛營（Camp David）舉行，令人驚訝的是，歐巴馬、梅克爾和蒙帝另外召開長達兩個半小時的小組會議。二〇一一年十一月，二十國集團在坎城開會，歐元區議題主導整個會談。九個月之後，二十國集團在陽光普照的墨西哥度假勝地洛斯卡波斯（Los Cabos）內一棟封閉式度假中心舉行高峰會，歐洲議題仍是最重要的議程。全球的政策專家、政治人物與媒體逐漸認清事實：在當天，歐元區的問題不僅無法解決，而且有可能更加惡化。很明顯所有人都失去耐性。六月十九日的記者會上，記者向歐盟委員會主席巴洛索提問的內容太過挑釁，巴洛索當場情緒失控。一位加拿大記者問到歐元區對北美地區的威脅，巴洛索立刻提出反擊：「老實說，今天我們在這裡不是為了學習民主教訓或處理經濟問題……危機並非源自歐洲……既然你提到北美，那麼這場危機其實是源自於北美，我們大部分的金融業都因為……我該怎麼說，因為某些金融機構不合常規的經營而大受影響。」<sup>34</sup>巴洛索以這種自以為是的論調繼續說道，歐洲是一個民主社群，要找出正確的策略需要時間，二十國集團中某些國家甚至不是民主國家，歐洲要從他們身上學到什麼？

確實，舊統治集團態度頑強。但所有人都知道，歐洲需要援助。在

坎城會議期間，歐巴馬曾試圖透過薩科奇改變德國的立場，但功虧一簣，因為薩科奇不願冒著與梅克爾決裂的風險。二〇一二年夏季，華盛頓決定另闢新徑，採用其他戰術。二〇一二年初，義大利總理蒙帝訪問白宮，當時《時代》雜誌盛讚蒙帝是歐洲未來的救星。<sup>35</sup>儘管他是博科尼新古典經濟學派的教父，更是典型支持自由市場的義大利自由派，但現在他相信歐洲債券市場已經不值得信任。投機客評估義大利和西班牙債券時，考量的並非是這些國家特殊的財政情況，而是系統性崩潰的可能性。大家都在討論歐元的「重新估價風險」（注：[redenomination risk](#)，一國貨幣在通膨和貶值壓力下被重新估值的風險），若真的發生這件事，只能尋求集體解決方案。

為了說服歐元集團改變態度、採取行動，蒙帝需要盟友。華盛頓非常支持。不過真正具決定性影響的關鍵事件是二〇一二年五月梅科奇陣線正式瓦解。新上任的歐蘭德要求將重心放在刺激措施與經濟成長，但是法國財政部官員則傾向成立銀行聯盟。二〇一一年秋季，德克夏銀行破產，法國信用評等也面臨被調降的風險，投機炒作壓力倍增，因此他們不得不相信，若不採取風險分擔措施，沒有一個國家可以安然度過危機。<sup>36</sup>除了蒙帝和歐蘭德外，他們還將希望寄託在西班牙的基督教民主派總理拉霍伊身上，或許他可以成為第三位表態支持的人。拉霍伊並非有遠見的政治人物。確實，他常讓人感覺似乎從未真正理解西班牙情勢的嚴重性。不過可以預見的是，西班牙非常希望針對歐元區分裂的討論能就此打住。

在洛斯卡波斯高峰會的第二天，蒙帝和歐巴馬踩到地雷。與梅克爾進行一對一會談時，美國總統將義大利草擬的方案交給德國總理過目。<sup>37</sup>根據這份草案，歐洲各國必須採取合理且負責任的財政政策，歐洲央行應針對債券市場殖利率設定上限。如果殖利率超過債務永續的門

檻，就應該啟動干預機制，讓利率恢復正常。這是一種半自動化機制，無需三巨頭進行侵入性調查或監督。基於程序理由，梅克爾當場氣憤地拒絕討論，因為她還未與自己的官員預先釐清相關細節。她拒絕接受任何試圖模糊貨幣與財政政策界線的提案，不論這個提案是由誰提出。對德國人而言，歐洲央行的「自主性」是神聖不可侵犯的。頓時會談氣氛變得凝重，所有人都認為最好取消原本應歐巴馬要求、將於晚宴後召開的全體會議。該說的在私下會談時都已經說完了，所有人都不希望坎城的情景再次上演。

梅克爾再度阻止一次跨海合作的緊急行動。但是大西洋兩岸的壓力依舊有增無減。六月十七日，希臘選舉結果出爐，希臘政局撥雲見日，確定可以組成新政府，也讓所有人鬆了一口氣。泛希臘社會主義運動黨正式出局，選票流向右派的新民主黨與左派的激進左翼聯盟兩大集團。<sup>38</sup>對於反對三巨頭的選民而言，激進左翼聯盟是他們的首選。薩馬拉斯在六月二十日組成新政府，有政府總比沒有政府好。但是根據危機爆發後薩馬拉斯的表現來看，沒有人確切知道接下來會發生什麼事。他是否會實現承諾，遵守帕帕季莫斯執政期間簽訂的協議？答案依舊相當不明確。另一方面，針對希臘脫歐的可能性進行規劃的行動仍未停止。但無論如何，二〇一二年六月，希臘已經不再是眾人關注的焦點。如果無法擬定一致的集體行動計畫，西班牙將有破產危機，再下一個便是義大利。

為了率先發揮影響力，蒙帝和歐蘭德六月二十二日在羅馬開會，共同擬定「歐洲成長公約」（Growth Pact for Europe），包括各項投資與減稅計畫，總計達一千三百億歐元。他們很清楚，如今梅克爾處於劣勢，德國聯合政府的夥伴自由民主黨為了保全自己、爭取反歐盟選民的支持，決定退出梅克爾的歐洲政策。梅克爾被迫與反對黨社會民主黨合

作，此時社會民主黨正與法國社會黨協調一致的立場。<sup>39</sup>社會民主黨要求德國政府同意新的協議，以交換社會民主黨在國會的支持。六月二十六日，歐洲四巨頭（歐洲高峰會主席范榮佩、歐洲央行總裁德拉吉、歐盟委員會主席巴洛索、歐元集團主席容克）重新討論十二月時遭到德國否決的提案，此時梅克爾必須對抗的戰線更為複雜。四巨頭提議成立銀行聯盟，並由歐元區存款保險與一檔共同危機基金提供所需資金。他們還進一步提議，應共同發行債券。<sup>40</sup>不久之後梅克爾便做出回應。不到二十四小時，在與自由民主黨召開會議之際，梅克爾對外宣布：「只要我在世的一天，歐盟債務集體化就沒有實現的可能。」<sup>41</sup>在德國，反對提供額外紓困的聲浪逐漸升高。六月二十一日，德國聯邦憲法法院裁定，德國同意法國要求、提前在二〇一二年夏天成立歐洲穩定機制的做法，違反德國國會有權事先獲得徵詢的規定。至此梅克爾可以操作的空間愈來愈限縮。法院的裁決傳達明確的訊息：完全不可能走後門提供紓困。

二〇一二年六月二十八日，就在歐洲「深陷嚴重危機」之際，歐洲高峰會在布魯塞爾開會。<sup>42</sup>西班牙已接近懸崖邊緣。三天前，馬德里決定正式申請一千億歐元的援助，協助當地銀行進行資本重整與債務重組。為了避免引發危機，歐洲高峰會別無選擇，只能同意成立銀行聯盟。一旦建立完整的監理架構，未來各國銀行無需透過本國政府就可直接進行資本重整。幾天之後，針對這次危機擬定的結構性解決方案也正式出爐。沒多久，德國便同意提供西班牙銀行紓困，但必須進行嚴格的壓力測試。德國的這項決定具有重大意義。自二〇〇八年以來，歐洲終於承認，歐洲真正需要的不僅僅是建立財政聯盟，而是必須為歐洲金融業的健全共同負起責任。

然而，這依舊無法降低公債市場的高度不確定性。義大利和西班牙



的利率已分別逼近和突破七%，如今兩國已面臨生死交關。除非能穩定債券市場，否則兩國的財政就無法維持穩定。六月二十八日傍晚，蒙帝和拉霍伊強烈要求攤牌。<sup>43</sup>就在高峰會主席范榮佩即將向媒體宣布能讓所有人滿意的「成長公約」之前，蒙帝和拉霍伊公開表明，除非新的協議能解決主權債券市場的新問題，否則他們將投票反對。此舉無異是對梅克爾進行突襲。如果梅克爾不支持「成長公約」，那麼她在德國國會的處境將更為艱難。先前她承諾銀行紓困與債券購買等議題會堅守底線，如今恐怕不得不做出妥協。直到六月二十九日凌晨四點二十分，梅克爾終於決定讓步。在歷經十五小時的協商之後，巴洛索和范榮佩向媒體宣布，除了「成長公約」的內容達成協議之外，各國也同意，任何國家只要遵循十二月各國同意的財政治理原則，將可獲得歐洲穩定機制的紓困，解決政府債務問題。這是所有歐元區成員國都能享有的權利，不再像過去一樣必須接受羞辱的條件，請求三巨頭提供緊急援助。心情大好的蒙帝離開會議室之後說道，歐洲的「心理魔障」終於被打破。<sup>44</sup>

這確實是一大突破。但是在二〇一二年七月，不論是政治面或金融面，歐元區均面臨劇烈的變動。梅克爾的退讓無法安撫德國的保守派勢力。希臘新成立的政府仍被視為是麻煩製造者。此外，西班牙逐漸逼近危機爆發的臨界點。若要啟動債券市場援助計畫，歐元區成員國必須遵守預算赤字低於GDP三%的規定。西班牙距離這個目標仍相當遙遠。二〇一二年夏天，西班牙勉強將預算赤字占GDP的比例從一一.二%降為五.四%。歐元集團仍在研擬西班牙銀行資本重整的細節。西班牙銀行體系正面臨無聲的銀行擠兌危機，銀行同業拆款市場也已關閉，因此必須接受歐洲央行提供高達三千七百六十億歐元的融資貸款。<sup>45</sup>西班牙各地方政府也同樣陷入困境。七月，瓦倫西亞（Valencia）政府向中央政府求援，緊接著是加泰隆尼亞（Catalonia）。七月二十三日，西班牙十

年期債券殖利率上升到七.五%，信用違約交換飆升至六百三十三個基點。就在同一天，西班牙經濟部長路易斯·戴金多斯（Luis de Guindos）搭機前往柏林，期望獲得蕭伯樂的支持，協助穩定市場、並開放歐洲央行買進債券。戴金多斯警告，西班牙正面臨「金融即將崩潰」的風險。<sup>46</sup>但是蕭伯樂不願表態，他寧可支持所屬的基督教民主聯盟。如果要求德國立即同意買進債券，馬德里必須修正退休金制度，並承諾絕對會達成預算平衡。若想要得到德國的支持，就需遵守德國堅持的歐洲社會協議原則，這是必要的代價。事到如今，歐元問題依舊懸而未決。

三天之後，也就是七月二十六日星期四，德拉吉趕在奧運開幕前飛往倫敦，參加全球投資研討會（Global Investment Conference），這個研討會目的是推銷英國成為全球商業中心。不過，倫敦研討會的氣氛似乎不太友善。<sup>47</sup>在座談會上，莫文·金恩被安排在德拉吉之前發表演說，他公開表示，他不認為歐洲組成政治聯盟是可能的解決方法。日後德拉吉向一位好友透露：「我當時真的是忍無可忍。對解散歐元的所有說法真是太爛了。」他用義大利語說的話必定更加生動。<sup>48</sup>所以，德拉吉臨時決定更改講稿。他認為，市場必須理解歐洲正經歷的質變。歐元區成立之初或許結構並不完善，但是在危機爆發的壓力下已快速發展。全球市場必須意識到這樣的根本性改變正在重塑歐洲的面貌。自從二〇一一年十二月達成財政協議之後，二〇一二年六月召開的高峰會是重要的轉捩點，因為這是自二〇〇八年以來第一次所有領導人強力重申：

「化解當下危機的唯一辦法是建立更密切整合、而非更為鬆散的歐洲。」<sup>49</sup>歐洲整合機器再度向前推進。德拉吉希望更清楚地向全球市場傳達的訊息其實帶有政治意涵。「每當談到歐元區的脆弱或歐元區愈來愈脆弱，又或是關於歐元區危機的問題時，」他對著態度遲疑的倫敦市

民說道，「非歐元區的國家或領導人常常會低估投資在歐元區的政治資本。」這並非空話，因為「歐元區已經開始採取行動，也因為這些行動，一切已無法逆轉。」德拉吉還想傳達另一則訊息給投資人：「歐洲央行已經準備好在合法的權力範圍內盡一切可能維護歐元。」德拉吉停頓幾秒繼續說道，「相信我，這樣做就夠了。」

## 歷史性的演說

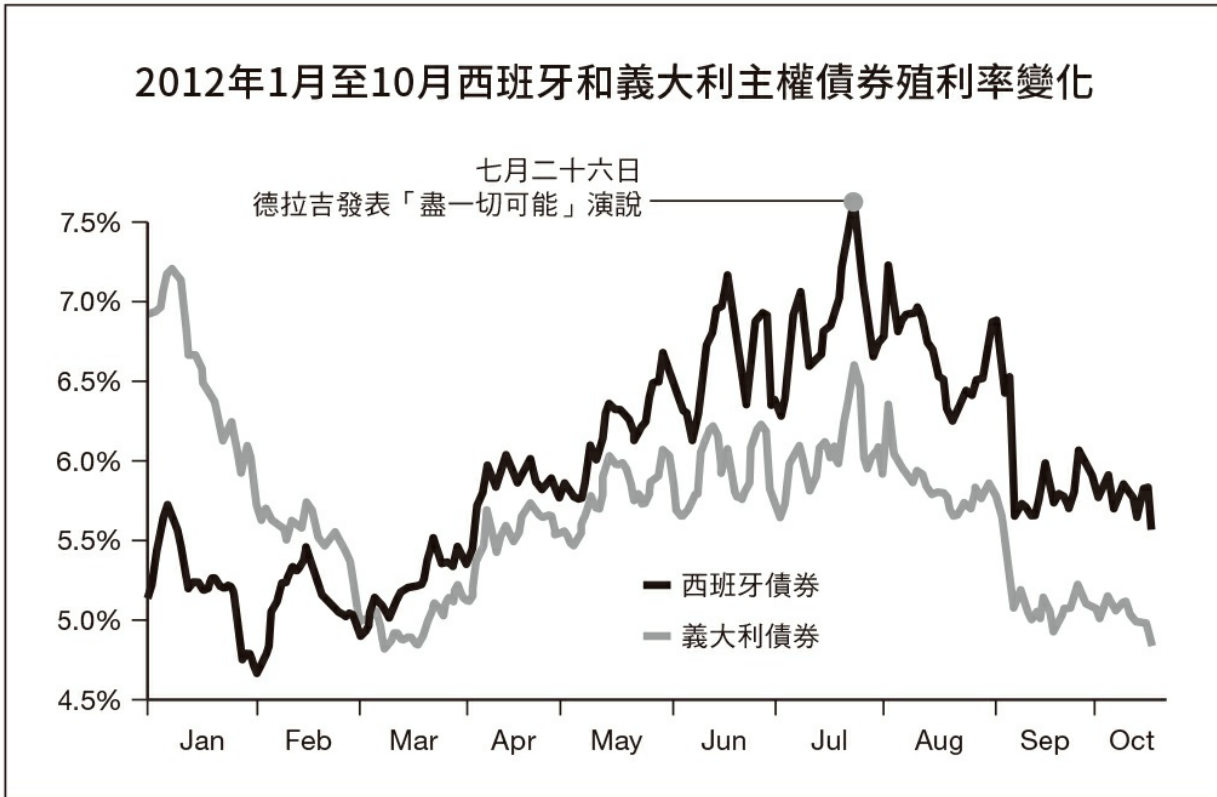
如今回頭再看，德拉吉發表「盡一切可能」的演說，被視為是歐元區危機的轉捩點。隨後市場立即回穩，多數經濟體質脆弱的債務國殖利率也紛紛下降。再也沒有人談論歐洲解體的話題。德拉吉的說明相當有感染力。一直以來，歐洲央行握有穩定市場的鑰匙，如今德拉吉終於轉動這把鑰匙。不過這只是後見之明。自二〇一〇年開始，歐洲央行政策方向的爭論並沒有因為德拉吉在七月二十六日發表這場演說告終。一開始德拉吉的調停介入也不一定有效，甚至時常失敗。然而，儘管德拉吉的演說內容並不是十分完整，但因為其他諸多因素，使得這場演說成為歷史性的轉捩點。

就在德拉吉發表演說後幾小時，所有人都了解這次演說的重要性，但是歐洲央行位於法蘭克福的總部卻感到相當困惑。一位歐洲央行的官員對路透社記者說道：「沒有人知道他會說這些話，真的沒有人知道。」<sup>50</sup>歐洲央行的公關部門與網站編輯事先並未取得可以提供媒體的講稿副本。德拉吉只有與幾位執行理事會成員約略討論他的計畫。但是考量到可能產生的後續影響，德拉吉決定不事先透露自己的決定，讓一

切變成既定事實攤在大眾面前。

德國央行總裁魏德曼和其他人一樣都是透過媒體才知道德拉吉的演說內容。沒有任何一位歐洲資本家事先得到警告，包括歐洲金融穩定基金負責人克勞斯·雷格林（Klaus Regling），他負責的機構在德拉吉的拯救計畫中扮演關鍵性角色。德拉吉「根本沒有想清楚，」某位在歐洲央行法蘭克福總部上班的員工說，「德拉吉的評論非常輕率。」正如路透社提到：德拉吉的「談話是一場賭博……但這場演說只是開始而已。」

如果德拉吉的演說是一種號召，那麼接下來誰會跟隨他就變得很重要。週末時，歐元集團主席容克也跟著附和德拉吉：「全球都在討論，未來幾個月歐元區是否依然存在。」他慷慨激昂地說道，如今歐洲已經「來到決定性時刻」。<sup>51</sup>容克提出警告，德國政府任由自己「因為國內政治圈對歐元問題爭辯不休而動彈不得」。在此同時，梅克爾、蒙帝和歐蘭德發表共同聲明，決心捍衛歐元的整合。為了完成歐元區的四邊聯盟，蒙帝對外宣布將搭車前往馬德里，與拉霍伊會面。



資料來源：Thomson Reuters, from Marcus Miller and Lei Zhang, “Saving the Euro: Self-Fulfilling Crisis and the ‘Draghi Put,’ ” in *Life After Debt* (Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, 2014), 227–241.

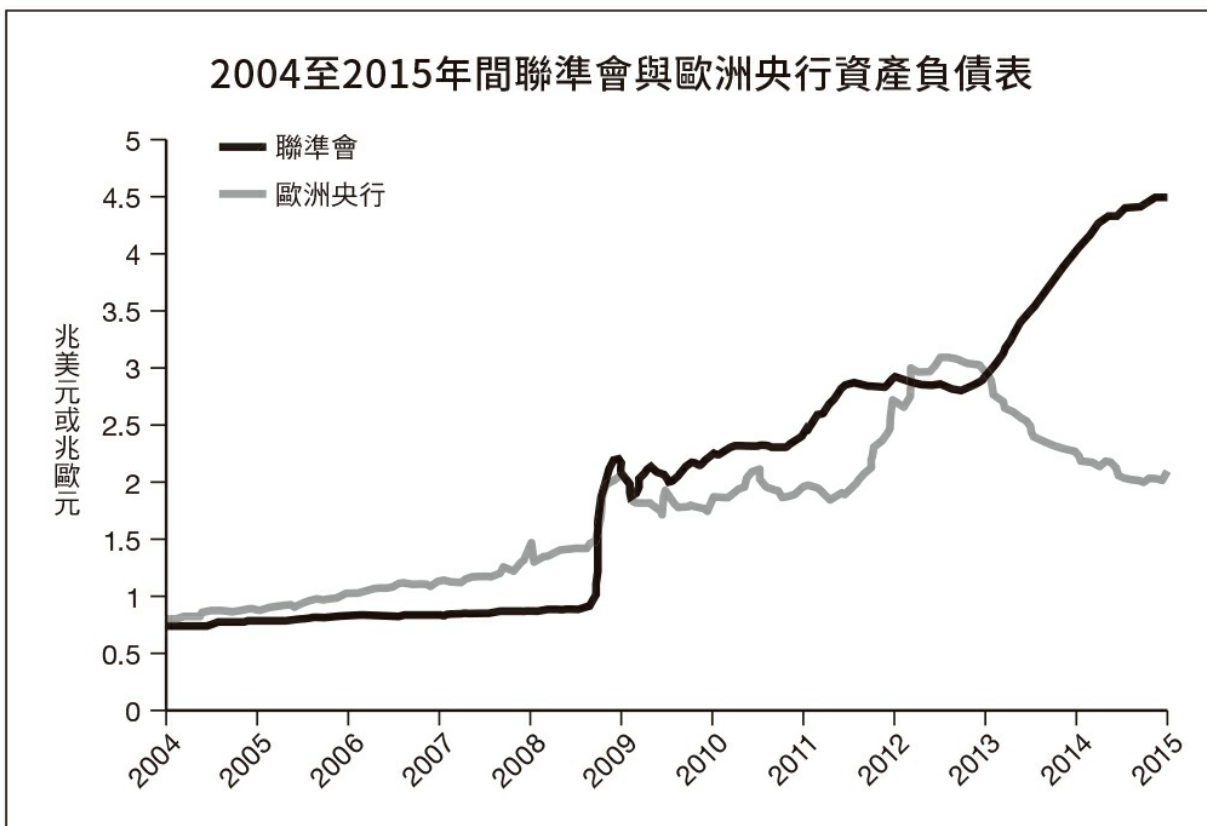
美國華府趁勢搭上德拉吉掀起的風暴。六月三十日星期一早上，財政部長蓋特納飛往歐洲，與正在敘爾特島（Sylt）度假的蕭伯樂會面。關於這次會談的結果，媒體的報導出現不同版本。有部分媒體報導雙方已達成協議，另有其他媒體指出德國拒絕妥協。<sup>52</sup>蓋特納擔憂德國仍在考慮將希臘踢出歐元區。他在回憶錄中寫道：「他們的想法是，如果任由希臘破產，就可以擁有更可靠的防火牆，建立更強大的歐洲。我認為這樣的論點令人憂心。」任由希臘自生自滅只會引發「嚴重的信心危機」。一旦資金逃離歐洲，「便再也無法逆轉」。蓋特納也無法理解：「為什麼德國選民認為拯救西班牙、葡萄牙或其他國家的感覺會好一點。」<sup>53</sup>與蕭伯樂會面之後，蓋特納順道在法蘭克福與德拉吉碰面。蓋

特納事後回憶說道，這次的會面結果反倒更讓人不安。德拉吉告訴蓋特納，他在倫敦發表演說時，感受到在場的避險基金經理人抱持著深沉的懷疑態度，因此他決定說出那些話。他明白，他必須撼動市場。如同蓋特納所說：「他只是察覺到現場的氣氛，然後決定在演說中加入那些內容，他完全是臨時起意脫口而出『我們會盡一切可能』之類的話。這真的太荒謬了……完全是臨場即興發揮……德拉吉完全沒有事先計畫就坦白說出自己的想法。」<sup>54</sup>蓋特納回到華盛頓之後，態度變得很悲觀，「我對總統說，我非常擔心，他也是……如果歐洲內爆，經濟很可能將再度陷入衰退，甚至再次引發金融危機。就如同許多權威意見領袖提到，我們不希望在選舉年發生這樣的結果，更不希望任何時候發生這樣的事。」<sup>55</sup>

事實上，原本德國強烈反對德拉吉的方案。<sup>56</sup>部分圈內人士相信，直到八月三十日德國政府與中國官方會面之後，梅克爾與蕭伯樂才願意做出承諾，支持歐洲央行的方案，力保希臘繼續留在歐元區。<sup>57</sup>中國國務院總理溫家寶清楚表明，歐洲主要國家，包括德國與法國，應對歐元的未來負起責任，若他們採取有效的行動，中國將會持續買進債券。<sup>58</sup>或許就這點來看，歐巴馬政府對於當下的處境再熟悉不過，戰線已被拉開，而且後續影響力更甚以往。一如既往，德國央行內部的通膨鷹派覺得歐洲央行抱持買進債券的想法感到不可思議。但是對梅克爾來說，只能兩害相權取其輕。對於西班牙而言，如果接受歐洲金融穩定基金的援助，將會引發更嚴重的政治和法律問題。<sup>59</sup>九月六日，德國央行對德拉吉的計畫投下唯一一張反對票以表達不滿。先前魏德曼氣憤難抑地要求與德拉吉會面，並鄭重向德拉吉表明，不要以為德國央行會在歐洲央行管理委員會上投下贊成票，他們必定會投下反對票。<sup>60</sup>不過，在梅克爾和蕭伯樂的支持下，大局已定。歐洲央行重新定位自己的角色，推出「直接貨幣交易」（Outright Monetary Transactions, OMT）計畫，在緊

急時刻有條件提供貸款。<sup>61</sup>但是這項承諾附帶非常嚴格的條件限制。唯有面臨危機的國家同意歐洲金融穩定基金所核准的緊縮財政措施與援助計畫，歐洲央行才會採取行動。相較於特里謝領導期間的無條件債券購買計畫，直接貨幣交易計畫設定更多條件限制來避險。

即使在德拉吉發表「盡一切可能」演說之後，歐洲央行依舊施行高度緊縮的貨幣政策。但是美國聯準會卻採取相反的操作。二〇一二年，美國經濟復甦力道疲軟，二〇一一年時極力反對進一步擴張貨幣政策的保守派勢力決定放手。九月十三日，聯邦公開市場委員會投票支持採取第三次量化寬鬆政策。<sup>62</sup>這是聯準會有史以來最寬鬆的貨幣政策。一開始，聯準會承諾每個月購買四百億美元的房利美和房地美債券。不同的是，直到聯準會認為「勞動市場前景有顯著改善」才會停止購買計畫。此外，聯邦公開市場委員會宣布，若失業率依舊高於六．五％、而且聯準會的通膨預估沒有高於二．五％時，聯準會就很有可能讓聯邦資金利率維持在接近於零的低點。二〇一二年十二月十二日，聯邦公開市場委員會宣布每月購買債券的金額從原本的四百億美元增加到八百五十億美元。由於第三次量化寬鬆政策並沒有設定期限，因此被大家戲稱為「無限量化寬鬆政策」（QEInfinity）。



資料來源：Fed, ECB.

柏南克在回憶錄中寫道：「和德拉吉一樣，我們也會對外宣稱會盡一切可能。」<sup>63</sup>不過，對於歐洲人而言，美國聯準會太仁慈了。二〇一二年九月德拉吉推出的直接貨幣交易計畫是一項有條件提升市場信心的措施。雖然有助於穩定市場、避免引發恐慌，但除此之外卻無助於刺激歐元區經濟成長。事實上，歐洲央行可以採取的措施相當有限。在德國保守派強力阻攔的情況下，歐洲根本不可能採取量化寬鬆政策。<sup>64</sup>由於歐洲經濟成長停滯，以及銀行紛紛進行減債，長期再融資計畫提供的貸款資金又再度回流至歐洲央行。在柏南克擔任主席期間，聯準會的資產負債表迅速膨脹，但歐洲央行的資產負債表卻持續緊縮，甚至回復到危機重重的二〇一一年秋季的水準。如今歐洲更接近二次衰退邊緣。



## 危機還沒結束

如果有人問歐元區危機的急性發病期何時會結束，德拉吉於七月二十六日發表的演說提供兩種可能的答案。其中之一是德拉吉說出口的答案：由歐洲政府投入大量政治資本，結束危機。成立新的政府組織或機制來結束危機：例如希臘債務重組、財政公約、銀行聯盟、歐洲金融穩定基金、歐洲央行的直接貨幣交易計畫等。那些不看好歐元未來的人，錯估歐洲各國政府的投資規模。這正是德拉吉極力想要釐清的重點。如同德拉吉所說，這是政治議題，必須嚴肅看待歐洲國家建立（state building）的議題。若問題無法及時獲得解決，歐洲人將會為此付出沉重代價。不過，歐洲一如既往，迂迴地朝向「更緊密整合的聯盟」目標前進。

不過，當天在倫敦聆聽德拉吉演講的絕大多數聽眾卻得出另一個答案。他們對歐洲的未來依舊抱持懷疑態度，對於歐洲政治的真實情況也毫無興趣。他們從德拉吉演講中聽到的既不是德拉吉極力想要傳達的重點，也不是歐洲政治必須徹底改革才有可能達成德拉吉的訴求。他們只聽到唯一一項簡單的訊息。德拉吉是一位相當有影響力的央行總裁，而且他承諾「會盡一切可能」。終於有歐洲政策制定者明白該怎麼做。他在倫敦對著一群投資人用英文說出符合「鮑威爾信條」的語言。當天德拉吉傳遞出來的訊息就是：歐洲終於「懂了」。

關於二〇一二年夏季的這場演講，上述的解讀提供另一種敘事角度，但完全與德拉吉原先的意圖背道而馳。事實上，「盡一切可能」演說是某種形式的投降。歐元區終於屈服於英語系經濟評論家長期以來的呼籲。如果歐洲央行及早採取聯準會的模式，如同歐巴馬在坎城會議上所說的話，便可避免歐元區危機陷入最嚴重的情況。如今德拉吉承諾的

正是蓋特納、柏南克和歐巴馬自二〇一〇年開始便極力鼓吹的：「採行我們的做法。」關於歐元區危機這道難解的問題，德拉吉，這位留學美國的經濟學家，曾擔任高盛副總裁，活躍於全球金融圈，也是柏南克好友，更是一位具國際化經歷、溫文儒雅的義大利人，而非視野狹隘、粗鄙的德國人，最後得出這樣的結論並非巧合。德拉吉公式（也就是美國公式）是自我應驗的預言。他說出一段神奇的咒語，結果市場立即回穩，歐元區因遲來的美國化（Americanization）而獲得拯救。

回顧自二〇〇七年起爆發的一連串危機，如果我們將時鐘停在二〇一二年秋天，北大西洋兩岸的金融危機劇情其實頗為相似。面對歷史上前所未見的危機，歐巴馬政府用自己的方式展現二十一世紀的霸權領導典範。雖然不如當年馬歇爾計畫那般具有急迫性，而且項目龐雜，但是最終的結果仍具有關鍵影響力。美國國內不僅藉由刺激方案與貨幣政策度過危機，同時透過審慎的外交操作與聯準會提供大規模的流動性，協助歐洲熬過第二次世界大戰以來最嚴重的危機。問題的答案就是美國化。美國經濟政策的擁護者大肆吹噓他們的成就。柏南克將自己的回憶錄取名為《行動的勇氣》（*The Courage to Act*）。極具戲劇張力的故事情節，反倒讓生性拘謹的歐洲領導人顯得畏縮。你絕對想不到，一位曾是學術界知名經濟學家的央行總裁，會使用類似的語言撰寫回憶錄。二〇一二年，隨著市場的穩定，更多學術著作接二連三出版，回應整體環境的樂觀氣氛。當時出版的書籍包括：《現況危機》<sup>65</sup>和《金融體系發揮功效》。<sup>66</sup>全球經濟安然度過危機，美國成為新的自由主義霸權。歐洲重新踏上自一九四七年開始、在美國指引之下所採取的歐洲美國化發展策略。大西洋兩岸的學術評論圈開始有大量學者投入研究，將歐洲近年的整合努力與美國的歷史進程進行比較。當前的歐洲究竟仍處於費城時期或即將進入漢彌爾頓時刻？<sup>67</sup>

如果你將時鐘停留在二〇一二年十一月，並刻意忽略二〇一〇年美國支持第一輪「拖延與駝鳥心態」策略時的尷尬處境，或許你會認為這樣的研究角度很合理。就美國的脈絡來看，上述的敘事角度同樣是高度政治導向。就如同蓋特納所說的，二〇一二年是美國的選舉年。如果成功遏止金融危機與歐洲問題的擴散，民主黨便能獨攬功勞。自二〇〇八年以來，共和黨在國會的行為雖然不至於產生危險，卻是處處刁難。二〇一二年歐巴馬為了競選連任，必須全力拉抬自己的選情。二〇〇八至二〇〇九年總統大選期間，面對小布希總統任期差強人意的政績，歐巴馬的競選演說刻意保持節制與中肯。到了二〇一二年，卻是毫無保留地大肆宣傳美國優越論（exceptionalism）。「每到一個地方，我都看到美國的優越性，從倫敦到布拉格、東京、首爾、里約和雅加達。」二〇一二年夏天他對空軍官校的學生說道：「大家對我們的領導力重拾信心……（美國依舊）是調解國際事務不可或缺的國家……我看到美國世紀的來臨，因為沒有任何一個國家可以取代我們在全球事務所扮演的角色。」<sup>68</sup>從國際經濟政策角度觀察，二〇一二年十一月歐巴馬順利連任、柏南克推行第三次量化寬鬆政策、再加上德拉吉發表的演說，均使得上述的敘事觀點成為最終定案。中間派自由主義的危機管理勝出。在美國主導的新世紀，多元化、全球開放與技術官僚務實主義同時並進。

但是，採取這種大和解式敘事來描述危機的化解過程，其實掩蓋大西洋兩岸潛藏的深層緊張關係。歐洲化解歐元區分裂的危機。德拉吉是對的。危機爆發之後，關於建立歐洲國家的問題確實已到了關鍵階段，但必須付出高昂的經濟與政治代價。義大利和希臘政府已經破產，愛爾蘭和葡萄牙正接受三巨頭監督，西班牙僥倖逃過一劫。歷經兩年的焦急不安，嚴重的主權債券危機已經解除，但是消費者和企業的信心受到重創。失業率因歐元區需求疲軟而居高不下。財政政策在德國要求預算平

衡的情況下更加緊縮。但是，在歐洲大陸總體需求大幅萎縮的期間，德國的貿易盈餘卻持續攀高。這時如果可以做什麼的話，需要的是更積極主動的貨幣政策。然而，防止債券市場出現恐慌是一回事，刺激歐元區經濟成長又是另一回事。與聯準會不同的是，德拉吉沒有命令權。隨著社會傷害加深、屈辱感的累積，全歐洲會如何反應？不僅「受害者」不滿，德國保守派對梅克爾決定妥協的說詞更是感到憤恨不平。被視為歐元救星的德拉吉面臨德國媒體強烈的敵意和質疑。除非能化解德國國內的歐洲懷疑主義，否則很難實現德拉吉在倫敦演說時所提出的極具企圖心的整合與國家建立計畫。

在美國，歐巴馬連任成功或許能激勵他的追隨者。但是他所謂的美國世紀究竟包含哪些想法？優先事項是什麼？歐巴馬第一個總統任期忙著收拾小布希政府的爛攤子與應付危機。但危機真的結束了嗎？即便真的結束了，美國的未來就能因此一帆風順？或是，在成功度過危機之後，美國是否也面臨二〇〇六年促使剛當選參議員的歐巴馬決心參與成立漢彌爾頓計畫時所面臨的相同挑戰，而且這些挑戰將持續擴大與惡化？至於外交政策，自歐巴馬第二個總統任期開始，關於美國是否應退出國際事務，以及美國擁有的國際權力基礎等問題，便持續引發激烈辯論。<sup>69</sup>至於經濟政策，也引發諸多質疑聲浪。政府是否已做出足夠的改變，降低危機發生的可能？金融體系內部的緊張關係是否已獲得解決，或者依舊存在？雖然政府成功避免發生另一次大衰退，但是否因此產生反效果，消除刺激全面改革的誘因？<sup>70</sup>諷刺的是，所有看壞未來的預言家當中，聲量最大、最具說服力的，就是曾任柯林頓財政部長、後來直到二〇一〇十二月都擔任歐巴馬首席經濟顧問的賴瑞·桑默斯。歐巴馬贏得連任之後的十二個月，亦即二〇一三年十一月，桑默斯在一場由國際貨幣基金舉辦的活動上提出警告，「我從這次危機學到的教訓，以及

我得到最重要的啟發是，直到危機確定結束時才算是真正的結束，但時間絕對不是現在。不過，我必須說，全世界還沒有完全接納這樣的看法。」<sup>71</sup>當時的他還不知道這段話說的完全正確。

- 
- 1 K. Hughes and L. Rojas, “G20 Pushes for Extra Steps from Europe on Crisis,” January 21, 2012, <http://www.livemint.com/Politics/JVBm6ECqt9oBlHCDCRZ2L/G20-pushes-for-extra-steps-from-Europe-on-crisis.html>.
  - 2 “IMF Note on Global Economic Prospects and Policy Changes,” February 25, 2012, <https://www.imf.org/external/np/g20/022512.htm>.
  - 3 S. Böll et al., “European Politicians in Denial as Greece Unravels,” Spiegel Online, January 30, 2012.
  - 4 P. Spiegel, “Inside Europe’s Plan Z,” Financial Times, May 14, 2014.
  - 5 B. McLannahan and K. Hille, “China and Japan Unite on IMF Resources,” Financial Times, February 19, 2012.
  - 6 S. Foxman, “European Firewall Capacity Raised to €800 Billion,” Business Insider, March 30, 2012, <http://www.businessinsider.com/european-firewall-capacity-raised-to-800-billion-2012-3>.
  - 7 關於二〇一二年年初希臘協商的精彩分析，請參考：K. H. Roth, *Greece: What Is to Be Done?* (Winchester: Zero Books, 2013).
  - 8 G. Wiesmann and Q. Peel, “Berlin Split on Bail-out for Greece,” Financial Times, February 16, 2012.
  - 9 The following is based on J. Zettelmeyer, C. Trebesch and M. Gulati, “The Greek Debt Restructuring: An Autopsy,” *Economic Policy* 28, no. 75 (2013), 513– 563.
  - 10 Y. Mouzakis, “Where Did All the Money Go?,” Macropolis, January 5, 2015, <http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the-agera.2080>.
  - 11 For the following, J. Schumacher and B. Weder di Mauro, “Diagnosing Greek Debt Sustainability: Why Is It So Hard?,” *Brookings Papers on Economic Activity* (2015).
  - 12 CADTM, “Evolution of the Greek Public Debt During 2010– 2015,” <http://www.cadtm.org/Evolution-of-the-Greek-public-debt>.
  - 13 FRED, “Current Price Gross Domestic Product in Greece,” <https://fred.stlouisfed.org/series/GRCGDPNADSMEI>.

- 14 Spiegel, "Inside Europe's Plan Z."
- 15 E. Dinas and L. Rori, "The 2012 Greek Parliamentary Elections: Fear and Loathing in the Polls," *West European Politics* 36, no. 1 (2013), 270– 282.
- 16 P. Spiegel, "Greeks Urged to Run Poll as Vote on Euro," *Financial Times*, May 17, 2012.
- 17 B. Clift, "Le Changement? French Socialism, the 2012 Presidential Election and the Politics of Economic Credibility Amidst the Eurozone Crisis," *Parliamentary Affairs* 66, no. 1 (2013), 106– 123; and N. Hewlett, "Voting in the Shadow of the Crisis: The French Presidential and Parliamentary Elections of 2012," *Modern & Contemporary France* 20, no. 4 (2012), 403– 420.
- 18 F. Hollande, *Le Changement C'est Maintenant* (Paris: Libération, 2012).
- 19 S. Erlanger, "Socialists' Victory in France Buttresses Hollande's Power," *New York Times*, June 17, 2012.
- 20 C. Ban, "Austerity Versus Stimulus? Understanding Fiscal Policy Change at the International Monetary Fund Since the Great Recession," *Governance* 28, no. 2 (2015), 167– 183.
- 21 D. Leigh and O. J. Blanchard, "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers" (IMF Working Paper 13/1, Washington, DC, 2013).
- 22 C. Luther, "Mit Hollande wird es Merkel nicht leicht haben," *Die Zeit*, May 16, 2012.
- 23 S. Bajohr, "Die nordrhein-westfälische Landtagswahl vom 13. Mai 2012: Von der Minderheit zur Mehrheit," *Zeitschrift für Parlamentsfragen* (2012), 543– 563.
- 24 "Landtag beschließt Neuwahlen in NRW," *Die Zeit*, March 14, 2012.
- 25 "Ein Sommer ohne Sonne," <http://cicero.de/innenpolitik/ein-sommer-ohne-sonne/51299>.
- 26 Economic Research St. Louis Fed, "Spain: Unemployment and the Crisis," <https://research.stlouisfed.org/dashboard/770>.
- 27 A. Cárdenas, "The Spanish Savings Bank Crisis: History, Causes and Responses" (IN3 Working Paper Series, 2013); Santos, "Antes del Diluvio" (2017) 不可錯過這篇文章: T. Santos, "El Diluvio: The Spanish Banking Crisis, 2008– 2012," manuscript (2017), Columbia Business School, Columbia University.
- 28 F. Ortiz, "Newsmaker Rajoy Leans on Abrasive Economist in Spanish Crisis," *CNBC*, October 25, 2012, <https://www.cnn.com/id/100046357>.
- 29 V. Mallet and M. Johnson, "The Bank That Broke Spain," *Financial Times*, June 21, 2012.
- 30 IMF, "Global Economic Prospects and Policy Changes," February 25– 26, 2012, <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/022512.pdf>.
- 31 R. Minder, N. Kulish and P. Geitner, "Spain to Accept Rescue from Europe for Its Ailing Banks," *New York Times*, June 9, 2012.
- 32 G. Tremlett, "Spain Issues Dramatic Messages of Impending Eurozone Doom," *Guardian*, June 14, 2012.

- 33 J. Pisani-Ferry, “Tim Geithner and Europe’s Phone Number,” Bruegel, February 4, 2013.
- 34 “G20 Summit: Leaders Alarmed over Eurozone Crisis,” BBC News, June 19, 2012.
- 35 “Can This Man Save Europe?,” Time, February 20, 2012.
- 36 N. Véron, “Tectonic Shifts,” Finance & Development 51, no. 1 (March 2014).
- 37 Spiegel, “If the Euro Falls, Europe Falls.”
- 38 Dinas and Rori, “The 2012 Greek Parliamentary Elections.”
- 39 Michael Kaczmarek, “SPD-Troika: Fiskalpakt nicht antasten, aber ergänzen,” May 15, 2012, <http://www.euractiv.de/section/wahlen-und-macht/news/spd-troika-fiskalpakt-nicht-antasten-aber-erganzen/>.
- 40 Bastasin, Saving Europe, Kindle location 8460.
- 41 D. G. Smith, “Merkel’s Hard Line ‘Could Kill the Euro,’ ” Spiegel Online, June 28, 2012.
- 42 J. A. Emmanouilidis, “The Prospects of Ambitious Muddling Through,” July 2, 2012, [http://www.epc.eu/documents/uploads/pub\\_2765\\_post-summit\\_analysis\\_-\\_2\\_july\\_2012.pdf](http://www.epc.eu/documents/uploads/pub_2765_post-summit_analysis_-_2_july_2012.pdf).
- 43 Spiegel staff, “German Dominance in Doubt After Summit Defeat,” Spiegel Online, July 2, 2012.
- 44 C. Volkery, “Monti’s Uprising,” Spiegel Online, June 29, 2012.
- 45 “Spanish Bank Borrowings from ECB Continue Parabolic Rise,” August 14, 2012, <http://www.zerohedge.com/news/spanish-bank-borrowings-ecb-continue-parabolic-rise>.
- 46 S. P. Chan and R. Cooper, “Debt Crisis: As It Happened,” Telegraph, July 24, 2012.
- 47 A. Monaghan, “Sir Mervyn King Admits Policymakers Made ‘Major Mistakes’ in Financial Crisis,” Telegraph, July 27, 2012.
- 48 德拉吉向一位朋友透露時所使用的義大利語必定是更生動，可參考：Bastasin, Saving Europe, Kindle location 8731. 德拉吉前往倫敦前幾星期，艾斯繆森特別提到英語世界對於歐元案的敵意與不理解，請參考：J. Asmussen, “Building Trust in a World of Unknown Unknowns— Central Bank Communication Between Markets and Politics in the Crisis,” speech at the European Communication Summit 2012, Brussels, July 6, 2012.
- 49 ECB, “Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi,” July 26, 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- 50 關於此段與以下內容，請參考：P. Carrel, N. Barkin and A. Breidhardt, “Special Report: Inside Mario Draghi’s Euro Rescue Plan,” Reuters, September 25, 2012.
- 51 “No Time to Lose,” Spiegel Online, July 30, 2012.
- 52 ‘Schäuble Unmoved by Geithner’s Pleas,’ Deutsche Welle, July 31, 2012; and G. Heller, “Geithner, Schaeuble Discuss Euro on Windy German Island,” Reuters, July 30, 2012.
- 53 Geithner, Stress Test, 483.

- 54 “Draghi’s ECB Management: The Leaked Geithner Files.”
- 55 Geithner, Stress Test, 483.
- 56 P. Carrel, N. Barkin and A. Breidhardt, “Special Report: Inside Mario Draghi’s Euro Rescue Plan,” Reuters, September 25, 2012.
- 57 Gammelín and Löw, Europas Strippenzieher, 96–97.
- 58 Gammelín and Löw, Europas V. Pop, “China Urges Germany and France to Solve Euro-Crisis,” August 30, 2012, <https://euobserver.com/china/117376>.
- 59 D. Lombardi, “The European Central Bank’s Bond Buying Program,” September 25, 2012, <https://www.brookings.edu/opinions/the-european-central-banks-bond-buying-program-is-berlin-the-greatest-beneficiary/amp/>.
- 60 Bastasin, Saving Europe, Kindle locations 8910– 8912.
- 61 ECB, “Technical Features of Outright Monetary Transactions,” September 6, 2012, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).
- 62 二〇一二年九月十三日聯邦市場公開委員會記者會  
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20120913.htm>.
- 63 Bernanke, Courage to Act, 532.
- 64 A. Hall, “EU Summit: How Germany Reacted to Merkel’s ‘Defeat,’ ” Telegraph, June 30, 2012.
- 65 E. Helleiner, The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown (Oxford: Oxford University Press, 2014).
- 66 D. W. Drezner, The System Worked: How the World Stopped Another Great Depression (Oxford: Oxford University Press, 2014).
- 67 首先是湯瑪斯·薩金特 (Thomas J. Sargent) 在二〇一一年十二月發表的諾貝爾獎得獎演說。T. J. Sargent, “Nobel Lecture: United States Then, Europe Now,” *Journal of Political Economy* 120, no. 1 (2012), 1– 40. 也可參考: H. James and H.-W. Sinn, “Mutualisation and Constitutionalisation,” *Vox EU*, February 26, 2013.
- 68 “Obama: US ‘The One Indispensable Nation in World Affairs,’ ” May 23, 2012, [http://www.voanews.com/a/obama\\_tells\\_air\\_force\\_academy\\_us\\_is\\_one\\_indispensable\\_country\\_world\\_affairs/940158.html](http://www.voanews.com/a/obama_tells_air_force_academy_us_is_one_indispensable_country_world_affairs/940158.html).
- 69 S. G. Brooks, G. J. Ikenberry and W. C. Wohlforth, “Don’t Come Home, America: The Case Against Retrenchment,” *Quarterly Journal: International Security* 37, no. 3 (Winter 2012–2013), 7– 51; and S. M. Walt, “More or Less,” <http://foreignpolicy.com/2013/01/02/more-or-less-the-debate-on-u-s-grand-strategy/>.
- 70 B. Eichengreen, Hall of Mirrors.
- 71 <https://www.facebook.com/notes/randy-fellmy/transcript-of-larry-summers-speech-at-the-imf-economic-forum-nov-8-2013/585630634864563/>.



## PART IV 餘震

## 第19章 瘋狂美國

二〇〇八年銀行危機期間，美國汽車產業連帶受到衝擊。由於銷售慘跌，通用汽車（GM）和克萊斯勒（Chrysler）不支倒地。二〇〇八年十二月，兩黨爭鬥不休的國會否決緊急援助方案。然而，不論是布希或歐巴馬都認為，不能任由通用汽車和克萊斯勒倒閉。他們將原本提供給銀行的紓困基金，用來拯救象徵美國工業實力的兩大巨頭。二〇一三年，通用汽車和克萊斯勒終於轉虧為盈。如同其他美國企業一樣，它們安然度過風暴，以美國企業常見的方式熱烈慶祝自己的反敗為勝：在二〇一四年二月世界杯足球賽期間，重金買下廣告時段，引發消費大眾熱烈討論。它們希望能搶占各大新聞版面，因此將這重責大任交給了一個人。它們邀請雙頰削瘦、足以彰顯美國獨特文化的詩人巴布·狄倫（Bob Dylan）負責腳本、導演與演出這支廣告短片。廣告以霍普式寫實影像（注：[Hopperesque noir](#)，霍普式寫實影像是指像美國二十世紀初期的繪畫大師愛德華·霍普〔Edward Hopper〕的風格，他最著名的作品是《夜遊者》〔*Nighthawks*〕，描繪在夜間一間還在營業的餐廳）為背景，由狄倫口述旁白，大力宣揚國家主義，整體而言實在是一部令人不敢恭維的庸俗作品：

這世上還有什麼比美國更加美國化的事物？因為你無法進口原創的想法。你無法假造真實的酷。

你無法複製遺產。因為底特律創造的是全球最頂尖的產品，它是其他地方的靈感來源。

是的.....底特律生產汽車。汽車業形塑了美國。生產最好的、最精緻的產品，並對此深信不疑。

你無法進口生產線上每位男性與女性的內心與靈魂。

你可以在全世界搜尋更精緻的事物，但是你絕對找不到足以與美國道路以及行駛於其上的生物相匹敵的事物。

因為我們相信活力熱情、放聲大笑，以及精力充沛。這裡所生產的汽車，是你無法從其他地方進口得到的。這是美國的驕傲。所以，讓德國人釀造你喝的啤酒，讓瑞士人製造你的手表，讓亞洲人組裝你的電話。

我們.....會生產.....你的汽車！<sup>1</sup>

正因為觀眾都想猜想得到廣告拍攝完成的地方在底特律，因此狄倫的旁白更能引起大眾的共鳴。但如果說美國汽車業成功起死回生，汽車城就沒那麼幸運了。

歷經戰後的黃金期，如今的底特律已經陷入長期的衰退。在高峰期，底特律擁有一百八十萬人口，其中有五十萬人是非裔美籍。受到去工業化與一九六七年暴動引發的白人逃亡潮等衝擊，二〇一三年底特律都市核心地區的人口縮減至六十八萬八千人，其中有五十五萬是非裔美籍。這群人被遺棄在實際上已成廢墟的城市，背負著數百億美元的債務。曾經讓這座城市成為全球工業重地的工廠紛紛倒閉，底特律陷入失業率高升、種族弱勢，以及危險的掠奪式融資的惡性循環。<sup>2</sup>二〇一三年，三六%的底特律人民生活在密西根州已屬偏低的貧窮線之下。失業率高達一八%。這座城市正是落入惡性循環的極端案例，公部門與民間部門金融危機相互影響。二〇〇五年，底特律的所有房貸中，六八%為次級房貸。<sup>3</sup>隨後危機席捲全美，有六萬五千戶房屋遭到法拍。其中有

三萬六千四百戶因被評估為不值錢而遭到廢棄，當時全美總計有十四萬戶被列為「破敗房屋」（blighted properties）。為了避免引發骨牌效應，底特律市政府決定全數拆除。雖然州政府和聯邦政府提供拆屋補助，但底特律總計支出一億九千五百萬美元，此外稅收損失更高達三億美元。<sup>4</sup>底特律市完全無力承擔。底特律任命一位緊急狀態管理人（emergency manager），他代表底特律政府在二〇一三年六月申請破產保護，當時底特律總負債高達一百八十億至兩百億美元之間。這是美國史上規模最大的城市破產案。<sup>5</sup>

正如所有觀眾在巴布·狄倫廣告短片中所看到的，底特律是極端的案例，但並非唯一。全美國曾是工業重地的城市和鄉鎮都在掙扎求生，有些同樣申請破產保護。二〇一一年，美國知名的鋼鐵工業城伯明罕市所在的阿拉巴馬州的傑佛遜縣（Jefferson County）申請破產保護。二〇一二年，則是輪到加州的史塔克頓（Stockton）與聖貝納迪諾（San Bernardino）。這些行政區域不僅治理不佳，同時還受到全美福利制度幾近崩潰、經濟陷入長期衰退，以及房地產泡沫衝擊等因素的拖累。這些地區的情況與位在北方、處於後工業時代的底特律不盡相同。但隨著一個個城市陷入破產，意味著過去的美國夢如今成為惡夢，這樣的轉變讓人難以承受。

然而，這並非新聞。在一九七〇年代末期，布魯斯·史普林斯汀（Bruce Springsteen）便曾推出一張哀悼後工業美國時代的專輯。<sup>6</sup>二〇〇六年，歐巴馬提醒那些負責漢彌爾頓計畫的學者，「包括伊利諾州的迪凱特、蓋爾斯堡等地居民」的生活正面臨嚴酷考驗，「這並不是一段兵不血刃的過程。」他說道。然而，在歐巴馬第一個任期，多數經濟政策的目標並非解決這些地方的憂慮，挽救華爾街與全球經濟才是當時政府的首要戰鬥目標。二〇一一年爆發的抗議運動與不平等問題的政治化，

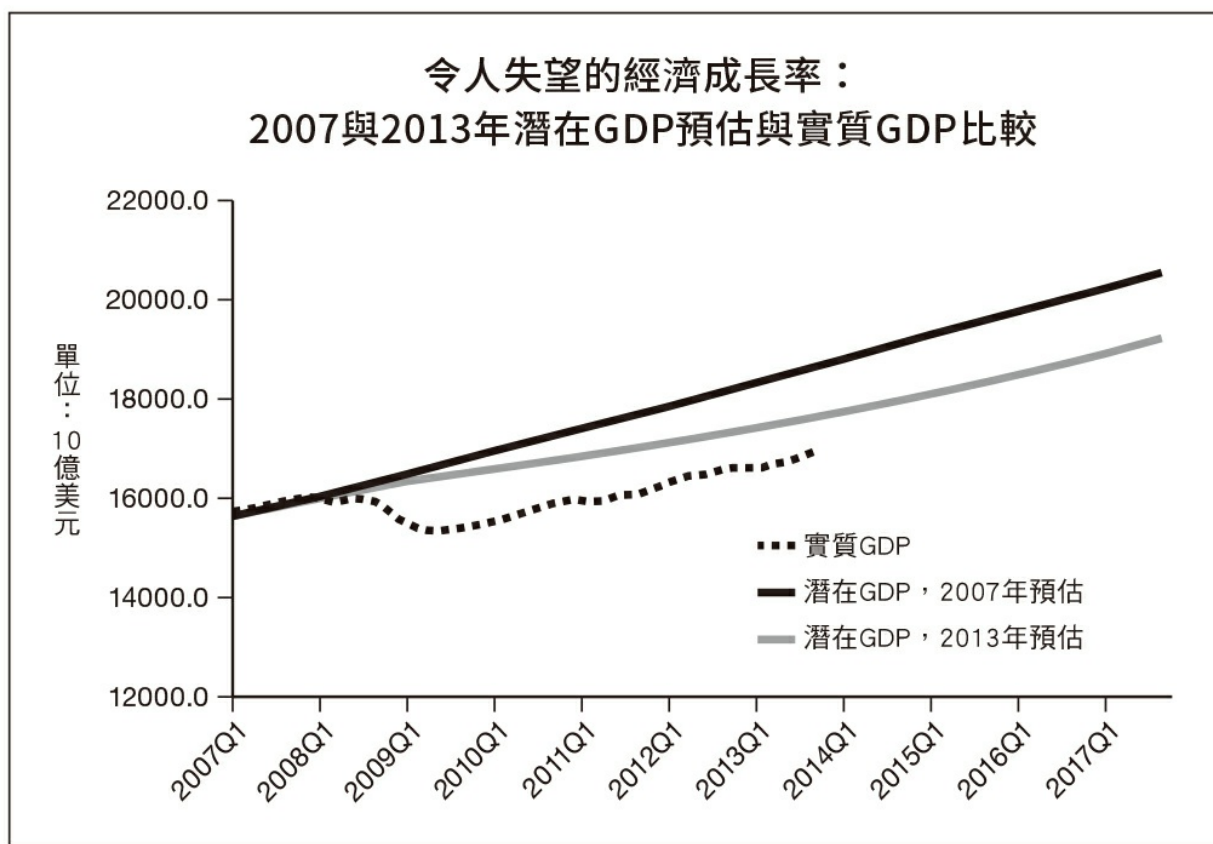
改變對話的內容。不過，直到歐巴馬連任後的第十八個月，也就是二〇一二年十一月，美國國內問題的惡化達到新高點。<sup>7</sup>金融危機不再是政府主要關注的議題，早在二〇〇〇年代初期中間派自由主義者便相當憂心美國未來的長期走向，當時覺得這一切都顯得不太「正常」，如今類似的感受再度襲來。

該有的經濟反彈呢？

其中一項意料之外的徵兆是二〇一三年十一月桑默斯在國際貨幣基金發表一場帶有警告意味的演說。<sup>8</sup>他的演說主題是經濟復甦與令人失望的反彈速度。美國人或許可以開心慶賀他們比歐洲還早擺脫經濟衰退，他們也有權這麼做。自二〇一〇年以來，歐洲的經濟數據可說是每況愈下。不過，美國經濟復甦的速度同樣是史上新低。在景氣循環的「擺動模式」（plucking model）下，二〇〇八年慘痛的金融危機之後，經濟應當會出現強勁反彈。二〇〇九至二〇一〇年，經濟復甦的力道確實穩健，但自此之後成長再度趨緩。原本該有的「反彈」去了哪裡？究竟是哪裡出錯？

傳統觀點認為，美國正承受異常嚴重的金融危機所產生的後續效應。這並非尋常的景氣循環。市場和資產負債表需要足夠的時間才有可能恢復正常。<sup>9</sup>像是萊茵哈特與羅格夫等經濟學家強烈主張採取財政限制的措施，避免發生上述的情況。如果能成功避免債務泡沫與過度膨脹，便能逃脫破產的命運。但是，包括克魯曼等凱因斯學派的經濟學家堅稱，原本一切並不會有問題，卻因為過早採取緊縮財政措施，導致經

濟趨緩，事實上根本沒有必要。克魯曼簡潔有力地寫道：「一切的錯誤就是從二〇一〇年開始。」<sup>10</sup>全球轉向萊茵哈特與羅格夫大力鼓吹的緊縮財政措施，導致經濟復甦陷入令人不安的低迷狀態。之後柏南克採取量化寬鬆政策雖然能產生某些平衡作用，卻仍無法完全彌補總體需求的落差。



資料來源：摘錄自L. H. Summers, “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics* 49, no. 2 (2014): 65–74. Data: CBO.

這正是自二〇〇九年以來眾人早已耳熟能詳的經濟政策辯論概況，而且這樣的辯論歷時多年。然而，這些經濟學家並沒有意識到另一個更深層、更嚴重的問題正傷害美國經濟與其支撐的社會。桑默斯二〇一三年十一月在國際貨幣基金向台下觀眾提出的假設讓人難以理解，也相當

陌生；事實上更讓人感到突兀的是，總愛自誇、而且絕對自信的桑默斯竟然坦承：「這或許聽起來很瘋狂，而且我也完全沒有這個權利。」然而，根據數據顯示，真正要問的問題應該是：如果復甦力道不足的原因不僅是政策失敗呢？如果更深層、更長期的問題在於，相對於儲蓄供給，投資需求明顯減少，進而引發「長期停滯」的持久現象？

為了強化自己的論點，桑默斯要求台下感到驚訝的觀眾回想金融危機發生之前的情景。回顧過去，所有人都同意，二〇〇八年之前的貨幣政策「太寬鬆……大量未經過嚴格審查的放款資金四處流竄。幾乎所有人都認為財富過剩，這正是一般家庭實際的感受。太多熱錢、太多貸款、太多財富。」但是，若真是如此，理論上美國經濟應該處於大幅成長的多頭階段。但事實卻非如此。雖然房地產市場過熱，但直到二〇〇八年，經濟成長率只能算是中等。如果與一九五〇和一九六〇年代相較，成長速度更是呈現趨緩，這正是底特律等其他城市陷入危險困境的原因。「失業率並未偏低，通膨也維持平穩。因此即使發生大規模泡沫，仍不足以導致總體需求過剩。」桑默斯繼續以原有的思路說道，不妨想想二〇〇〇年代初期，「如果沒有房地產泡沫，而且維持嚴格的信用標準，」美國經濟的表現「會讓人多滿意？」結果很可能會像現在的復甦情況一樣令人失望，甚至是更糟。

桑默斯提出美國近代經濟史上最讓人難以置信的經濟改革方案，他指出美國經濟成長率至少有長達二十年平緩。若要達到高於「正常」成長率的目標，就必須依靠「反常」的金融泡沫。桑默斯在之後發表的一場演說中強調，回顧過去數十年，「我們能否找出任何一段時期的國家經濟是在財政健全的情況下長期維持令人滿意的成長？或許你會發現某些時候是如此，但是就歷史經驗來看，這些都是極少數情況，而非多數情況。」<sup>11</sup>這是對當前政策共識提出的重大控訴，而桑默斯更是其中的

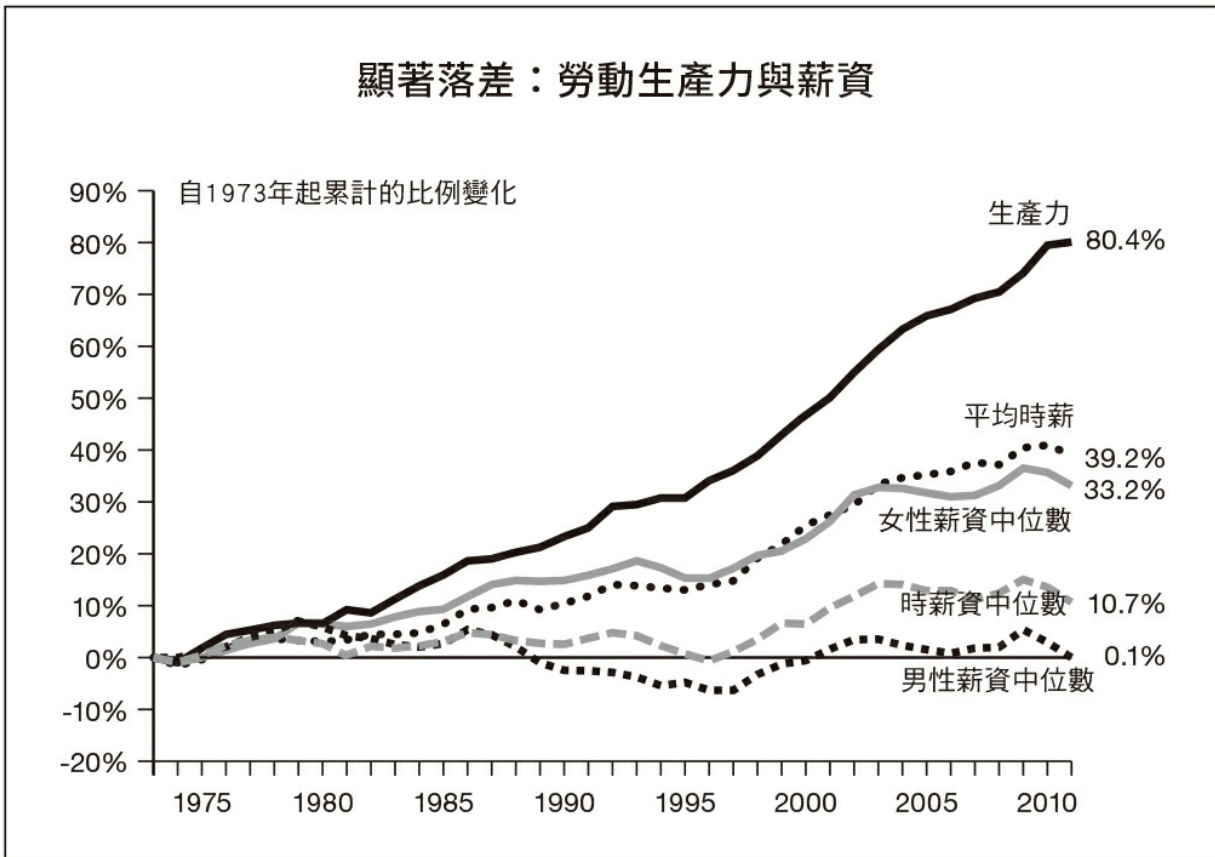
關鍵人物之一。<sup>12</sup>這對於當前的貨幣政策具有深遠的影響。如果美國只是被動等待，那麼期望二〇〇八年危機之後出現長期反彈的願望將永遠不可能實現。

為了解決投資需求長期疲弱的問題，桑默斯的提議意味著新政府積極主義時代的來臨。當然美國無法與中國相提並論，這樣的類比也不妥當。不過依照當下的情況，大幅增加公共投資確實是正確的做法，可以藉機重建美國的基礎建設，徹底解決底特律等城市面臨的根本性問題。實體建築的重建有助於提升群眾向心力與國家驕傲。正如同桑默斯在另一個場合發表演說時提到：「看看甘迺迪機場，身為全球頂尖國家最重要都市的門面，實在讓人汗顏。全球搭乘私人飛機的有錢富豪多半會避開這座破敗的機場。若要重建，就必須雇用大量的勞動力，可以有效刺激就業率與成長率……如今美國可以用低於三%的利率借款，建築業的失業率又高於一〇%，如果現在不是採取行動的正確時機，什麼時候才是？」<sup>13</sup>

這真是遲來的宣告。事實上，桑默斯的主張正是歐巴馬政府試圖推動的長期計畫，期望透過投資來刺激成長，進行全面性的現代化重建，透過一致性的計畫整合美國社會，但最終卻以失敗收場。二〇〇九和二〇一〇年的刺激方案並非完全不足取。但當時不安的氣氛蔓延，再加上國會抵制、右派意見領袖強力動員，以及桑默斯擔憂因此失去專業政治操盤手的支持等因素，刺激方案不幸胎死腹中。結果不僅導致經濟復甦力道薄弱，更促使貧富不均擴大。如果底特律和美國其他城市令人怵目驚心的荒廢景象仍不具說服力，慘澹的統計數據或許可以反映全貌。



## 顯著落差：勞動生產力與薪資



資料來源：Lawrence Mishel, “The Wedges Between Productivity and Median Compensation Growth,” EPI Issue Brief 330 (2012): 1- 7, <http://www.epi.org/publication/ib330-productivity-vs-compensation/>.

二〇一三年十月，分別在加州與巴黎任教的兩位法國經濟學家，針對費時多年的美國社會不平等研究發表最新報告。<sup>14</sup>此時的艾曼紐·賽斯（Emmanuel Saez）和湯瑪斯·皮凱提（Thomas Piketty）仍是沒沒無聞的學者。先前他們曾發表一篇論文，統計美國所得最高的有錢階級收入占比的長期變化，並因此衍生出「我們是那九九%的人」（We are the 99 percent）的口號，後來更成為占領運動的主題，引起廣大群眾的共鳴。<sup>15</sup>不過，他們在二〇一三年十月公布的數據實在讓人詫異。他們根據最新公布的報稅資料，計算自二〇〇九年經濟復甦之後的財富成長情形，其中九五%的財富成長被一%的人口所獨占。這群極少數的人在

經濟衰退之後，財富大幅增加三一．四％。<sup>16</sup>但是另一方面，其他九九％的美國人自危機爆發之後，財富並沒有任何成長。隨後他們修正數據，得出的結果比較沒有那麼懸殊。<sup>17</sup>

二〇一三年，這些統計數據引起大眾關注。桑默斯擔憂經濟成長率趨緩的表象之下，事實上潛藏兩種完全相反的事實。少數菁英的財富大幅成長，但是美國民眾的財富卻陷入長期停滯。桑默斯嘗試建構的學術性假設，正是過去四十年來一般民眾的現實生活寫照。自美國獨立建國兩百年後的一九七六年開始，推動整體經濟成長的生產力成長率便與勞動報酬（也就是家庭收入）脫鉤。根據GDP統計數據，一般民眾僅能享受到一小部分經濟成長的果實。幾乎所有的成長都被薪資最高、有足夠財富建立大規模金融資產組合的極少數人所獨占。二〇〇八年金融危機爆發反映出，在緊急時刻，國家的經濟政策往往得屈從於大型交易銀行的需求。如今面對復甦力道疲弱不振，經濟成長有助於促進全國社會進步的想法徹底受到挑戰。國家經濟的成長依舊能讓所有民眾受惠嗎？

## 不平等加劇的挑戰

自從歐巴馬擔任參議員以來，美國夢的衰落一直是他的演說主題，也是貫穿漢彌爾頓計畫的主軸。二〇一三年十二月，正值歐巴馬連任總統滿一年，他前往位於華盛頓特區、以非裔人口為主的第八區內的社區中心，以美國長年累積的社會危機為題發表演說。<sup>18</sup>他提到一般民眾「每天都在搏鬥」，痛苦掙扎著對抗「持續數十年的趨勢發展」，導致「不平等的現象更加嚴重、更為擴大」。「構成經濟核心的基本協議已

遭到破壞，」歐巴馬指出。當然，不平等惡化的現象並非美國獨有。但是，歐巴馬強調，政府不應再有藉口，「美國的不平等擴大是最嚴重的……根據統計數據顯示……我們的不平等程度接近牙買加和阿根廷等國家。」相較於「其他較為富裕的夥伴國家，例如加拿大、德國或法國，他們的社會流動性都比美國高，而非更低。」有半數美國人一生中至少有某段期間過著貧窮的生活。「不平等的擴大，再加上社會流動降低，將會威脅美國夢、我們的生活方式，以及我們在全球所代表的一切。」歐巴馬宣稱，社會的不平等「是我們這個時代的重大挑戰」。

像是底特律等城市面臨極為嚴重的危機，確實讓人心驚。但是歐巴馬強調，美國的危機不僅限於非裔族群。在全美國，決定一個人生活機會最重要的因素是階級、而非種族。歐巴馬在第二任任期面臨的一大挑戰便是農村地區白人工人階級的絕望。阿帕拉契地區（Appalachia，西維吉尼亞州和肯塔基州）因為結構性轉變、教育體制崩壞與社會流動停滯，導致發展受阻，成為各大媒體的新聞頭條。在最極端的情況下，還致命的結合來自墨西哥的便宜海洛因大批流入與鴉片藥物濫用，導致毒品蔓延。<sup>19</sup>二〇〇七年，藥物過量致死的人數已超越道路交通意外成為美國主要死因。<sup>20</sup>二〇一〇至二〇一四年間，美國白人服用藥物過量致死的人數暴增二九七%。與其他已開發國家不同的是，美國白人勞工階級的平均餘命自二〇〇〇年代初期便開始下滑。在現代社會唯一明顯可以相提並論的就是蘇聯垮台之後陷入困境的俄羅斯。記者的報導和學術研究報告紛紛證實美國社會的慘痛真相。二〇一五年，安妮·凱斯（Anne Case）與安格斯·迪頓（Angus Deaton）提出知名的「絕望死」（注：[deaths of despair](#)，因自殺、用藥過量或酗酒而導致的死亡）一詞，是相關文獻中最為重要的論述。<sup>21</sup>

這項危機不容否認。問題在於要如何解決。一九九〇年代柯林頓主

政時期，民主黨左派面對不平等議題時，標準做法是採取技術性和經濟措施。<sup>22</sup>全球化導致所得較高的人財富不斷累積，所得最低的人財富持續縮水。自一九九〇年代開始，這些因素的影響力不斷增加。隨著北美自由貿易協定的簽署與中國獲准加入世界貿易組織，政府開放更多由成本更為低廉的製造商所生產的產品進口，雖然消費者因而受惠，卻壓低了薪資，剝奪藍領工作者原本安穩的製造工作與享有的醫療保險與退休金福利。二〇一三年熟悉美國勞工運動的專家預估，美國與中國的貿易赤字將導致三百二十萬個工作消失，此外薪資低廉的外籍勞工參與競爭，使得一億名沒有大學學歷的美國勞工薪資總計減少一千八百億美元。<sup>23</sup>這些影響確實不容小覷，然而在一個擁有超過一億五千萬名勞動人口、總薪資達到七兆美元的經濟體，上述的數據仍不足以解釋不平等的擴大。因此，除了全球化之外，有人提出技術密集的科技進步

（skills-biased technological change）的論點。<sup>24</sup>這項論點假設，去除全球化和國際貿易等因素，科技的發展導致全美國各行各業（不論是否受到貿易影響）高技術勞工獲得不成比例的優勢。

對此，改革推動者的標準化回應便是要求聯邦政府與州政府負起責任，改善教育、讓學生有機會進入負擔得起的社區大學、推出貿易調整協助計畫（注：[trade adjustment assistance](#)，協助因貿易自由化而受到衝擊的產業與勞工轉型、轉業）。因此，二〇〇六年漢彌爾頓計畫的重點在於，確保弱勢兒童能善用暑假。但二十年後，不平等仍持續擴大、社會流動不斷下降，當時採取的措施實在稱不上成功。原本對傳統改革主義解決方案抱持的期望，如今已徹底幻滅，因此二〇一一年後，興起新一輪的不平等辯論。雖然政府機關推出的多項立意良善的措施，希望藉此修正與改善美國一般民眾的生活條件，但我們至少可以這麼說，整體而言效果有限。一九七七至二〇一四年間，如果不扣除稅額與福利津

貼，所得最高的前一％人口收入占整體國民所得的比例大幅增加八八．八％。經過財政重分配之後，增加幅度降至八一．四％。然而，即使透過稅制或福利制度的調整，依舊無法阻止所得最低五〇％人口收入占整體國民所得比例的持續下滑，從原本的二五．六％降為一九．四％。<sup>25</sup>這也不意外。有錢人可利用各種想像得到的資源和影響力進行槓桿操作，將他們的優勢達到最大。如同億萬富豪投資人華倫．巴菲特所說：「事實上，階級鬥爭已經持續二十年，而我的階級已經贏得勝利。」<sup>26</sup>巴菲特對於不平等的後果感到相當震驚，因此在二〇一一年提議，針對美國收入最高的人至少課徵三五％的所得稅，歐巴馬也表態支持，但最後在國會遭到共和黨封殺。<sup>27</sup>巴菲特的通情達理，以及二十一世紀美國社會權力平衡的過度傾斜，在在顯示任何的社會改革方案若要成功，只能靠著億萬富豪釋出善意，為了全美國人的福祉著想而自願多繳稅。

對於生活在底層的人來說，這些早已不是新聞。多項民調結果顯示，特別是右派團體進行的民調，美國民眾長年早已累積強烈的不滿，因為經濟與政治制度的設計對他們愈來愈不利。<sup>28</sup>這些觀點通常會被視為陰謀論而不被納入考量，多數時候確實是如此。類似布萊巴特

（Breitbart）的新聞網成為茶黨運動的幕後推手，更成為種族歧視、反猶太人等負面言論的發表平台。<sup>29</sup>但是，如果撇開惡毒的語言與荒謬的邏輯不談，對於「不平等是『系統性』問題，而這套『系統』對美國一般民眾不利」這樣的假設並非憑空妄想，其實是符合事實。美國左派雖然採取完全不同的觀點、而且似乎另有所圖，但是他們的論述是合理的。他們所抱持的激進懷疑主義，正是與主導民主黨的中間派自由主義者的差異所在。左派不信任任何制度。他們不認為由選舉選出本意善良、且受過菁英大學教育的政治人物掌舵專為富有階級設計的國家機器，能產生根本性的改變。正如二〇一一年占領運動的口號所說的，

「制度並沒有崩壞，而是被刻意操控。」<sup>30</sup>但許多時候，中間派自由主義者往往是最後醒悟的一群人。在政治立場光譜中，中間派自由主義最堅定相信美國社會的病症可以藉由技術官僚獲得解決，政府機構是創造改變的適當媒介。但原本抱持這種想法的學者如今紛紛轉向更激進地觀點，代表著眾人的危機感更加沉重。<sup>31</sup>

二〇一二年大選後，克魯曼在《紐約時報》撰寫一系列文章，對於美國社會、經濟和政治感到相當悲觀。「危機前和危機後達成的共識有哪些共通點？」他在二〇一三年十二月的文章中問道。<sup>32</sup>「全都對經濟造成破壞：放鬆管制會導致危機爆發，提早採取緊縮財政措施只會使得經濟復甦趨緩。但是，這兩種結果均符合經濟菁英的利益和偏見，他們在政治上的影響力更隨著財富的累積而進一步獲得強化……有些權威人士（或許期望）努力要讓經濟對話去政治化，交由技術官僚執行，不受黨派影響。但這根本是在做白日夢。即便是看起來純粹屬於技術官僚層級的議題，最終所有爭論仍會回到階級與不平等的議題上。」這是一名獲得諾貝爾獎、並在一九八〇與一九九〇年代引領風騷的經濟學家的主張。

曾在柯林頓政府擔任勞工部長的羅伯特·萊許（Robert Reich）幾乎就是在相同的歷史性時刻歷經類似的醒悟。「過去四分之一世紀以來，」如今他承認，「我在書裡和演說中不斷說明，為何包括美國在內等先進國家的民眾生活無法獲得改善，經濟壓力日益沉重。」他曾試圖透過政府干預，抵抗全球化與科技變遷。但現在萊許已經認清，許多做法雖然「切中要害」、卻「毫無效果」，因為他們忽略「一個重要的現象：政治權力愈來愈集中在有能力影響經濟運作規則的企業與金融菁英……問題不在政府的規模，而是政府該為誰做事。」<sup>33</sup>

在經歷二〇〇八至二〇〇九年多起事件與嚴重失衡的紓困方案之後，

還有人會嚴重懷疑政府究竟是在為誰做事嗎？就政府用人來看，連結財政部、聯準會和大型銀行的那道旋轉門，轉速可說是日益加快。二〇一四年，柏南克和蓋特納先後離開公部門，轉戰金融業輕鬆坐擁高薪。蓋特納加入政商關係良好的華平投資銀行（Warburg Pincus）。柏南克擔任德國安聯旗下的城堡（Citadel）避險基金顧問以及太平洋投資管理公司（PIMCO）債券基金顧問委員會主席，包括特里榭、布朗，以及曾加入歐巴馬外交政策團隊的安·瑪莉·史勞特（Ann Marie Slaughter）也都是委員會成員。<sup>34</sup>名單一字排開，猶如二〇〇八年金融危機戰鬥團隊的小組聚會。他們有太多值得慶賀的好消息。股票價值已經恢復到危機前的水準，甚至更高；銀行紛紛重建資產負債表；隨著銀行逐步累積資本與準備金，金融業的報酬率也開始下滑。不過，提列準備金前的淨收益已回穩到正常水準，符合壓力測試的要求，手中握有額外資金使得銀行體質更健全。美國金融機構開始積極拓展業務，攻占歐洲同業撤離後空出的市場商機。<sup>35</sup>

很明顯的，華爾街樂於與政府建立特權關係。二〇〇八年之後從沒有人懷疑這點。不過，危機後真正值得關注的是，關於美國政治經濟的重要評論已超出銀行業範疇，並隨著經濟結構的轉變擴展至其他產業。二〇〇七年智慧型手機問世、社群媒體興起，科技業重新奪回網路泡沫化後失去的榮耀。矽谷成為美國資本主義的新競爭優勢；大型藥廠獲利持續創新高；油價自二〇〇九年谷底反彈，大型石油公司獲利回升，壓裂技術獲得廣泛應用。二〇〇八至二〇〇九年的危機已然結束，人們開始意識到，這些產業的集中化與寡占情況遠遠超越華爾街金融業。柏南克採取低利率量化寬鬆政策導致的一項副作用是，企業從此有更大的誘因，大舉貸款來收購競爭對手。美國分別在二〇〇〇、二〇〇六和二〇一五年出現三次購併潮，但反壟斷政府機關只是袖手旁觀，美國資本主義自

此走向更集中與壟斷的發展模式。<sup>36</sup>到了二〇一三年，企業獲利更飆升到令人不安的程度。<sup>37</sup>即使是長期虧損的產業，例如航空業，如今也開始轉虧為盈。不過，真正獲利暴增的是其他產業。曾擔任白宮預算辦公室主任、如今任職花旗集團的奧薩格，以及擔任經濟顧問委員會（Council of Economic Advisers）主席的傑森·佛爾曼（Jason Furman）在一份研究報告中指出，二〇一〇至二〇一四年間，資本報酬率達到四五%以上的非金融公司當中，有三分之二「屬於健康醫療或資訊科技產業」。<sup>38</sup>之所以出現如此可觀暴利，以及薪資高度集中於這些產業的現象，原因包括市場支配力、智慧財產權保護與政府特許訂價。<sup>39</sup>

矽谷不認為必須為此道歉。他們在二十世紀末與二十一世紀初寫下眾多偉大科技與創業成功的故事。對蘋果執行長提姆·庫克（Tim Cook）而言，反壟斷、資料保護、侵入性稅務調查根本是「政治鬧劇」，就如同是在通往未來的高速道路上架設不合時宜的減速丘。<sup>40</sup>科技巨擘領袖彼得·提爾（Peter Thiel）曾對觀眾與讀者說道：「創造價值還不夠，你還必須擁有你所創造的部分價值。」這就必須依賴市場支配力。「美國將競爭神化，以為可以拯救我們擺脫社會主義的貧窮生活。」但提爾的理解更透澈。就他而言：「資本主義和競爭是相反的概念。資本主義的前提是資本的累積，但是在完全競爭的環境下，所有的獲利將因競爭而侵蝕殆盡。因此，創業家學到明確的教訓……只有輸家才會談論競爭。」<sup>41</sup>

你再也找不出其他人可以像這位毫無道義的企業大亨一樣，說出如此無禮的評論。這背後反映的是令人絕望的現實。美國收入與財富分配極端不平等的主因在於資產的繼承，此外，全面性的科技與經濟變革，以及巴菲特所說的「階級戰爭」，使得不平等的問題更加惡化，如今階級戰爭甚至擴及到鬆綁政治規範與經濟管制等各個面向。若真是如此，



要如何遏止不平衡的惡化，避免發生一面倒的可怕結果？溫文有禮的歐洲社會民主派人士，例如皮凱提，從他長年蒐集的不平等數據中得出結論，認為必須開徵全球富人稅才能解決問題。這正是皮凱提暢銷全球的著作《二十一世紀資本論》（*Capital in the Twenty-First Century*）所要傳達的重要訊息，這本二〇一四年出版的書籍徹底翻轉當代不平等議題的公共辯論方向。<sup>42</sup>這個做法確實有助於減緩不平等問題的擴大。但是在過度兩極化與傾斜的制度之下，例如美國，這些立意良善的建議究竟能發揮多大的效用？稅務改革的提議本身並沒有錯，但它迴避必須優先解決的問題根源：歷經長達數十年的特權與權力的殘酷爭奪過程，金字塔頂端的富有階級累積大筆財富，再完整的重分配計畫都不會對他們的財富造成任何的影響。因此，如果真有答案存在，絕非單純的技術性解決方法。從最廣義的層面來看，這要採取政治手段。權力必須對等。

二〇一四年一月，萊許出席國會聽證會。「我曾在華盛頓工作過，了解要完成工作是多麼困難的一件事，除非廣大民眾真正了解我們面臨的危機，主動推動改革。這是為什麼我們需要發起政治運動，對抗經濟不平等，讓全民可共享經濟成長的果實，這場運動的規模就如同上世紀初首度促成符合進步理念的所得稅與反壟斷立法的進步運動

（Progressive movement）、成功爭取婦女投票權的女性參政運動、協助推動一九三〇年代新政，以及促成第二次世界大戰後長達三十年景氣榮景的勞工運動、成功完成指標性的『民權法案』（Civil Rights）與『投票權法』（Voting Rights Acts）立法的民權運動，以及順利催生『環境保護法』（Environmental Protection Act）與其他重要法案的環保運動。」<sup>43</sup>

萊許的號令如此強而有力、又極具說服力。若要修正長期被不當操控的系統，就必須全面動員。不過，萊許清楚意識到，進步的左派並非

是唯一得出上述結論的一群人。事實上，是右派首先得出這樣的結論。與自由主義改革派不同的是，美國自由主義右派從未懷疑問題的根源正是政府。事實上，他們一直大聲疾呼政府就是全部的問題。美國社會每況愈下、不平等與寡占現象日益惡化、二〇〇八年的金融危機後的經濟復甦只受惠少數人，這一切問題均源自於大政府主義的干預措施，以及政府遭到利益團體把持所導致的深層腐化。歐巴馬的危機政治只不過是長期趨勢的最新發展階段。福斯新聞網的節目來賓在回應歐巴馬二〇一三年十二月發表的不平等演說時，毫不猶豫地運用皮凱提和賽斯的數據，證明經濟復甦只有少數人受惠的事實，然後以此攻擊總統的說法：「他說要解決不平等問題，還說從一開始他的政策就是追求平等。」但是在歐巴馬執政期間，美國社會的不平等情況究竟如何？福斯新聞網的主播認為大眾有必要知道實際情況。「所得最高的前一％人口在二〇〇九至二〇一二年間收入增加三一．四％。至於其他人的收入，你知道增加多少嗎？只有〇．四％。這就是實際的情況。九五％的所得增加流向所得最高的前一％人口。這就是他說的系統，他就是系統本身。這是他的系統。」<sup>44</sup>

當然，之所以導致兩極化發展，確實是起因於共和黨把持的國會降低富人稅率，而且持續至今。但爭辯仍是有效的做法。大部分美國右派人士雖然認同歐巴馬的說法，美國夢已陷入困境，但是對他們來說，歐巴馬這個人正是所有錯誤的具體展現。二〇一二年歐巴馬擊敗密特．羅姆尼（Mitt Romney），只是讓他們更加確信，既有的共和黨政治機器已經無可救藥、不合時宜。如果只能推出向羅姆尼這種富有階級的銀行家擔任總統候選人，那麼共和黨將永遠無法達成期望的轉型。二〇一三年，正當民主黨仍舊沉浸在歐巴馬競選連任成功的喜悅時，右派人士決定反擊。他們的目標瞄準歐巴馬第一任任期推動的社會政策計畫：「平

價醫療法案」(Affordable Care Act)。他們將透過預算案進行杯葛。

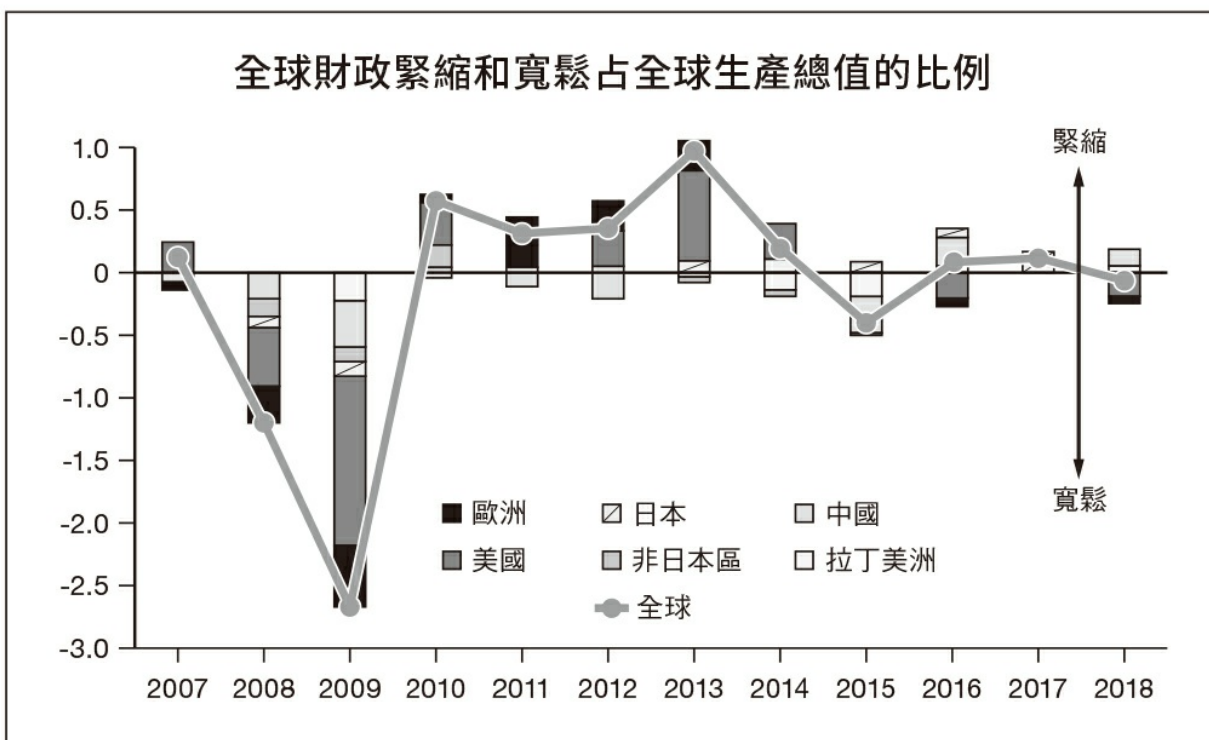
## 聯邦政府關門危機

二〇一一年，茶黨核心成員的行動原本很有可能導致美國政府陷入財政危機。不過最後一刻他們決定妥協，願意透過兩黨議員組成的「超級委員會」(super committee)提出削減赤字的相關建議。然而，到了二〇一二年一月，兩黨依舊無法達成共識，這代表二〇一三年一月將會啟動自動減赤機制，全體聯邦政府都將因此受到影響，包括國防。<sup>45</sup>這種不得任意支出的減赤機制相當受到魯賓派財政改革者的歡迎。<sup>46</sup>在所有支持削減預算的團體當中，聲量最大、最具影響力的是由彼得·彼得森號召商業利益團體與華府內部人士組成的聯盟，他們合力發起一項名為「解決債務」(Fix the Debt)的運動。<sup>47</sup>他們強烈主張刪減福利支出，但是對於讓企業家和政策專家苦不堪言的「政治鬧劇」則是抱持高度的懷疑，因此對他們而言，自動減赤絕非是所有可能情境當中最糟的一個。二〇一一年十月，曾在歐巴馬任內擔任預算辦公室主任的奧薩格第一次與茶黨針對預算案攤牌之後發表談話：「為了解決我們國家面臨的重大問題，針對某些政策，我們必須更加仰賴自動機制與去政治化的委任，盡可能降低立法惰性造成的傷害。換句話說，雖然看似激進，但我們必須降低政治制度的民主性，才能真正破除這些政治制度的僵局……我們必須拋棄透過代議民主制度實行公民權利的童話理想，相反的，我們要建立全新的規則與制度，避免因立法惰性傷害國家的長期健康。」<sup>48</sup>

除非先完成某項任務，否則二〇一三年將啟動的減赤金額會非常可觀：一年高達五千六百三十億美元，這種緊縮性反刺激措施很有可能引發新一波的經濟衰退。為了避免災難發生，雙方再次展開相互拉鋸的協商談判，希望最終能達成共識。二〇一一年，歐巴馬和貝納達成所謂的「大交易」，正好可以證明，被不當操縱的華府政治系統在採取行動時立場明顯偏頗。根據協議內容，政府將大幅削減社會福利支出，用來換取謹慎選擇有可能影響高收入家庭、但能為那些「創造工作機會」與「刺激成長」的企業提供緩衝的增稅項目。左派人士完全無法接受這份協議。<sup>49</sup>主流的削減赤字遊說活動因為利益衝突而四分五裂。最強力主張削減社會福利的支持者當中，有許多是特定稅額減免的說客。某位觀察家語氣嘲諷地說道：「在華府，赤字鷹派比企業鷹派更容易得到面對面談話的機會。」<sup>50</sup>此外，彼得森領軍的遊說團體努力想要塑造出緊縮財政運動是由民間團體與年輕人自行發起的印象，但事實證明這實在是天下的笑話。活動內容包括：搭乘巴士參觀大學校園，名為「罐頭報復」（The Can Kicks Back）；一支內容古怪的YouTube短片，影片中參議員艾倫·辛普森（Alan Simpson）成功被說服跳起江南Style的舞步；一群憤怒的青少年不熟練地拿著手寫字牌前往國會，抗議祖父母輩威脅要將債務留給他們。與其說這是一場草根運動，還不如說是「人工草皮」運動。<sup>51</sup>

為了反擊主流緊縮財政運動的「後真相」（posttruth）操作，媒體刊登許多精彩的新聞報導。可想而知，左派集中火力全力猛攻彼得森、奧薩格、辛普森和鮑勒斯（Bowles），許多人認為他們才是華府內真正的權力掮客。但是當時沒有任何人料想得到，極右派竟展現出如此驚人的攻擊力道與能量，他們對縮小政府的規模沒有太大興趣，他們真正的目的是讓政府停止運作。茶黨是共和黨內的小團體，人數不多，但意志

堅定、資金充裕。關於削減赤字的爭議，他們只願意接受削減支出。他們極力要刪除的支出項目就是歐巴馬健保（Obamacare），他們認為這項致命的社會主義政策將威脅美國的未來。但是，共和黨領導階層憂心，刪除歐巴馬健保會失去中間選民的選票。他們知道，二〇一一年的預算危機已經引發選民的不滿。然而，茶黨中的強硬派完全聽不進去。對於這群右派塔利班份子而言，很明顯的羅姆尼已經輸了，因為他是溫和派，在移民和醫療保險政策上採取妥協態度。因此，若要重新贏得選票，至少在有利於共和黨的國會選區要取得勝選，唯一的方法就是盡可能採取最強硬的態度。



資料來源：Credit Suisse

二〇一三年一月，兩黨依舊無法達成協議。透過緊急臨時立法，將自動減赤機制延後兩個月；同時提高舉債上限，足以應付直到五月之前

的政府支出。不少共和黨員同意針對收入最高與繼承大筆遺產者微幅提高稅率，乍看之下似乎可因此避免危機的發生，但時間非常緊迫。三月一日，自動減赤機制正式啟動，包括軍隊、聯邦緊急事務管理署、聯邦調查局、食品藥物管理局、證券交易委員會等機構的預算都受到影響。美國政府機關陷入冬眠。<sup>52</sup>二〇一三年，原本低迷的經濟復甦因為財政緊縮再度放緩，縮減的財政支出相當於全球生產總值的一%。二〇〇八至二〇〇九年，美國的財政擴張遠大於歐洲，如今財政緊縮程度更甚於歐洲。

為了讓政府維持基本的運作，國會特地核准特別支出授權，以應付政府的支出直到九月。若要為二〇一四年擬訂合理的預算案，並非單靠國會之力便可完成。眾議院、參議院和白宮分別在三月二十一日、三月二十三日和四月十日各自提出預算案。不論是削減赤字（未來十年減少一．八至一．九兆美元）以及支出刪減與增稅之間的平衡，參議院和白宮的版本較為接近。<sup>53</sup>眾議院共和黨的版本差異較大。他們要求更大幅刪減赤字（未來十年削減四．六兆美元），但主要透過縮減支出的方式達成。眾議院不願針對參議院的版本投票，參議院和眾議院也不願意針對白宮版本進行投票。各方對美國財政政策的歧異再度來到新高點。五月十九日，舉債上限恢復至僅能支付自二月起暫停償還的貸款，而且不得增加新貸款。因此財政部被迫重新恢復二〇一一年的緊急措施，動用聯邦政府備用現金，減少儲備基金。十月中，財政部手中的資金即將用罄，不得不排定付款優先順序。此舉等同於選擇性違約。為了應付緊急情況，二〇一三年五月，主流共和黨員提出一項法案，至少確保可以付款給政府公債持有人。<sup>54</sup>對於心態保守的共和黨眾議院領袖貝納而言，設定政府施政優先順序是避免破產的第一步，相當合理。但是，民主黨無意針對難以想像的情境進行管控，更何況優先支付給中國債權人，而

非軍隊與社會福利受益人，很容易引發政治爭論。沒多久，「充分信任與尊重條款」（The Full Faith and Credit Act）便被大家戲稱為「中國優先法案」（Pay China First Act），最終遭到民主黨否決。歐巴馬曾揚言，如果法案通過，他會動用否決權。

隨著夏季結束，關於預算案依舊沒有達成任何協議。九月二十五日，財政部宣布，現金將於二〇一三年十月十七日用罄。南希·裴洛西（Nancy Pelosi）懇求貝納不要忘記民主黨當年做出的犧牲，通過布希政府提出的問題資產紓困計畫。<sup>55</sup>但依舊未能改變多數共和黨員的決定，他們不願想起當年布希執政的日子，甚至擔心被茶黨搶占先機，因為茶黨對當年的問題資產紓困計畫和紓困方案極度反感。由於共和黨堅持擴大刪減赤字與聯邦醫療保險民營化，因此無法達成協議。二〇一三年十月一日美東時間凌晨十二點〇一分，部分政府機關運作正式停擺，有將近八十五萬名聯邦政府員工被迫暫時放無薪假。<sup>56</sup>白宮不得不暫停總統的出訪計畫。美國總統無法在印尼舉辦的亞太經濟合作會議上與中國領導人會面，直到十月十六日，就在財政部宣布最後期限前幾個小時，參議院通過一項持續運作決議案（continuing resolution），提供資金讓聯邦政府得以運作至二〇一四年二月。因為共和黨領導階層明白，若無法打破僵局將會傷害自身的政治利益，因此同意通過這項緊急措施。

## 去美國化的世界？

既然順利阻止危機的發生，接下來就是要避免先前發生的一切成為

常態。共和黨內極右派人士是仇外的國家主義者，其中有許多甚至是狂熱的福音派，身受另類右派或是帕特·布坎南（Pat Buchanan）領導的極端美國優先民族主義團體（核心成員人數占眾議院一〇%）提倡的世界觀鼓舞，並威脅將癱瘓全球最重要的民族國家。布萊巴特新聞網的編輯史蒂夫·班農（Steve Bannon）是茶黨的擁護者、也是另類右派的政治新星，他在二〇一三年十一月對《野獸日報》（*Daily Beast*）記者滔滔不絕地說道：「我是列寧主義者。列寧希望摧毀國家，這也是我的目標。我想要毀壞這一切，破壞既有的建制。」<sup>57</sup>對於類似班農的人來說，二〇〇八年的金融危機與隨後推動的紓困方案，顯示出美國歷史已經出現根本性的轉變。二〇〇八年九月十八日早上，由於柏南克和鮑爾森過於危言聳聽，加深布希的不安，因而同意推動問題資產紓困計畫，這是美國政治發展的重要轉捩點。根據班農的說法，系統有可能崩潰的威脅說詞，正好反映美國政治的權力結構：「我們陷入一團混亂。今日的工業民主存在著過去未曾出現過的問題；我們過度槓桿操作；我們建立完全無法支撐的福利制度。」<sup>58</sup>唯有毫不保留地全力對抗自由主義菁英與依據他們的想像所建立的政府，才有可能拯救美國。如果這麼做會讓共和黨建制派感到不安，反而更好。

為了挑戰既有的權力結構，萊許曾大力呼籲開啟新的進步年代，發動新的公民運動，勇於針對各個階層的現況提出質疑。如今終於有人站出來挑戰，但不是左派人士，而是右派人士。全球大感震驚。在日本，書架上的《新聞週刊》標題寫著「覆滅的美國：超級強權自我毀滅」（*Ruined America— a Superpower Destroys Itself*）。《華爾街日報》報導全歐洲都在彈奏「停擺歡樂頌」，因為終於有那麼一次，大眾輿論的焦點是美國，而非歐元區。<sup>59</sup>《明鏡週刊》悲觀地評論道：「美國讓自己在世界舞台上蒙羞……這是強權國家該有的行為嗎？」<sup>60</sup>你或許會認



為，只有超級強權才有本錢做出這樣的行為。但是，如果內部意見嚴重分歧，遲遲無法決定應該先付款給債權人或自己的軍隊，這樣的局面還能撐多久？可想而知，中國官方媒體新華社必定是看壞的。專欄作家劉暢寫道：「美國兩黨政治人物在白宮和國會山莊之間不停來回穿梭，卻未能達成可行的協議，無法讓他們向來引以為豪的政治體制步入常軌。這或許是促使頭腦昏沉的世界重新思考『去美國化』的絕佳時機。」<sup>61</sup>一位居住於中國的加拿大喜劇演員以較為輕鬆的口吻評論：「中國必須思考：美國何時才會擁抱真正的改革？這個系統還可持續多久？美國的戈巴契夫究竟在哪？」<sup>62</sup>

感到擔憂的不僅僅是其他國家。如果茶黨將共和黨變成攻擊美國政府信用的機器，有誰會是安全的？目前茶黨的主要目標是歐巴馬健保，那麼接下來呢？二〇一四年，共和黨封殺移民改革法案，拒絕提供資金給美國進出口銀行，這兩項均是攸關美國企業發展的優先事項。在二十國集團會議上，美國難堪地宣布，提撥給國際貨幣基金的資金被共和黨內反墮胎的黨員作為談判籌碼，藉此交換將避孕給付從歐巴馬健保案中移除。<sup>63</sup>如果共和黨狂熱份子下一個目標鎖定的是聯準會的獨立性或貿易政策呢？

當然，關於納稅與社會福利議題，其實也牽涉到茶黨的商業利益。煤礦業遊說團體希望撤除環保規範。一群支持寡占的右派人士眼看機不可失，想藉此發起文化與社經反革命。<sup>64</sup>歷經二〇一三年預算案爭論之後，美國企業領導人再也無法對問題視而不見。二〇一三年冬季至二〇一四年，美國商會發出動員令，要求停止與工會的對抗，全力抵擋共和黨暴亂。「不要投票給混蛋」（No fools on our ticket）是二〇一四年期中選舉時商會喊出的口號，間接表達希望將茶黨逐出國會的最終目的。<sup>65</sup>商會一位發言人說道：「有群眾想要到華府，毀掉這個地方，讓

這裡停止運作。對我們而言，這是關鍵性議題。我們非常在乎政府治理。」<sup>66</sup>

二〇一四年，情勢明顯發生轉變。共和黨仍持續攻擊「主導我們政治文化」的「特殊利益團體」、「追逐私利的政客」與「權力菁英的強力干涉」，民主黨員則是努力塑造自己「友善企業」的形象。<sup>67</sup>正如同紐約參議員查爾斯·舒默提到：「在許多議題上，民主黨和企業的立場是一致的……茶黨將共和黨推向極右派，導致企業更傾向支持代表主流民意的民主黨，而非共和黨。」<sup>68</sup>二〇〇八年，美國政府決定提供銀行紓困時，便可明顯看出上述的趨勢發展，如今則是更加明確。右派人士以民族主義和美國夢之名，主張進行系統性改革，民主黨建制派順勢接收共和黨流失的中間派選票。但是，推動全面性的進步改革、建立更平等社會的問題，依舊沒有著落。

---

1 [https://www.youtube.com/watch?v=nY\\_T-JIDJ-c](https://www.youtube.com/watch?v=nY_T-JIDJ-c).

2 T. J. Sugrue, *The Origins of the Urban Crisis: Race and Inequality in Postwar Detroit*, 2nd ed. (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014).

3 L. Deng, E. Seymour, M. Dewar and J. Manning Thomas, "Saving Strong Neighborhoods from the Destruction of Mortgage Foreclosures: The Impact of Community-Based Efforts in Detroit, Michigan," *Housing Policy Debate* (2017), 1– 27.

4 C. MacDonald and J. Kurth, "Foreclosures Fuel Detroit Blight, Cost City \$500 Million: Risky Loans Contribute to Swaths of Empty Homes, Lost Tax Revenue," *Detroit News*, June 2015.

5 C. S. Chung, "Zombieland/The Detroit Bankruptcy: Why Debts Associated with Pensions, Benefits, and Municipal Securities Never Die and How They Are Killing Cities Like Detroit," *Fordham Urban Law Journal* 41 (2014): 771– 848.

6 J. Zeitz, "Born to Run and the Decline of the American Dream," *Atlantic*, August 24, 2015.

7 S. Lemke, *Inequality, Poverty and Precarity in Contemporary American Culture* (New York: Palgrave, 2016).

- 8 關於此段與後續的引述，請參考丹尼·維尼克（Danny Vinik）整理的逐字稿：“Larry Summers Gave an Amazing Speech on the Biggest Economic Problem of Our Time,” *Business Insider*, November 17, 2013.
- 9 Reinhart and Rogoff, *This Time Is Different*.
- 10 P. Krugman, “The Big Fail,” *New York Times*, January 6, 2013.
- 11 L. H. Summers, “US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound,” *Business Economics* 49, no. 2 (2014): 65–74.
- 12 關於桑默斯論證的詳細內容，請參考：B. DeLong, “Three, Four . . . Many Secular Stagnations,” *Grasping Reality with Both Hands* (blog), January 7, 2017, <http://www.bradford-delong.com/2017/01/three-four-many-secular-stagnations.html>.
- 13 L. H. Summers, “The Inequality Puzzle: Piketty Book Review,” *DEMOCRACY: A Journal of Ideas* 32 (Spring 2014).
- 14 E. Saez, “Striking It Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States (Updated with 2012 Preliminary Estimates),” UC Berkeley, September 3, 2013 <http://eml.berkeley.edu/~saez/saez-UStopincomes-2012.pdf>.
- 15 T. Piketty and E. Saez, “Income Inequality in the United States, 1913–1998,” *Quarterly Journal of Economics* 118 (2003): 1–39.
- 16 Saez, “Striking It Richer.”
- 17 統計結果出現扭曲的原因是，二〇一二年富有階級利用布希政府的稅收漏洞登記收入。在二〇一五年，所得前1%人口的財富增長占整體的比例降至五二%。Gary Burtless, “Income Growth Has Been Negligible But (Surprise!) Inequality Has Narrowed Since 2007,” *Brookings*, July 22, 2016.
- 18 Politico staff, “President Obama on Inequality (Transcript),” *Politico*, December 4, 2013.
- 19 G. Beauchamp and L. Nelson, “The Opioid Epidemic: A Brief History,” June 2017, [Pain andPSA.org](http://PainandPSA.org).
- 20 Centers for Disease Control and Prevention, “Vital Signs: Overdoses of Prescription Opioid Pain Relievers—United States, 1999–2008,” *Morbidity and Mortality Weekly Report* 60 (2011): 1487–1492.
- 21 A. Case and A. Deaton, “Rising Morbidity and Mortality in Midlife Among White Non-Hispanic Americans in the 21st Century,” *Proceedings of the National Academy of Sciences* 112, no. 49 (2015), 15078–15083.
- 22 例如，請參考：R. Reich, *The Work of Nations: Preparing Ourselves for 21st Century Capitalism* (New York: Vintage, 2010).
- 23 W. Kimball and R. Scott, “China Trade, Outsourcing and Jobs,” *Economic Policy Institute*, briefing paper 385, December 11, 2014. 根據更新的預估，損失的工作數量將近兩百萬，請參考：David H. Autor, David Dorn and Gordon H. Hanson, “The China Shock: Learning

from Labor-Market Adjustment to Large Changes in Trade,” *Annual Review of Economics* 8 (2016), 205– 240.

- 24 D. Card and J. E. DiNardo, “ Skill-Biased Technological Change and Rising Wage Inequality: Some Problems and Puzzles,” *Journal of Labor Economics* 20.4 (2002), 733– 783.
- 25 R. Shapiro, “The Politics of Widening Income Inequality in the United States, 1977 to 2014,” CBPP, Georgetown University, October 2017.
- 26 G. Sargent, “ ‘There’s Been Class Warfare for the Last 20 Years, and My Class Has Won,’ ” *Washington Post*, September 30, 2011.
- 27 M. J. Lee, “Buffett: My Plan to Tax the Rich,” *Politico*, November 15, 2011.
- 28 J. Hayward, “The Smith Project,” *Breitbart*, February 3, 2016, <http://www.breitbart.com/big-government/2016/02/03/the-smith-project-a-look-at-the-new-american-insurgency/>.
- 29 M. Phelan, “Building the House of Breitbart,” *Jacobin*, November 5, 2016.
- 30 “The Corruption in Academic Economics: INET’s Interview with Charles Ferguson,” *StopForeclosureFraud.com*, November 25, 2012.
- 31 P. Krugman, “Challenging the Oligarchy,” *New York Review of Books*, December 17, 2015.
- 32 P. Krugman, “Why Inequality Matters,” *New York Times*, December 15, 2013.
- 33 Excerpt from R. B. Reich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few* (New York: Vintage, 2015), 19.
- 34 “Bernanke, Trichet, Brown Join Pimco Advisory Board,” *Reuters*, December 7, 2015.
- 35 C. Goodhart and D. Schoemaker, “The United States Dominates Global Investment Banking: Does It Matter for Europe?” *Bruegel*, March 7, 2016.
- 36 A. Schechter, “Market Power and Inequality: How Big Should Antitrust’s Role Be in Reducing Inequality?,” *ProMarket*, July 14, 2016; and E. Porter, “With Competition in Tatters, the Rip of Inequality Widens,” July 12, 2016. And the panel debate documented by A. Schechter, “Is There a Connection Between Market Concentration and the Rise in Inequality?,” 5 May, 2017, <https://promarket.org/connection-market-concentration-rise-inequality/>.
- 37 “Too Much of a Good Thing,” *Economist*, March 26, 2016.
- 38 J. Furman and P. Orszag, “A Firm-Level Perspective on the Role of Rents in the Rise of Inequality” (presentation at “A Just Society” Centennial Event in Honor of Joseph Stiglitz at Columbia University, October 16, 2015), <http://gabriel-zucman.eu/files/teaching/FurmanOrszag15.pdf>.
- 39 H. M. Schwartz, “Wealth and Secular Stagnation: The Role of Industrial Organization and Intellectual Property Rights,” *Russell Sage Foundation Journal* 2.6 (2016): 226– 249.
- 40 J. Kollewe, “ ‘Political Crap’: Tim Cook Condemns Apple Tax Ruling,” *Guardian*, September 1, 2016.

- 41 P. Thiel, "Competition Is for Losers," Wall Street Journal, September 12, 2014.
- 42 Piketty, *Capital in the Twenty-First Century* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2014).
- 43 R. Reich, "Income Inequality in the United States" (testimony before the Joint Economic Committee, US Congress, January 16, 2014).
- 44 E. McMurry, "Fox's Hasselbeck Knocks Obama's 'Class Warfare' Speech: 'He Is the System' He Criticizes," MEDIAite, December 5, 2013.
- 45 Mildner and Howald, "Jumping the Fiscal Cliff."
- 46 R. T. Meyers, "The Implosion of the Federal Budget Process: Triggers, Commissions, Cliffs, Sequesters, Debt Ceilings, and Shutdown," *Public Budgeting & Finance* 34.4 (2014), 1– 23.
- 47 <http://www.fixthedebt.org/>.
- 48 P. Orszag, "Too Much of a Good Thing," New Republic, September 14, 2011.
- 49 R. Kuttner, "Destroying the Economy and the Democrats," American Prospect, April 5, 2013.
- 50 "Public Goals, Private Interests in Debt Campaign," New York Times, January 9, 2013.
- 51 "Stacking the Deck: The Phony 'Fix the Debt' Campaign," Nation, February 20, 2013.
- 52 "To Understand the Budget Debate, You Need to Understand the Sequester: Here's a Quick Primer," New Republic, September 29, 2013; and Mildner and Howald, "Jumping the Fiscal Cliff."
- 53 N. Confessore, "Senate Passes First Budget in Four Years," Washington Post, March 23, 2013.
- 54 J. Bendery, "John Boehner on Debt Ceiling: Let's Pay China First, Then US Troops," Huffington Post, May 8, 2013.
- 55 J. Cohn, "Don't Blame the Tea Party for the Shutdown. Blame Boehner," New Republic, September 30, 2013.
- 56 S. M. Burwell, "Impacts and Costs of the Government Shutdown," White House archives, November 7, 2013.
- 57 R. Radosh, "Steve Bannon, Trump's Top Guy, Told Me He Was 'a Leninist,'" Daily Beast, August 22, 2016.
- 58 A. Crooke, "Steve Bannon's Apocalyptic 'Unravelling,'" Consortium News, March 9, 2017.
- 59 G. Steinhauser, "Europe Enjoys 'Shutdownfreude' over US Debt Troubles," Wall Street Journal, October 16, 2013.
- 60 M. Hujer and D. Sander, "US Fumbling Puts China at Risk," Der Spiegel, October 22, 2013.
- 61 D. Roberts, "China's State Press Calls for 'Building a de-Americanized World,'" Bloomberg Businessweek, October 14, 2013..
- 62 M. Park, "US Shutdown: How the World Reacted," CNN, October 1, 2013.
- 63 R. McGregor, "Congressional Impasse on IMF Shows the Tight Spot Obama Is In," Financial

Times, January 27, 2014.

- 64 J. Mayer, *Dark Money* (New York: Doubleday, 2016).
- 65 N. Hemmer, “The Chamber of Commerce Is Fed Up with the Tea Party,” *U.S. News & World Report*, December 31, 2013.
- 66 P. Hamby, “Company Men: The US Chamber Flexes Its New Political Muscle,” *CNN*, July 22, 2014, <http://cnn.it/1tMAhvT>.
- 67 E. Eichelberger, “How the Tea Party Is Causing Big Business to Back Democrats,” *Mother Jones*, September 15, 2014.
- 68 A. Altman, “The US Chamber of Commerce Is Saving the GOP Establishment at Ballot Box,” *Time*, July 14, 2014.

## 第20章 縮減恐慌

二〇一三年美國國會發生令人措手不及的風波，卻未立即引發債券市場危機，美國債券的韌性證明它確實是全球最安全的資產。儘管中國和德國難免有抱怨，市場偶爾會出現震盪，但是沒多久對於美國債券的需求便反彈回升。美國納稅人持有的政府借據由聯準會擔保支付。不同於歐洲央行，美國央行絕對會負責償還政府的債務。第三次量化寬鬆政策的債券購買計畫即時提供援助，推升價格、降低利率。至少能提供全球投資人希望的穩定性。然而，歷經二〇一三年一連串的事件後，所有人再也無法迴避已浮上檯面的問題。是否因為聯準會採取的穩定市場措施引發副作用，導致政治再也不受市場限制，進而促成共和黨極端主義的興起？美國順利化解二〇一一和二〇一三年的短期預算危機，是否使得眾人因此低估美國民主退化可能引發的危險？為了解決經濟復甦疲弱與立法機關內鬥的問題，聯準會技術官僚的干預措施能支撐多久？聯準會的第三次量化寬鬆政策會維持多久？什麼時候聯準會開始縮減量化寬鬆的規模？相較於財政政策的混亂，表面看來這些都是「正常的」貨幣政策問題，但事實上，自二〇〇八年之後，便沒有所謂的正常貨幣政策。聯準會資產負債表急速膨脹，不僅支撐美國的銀行體系，還包括全球的美元系統。此外，聯準會的資產負債表不僅大幅擴張，結構也有明顯的變化。聯準會動用現金準備大量買進長期證券，因而面臨曾導致影子銀行體系崩壞的存款與放款期限不合的風險。歷經多次量化寬鬆政策之後，聯準會持有大量長期債券，但是負債，例如現金或美國、歐洲銀行在聯準會的存款，多半是短期的。

儘管通膨鷹派焦慮不安，但聯準會的做法並不會立即引發穩定風險。銀行也樂於將現金準備存放在聯準會。如果利率揚升，持有最多債券的聯準會便會面臨資本損失的風險。損失的資本將高於二〇〇八至二〇一三年間聯準會上繳財政部、總計達三千五百億美元的淨收入。<sup>1</sup>真正的問題在於，當聯準會改變政策方向，很有可能導致金融市場和貨幣市場崩盤。一旦聯準會縮減債券購買規模，甚至回復到正常持有量，市場就必須進行全面性調整，不僅要願意吸收大量的債券，同時還得承擔聯準會部分的存款與放款期限不合的風險。當短期利率上升時，同樣得採取上述調整措施。相反的，如果聯準會持續施行第三次量化寬鬆政策，將會導致資產負債表進一步膨脹、債券價格持續攀高、利率維持接近於零的低點、不平衡的情況將更加惡化。自二〇〇八年危機爆發之後，聯準會就像走在鋼索上，必須步步為營，再也無法回到凡事明確的「經濟大平穩」時代。

## 量化寬鬆的效果

不論是在國內或國外，聯準會的低利率政策引爆投資熱潮。聯準會的購買債券計畫推升債券價格、壓低殖利率，誘使投資人將資金移出債券，轉向高風險、高報酬資產。這股投資熱究竟有多大程度促成股票市場榮景，至今仍未有定論。計量經濟學的實證研究顯示，第一次量化寬鬆政策對二〇〇九年第一階段股票市場復甦的影響最為明顯。<sup>2</sup>但對於華爾街投資人而言，已經有足夠證據顯示，聯準會資產負債表的變化與標準普爾五百股票市值的攀升確實有相關性，他們也認同這點。一位花旗



集團的戰略專家接受《金融時報》採訪時說道：「一切都與貨幣政策相關，左右市場的幕後推手並非經濟基本面，而是央行的流動性。」<sup>3</sup>二〇〇八年，聯準會曾出手干預，提供數兆美元來為金融體系紓困，避免市場崩盤。因此，現在市場非常關注聯準會的一舉一動。

投資人發現，不僅美國股票能創造較高的收益，國外股票市場也是如此。對所有人來說，美元相對便宜。如果投資人願意承擔匯率波動的风险，就可用相對便宜的成本借到美元，然後投資高收益的新興市場。若債務到期前美元並未大幅升值，便可透過利差交易創造可觀的報酬。<sup>4</sup>至二〇一五年中，美國以外的其他各國政府與企業總計累積高達九．八兆美元計價的債務。<sup>5</sup>大部分屬於富有的已開發國家，不過其中有三．三兆美元為新興市場債務人所有，包括公部門與民間部門。對於追逐獲利的投資人而言，愈是遙遠陌生國度的證券，愈是好的投資標的。二〇一二年九月，尚比亞首次發行以美元計價的債券。五．六％的票面利率相當誘人，總價值七．五億美元的債券吸引超過一百一十億美元的資金搶購。<sup>6</sup>一年後，由莫三比克政府出資成立的鮭魚創投公司發行八．五億美元債券。總計二〇一二至二〇一三年間，非洲主權債務人總計獲得一百七十億美元的債券融資。<sup>7</sup>二〇一三年五月，債券市場熱潮到達高峰，國營的巴西石油公司（Petrobras）發行一百一十億美元的十年期債券。這是史上新興市場企業發行規模最大的債券。由於需求太多，導致巴西石油公司債的殖利率降至四．三五％的低點，甚至低於許多主權債券。<sup>8</sup>

對債務人而言，全球對新興市場債券的興趣有增無減是件好事，但也因此使他們面臨極大的風險。採取積極投資策略的大型管理基金搶進擁擠的市場。國際貨幣基金指出，全球前五百大資產管理公司持有的投資組合總計超過七十兆美元，即使僅有一％的資產重新配置，也等於高

達七千億美元的資產流入或流出，這筆龐大的資金流動足以淹沒新興市場或導致資金匱乏。



二〇〇八年因資金出逃導致全球邊陲地區的經濟體面臨流動性不足的危機，當時撤離的資金總金額不過二千四百六十億美元。到了二〇一二年，因大筆熱錢湧入，徹底改變這些國家的經濟發展面貌，當時流入的總金額為三千六百八十億美元。<sup>9</sup>如此懸殊的比例將導致債務人面臨極高的風險。對投資人而言也不是一件好消息。原因在於，如果瞬間有大筆資金撤離，小型新興金融市場的資金出逃效應將會被放大。<sup>10</sup>如果

聯準會政策轉向，全球熱錢回流美國，誰會率先出脫持有的債券？誰可以在不至於造成致命虧損的情況下安然脫身？

根據國際清算銀行的統計，二〇〇八至二〇一四年間，專業管理基金持有的新興市場股票和債券金額，從原本的九千億美元增加到一．四兆美元。<sup>11</sup>若和全球數十兆美元相比，這個數字並非特別驚人。但是，如果和二〇〇七至二〇〇八年導致金融危機爆發的次級房貸資產壞帳、以及二〇一〇至二〇一二年間造成歐元區市場大幅震盪的希臘、西班牙與愛爾蘭債務危機相較，規模卻是不相上下。歷經次級房貸和歐元債務危機之後，新興市場會是債務危機「三部曲」的下一個引爆點嗎？<sup>12</sup>

經濟快速成長的新興市場，例如巴西，不斷抱怨有來自美國的熱錢流入，這並非毫無來由。二〇一〇年十一月在首爾舉行的二十國集團會議上，這些新興國家大聲斥責柏南克的第二次量化寬鬆政策導致美國利率走跌，大量美元流向新興市場。二〇一三年，許多新興市場放棄打口水戰，直接進行資本控管。巴西、南韓、泰國、印尼均採取措施限制資金流入，阻止本國貨幣升值。若是在十五年前「華盛頓共識」主導全球經濟理論的時期，這樣的做法必定無法被接受。限制國際資本流動無異於捨棄一九七〇與一九八〇年代奉行的自由化政策。不過，當時的市場改革派完全無法預料到，一九九〇年代新興市場將會爆發危機，或是美國政府將推出量化寬鬆的貨幣政策。面對全球信用循環的大規模流入，再加上聯準會對抗危機所引發的外溢效應（spillover effects）吸引更多熱錢流入，因此各國不得不接受，控制資本流動是務實且必要的手段，甚至國際貨幣基金也抱持同樣的看法。<sup>13</sup>《經濟學人》評論道，這就「好比梵蒂岡教廷允許節育一樣」。<sup>14</sup>

## 柏南克漏口風

就市場而言，一切的關鍵就在於聯準會何時與如何改變政策。回到二〇一三年九月，當時柏南克開始實施第三次量化寬鬆，大量購買債券，根據美國勞動市場的表現，有條件的提供美元流動性。他承諾，在失業率降至六．五％以下之前，利率都將維持接近於零的低點。二〇一三年春季，美國經濟回升至當初承諾的門檻，聯準會開始露口風。隨著離聯準會考慮放緩資產購買速度的時間點愈來愈近，聯準會必須小心翼翼，不希望過於突然地「縮減」購買規模，因為勞動市場仍未完全復原，而且桑默斯憂心的疲弱復甦，絕對無法承受利率瞬間調升。另一方面，對投資人而言，搶占先機非常重要。如果他們知道聯準會在可見的未來將調升利率，導致債券價格下跌，他們絕對會率先拋售手中的債券。當然，沒有人能確切知道聯準會是否真的要開始縮減購買規模，也無法精準預知何時開始。所以，拋售債券的另一個理由是為了測試聯準會的決心。達拉斯聯邦準備銀行（Dallas Fed）總裁、同時也曾是避險基金經理人的理查．費雪（Richard Fisher）接受《金融時報》採訪時，以極其生動的語彙說道：「市場習慣進行測試……我們從未忘記英國央行曾經歷的危機（一九九二年九月喬治．索羅斯成功狙擊當時仍屬於歐洲穩定機制成員的英鎊）。我不認為有任何人可以擊潰聯準會……但我相信大筆資金有可能會像野豬一樣自己組織起來採取行動。一旦他們察覺有任何漏洞或不好的氣味，就會窮追不捨。」<sup>15</sup>費雪認為，由於熱錢有可能匯流，因此聯準會必須「讓社會大眾以為，量化寬鬆政策並非是單行道」，這樣的做法「相當合理」。然而，大幅調升利率有可能使原本相當疲弱的經濟復甦再度受到衝擊，因此費雪不認為柏南克「會在一夕之間從野生火雞變成『冷火雞』」。野豬必須時時保持警覺來搶占先機。

二〇一三年五月二十二日，柏南克決定採取行動。他告訴國會：「如果我們希望持續改進，而且有信心可以長期維持，那麼接下來的幾次會議，我們會逐步放緩購買速度。」<sup>16</sup>市場一陣緊張。二〇一三年六月十九日下午兩點十五分，柏南克做出更明確的指示。如果經濟數據持續好轉，聯邦公開市場委員會將會在不久之後、也就是二〇一三年九月的政策會議上，投票通過將債券購買規模從原本的八百五十億美元降為六百五十億美元。二〇一四年中可望全面終止債券購買計畫。儘管幾星期之前市場已有心理準備，但是柏南克的聲明依舊引發全面性的「縮減恐慌」（taper tantrum）。短短幾秒鐘，殖利率從二．一七％上升到二．三％。兩天後又升到二．五五％，之後更爬升到二．六六％的高點。就絕對數字而言並非大幅攀升。但是整體利息成本卻因此增加二．五％，連帶使得債券持有人面臨嚴重的資本損失。美國股票市場也受到波及，短短幾天下跌四．三％。

至於在新興市場，柏南克五月的公告已足以引發劇烈的反應。如果聯準會降低購買規模，將導致債券價格下滑、殖利率攀升，新興市場因此承受雙重壓力。一方面他們必須調整利率，幅度至少與美國相同；但另一方面，這些新興國家得承受因匯率因素影響而產生的放大效應。如同《經濟學人》的解釋：「累積美元債務就像持有空頭部位。」也就是建立投機部位，假定美元匯率會持平或下跌。<sup>17</sup>聯準會調升利率之後，不僅代表借貸成本增加，也可能因此導致美元升值。有美元升值風險的新興市場債務人必須對美元避險，這將進一步放大貨幣調整效應，增加其他美元債務人的壓力。早在二〇一三年春季時，市場便擔憂聯準會將採取下一步行動，新興市場也已感受到壓力。對於新興市場而言，融資榮景已然結束。摩根士丹利所稱的「脆弱五國」（Fragile Five，巴西、印度、印尼、南非、土耳其）匯率暴跌。西方投資人撤出資金。<sup>18</sup>利率

的上升反而抵消聯準會政策的「吸塵器」效應。<sup>19</sup>雖然資本管制的目的只是遏止過多熱錢流入，但並不能阻止外資撤離。不過，至少控制傷害的規模。如同一位巴西央行官員所說：「我們知道這一切即將發生，我們也做好準備。」<sup>20</sup>

態度嚴厲的美國觀察家認為，全球信用循環本身並非災難。<sup>21</sup>放手讓本國貨幣升值的國家僅有少量的資金流入。當全球信用循環出現反轉，所有國家資金外流的速度也不一。在新興市場，受創最嚴重的多半是金融體質較不健全的國家。聯準會的緊縮對所有國家都同樣棘手，如果他們無法建立完善的預算制度，一切只能怪他們自己。<sup>22</sup>就道德層面而言，這樣的說法是合理的，也順勢免除美國的責任。換句話說，新興市場必須對自己負責。但是證據顯示，情況並非如此。事實上，在新興市場中，最大的輸家是吸引最多外資流入或財政最穩健的國家。<sup>23</sup>無論如何，對於那些面臨融資緊縮危機的國家而言，關於財政紀律令人不快的真相來得太遲。有些國家開始奮力應戰。曾極力批評金融市場過熱的前國際貨幣基金首席經濟學家拉古拉姆·拉詹，在擔任印度央行總裁期間因為成功調升利率、穩定印度盧比而一舉成名。<sup>24</sup>縮減恐慌不僅是對國家政治應變力的一場測試，同時也是對金融應變力的考驗。並非所有政府在面對突如其來的外部壓力時，都能泰然處之。

二〇一三年五月，土耳其貨幣因量化寬鬆政策即將縮減規模的新聞受到衝擊，在此同時，抗議民眾在蓋齊公園（Gezi Park）與鎮暴警察發生衝突，總統雷傑普·塔伊普·艾爾多安（Recep Tayyip Erdoğan）在國內面臨極為嚴峻的挑戰。<sup>25</sup>要如何解讀這個巧合，艾爾多安早已心中有數。他對外宣稱，這一切並非巧合。內部政治勢力和外部金融事件對土耳其政府施加的壓力，實際上是「不明國外勢力、銀行家、國際和地方媒體陰謀」的一部分，目的是為了推翻目前的執政政府。<sup>26</sup>艾爾多安

相信，任何想要在世界舞台上取得新地位的國家，例如巴西和土耳其，均會面臨相同的壓力。「象徵符號是一樣的，海報是一樣的，推特和臉書是一樣的，國際媒體是一樣的。他們都是接受同一個中心的領導……相同的遊戲、相同的陷阱、相同的目的。」矽谷的社群媒體巨擘、美國國務院和聯準會內擁抱改革的自由派全都參與其中。在那場極具煽動性的演說中，艾爾多安嚴厲譴責土耳其民間銀行與國際資本集團的結合，而且根據至少一份報告顯示，這些銀行和以色列有往來。「誰能從這三個星期的抗議活動中獲利？」總統艾爾多安問道。「獲益的是遊說團體，獲益的是土耳其的敵人。」<sup>27</sup>國外專家堅稱，土耳其該做的是讓國內經濟制度步上正軌，不過艾爾多安有不一樣的想法。由於歐盟終止與土耳其加入歐盟的談判，再加上歐巴馬政府拒絕出兵敘利亞，艾爾多安轉向莫斯科求助。土耳其，或是大家熟知的首都安卡拉（Ankara），有望加入由俄羅斯與中國在上海成立的上海合作組織（Shanghai Cooperation Organisation）。<sup>28</sup>相較於西方國家態度反覆無常，俄羅斯與中國聯盟似乎更願意做出承諾，提供穩固的支援。

二〇一三年九月五日至六日，二十國集團在聖彼得堡召開高峰會，同時間全球正等待聯準會公開市場委員會的投票結果，會談的氣氛比起來自安卡拉的消息更為審慎，但卻聲量十足、而且訊息明確。聯準會必須認清，所有國家，包括美國在內，都生活在「相互依存的世界」。巴西和印尼的財政部長要求柏南克提出更具體的說明。而中國因貿易出超與持有大量美國公債，面臨極大風險，自然是不願保持沉默。如同某位政府發言人所說：「美國的貨幣政策對新興市場與全球經濟的影響巨大，因此我們希望主導美國貨幣政策的政府官員，不論是繼續維持或縮減刺激方案的規模，不應只考量美國自身的經濟需求，同時也應顧及新興市場的經濟環境。」<sup>29</sup>在美國，拉詹是知名度最高的新興市場代言

人。二〇〇八年金融危機期間他曾提醒美國，拜全球經濟成長之賜，新興市場採取「大規模的財政與貨幣刺激政策」。如今工業國家不應該「就此洗手不幹……然後說，我們做我們該做的，你們也要跟著調整……我們需要更密切的合作，但很不幸的，眼前的情況並非如此。」<sup>30</sup>

「相互依存」是全球化時代的萬用妙方之一。要求更緊密的合作確實是很好的想法。但是為何聯準會必須聽從這些要求？二〇〇八年，聯準會提供全球經濟需要的流動性。現在它們盡一切努力維持經濟的復甦。但是，它們的權力來自於美國人民的授權，它們必須對美國經濟負責、而不是對全球經濟負責。對聯準會而言，真正值得注意的是這種論調所產生的後座力。情況就如同二〇〇八年達成換匯協議時一樣。二〇一三年秋季，國際貨幣基金總裁拉加德也提出相同的觀點。她警告華盛頓，聯準會大動作調整貨幣政策所引發的震撼，「很可能會反噬源頭」，也就是美國自身。<sup>31</sup>聯準會體認到，歐洲大型銀行有可能導致金融體系崩潰是一回事，但是要求聯準會同樣關注新興市場金融體系又是另一回事。就數據來看，很難真正論證印度或印尼的景氣循環將對美國金融穩定造成顯著影響。<sup>32</sup>在全球化時代，相互依存的現象普遍存在，雖然顯著、但並非平均分布。有些國家因此受到衝擊，有些國家則有能力排除衝擊。

無論如何，正當共和黨內的頑強份子試圖讓美國政府運作停擺，並以國際貨幣基金預算作為籌碼要脅時，如果此時聯準會承認，將會考量印尼的商業條件再決定最新的政策調整方向，結果將會是一場災難。另一方面，來自新興市場的抗議反而給了聯準會絕佳機會，大膽宣揚美國愛國主義。二〇一三年八月，亞特蘭大聯邦準備銀行（Atlanta Fed）總裁丹尼斯·洛克哈特（Dennis Lockhart）接受彭博電視台採訪時表示：「不要忘了，我們是國會的法律產物，我們唯一的職責就是顧及美國的



利益……其他國家必須接受這個現實，如果我們的任何政策對他們的經濟產生重大影響，他們必須自行做出調整。」聖路易斯聯邦準備銀行（Saint Louis Fed）總裁詹姆斯·巴拉德（James Bullard）亦強調相同的論點：「我們不會只依據新興市場的變動制定政策。」<sup>33</sup>

## 不穩定的婚姻關係

九月十八日，歷經漫長的引領期盼，終於等到聯準會拍板定案。自五月放出消息，表示未來將縮減量化寬鬆規模之後，這一天聯準會正式宣布，直到「有更多證據顯示經濟將長期復甦」，在此之前仍將維持利率不變，並繼續以原有的規模買進債券。<sup>34</sup>自五月縮減購買債券規模的消息曝光以來所引發的市場不安，至此告一個段落。

聯準會維持政策不變的決定引發各界揣測，眾人議論的焦點不在於縮減規模的可能性，而是為何聯準會決定不縮減購買債券的規模。是因為聯準會委員會內的鴿派堅持反對利率調升？是因為柏南克臨陣退縮？還是他有意把難題留給下一任主席處理？<sup>35</sup>或是聯準會雖然有能力維持政策的一致性，卻無法準確預測未來？二〇一三年春季，聯準會開始思考縮減購買債券規模的可能性，到了九月卻又宣布延遲決定，並大幅調降未來經濟成長率預估。<sup>36</sup>如果經濟復甦力道不如預期，聯準會便能維持政策一致的好名聲，然而代價卻是外界對於聯準會預測能力的信心下滑，同時更加凸顯經濟有可能衰退的預期心理。聯準會究竟是缺乏膽識，還是不善於預測？或者聯準會是否正在精心操弄一場策略博弈？如果聯準會承諾要盡力維持美國經濟的緩慢復甦，不因過早大幅調升利率

而中斷，那麼就應當明白，一旦縮減購買債券的規模，債券市場可能會出現劇烈的反應。二〇一三年的縮減恐慌便是明顯的例子。市場缺乏耐心。一旦聯準會出現縮減購買債券規模的跡象，投資人便會立即緊縮信用條件。如果聯準會體認到有必要採取漸進式做法，那麼在五月和六月宣布縮減購買債券規模之後，就必須再次出乎市場意料之外地公告完全相反的政策方向，讓市場明白，雖然未來有可能縮減購買債券的規模，但這並非是單向的賭注。<sup>37</sup>

關於聯準會的決定，目前有四種不同的解讀版本：聯準會進行政治操作、聯準會出現缺失、聯準會預測失誤，以及聯準會正操弄一場策略博弈。哪個版本才是對的？市場是怎麼知道的，還是什麼都不知道，還有市場如何反應？在聯準會猶豫不決的情況下，或許有人期待債市俠客會起身反抗。這群好戰的債券投資人對柏南克懷有極深的敵意。二〇一三年十月，全球最大資產管理公司貝萊德的執行長賴瑞·芬克（Larry Fink）指控聯準會促成「泡沫般」的市場環境。<sup>38</sup>貝萊德旗下負責固定收益產品的投資長抱怨，利率政策存在「極大的扭曲」。<sup>39</sup>但市場並未達成共識。太平洋投資管理公司的基金經理人葛洛斯認為，投資人應該接受有些事情是不可避免的。如果聯準會的目標是逐步從繁榮時期形成的巨大債務泡沫中脫身，也就是橋水避險基金的雷·達里歐（Ray Dalio）所說的「優雅的去槓桿化」（beautiful deleveraging），那麼債券投資人就必須接受因此付出的代價。<sup>40</sup>他們不應該期望聯準會調升利率，「現在市場預期（以及聯準會預估），到了二〇一五年底聯邦資金利率將會調升一%，二〇一六年十二月會再調升一%。但事實上，投資人不應該有這樣的期待。債券投資人應斷定政策利率將會低於現有水準，因此可以預期的是，未來幾年市場將如鄉村生活般寧靜，類似放牛吃草的狀態，我猜想是如此。雖然聽起來不怎麼令人興奮，但這才是該

有的生存方式……大自然或市場根本不在乎你的虧損，也不在意你期望藉由價格偏低的股票 / 債券投資組合來創造兩位數報酬率。所以，不如當一隻心滿意足的牛，而非貪得無厭的牛，你會更加確定，跟隨聯準會和它的指引，才是最佳的生存法則。」<sup>41</sup>

如今有高達數兆美元面臨極大風險，市場不斷揣測聯準會的政策方向，葛洛斯描述的田園景象會不會只是一廂情願的妄想？《金融時報》認為，市場與聯準會之間的關係更像是在一段不穩定的婚姻關係中、真實上演的扭曲心理劇，而非牛群心滿意足地吃著牧草的寧靜景象。投資人或許會採納葛洛斯的建議，「試著相信央行是愛我的。」但是，投資人的自制其實是為了掩飾更深層的緊張和不確定。過去五年，在聯準會大規模刺激方案的影響下，投資人的策略愈來愈近似，開始相互猜測對方的想法及央行的政策。「你的想法是什麼？你的感覺如何？我們對彼此做了什麼？未來要怎麼做？焦慮的政策制定者就像是婚姻中緊張不安的丈夫，同樣得努力壓抑自己的情緒。」<sup>42</sup>任何時候，一旦政策轉變或市場情緒出現震盪，原有的平衡便有可能被打破，最終的後果是全球經濟將變得「極度不可預測」。<sup>43</sup>

## 永久性的換匯協議

對於外國銀行來說，它們也必須遵循相同的指示：「試著相信聯準會是愛我的」。聯準會決定不縮減第三次量化寬鬆政策的規模，大大減輕新興市場的壓力。因縮減恐慌而受創嚴重的印度盧比，匯率從原本一美元兌六十八盧比，十月初降為六一．九盧比。<sup>44</sup>印度貨幣停止暴跌，

所有人都鬆了一口氣。拉詹和他的同事必須相信，聯準會確實有將他們放在心上，但事實上，美國國會時時刻刻緊盯著聯準會，確保聯準會以美國需求優先。聯準會做決定時也時常刻意表現出對美國以外國家漠不關心的態度。不過，真正關鍵的是聯準會在幕後的暗中操作。二〇一三年十月三十一日，也就是聯準會決定延後縮減購買債券規模與美國國會陷入預算僵局之後的幾星期，聯準會、歐洲央行、日本央行、英格蘭銀行、加拿大銀行和瑞士國家銀行低調地發表聯合聲明：

原本的雙邊流動性交換臨時協議將改為長期協議，直到有進一步通知之前，這份協議將持續有效。這份協議將規範六家央行雙邊換匯網絡的運作規則。這份協議允許任何一國的貨幣與本國以外的五大貨幣進行交換，以提供需要的流動性。兩家央行若要進行特定的雙邊換匯，必須判定市場條件允許雙方換匯。原本的臨時性換匯協議有助於消除金融市場的緊張，緩和對經濟的衝擊。改為長期協議之後，將可持續提供穩固的流動性供給。<sup>45</sup>

換匯協議對於全球金融市場的穩定極為重要，各國在二〇〇八年十月時簽訂的臨時性協議，如今成了永久性協議。<sup>46</sup>不過，和二〇〇八年的情況相同，交換網絡有其限制。經濟體質脆弱的新興市場並未納入聯準會的換匯網絡的核心之中。不過這些國家並未完全被冷落。地區性的次網絡正逐步形成，不過各地情況不盡相同。歐洲地區幾家主要的央行並沒有採取特別值得關注的行動。但是，亞洲地區的央行倒是非常積極。二〇一三年九月，各國愈來愈擔憂聯準會將縮減購買債券的規模，因此印度與日本重新協商換匯協議，從原本的一百億美元擴大為五百億美元。十二月，日本擴大與印尼和菲律賓的換匯規模，成長為原來的兩

倍，同時對外宣布，希望與新加坡、泰國和馬來西亞簽訂類似的換匯協議。<sup>47</sup>日本持有大量的美元資產準備，僅次於中國，因此可提供如此龐大的流動性額度。一旦發生危機，日本央行可請求聯準會援助。如此一來，美元流動性便得以擴及整個系統。

就如同二〇〇八至二〇〇九年的情況，二〇一三年輿論大聲疾呼，應建立新的貨幣秩序與「去美國化的世界」，但事實上，在當時橫跨全球的強大流動性供給網絡已然成形。換匯協議的新聞報導默默隱藏在《金融時報》與《華爾街日報》內頁。<sup>48</sup>沒有喇叭鳴笛，沒有布雷頓森林會議（Bretton Woods Conference）。更沒有經過國會或議會的同意，因為這些屬於行政措施。但是它們的重要性遠超過於此。金融危機爆發至今已有五年，市場依舊震盪不安，美國政治系統因為內鬥而飽受折磨，但是換匯網絡的形成使得美元系統擁有了前所未有、橫跨各地的支撐基礎。

換匯協議具備的技術性效能，自然是毋庸置疑。但是，政治面正當性又是另一回事。二〇一三年秋季，人們不免會想到另一個展現美國強權的技術性系統，也就是美國國家安全局建置的電子監視網路。<sup>49</sup>愛德華·史諾登（Edward Snowden）於六月初揭露的網路系統，同樣凸顯美國的權力和技術實力。但是，這套系統並非是龐然怪物。和聯準會的做法相同，美國國家安全局是透過地區單位執行任務。美國同樣承諾為美國和其他夥伴國家提供安全防護網。當然，間諜刺探與換匯機制無法相提並論，但是兩者之間存在著共通點：它們擁有的功能職權與行政效能，沒有其他公共政治權力可與之比擬。它們的存在證明美國在全球的影響力日益重要，卻也難以在美國、或是其他政府與商業利益與美國網路密不可分的國家境內，公開辯護美國權力的正當性。

- 
- 1 “Federal Reserve Board Announces Reserve Bank Income and Expense Data and Transfers to the Treasury for 2015” (press release, Board of Governors of the Federal Reserve System, January 11, 2016).
  - 2 若要深入了解運用全球數據進行的經濟計量學分析，請參考：M. Fratzscher, M. Lo Duca and R. Straub, “On the International Spillovers of US Quantitative Easing,” *Economic Journal* (2016), doi:10.1111/eoj.12435.
  - 3 “A Marriage of Convenience Comes to an End,” *Financial Times*, October 17, 2014.
  - 4 關於利率與匯率波動的相互作用的重要性，可參考：B. S. Bernanke, “Federal Reserve Policy in an International Context,” *IMF Economic Review* 65.1 (2017), 5– 36.
  - 5 R. N. McCauley, P. McGuire and V. Sushko, “Dollar Credit to Emerging Market Economies 1,” *BIS Quarterly Review* (2015), 27.
  - 6 “Zambia Raises \$750 mln in Debut 10-Year Eurobond,” *Reuters*, September 13, 2012.
  - 7 R. Wigglesworth, “Zambia Makes Bond Market Return,” *Financial Times*, April 7, 2014.
  - 8 “The Dollar’s Strength Is a Problem for the World,” *Economist*, December 3, 2016.
  - 9 K. Miyajima and I. Shim, “Asset Managers in Emerging Market Economies,” *BIS Quarterly Review*, September 14, 2014.
  - 10 IMF, “The Asset Management Industry and Financial Stability: Chapter 3,” *Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, April 2015.
  - 11 IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2015.
  - 12 “The Never-Ending Story,” *Economist*, November 14, 2015.
  - 13 關於全球信用循環，請參考由伊蓮·雷（Hélène Rey）在二〇一三年八月於傑克森·霍爾（Jackson Hole）發表極具影響力的研究報告：“Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence” (NBER Working Paper 21162, May 2015). 關於國際貨幣基金對於資本管控態度的轉變，請參考國際貨幣基金的研究：“IMF Adopts Institutional View on Capital Flows,” December 3, 2012, <http://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol120312a>.
  - 14 “Just in Case: Capital Controls Are Back as Part of Many Countries’ Financial Armoury,” *Economist*, October 13, 2013.
  - 15 C. Jones, R. Wigglesworth and J. Politi, “Fed Fights Back Against ‘Feral Hogs,’ ” *Financial Times*, June 24, 2013.
  - 16 P. da Costa and A. Bull, “Bernanke Says More Progress Needed Before Stimulus Pullback,” *Reuters*, May 22, 2013.
  - 17 “The Dollar’s Strength Is a Problem for the World.”
  - 18 Miyajima and Shim, “Asset Managers in Emerging Market Economies.”
  - 19 K. Forbes, “Don’t Rush to Blame the Fed,” *New York Times*, February 5, 2014.

- 20 “Just in Case.”
- 21 請參考柏南克回顧聯準會的政策時提出的有力辯解：B. S. Bernanke, “Federal Reserve Policy in an International Context,” IMF Economic Review 65.1 (2017), 5– 36.
- 22 J. Frankel, C. Reinhart and B. Zoellick, “The Fed and Emerging Markets: Another Crash?,” Belfer Center, Harvard Kennedy School, May 15, 2014.
- 23 B. Eichengreen and P. Gupta, “Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets,” CEPR’s Policy Portal, December 19, 2013.
- 24 “Raghu’s Reality Check,” Economist, September 20, 2013.
- 25 C. Tugal, *The Fall of the Turkish Model: How the Arab Uprisings Brought Down Islamic Liberalism* (New York: Verso, 2016), Kindle locations 3– 5.
- 26 “Turkish Police Use Water Cannon to Disperse Remembrance Gathering,” Guardian, June 22, 2013; and D. Dombey, “Erdogan Hits at Financiers in Effort to Quell Turkey Protests,” Financial Times, June 10, 2013.
- 27 D. Dombey, “Erdogan Says Same Forces Behind Brazil and Turkey Protests,” Financial Times, June 23, 2013.
- 28 M. Champion, “Is Erdogan’s Turkey the Next Putin’s Russia?,” Bloomberg, June 5, 2013.
- 29 “Fed Officials Rebuff Coordination Calls as QE Taper Looms,” Livemint, August 26, 2013.
- 30 R. Harding et al., “India’s Raghuram Rajan Hits Out at Unco-ordinated Global Policy,” Financial Times, January 30, 2014.
- 31 “Fed Officials Rebuff Coordination Calls as QE Taper Looms.”
- 32 R. Harding, “Why Emerging Markets Are Unlikely to Sway the Fed,” Financial Times, February 2, 2014.
- 33 “Federal Reserve Won’t Consider Problems Abroad,” Boston Globe, August 26, 2013.
- 34 P. da Costa, A. Bull, “Fed Surprises, Sticks to Stimulus as It Cuts Growth Outlook,” Reuters, September 18, 2013.
- 35 A. Fontevicchia, “Bernanke Keeps the Printing Press at Full Speed as Taper Decision Likely to Fall on Yellen,” Forbes, October 30, 2013.
- 36 K. Lansing and B. Pyle, “Persistent Overoptimism About Economic Growth,” Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, February 2, 2015.
- 37 A. Kaletsky, “The Markets and Bernanke’s ‘Taper Tantrums,’ ” Reuters, September 19, 2013.
- 38 “BlackRock’s Fink Says There Are ‘ Bubble-Like Markets’ Again,” October 29, 2013, <http://www.pionline.com/article/20131029/ONLINE/131029857/blackrocks-fink-says-there-are-bubble-like-markets-again>.
- 39 “BlackRock Admits the Fed Is Causing ‘Tremendous Distortions,’ ” ZeroHedge (blog), August 19, 2013.

- 40 W. Gross, "Survival of the Fittest?," Investment Outlook, Pimco, October 2013.
- 41 Gross, "Survival of the Fittest?"
- 42 T. Alloway, "A Marriage of Convenience Comes to an End," Financial Times, October 17, 2014.
- 43 Ibid.
- 44 D. Ranasinghe, "Best Performing Currency in September? India's Rupee," CNBC, October 8, 2013.
- 45 "Federal Reserve and Other Central Banks Convert Temporary Bilateral Liquidity Swap Arrangements to Standing Arrangements," Board of Governors of the Federal Reserve System, October 31, 2013.
- 46 The deepest exploration of its logic is P. Mehrling, "Elasticity and Discipline in the Global Swap Network," International Journal of Political Economy 44.4 (2015), 311– 324.
- 47 T. Nakamichi, "Japan to Double Indonesia, Philippines Swap Lines," Wall Street Journal, December 6, 2013.
- 48 "Fed Officials Rebuff Coordination Calls as QE Taper Looms," Livemint, August 26, 2013.
- 49 E. Macaskill and G. Dance, "The NSA Files," Guardian, November 1, 2013.



## 第21章 烏克蘭危機

二〇〇八年之前，危機的主因源自於美國與中國間的財務恐怖平衡。如今全球金融權力過度集中在中國與美國，而這個現象源自於兩國國內嚴重的金融失衡，所有人都擔憂這有可能動搖美國權力的根基。二〇〇八年，不顧俄羅斯反對，歐盟與北大西洋公約組織持續擴張，引發新的危機。俄國出兵喬治亞，莫斯科聯繫北京，共謀聯合攻擊美國脆弱的金融體系。但最後北京臨陣退縮。市場並未出現嚴重的美元拋售潮。自此之後，地緣經濟便朝著意料之外的新方向發展。聯準會建立的流動性換匯協議成功穩定以美元為主的金融體系。二〇〇八年十一月，二十國集團決定新增全球領導人高峰會，以提升二十國集團會議的層級，領導人高峰會的成立對於二〇〇九年國際貨幣基金得以合法擴大資源具有關鍵性影響，同時支持國際貨幣基金緊急介入東歐危機。一年後，國際貨幣基金發現，為了拯救歐元區已投入數千億美元。在此同時，美國則是透過向來動作緩慢的巴塞爾銀行監理委員會，積極推動全新的全球銀行監理制度。

在二〇〇八年和二〇〇九年，華盛頓總是能搶在危機引發地緣經濟難題之前解決問題。未來的美國政府能一直如此迅速嗎？二〇一〇年五月，歐巴馬政府與國際貨幣基金強烈要求歐洲人解決第一階段的債務危機。但隨後事情變得愈來愈棘手。二〇一〇年十一月是重要的轉捩點。民主黨失去國會主導權。經濟復甦疲弱，財政僵局愈演愈烈，聯準會謹慎地推行第二次量化寬鬆政策，但是在首爾舉行的二十國集團會議上，遭到各國猛烈的砲火抨擊。不過，在二十國集團會議上被斥責是一回

事。若談到有誰可協助歐洲度過二〇一一和二〇一二年瀕臨災難邊緣的危機，顯然只有歐巴馬政府能與德國相抗衡。歐巴馬是對的。至少對歐洲而言，美國身為外部的局內人仲裁者身分是無可取代的。但隨著歐洲的穩定與歐巴馬順利連任，布希時代的問題再度被搬上檯面。<sup>1</sup>華盛頓應該繼續四處介入國際事務嗎？它可以安全抽身嗎？內部限制或外部壓力是否有可能讓這個決定變成是有意識的選擇？美國是否能按部就班的退出世界舞台、留下穩定的局面，又或者是混亂的潰敗？

## 地緣政治紛爭

國務卿希拉蕊依舊保有一九九〇年代以來的飽滿能量與強烈使命感，再加上問鼎總統寶座的企圖心，因此總是能選擇採取攻勢。二〇一一年秋季，美國完成伊拉克撤軍，希拉蕊領導的國務院決定主動出擊。國務院提出新的計畫，名為「重返亞洲」（pivot to Asia）。<sup>2</sup>在軍事方面，美國將在亞太地區重新部署航空母艦戰鬥群。至於經濟面，將全力推動跨太平洋夥伴協定。正當歐洲身陷二〇一一年危機泥淖之中，美國財政部和貿易代表不斷施壓加拿大和墨西哥一起加入美國，與亞洲主要國家簽訂更廣泛的貿易與投資協定，但不包括中國。目的無非是為了擊潰中國，不只是一要阻止中國經濟的成長。所有國家都很想要加入。真正的目的是建立足夠強大的聯盟，與中國經濟勢力的崛起分庭抗禮。希拉蕊身邊某位說話口無遮攔的親信還將這個新計畫暱稱為「實質圍堵中國聯盟」<sup>3</sup>

時間回到一九四七年，當時美國分別在西歐與東歐建立強大的聯盟

網絡，全力進行嚴密的圍堵。這些聯盟網絡擴大美國的勢力範圍。透過這些跨國聯盟的建立，美國得以強化身為自由派國際主義者的形象，反駁外界認定美國依舊是霸權國家的說法。<sup>4</sup>也正因如此，美國面臨不小的風險。圍堵策略被各種陰影籠罩，一切得看美國的夥伴國家與華府如何決策。每個夥伴國家都有自己的政治考量與經濟問題。不論是透過金融、貿易或安全政策。一旦加入美國的聯盟，便會更進一步擴大這些利益。就北京的觀點而言，二〇一二年十二月大選之後，民族主義者安倍晉三當選日本首相，更加深美國「重返亞洲」策略的陰影。安倍晉三非常擔憂中國勢力的崛起。他滿不在乎地支持建立更強大、更獨立的日本軍隊。他認為，與美國建立更緊密的策略聯盟比維護國內經濟利益更加重要。他甚至不惜犧牲國內稻農，讓日本成為跨太平洋夥伴協定的要角。<sup>5</sup>如果他願意這麼做，那麼接下來他還會做什麼？二〇一四年，甚至有人開始擔憂中日開戰。

說服南韓、澳洲、日本和越南加入美國地緣經濟聯盟系統一點都不難。很明顯的，圍堵中國策略對這些國家有利。風險在於，美國重新介入亞洲事務會讓局勢更為嚴峻，引發地區衝突，這樣的發展並不符合美國的利益。這與歐洲的情況不同。但基於相同的理由，讓它們加入圍堵中國的計畫其實相當不可靠。歐洲在中國市場擁有龐大的貿易與投資利益。德國想要銷售汽車和工程設備。柏林的政策菁英早已厭倦歐元區永無止境的爭執，開始幻想與北京結盟，建立新的全球秩序。<sup>6</sup>倫敦金融城希望在人民幣國際化過程中占有特殊地位。<sup>7</sup>美國也並非是唯一追求地理經濟策略的國家。

二〇一三年十月，習近平在前往峇里島參加亞太經濟合作會議的途中，宣布新的投資銀行方案。這是一項極為大膽的多邊開發計畫，希望藉此提升亞洲的基礎建設，所有國家都將受邀加入。這完全是仿照美國

的劇本走，華府相當不滿。歐巴馬政府對外表明不同意中國的計畫，南韓、日本和澳洲也立即表達相同的立場。<sup>8</sup>但是，極力想與中國做生意的英國決定接受北京的提議，成為亞洲基礎設施投資銀行的創始會員。<sup>9</sup>為此華府怒不可遏。<sup>10</sup>國務院官員對外表示，倫敦事先未與美國商量便做出決定。美國不認同目前各國「持續與中國和解的趨勢發展，這並非是應對新崛起強權的最佳方法。」<sup>11</sup>但倫敦不願聽從，其他歐洲國家也立即簽署加入。一位英國官員在被問到關於美國極力反對的看法時諷刺地說道：「在當前的政治環境，歐巴馬政府必定很難推行國際經濟政策。如果美國國會不同意微幅增加中國向國際貨幣基金繳納的配額，那麼對貿易和投資的議題還能有什麼期待？就算美國想要加入亞洲基礎設施投資銀行，國會也不會批准。」<sup>12</sup>確實如此，由於國會無法達成預算協議，導致政府運作停擺，歐巴馬無法參加在峇里島舉行的亞太經濟合作會議，國內政治問題阻礙美國政府執行全球策略的腳步，但其他國家已無心等待。

很明顯的美國承受龐大壓力，為了防堵中國，不得轉向季辛吉在一九七〇年代採取的著名行動，尋求與俄羅斯建立更密切的關係，這看起來是相當合理的策略。但不清楚美國是否願意認真地將俄羅斯視為策略夥伴，就如同與日本、沙烏地阿拉伯的合作層級。<sup>13</sup>二〇〇九年，美國逐步改善與俄羅斯的關係。當時的俄羅斯總統是梅德韋傑夫，「重新設定」兩國關係看來似乎大有可為。梅德韋傑夫為了推廣他的現代化計畫，接受邀請參訪矽谷，由當時的州長阿諾史瓦辛格陪同。<sup>14</sup>俄羅斯企業則是緊緊抓住美元融資成本低廉的大好機會。二〇一一年，梅德韋傑夫同意北大西洋公約組織軍事干預利比亞內戰，卻在莫斯科引發強烈反彈。當時退居第二號領導人物、擔任總理的普丁緊盯影片，目睹格達費落得如此悲慘下場，感到憂心忡忡。西方國家曾毫無羞恥心的向格達費

政府獻殷勤，如今卻把他拉下台，轟炸他的軍隊，將他移交給滿懷復仇之心的暴民。只有蠢蛋才會信任西方國家。如今梅德韋傑夫採取姑息政策，只會引來西方國家更進一步的侵略行動。普丁必須奪回主導權。二〇一一年冬季至二〇一二年，國會選舉發生舞弊案，莫斯科爆發示威活動，更堅定普丁的決心。希拉蕊總是刻意掩飾自己熱衷於奪取總統大位的企圖心，但普丁不同，他無意重新調整或緩和緊張氣氛，並在二〇一二年帶著全新的決心回鍋擔任總統。為了對抗歐巴馬政府的自由主義，克里姆林宮大力鼓吹保守文化民族主義。打壓同志、逮捕女性主義流行樂教主、阻礙美國運送希臘優格給奧運選手，以上種種彷彿是當年冷戰的後現代翻版。<sup>15</sup>

這絕非一般人以為是要抗衡中國，也並非是美國導致俄國與西方國家的關係演變成公開的危機。罪魁禍首是美國的最佳盟友：歐洲。日後歐盟宣稱，它們是「夢遊」般的介入烏克蘭危機。歐盟向來坦率地堅稱「從來不操弄地緣政治」，這次的說法也是如此。<sup>16</sup>或許我們可以說某些布魯塞爾官員過於天真，但聽起來不太真實。比較持平的說法應該是，歐洲民族國家對於如何透過歐盟達成期望的地緣政治理想，至今無法達成共識。法國與柏林希望緩和與俄國的關係。波蘭和瑞典則持反對態度。獲得北大西洋公約組織大力支持的公民組織「新歐洲」（New Europeans），向來擁護歐盟與後蘇聯時代獨立的國家建立東部夥伴關係（Eastern Partnership）。不論是波蘭或拉脫維亞早已心知肚明，所謂的東部夥伴關係就和跨太平洋夥伴協定一樣，屬於「實質圍堵」策略的一部分。就波蘭而言，優先順序已非常明確。就像總統布羅尼斯瓦夫·科莫羅夫斯基（Bronislaw Komorowski）所說：「我們再也不願與俄國擁有共同邊境。」<sup>17</sup>

東部夥伴關係的運作依據的是「歐盟聯合協議」（EU Association

Agreements），這份文件的內容相當龐雜，包含法規協調、貿易自由化與勞工遷徙的各項規範。其中與烏克蘭的協議在二〇一二年完成草簽，是歐盟與非歐盟國家簽訂的最大規模協議。關於技術細節的內容總計有一千兩百頁，分成二十八個法規章節。<sup>18</sup>聯合協議的內容主要以貿易與商業規範為核心，但是就安全政策方面，並非全然無害。聯合協議的第四條要求「於彼此互利的各個領域進行政治對話……針對外交與安全議題推動漸進式整合，協助烏克蘭更進一步融入歐洲安全區域。」<sup>19</sup>第七條規範「歐盟與烏克蘭的外交事務、安全與國防的整合」。第十條則是關於「衝突預防、危機管理與軍事科技合作」，烏克蘭與歐盟將進一步拓展軍事和科技合作的可能性。烏克蘭與歐洲防衛局（European Defence Agency）將會密切聯繫，討論如何共同提升軍事戰力，包括軍事科技的議題。<sup>20</sup>

二〇一三年，與烏克蘭的會談進展迅速。但是歐盟的東部夥伴關係協商牽涉多個國家。二〇一三年十一月二十九至三十日在立陶宛首都維爾紐斯（Vilnius）舉行的高峰會議上，布魯塞爾希望除了與烏克蘭簽訂協議外，也能與摩爾多瓦、喬治亞、與亞美尼亞等國簽訂聯合協議。同時，布魯塞爾正在與白俄羅斯協商。<sup>21</sup>二〇〇〇年初，波羅的海國家與之前屬於華沙公約組織的東歐國家先後加入歐盟，如今布魯塞爾希望深化並提升與過去蘇聯時代西部邊陲國家的關係。這無疑是一次國際關係的重大轉變。更重要的是，如此一來便會與俄國對這個地區懷抱的政治野心直接發生衝突。二〇一一年，俄國將原本的歐亞關稅同盟（Eurasian Customs Union）發展成為合作範圍更廣泛的歐亞經濟聯盟（Eurasian Economic Union）。很明顯的，俄國希望這個聯盟能成為歐盟東部夥伴關係之外另一個選項。而且相較於歐盟要求的繁雜協議內容，俄國的歐亞經濟聯盟較為單純。然而一旦選擇加入，等於是向俄國靠攏，而且關

稅同盟的成員國必須對外設定共同的關稅，這與歐盟聯合協議的規範相牴觸。

若是出於善意，歐盟的聯合協議與俄國的關稅聯盟必定能相互妥協。然而當時雙方都無此意願。無論布魯塞爾承認與否，兩大經濟聯盟之間技術性與經濟議題的協調，確實是因為地緣政治的緊張關係而被迫擱置。此時必須做出決定：東歐政府想要面向西方或東方？布魯塞爾對外表明，俄國的關稅聯盟對成員國的要求與歐盟的聯合協議牴觸。歐盟委員會主席巴洛索拒絕克里姆林宮的邀請，進行兩大經濟聯盟的協商談判。<sup>22</sup>布魯塞爾無法接受兩者處於平等地位。由於兩大經濟聯盟之間缺乏任何協議，因此俄國告知烏克蘭和亞美尼亞，如果它們加入歐盟陣營，就會遭到俄國的制裁，簽訂歐盟聯合協議無異是「自殺行為」。<sup>23</sup>在強調聯合、合作與整合以緩解衝突的名義之下，原本已承受經濟與政治壓力的脆弱地區，如今又得額外背負地緣政治的重擔。

## 他媽的歐盟

二〇〇八年金融危機爆發之後，後蘇聯國家的經濟復甦程度不一。位於北方的波羅的海國家繼續向西方靠攏。愛沙尼亞在二〇一一年一月一日加入歐元；二〇〇九年金融危機受創最嚴重的國家拉脫維亞，在立陶宛加入歐元之後隔年，也就是二〇一四年一月一日也成為歐元的一員。其餘東歐國家則是依據二〇〇四年分別與歐盟協定的條件陸續加入。但隨後歐債危機爆發，導致加盟進度受阻。波蘭外交部長席科斯基在二〇一一年十二月宣布，期望波蘭能在二〇一六年之前加入歐元，但

前提是貨幣聯盟完成改革，而且加入歐盟符合波蘭的國家利益。<sup>24</sup>波蘭總理唐納·圖斯克（Donald Tusk）承諾，將針對是否加入歐元的議題舉辦全國辯論。鼓吹民族主義的主要反對黨法律正義黨（Law and Justice party）立即做出回應，強烈譴責如果進一步與歐洲整合，形同「臣服於德國」。<sup>25</sup>

在波蘭，民族主義者是在野黨；在匈牙利，民族主義者則是執政黨。二〇一〇年四月的大選，執政的匈牙利社會黨（Hungarian Socialist Party）因為貪腐、處理經濟政策的兩面手法與二〇〇八年金融危機付出慘痛代價。民族主義黨派青年民主黨與基督教民主黨（Christian Democrats）組成聯盟，選前承諾全力維護匈牙利民族利益與被國際貨幣基金掠奪的退休金，結果一舉囊括五三%的選票。更令人震驚的是，公開支持新法西斯主義、名為「更好的匈牙利運動」（Jobbik movement）的政黨拿下一七%的選票。整體而言，民族主義政黨總得票率達到七〇%。青年民主黨提出諸多偏激主張，其中之一是拒絕將政治主權與金融依賴分開來談。他們不顧國際貨幣基金與歐盟的反對，以歷史的必然性為藉口，自行合理化對外資銀行課稅與突襲民營退休基金的行為。<sup>26</sup>自從擺脫蘇聯掣肘之後，過去二十年來匈牙利痛苦地體認到傳統智慧的正確與真實：要征服一個國家有兩種方式，一是透過刀槍，二是透過債務。<sup>27</sup>二〇一〇年四月，希臘決定屈從三巨頭的要求，目空一切的匈牙利總理維克多·奧班（Viktor Orbán）則是在記者會上宣稱：「就我看來，國際貨幣基金和歐盟都不是我們的老闆，我們絕不會對他們屈服。」匈牙利可以協商，但絕不接受「苛刻的協定」。<sup>28</sup>

奧班採取的激進民族主義路線，以及青年民主黨要求削減公民自由與政治多元主義的主張，徹底逆轉自共產主義垮台之後匈牙利政治文化自由化的趨勢發展。不過，奧班政府依照自己的方法，一方面積極提升



稅收，另一方面推行符合民族主義的緊縮財政措施，確實收到不錯的效果，通膨降至二%以下。二〇一一年十二月，奧班政府與外資銀行達成協議，共同承擔國內債務重組的成本。自從匈牙利加入歐盟之後，被迫遵循條件苛刻的「過度赤字調整程序」（Excessive Deficit Procedure），但如今匈牙利已經達成三%預算赤字目標，因此歐盟決定解除對匈牙利的懲罰。隨著新興市場經濟快速成長，外資銀行寬容看待奧班的民族主義實驗。由於握有充足的資金，二〇一三年夏季匈牙利還清欠國際貨幣基金的債務，因此要求國際貨幣基金關閉位於布達佩斯的辦公室。<sup>29</sup>為了穩固自己的總統職位，奧班開始積極改善與俄國的關係。對於匈牙利民族主義者來說，與俄國結盟絕非顯而易見的選項。不過，奧班在克里姆林宮受到熱情款待。普丁大力稱讚匈牙利的非自由民主實驗，並提供實質的物質協助，例如核反應爐技術，以及補助建設天然瓦斯供應系統，這些善意的舉動相當受到青年民主黨的歡迎。<sup>30</sup>

在歐盟與北大西洋公約組織的雙重保障之下，匈牙利得以冒險在西方和東方間達到平衡的關係。至於其他被歐盟列入簽訂聯合協議候選名單的小國，境遇大不相同，例如亞美尼亞，因為俄國威脅將實施制裁，因此無法跟進。面對俄羅斯強力的威脅，二〇一三年九月亞美尼亞決定退讓，宣布加入俄國的歐亞關稅同盟，布魯塞爾立即終止與亞美尼亞的協商。<sup>31</sup>歐盟的東歐政策正式遭遇挫敗，也因此更加凸顯烏克蘭的重要性。無論就人口規模或地緣政治角度而言，基輔的態度最終將決定該地區的影響力平衡。歐盟相信自己有絕對的正當性，他們可以協助烏克蘭建立法律規範、促進經濟繁榮，他們的承諾才是未來所在。然而，如今的烏克蘭經濟過於弱勢、政治過於脆弱，面臨的極大地緣政治風險，根本無力承受來自俄國與西方國家的壓力。但布魯塞爾無視這些顯而易見的事實，仍想盡辦法極力拉攏烏克蘭。

不可否認，烏克蘭需要改變。即便歷經二〇〇八至二〇〇九年的金融危機，烏克蘭的經濟表現仍相當不錯。根據官方統計數據，二〇一三年烏克蘭的平均所得剛好超過一九八九年。但是，不同於西部邊境的鄰國，歷經後共產黨轉型的烏克蘭出現停滯的一代。除了極少數的人超級有錢之外，其他人的生活水準還稱得上富有，仍維持在可以忍受的範圍，這主要得歸功於烏克蘭的退休金與能源補貼政策，兩者的支出大約占GDP的一七%。二〇〇八年，國際貨幣基金提供緊急援助，但同時要求烏克蘭改變既有的稅務和福利政策，導致當時的執政黨失去執政正當性。二〇一〇年二月大選時，多數選民感到徹底失望。烏克蘭的經濟每況愈下，不僅落後西部鄰國，甚至落後俄國。烏克蘭總統尤申科宣布退出選戰，由總理尤莉亞·提摩申科與維克托·亞努科維奇對決。二〇〇四年總統大選時，亞努科維奇遭反對黨指控涉及舞弊，引爆革命（注：二〇〇四年烏克蘭總統大選，由於沒有任何候選人達到法律規定的五〇%多數，因此針對得票最多的兩名候選人尤申科和亞努科維奇重新投票。但是許多國內外觀察家報導選舉發生舞弊，引發民眾不滿，發起一連串示威遊行、罷工等抗議活動）。但是在二〇一〇年大選，由於選民分裂成親俄與親歐兩派，亞努科維奇最終以正當手段獲得險勝。

亞努科維奇善於操弄政治、以權謀私，不停在西方與俄國之間來回遊走。他獲得國際貨幣基金的融資，並持續與歐盟協商。<sup>32</sup>他以貪汙罪名逮捕提摩申科，利用她作為政治棋子。同時，亞努科維奇玩弄普丁的感情，敷衍地應付歐亞經濟同盟的協商。他的親朋好友個個致富，但是他的支持度卻急速下滑，烏克蘭的外匯存底持續萎縮。面對未來的選舉，他幾乎沒有勝算的可能。他開始部署維安部隊，準備最後一搏。<sup>33</sup>然而，二〇一四年的選舉並非是他面臨的唯一最後期限。二〇一三年，與歐盟和俄國的談判已經來到關鍵時刻，除了其他考量因素之外，如今

基輔不得不依據國際金融局勢的轉變，做出最終的決定。

二〇一三年秋季，受到聯準會量化寬鬆政策的刺激，大量美元流入烏克蘭。二〇一三年四月，基輔拒絕國際貨幣基金的最新提議：提供融資，協助解決嚴重的經常帳赤字問題。相反的，烏克蘭決定發行十二.五億歐洲美元（eurodollar）債券，因為有相當優惠的七.五%利率，引發市場搶購潮。<sup>34</sup>五月二十二日，柏南克對外宣布未來有可能縮減購買債券的規模，利率立即攀升到一〇%。亞努科維奇為了尋找其他融資來源、謀求私利，他開始向全球各國遊說，兜攬生意。他與殼牌和雪佛龍談定合作開發頁岩氣；二〇一三年秋天與中國達成協議，將七百五十萬英畝的原始農地出租給中國，這片農地大約占烏克蘭五%的土地面積、一〇%的可耕地面積，相當於比利時大小。中國不僅著眼於爭取更多的生存空間。同時投資一百億美元在克里米亞（Crimea）興建港口。<sup>35</sup>不過，與歐盟的談判才是真正的關鍵。亞努科維奇對烏克蘭民眾承諾，加入歐洲將會為烏克蘭帶來希望。官方媒體宣稱只要簽訂聯合協議，便能加入歐盟。雖然歐盟從未明確表示這樣的可能性，但也無意潑烏克蘭冷水。西方媒體則是公開地大力吹捧，歐盟「歷經六年的努力，不斷說服烏克蘭加入歐盟，脫離克里姆林宮的勢力範圍」，如今有可能在維爾紐斯高峰會議上達成目標。<sup>36</sup>

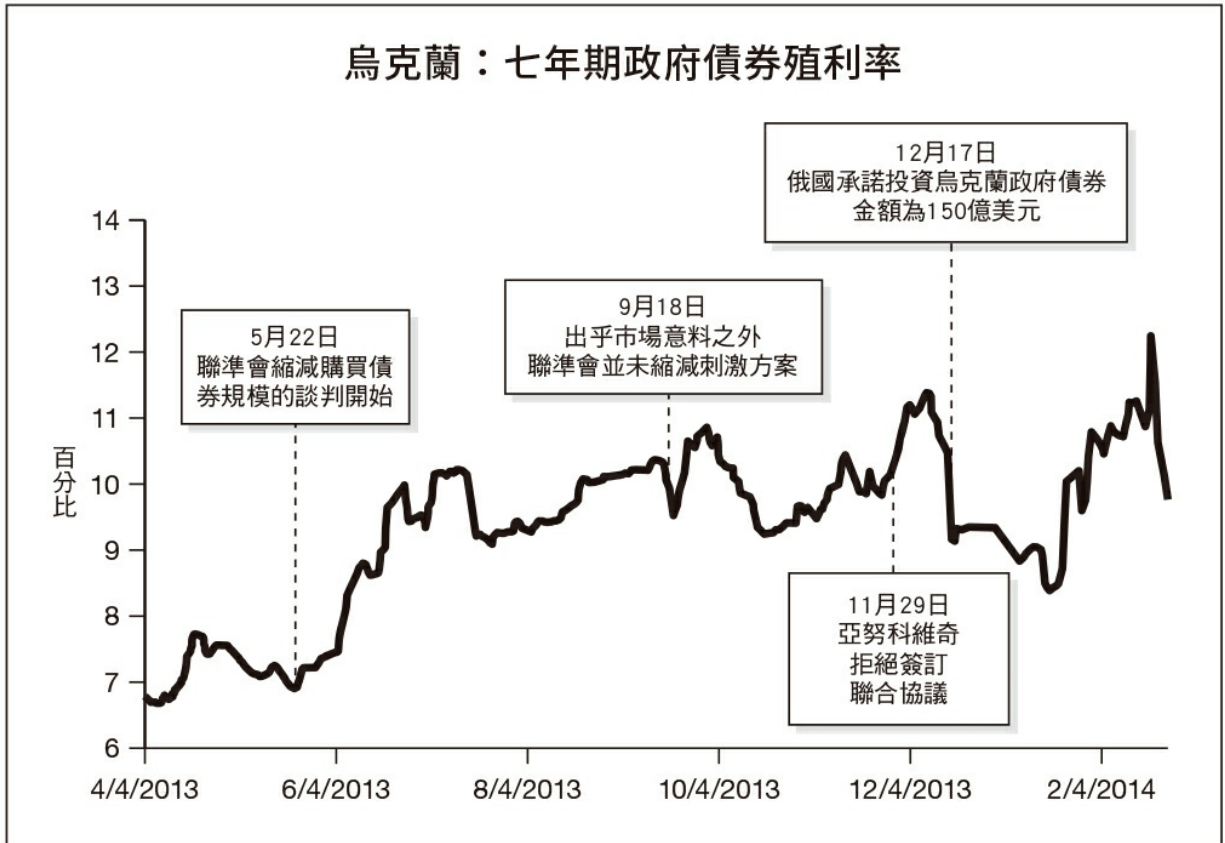
然而，俄國的威脅並未就此消失，它的制裁威脅依舊不能等閒視之：烏克蘭有二五%的出口流向歐盟，二六%流向俄國，其餘大部分是出口至俄國勢力範圍之內的獨立國家國協。九月初，亞努科維奇恫嚇黨內態度頑強的親俄人士必須接受西方國家的協議。<sup>37</sup>直到二〇一三年十一月二十日收到國際貨幣基金的信件之前，基輔都不知道西方提供的條件竟是如此不堪。國際貨幣基金僅提供五十億美元，其中的三十七億美元必須用來償還將二〇一四年到期的二〇〇八年貸款。在基輔，沒有人有

理由期待國際貨幣基金能有多大方。但是實際看到國際貨幣基金的提議之後，仍感到震驚不已。由德國專家組成的委員會預估，若俄國實施制裁，烏克蘭與俄國之間的貿易每年至少損失三十億美元。至於基輔內部的預估，損失將高達五百億美元。但是，布魯塞爾根本無視這些預估數據。<sup>38</sup>若加上聯合協議的內容，歐盟願意提供的金額總計為六．一億歐元。但同時國際貨幣基金要求烏克蘭大幅削減預算、天然氣價格提高四〇%、貨幣貶值二五%。<sup>39</sup>這些與亞努科維奇先前承諾將會為烏克蘭創造大筆財富的說法相去甚遠。烏克蘭國內不少寡頭政治人物的財富遠高於此。即使不考慮俄國可能施加的制裁手段，接受國際貨幣基金的協議必定會引發政治災難。<sup>40</sup>國際貨幣基金的提議引發基輔的怒火。「我們無法壓抑自己的情緒，我們完全無法接受，」烏克蘭常駐北大西洋公約組織的代表對路透社說。當他的國家轉向歐洲尋求協助時，「他們不屑一顧……顯然我們與波蘭不是同個等級。他們根本不願意讓我們加入，我們只能站在門口。我們很好，但我們不是波蘭人。」<sup>41</sup>對基輔而言，幸運的是（或是表面看來），莫斯科提供其他的替代方案。二〇一三年十一月二十一日，普丁提出條件相對優惠的天然氣採購方案，以及一百五十億美元的貸款，亞努科維奇欣然接受。正如同亞美尼亞的情況，如今看來烏克蘭將會加入俄國的歐亞關稅同盟。

依照後續發生的事來看，亞努科維奇的決定似乎正是親俄傀儡的制約性反應，很有可能他是受制於俄國的勒索。但是撇開這則流言不談，他的決定依舊令人難以理解。如同烏克蘭總理米科拉．阿札洛夫（Mykola Azarov）提出的說明，歐盟與國際貨幣基金提出「極為嚴苛的條件」，決定這項議題的結果。<sup>42</sup>在遭遇這次重大的挫敗之後，許多歐洲人也抱持相同的看法。二〇一三年十一月二十八日，歐洲議會議長馬丁．舒爾茲（Martin Schulz）接受《明鏡週刊》採訪時坦承，歐盟官

員與烏克蘭談判時鑄下大錯，「我想我們低估烏克蘭國內政治局勢的動盪。」<sup>43</sup>他說道，自從實施民主政治之後，烏克蘭「已陷入嚴重的經濟與金融危機。」「他們急需資金與穩定的天然氣供應。」舒爾茲說，他能理解為何烏克蘭會倒向俄國。「歐洲向來不太願意援助已陷入危機的國家……如果你仔細看過俄國的提議內容，它們願意提供的短期援助歐洲人並無法提供，也不願意提供。」

但是沒有人預料到烏克蘭國內極為少數人的反應，包括亞努科維奇、俄國或歐盟。這群人直言不諱，而且有膽識。民調結果顯示，轉向歐盟的決定並未得到絕大多數人民的支持。二〇一三年十一月，根據位於基輔的社會研究院（International Institute of Sociology）公布的結果，僅有三九%的受訪者支持與歐盟簽訂聯合協議，只比支持加入俄國歐亞關稅聯盟的三七%高出二%。<sup>44</sup>這些民調數據依據的是假設性前提，而非國際貨幣基金或歐盟實際提供的嚴苛條件。但是，二〇一三年在烏克蘭發生的事件並非是人民針對估算精確的替代方案進行公投而導致的結果，而是受到情緒激動、憤恨不平的少數人所煽動。這些少數團體善用人民對俄國與西歐抱持的希望與恐懼心理，並從不同政治光譜的政治想像獲得啟發。



資料來源：Benn Steil and Dinah Walker, "Was Ukraine Tapered?," February 25, 2014, Geo- Graphics Blog CFR, <https://www.cfr.org/blog/was-ukraine-tapered>

十一月和十二月，數十萬人封街遊行，抗議亞努科維奇斷然拒絕簽訂聯合協議，但是他們並沒有推翻政府的意圖，若非亞努科維奇聽從俄國糟糕的建議、採取強硬手段，或許還可以安然度過這次難關。但是，亞努科維奇仗著在國會的絕對多數優勢，強行修改憲法，結果引發第二波大規模的抗議活動，一月十六日群眾占領各地的政府機關大樓。此時明顯可見歐盟與美國的積極介入，當時負責歐洲與歐亞事務的美國助理國務卿維多莉亞·紐蘭（Victoria Nuland）與美國駐烏克蘭大使的對話遭到竊聽，從兩人的對話內容便可知美國的介入有多深，同時也反映出此時美歐之間的關係，就如同美國將烏克蘭政治人物當成工具一般。二〇一四年一月二十八日，紐蘭與美國大使傑佛瑞·皮亞特（Geoffrey

Pyatt) 討論可能的選項時，不經意脫口而出：「我想如果我們從旁協助，讓聯合國來搞定這件事就太好了，真是他媽的歐盟。」紐蘭認為歐盟的動作太慢，又不願意與總統亞努科維奇達成妥協，不過在幾個月之前，亞努科維奇其實非常期望能與歐盟簽訂全面性的聯合協議。皮亞特大使毫無畏懼地回答說：「我們一定要採取行動盡快解決這件事，如果緊張情勢升高，不用懷疑俄國一定會在背後搞破壞。」<sup>45</sup>

兩星期後，絕望的群眾再度走上基輔街頭背水一戰，亞努科維奇的總統任期就此劃上句點。二月二十一日，德國、法國和波蘭外交部長與亞努科維奇進行會談，並在普丁的代表見證下，最終達成協議，直到二〇一四年底舉行總統大選之前，亞努科維奇的總統職務將會受到保障。但是，在獲得黨內的支持與安全部隊解散的情況下，亞努科維奇寧可冒險。<sup>46</sup>他依舊清楚記得格達費最後的命運。二月二十二日清晨，他逃出烏克蘭，導致烏克蘭政府權力真空。新的臨時政府在完成經過簡化的憲法流程之後正式上任，並將大選延後至五月二十五日舉行。原本歐盟期望透過拖延戰術和平移轉政權，如今卻演變成革命性的推翻政權。由前總理提摩申科領導的祖國黨（Fatherland Party）與獨立廣場革命運動（Maidan）的社運人士所主導的臨時政府，在最後的選舉結果公布之前，便迅速採取行動鞏固政權。他們推翻亞努科維奇在十一月時臨時作出的決定，正式與俄國劃清界線，除了簽訂歐洲聯合協議之外，另外與國際貨幣基金和歐盟簽訂新的金融協議，而非與俄國簽訂協議。

莫斯科的回應是什麼？二〇一三年十一月維爾紐斯高峰會做出的決定，均被俄羅斯和歐盟視為策略的轉捩點。由於國際貨幣基金和歐盟提出的條件苛刻，使得莫斯科有機會勝出，然而，雖然獲得部分烏克蘭民眾的支持，卻因為大規模的示威抗議與政權更替而遭到推翻，只不過過程的合法性令人質疑，而且明顯得到西方國家的支持。對俄國而言，如

果懦弱地接受這樣的結果，那麼比起一開始亞努科維奇就選擇簽訂歐洲聯合協議還要不堪。二月二十二至二十三日晚上，克里姆林宮決定採取行動。它們利用地區性的示威活動機會，重新啟動早在二〇〇八年就擬定的計畫，當時這個計畫是為了要反制北大西洋公約組織的快速通道申請程序。二〇一四年二月二十七日，刻意掩飾身分的俄國軍隊占領克里米亞半島。<sup>47</sup>數天之後，為了進一步施壓基輔，俄羅斯暗中支持烏克蘭東部頓內次克（Donetsk）分離主義份子發起暴動。

## 新冷戰

二〇〇八年的喬治亞戰爭實質上是一場代理人戰爭，在當時便可預見西方與俄羅斯間必定會在經濟、政治與外交上發生衝突，如今所有衝突在更重要的舞台上同時引爆。烏克蘭領土完整性正遭受到威脅。二〇一四年四月十三日，基輔的臨時政府啟動「反恐」作戰，奪回頓巴斯（注：Donbass，頓內次克盆地的簡稱）的控制權。在華盛頓與北大西洋公約組織總部都有人要求立即提供基輔軍事援助，或是全面回到冷戰時代。麥坎和其他共和黨鷹派自然是樂於開戰，這樣或許能夠讓陷入麻煩的共和黨重新凝聚向心力。二〇一三年敘利亞內戰爆發時，他也曾這麼做，但是當時歐巴馬拒絕升高衝突。<sup>48</sup>在歐洲，也沒有國家支持採取軍事行動。但這並不是表示烏克蘭無法獲得軍事武器。就如同敘利亞的情況，他們可以透過祕密管道取得。西方國家的公開回應是採取經濟制裁。

普丁政府向來認為地緣經濟屬於地緣政治的範疇。在烏克蘭，貿易



協商與關稅協定的衝突已經升高至不宣而戰的局面。美國有可能使用經濟手段作為武器，會這樣嗎？為了施壓伊朗，美國早已發展出一套極為有效的制裁手段。如今俄羅斯與全球經濟密不可分，因此更加不堪一擊。俄羅斯企業必須將產品出口至其他國家，更重要的是這些企業累積大量便宜的美元貸款。直到二〇一四年初，他們積欠的負債高達七千兩百八十億美元。<sup>49</sup>但也正是基於同樣的理由，俄羅斯在西方國家的大筆投資也有危險。除此之外，俄國是全球第二大石油與天然氣出口國。如今新興市場經濟過於脆弱，美國不希望引發商品市場危機。因此，美國高度自制，並未發動全面性經濟制裁，這也讓許多強硬派感到失望。美國將目標鎖定與普丁關係密切的朋友圈，其中最著名的正是石油大亨、俄羅斯石油公司執行長伊格爾·謝爾欽。<sup>50</sup>此外，美國也限制某些俄羅斯企業取得融資的管道，包括俄羅斯石油公司、諾瓦泰克

（Novatek）、天然氣工業銀行（Gazprombank）與俄羅斯國有開發銀行。<sup>51</sup>雖然為企業帶來不少麻煩，但由於美俄之間的經濟關係並不密切，因此不會產生關鍵性影響。

現在的問題是，歐洲是否會支持美國的制裁計畫。俄國與歐盟之間的貿易規模是俄國與美國的十倍以上。俄國占歐盟整體進口四一%。因此，歐盟握有更大的籌碼，但也可能受傷更慘重。即便俄國軍隊入侵烏克蘭，德國企業領導人與資深政治人物，包括前總理格哈德·施洛德仍持續深耕與俄國的友好關係。法國有兩筆航空母艦的訂單買主是俄國。義大利能源公司是黑海計畫的重要參與者。向來是大企業主遊樂場的倫敦，確實有在討論制裁的可能性。但是，卡麥隆政府雖然嘴上說得好聽，卻沒有立即採取行動，因為不只有經濟利益會面臨到風險。在德國，任何操之過急的與美國站在同一陣線的行為都會引發高度懷疑。<sup>52</sup>二〇一三年夏季，美國國家安全局竊聽醜聞曝光，德美兩國關係蒙上陰

影。一年之後，視美國為「可信任夥伴」的德國人比例降至三八%，接近布希時代的水準。<sup>53</sup>有六八%的美國人支持讓烏克蘭加入北大西洋公約組織，但有六七%的德國人反對。同樣的，有六三%的德國人反對給予烏克蘭歐盟成員的身分。

歐盟同意針對十八位俄國知名人物進行個人制裁，此舉引發美國國會右派的不滿。參議員麥坎沉重地表示：「如果歐洲人認為經濟考量非常重要，因此無法採取嚴厲的制裁手段……這麼做就是對過往的歷史教訓視而不見。」<sup>54</sup>一九三八年的綏靖政策無法打擊希特勒，當然也無法遏制普丁。到了五月，跨太平洋的緊張情勢升高，梅克爾與歐巴馬火速在白宮舉行會談。梅克爾承認必須採取行動，但是她不能不顧及歐洲的輿論，麥坎的衝動發言根本於事無補。兩人最後同意，歐巴馬必須制止美國鷹派，梅克爾則會努力讓歐洲各國達成共識，採取更嚴厲的措施。

同時，如果近期不採取軍事援助，只對俄國實施輕度的經濟制裁，那麼西方國家至少應協助烏克蘭，提出更大方的金融援助計畫？基輔新政府預估，若要支付未還清債務，未來兩年還需要三百五十億美元的資金。這與六個月前亞努科維奇政府的預估相去不遠，但當時國際貨幣基金毫不考慮地立即回絕。二〇一四年三月，基輔要求國際貨幣基金提供一百五十億美元的援助。歐巴馬政府支持烏克蘭的要求，並希望藉此打破國會兩黨因國際貨幣基金改革案而僵持不下的局面。政府決定將共和黨支持的烏克蘭十億美元貸款保證計畫，與解除國際貨幣金融資限制的提案綁在一起。<sup>55</sup>白宮堅稱，烏克蘭危機證明，國際貨幣基金對美國而言具有策略重要性，此番說法卻遭到國際貨幣基金內部全球主義者的大力抨擊。<sup>56</sup>此舉無疑是讓國際貨幣基金淪為美國政策工具的附屬地位，美國的意圖昭然若揭，但共和黨並不同意，他們否決國際貨幣基金的增資提案。

在無法獲得美國的全力支持下，拉加德與國際貨幣基金仍決定堅持下去。<sup>57</sup>如果一個國家治理良好、處於承平時、又能善用既有資源，債務負擔絕對不可能超額。但烏克蘭沒有一項符合。烏克蘭政局不穩、俄國入侵導致的不安，以及制度的不健全，在在顯示烏克蘭的債務負擔無法長期支撐。烏克蘭已無力償還負債，必須減債，這是國際貨幣基金的協議目標。但是烏克蘭的危機非比尋常。二〇一〇年，希臘是在「系統性豁免」的情況下獲得融資，但是金融傳染（financial contagion）的風險證明紓困方案無法持久。二〇一四年四月，烏克蘭的系統性風險已經演變成地緣政治問題。國際貨幣基金的主要股東不願見到已危機四伏的親西方基輔政權在反普丁革命後的幾星期內宣布破產。因此，儘管有明顯的風險存在，再加上烏克蘭過去遵守紓困計畫的記錄不良，國際貨幣基金依舊決定再次出手援助。國際貨幣基金熱烈討論著改革計畫，再加上對經濟復甦過度樂觀的假設，最後決定未來兩年將提供烏克蘭一百七十億美元的貸款。另外還有歐盟的一百一十億歐元與美國十億美元的貸款保證，日本也加入援助行列。除此之外，歐盟同意取消烏克蘭九八%的出口關稅。免簽證旅遊計畫預計二〇一五年啟動。歐盟承諾，冬季時將支援烏克蘭的能源供應，借道斯洛伐尼亞、波蘭與匈牙利供給天然氣。

國際貨幣基金提出實質承諾。但這完全不是烏克蘭的需求。歐洲的援助計畫長達七年。一如既往，國際貨幣基金的貸款附帶苛刻的條件。天然氣價格必須上漲五六%，政府人力削減一〇%。<sup>58</sup>解除外匯管制，讓匯率調整至具競爭力的水準，但也因此加重烏克蘭銀行的壓力。其中最大的風險來自於烏克蘭東部的軍事行動。過去，國際貨幣基金從未提供貸款給處於戰爭狀態的國家。二〇一四年的援助計畫完全忽略當地軍事衝突逐漸升高的明顯事實。事後拉加德發布新聞稿坦承，這次的援助

計畫從一開始就陷入危險。<sup>59</sup>就在金融援助計畫擬定之後的幾天之內，烏克蘭確實面臨到最壞的情況。烏克蘭東部的衝突日趨激烈，沒有任何緩解的跡象。<sup>60</sup>五月初，烏克蘭為了迅速招募軍隊，重新恢復徵兵制。二〇一四年五月的最後一個星期，寡頭政客佩特洛·波洛申科（Petro Poroshenko）成為烏克蘭總統。如今他面臨不可能的挑戰：在應付戰事的同時，必須執行國際貨幣基金的緊縮財政措施；然而，俄國絕不可能讓烏克蘭在這場戰爭上有絲毫獲勝的機會。基輔的唯一希望是，隨著軍事衝突升高，烏克蘭脆弱的經濟將承受更大壓力，但也因此使得政治風險變得更加顯著，最終迫使西方國家不得不出手干預。

七月，烏克蘭軍隊猛烈進攻，頓巴斯叛軍潰不成軍。莫斯科政府提供分離主義武裝份子重裝武器。原本只是小規模的軍事衝突，如今演變成幾乎等同於公開宣戰的戰爭局面，數萬名人力被動員、大批民眾流離失所，並導致數千人傷亡。七月十七日，媒體報導配備俄國新式飛彈的烏克蘭叛軍防空團擊落一架滿載乘客的民航機，事後證實是馬來西亞航空MH17班機，機上載有兩百九十八名乘客與機組人員。這場意外引發全球眾怒，各國義憤填膺，梅克爾決定採取更嚴厲的制裁手段。歐盟禁止任何軍事與石油設備出口到俄國，同時禁止俄國國有銀行發行長期債券。美國限制俄羅斯聯邦儲蓄銀行（Sberbank）融資管道，並施壓艾克森美孚和英國石油終止與俄國能源公司的合作關係。不過，二十一世紀制裁手段的真正殺手鐮是在金融活動。二〇一四年九月，俄羅斯石油公司、俄羅斯國家石油管道運輸公司（Transneft）、天然氣工業公司、諾瓦泰克、俄羅斯聯邦儲蓄銀行、俄羅斯外貿銀行、天然氣工業銀行、莫斯科銀行，以及聯合航空製造公司（United Aircraft Corporation）和卡拉希尼可夫（Kalashnikov）兩大軍事武器製造公司，全被阻擋於西方金融市場之外。其中兩家與普丁和他的親信關係最為密切的銀行，在美國

銀行的數億美元資金遭到凍結。<sup>61</sup>

莫斯科則是採取傳統的報復手段。它們並沒有斷絕天然氣供應，而是全面禁止歐洲農產品進口，並增加對頓巴斯叛軍的武器支援，叛軍在八月二十三至二十四日發動血腥反攻。由於前線戰事陷入膠著，九月五日，在德國與法國居中斡旋之下，基輔被迫在白俄羅斯首都明斯克（Minsk）接受停火協議。就在俄國與西方的新冷戰升高至全面性的暴力對決之後，開始逐步轉變成國力的較量。

## 油價崩盤

自從二〇〇八年爆發金融危機之後，俄國重新整頓財政制度。二〇一四年初，莫斯科的外匯存底達到五千一百億美元。與二〇〇八年一樣，實際上真正面臨危險的是全球化的俄國民間銀行，而非國有銀行。烏克蘭危機的升高隨即引發資金外流。二〇一四年三月一日星期六，俄羅斯聯邦會議（Russian Federation Council）基於愛國心，投票同意俄國軍隊進軍烏克蘭領土部署；三月三日發生「黑色星期一」，股票市場暴跌一至一二%。<sup>62</sup>對於已經國際化的俄國銀行而言，例如握有全俄國二八%銀行資產的俄羅斯聯邦儲蓄銀行，金融制裁確實會造成近似精神分裂的情況。執行長赫曼·格雷夫（Herman Gref）若有所思的說道，俄羅斯聯邦儲蓄銀行可自由交易的股份有五〇%是由美國與英國投資人持有，但如今銀行卻被禁止在西方市場籌資。<sup>63</sup>此外，俄國企業必須在二〇一四年將七千兩百九十億美元的外債降至五千九百九十億美元，俄國央行必須動用準備金來應付企業的還款需求。<sup>64</sup>緊張情勢不斷升高，但

直到秋天危機才真正爆發。

馬航MH17班機遭到擊落後啟動的第三輪制裁，對俄羅斯造成嚴重的衝擊。同時，珍娜·葉倫（Janet Yellen）領導的聯準會終於結束第三次量化寬鬆，縮減全球的信用條件。另一方面，經濟合作發展組織國家的合作也出現裂痕。沙烏地阿拉伯決定結束石油產量限制，油價立即崩跌。到了二〇一四年秋季，不論是否有制裁，俄國金融市場都陷入嚴重的危機。經濟制裁、聯準會貨幣政策緊縮與商品價格暴跌同時發生，後果不堪設想。事實上，由於災情過於慘重，引發不少人質疑，這些事件同時發生是否完全是巧合？或是美國和沙烏地阿拉伯聯手襲擊俄羅斯？<sup>65</sup>

石油政治學總是充滿各種陰謀論的說法。華盛頓和利雅德之間必定存在地下管道。二〇一四年秋季，美國國務卿約翰·凱瑞（John Kerry）出訪波斯灣國家。沙烏地阿拉伯有充分的理由採取行動，就算不是針對烏克蘭，至少是為了敘利亞問題。<sup>66</sup>俄國與伊朗是頑強的阿薩德

（Assad）政權主要幕後支持者，沙烏地阿拉伯則是他的死對頭。目前並沒有確切證據、也沒有必要以陰謀論的角度解釋這些事件為何同時發生。石油市場承受極大壓力，美國的水力裂解技術開啟便宜且高度彈性的能源供應來源。因此，就俄國經濟來說，這些事件背後的最終動機已不再重要。如今原油價格從二〇一四年六月每桶一百一十二美元，降至十二月的六十美元，而且持續下探。除了經濟制裁與信用條件緊縮之外，油價崩盤才是對俄羅斯最沉重的打擊。

十月，俄羅斯央行持續進場干預，避免盧布暴跌，但是它必須謹慎節制，不能大肆揮霍外匯存底。到了十一月，俄羅斯央行決定退出市場。烏克蘭危機爆發之前，盧布兌美元匯率為三十三比一，到了二〇一四年十二月一日，匯率暴跌四九%。這對俄國企業債務人是相當可怕的

災難，因為在年底前，總計有三百五十億美元的債務必須償還。各大企業陷入慌亂，掙扎求生。俄羅斯石油公司為了支付一百億美元的負債，在市場上大量買進歐元與美元。<sup>67</sup>財務陷入困境的俄國企業在資金緊縮的情況下無以為繼。十二月，主要服務一般民眾的信託銀行（Trust Bank）與俄國第三大航空公司烏塔航空（UTair）宣布破產，此外俄國央行被迫為銀行提供擔保。<sup>68</sup>十二月十五日星期一早上，盧布走跌，當天結束時下跌八%。在普丁參與下，歷經傍晚漫長的辯論，當晚俄羅斯央行決定，將利率從六.五%調升至一七%。消息宣布時已是凌晨一點。升息的主要目的是提供投資人保障，懲罰投機客。但毫無效果。投資人不認為這是保障，反而認為此舉將會引發市場恐慌。十二月十六日，也就是俄羅斯股票史上所謂的「黑色星期二」早上，外匯市場如自由落體般急速下跌。當日結束時，盧布兌美元的匯率暴跌八〇%。隔天，俄羅斯聯邦儲蓄銀行遭到聯合攻擊。上百萬個客戶收到來自俄羅斯境外的簡訊，警告銀行將被切斷所有外部流動性來源。十二月十八日，俄羅斯聯邦儲蓄銀行總計被提領六十億美元。接下來一星期，提領的總金額達到兩百億美元。<sup>69</sup><sup>70</sup>即使以二〇〇七至二〇〇九年的標準來看，銀行擠兌的規模仍相當驚人。

各大財團再度面臨極高的風險。雖然各家預估的結果不同，但是烏克蘭的複雜情勢導致油價崩跌，俄國前二十大富豪的損失介於六百二十億美元與七百三十四億美元之間。<sup>71</sup>普丁再次請求援助，並要求採取行動。政府通過法令，禁止將財富藏匿海外，願意將現金匯回俄國的將可得到豁免，不受懲罰。同時，央行試圖透過提高存款保險與協助陷入困境的銀行進行資本重整，希望能有效控制局面。普丁總統要求政府機構放棄一般的政策原則。他們必須透過「人為操作」協助國家度過難關。但是有一項共通原則必須守住。俄國不想破壞自己的名聲，讓外國投資

人以為俄國要重回資本管制的老路。相反的，為了提供所需的外匯，十二月二十六日俄國央行將外匯存底降至三千八百八十五億美元，雖然因此避免盧布大幅貶值，但是壓力依然存在。西方信評公司調降天然氣工業公司評等。一月時，調降俄羅斯石油公司、國家石油管道運輸公司與盧克石油的評等。接著盧布下跌七%，二〇一四年底曾一度回穩的匯率如今再度失守。<sup>72</sup>這將嚴重威脅央行的外匯存底。現在俄羅斯要極力遏止二〇一二年之前曾嚴重威脅歐洲的銀行主權惡性循環。對於俄羅斯而言，如今陷入危險的不僅是金融償債能力，更關鍵的問題是，在這場地緣政治拉鋸戰中能否贏得勝利。

在普丁第一任總統任期期間，執政的正當性主要來自於生活水準持續提高。但是二〇〇八年金融危機爆發之後，這個單純美好的景象被打破。自二〇一四年開始，期待經濟成長的希望逐漸幻滅。二〇一四年冬季至二〇一五年，俄國GDP下滑超過一〇%。直到二〇一五下半年才回穩。對於俄國人民而言，二〇一四至二〇一五年的危機比二〇〇八至二〇〇九年更為嚴重。實質薪資下滑劇烈、回升力道更加疲弱。自烏克蘭危機爆發之後，俄羅斯轉變成民族主義國家，政府要求所有公民在必要時得不惜一切代價讓國家重返世界舞台。雖然不容易，但這樣的角色很容易塑造。就某方面來說還相當好用。<sup>73</sup>二〇〇八年金融危機爆發期間，時任總理的普丁努力對抗國內危機。<sup>74</sup>二〇一二年，普丁二度擔任總統，克里姆林宮煽動民族主義情緒，掩蓋令人失望的經濟成長與民調結果。二〇一四至二〇一五年油價崩盤，政府必定會再度強力宣傳民族主義。此時爆發烏克蘭危機真是恰到好處。儘管經濟疲弱不振，但普丁的支持度從二〇一三年不到五〇%的低點，上升至二〇一五年六月八九%的歷史新高。<sup>75</sup>俄羅斯確實受創嚴重，如果把經濟視為武器，那麼俄羅斯形同遭受雙重打擊。要擊潰俄羅斯，就必須摧毀他的鄰國。人們擔憂的新興市

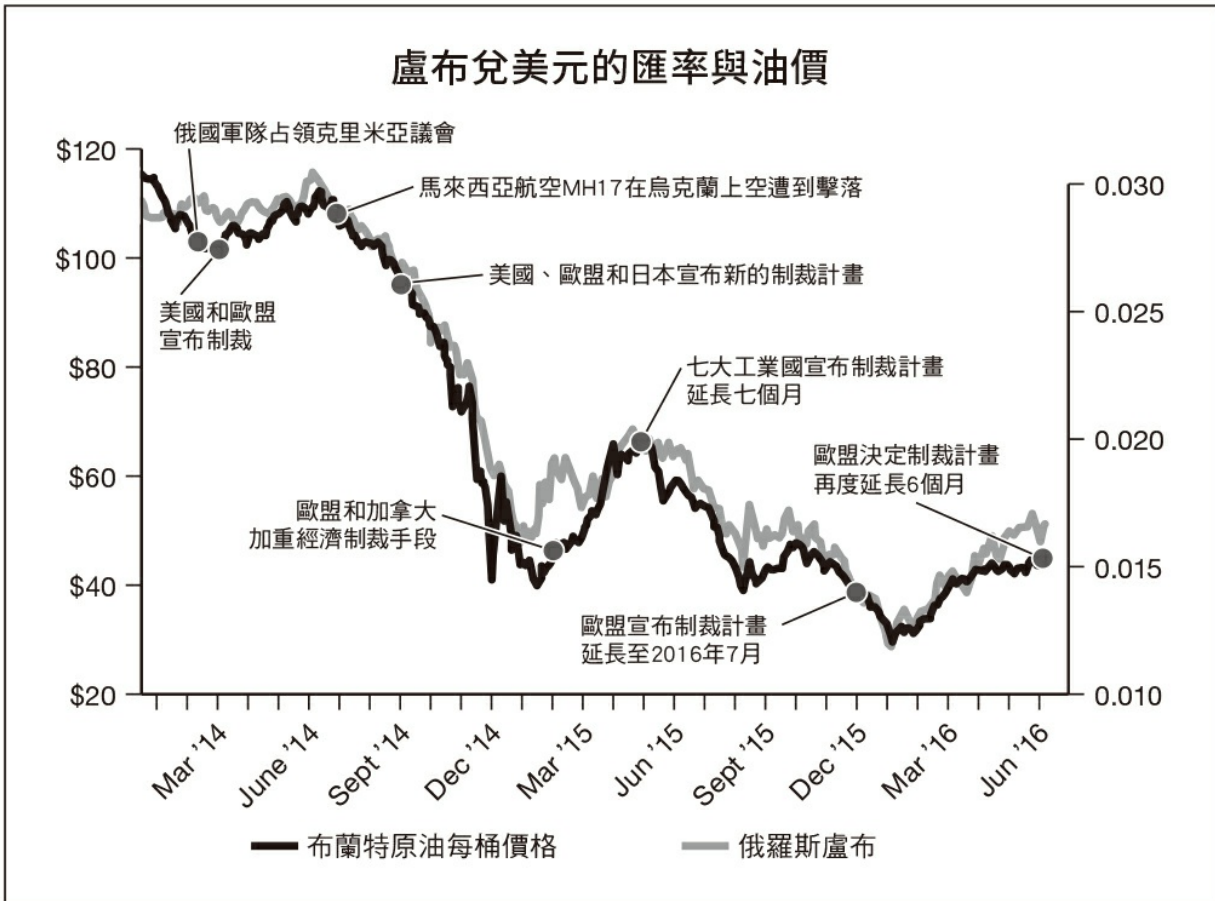


場危機重創後蘇聯國家。<sup>76</sup>二〇一三年底至二〇一五年初，哈薩克、亞塞拜然與白俄羅斯的貨幣兌美元匯率大幅貶值五〇%。吉爾吉斯、摩爾多瓦、塔吉克的貨幣則貶值三〇至三五%。由於情況緊急，中亞各國不得不立即大幅調升利率，使得銀行的資產負債表與手上持有外國債券的跨國企業壓力倍增。<sup>77</sup>在俄國工作的中亞移工匯款大幅減少，這些中亞國家的家庭所得也隨之萎縮。<sup>78</sup>塔吉克是全球最依賴移工匯款的國家，在達到工作年齡的男性人口中，有一半在俄國打工維生。貨幣危機導致塔吉克國內家庭所得與外匯收入急速縮減。移工匯款依賴度排名第二的吉爾吉斯同樣受傷慘重。<sup>79</sup>

貨幣危機席捲整個中亞地區，震央就在烏克蘭。二〇一四年四月，國際貨幣基金啟動緊急紓困，但當時是以烏克蘭格里夫納兌美元匯率一二.五的條件來推估烏克蘭的經濟情況。國際貨幣基金要求基輔管制外匯，避免引發資金撤離潮，同時採取浮動匯率，好讓國內商品價格得以順應市場調整，確保國營天然氣公司得以持續運作。如果採行上述措施，烏克蘭民眾與富豪階級的財富勢必會大幅萎縮，他們持有的資金也會因為貨幣貶值而縮水。不過，俄國央行採取逆向操作。<sup>80</sup>央行允許數十億美元撤離烏克蘭銀行，同時動用所剩不多的外匯存底阻止匯率跌勢。隨著商品價格上漲五〇%，最終真正受益的是最富有的烏克蘭人，他們以相對有利的匯率將資產轉換成美元。總計烏克蘭外匯存底流失八十億美元。原本投入烏克蘭的資金如今再度流失。二〇一五年二月，烏克蘭的外匯存底僅剩四十七億美元，烏克蘭央行決定棄守外匯。但是，歐洲各國仍希望透過外交途徑解決問題，華府的鷹派與北大西洋公約組織總部要求提供軍事支援的呼聲愈來愈高，二月五日到六日短短二十四小時之內，烏克蘭貨幣再度重貶五〇%。<sup>81</sup>商品價格因為每日會浮動，為了避免民眾囤積，政府限制每個消費者購買的麵粉、油、米與蕎麥的

數量，實質上形同採取配給措施。同個時間，烏克蘭GDP較前一年同期下滑一八%，烏克蘭的債務愈來愈難以支撐。

頓巴斯的軍事衝突還在持續，與二〇〇四年的前政府一樣，二〇一四年掌權的革命政府面臨相同的命運，政府的正當性因為難以挽救的經濟問題受到嚴重挑戰。到了二〇一五年春季時，為了穩固新政府的政權，除了進一步接受國際援助之外，已別無他法。二〇一五年三月十一日，國際貨幣基金再度承諾烏克蘭，重啟前一年達成的協議，這次國際貨幣基金提出的金額為一百七十五億美元。以此為基礎，歐盟將在未來四年提供四百億美元的紓困。不過，至少這一次國際貨幣基金承認，烏克蘭必須進行債務重組。



資料來源：Bloomberg, Global Investors.

## 中俄新關係

二〇〇八年曾席卷後蘇聯國家的綜合危機，包括地緣政治與金融危機，在二〇一四年再度爆發，不過這次危機至少可以這麼說，對美國與它的聯盟體系領導權影響難有定論。群眾動亂迫使烏克蘭倒向歐洲。二〇一四年六月，總統波洛申科簽訂的歐洲聯合協議在二〇一七年七月正式獲得通過。西方國家不願烏克蘭向下沉淪，但也沒有將烏克蘭從危機中徹底拯救出來。烏克蘭的金融體系依舊相當危急。二〇一五年八月達

成的債務重組協議以正式條款明訂國際貨幣基金對民間部門介入的要求。但事實上，持有大量烏克蘭債券的避險基金僅承擔最低限度的損失，烏克蘭債務的縮減幅度微乎其微，僅從七百一十億美元降至六百七十億美元，但同時間烏克蘭的GDP持續下滑。<sup>82</sup>援助計畫是否可行，取決於難以預測的烏克蘭國內改革進度，以及與俄羅斯之間衝突的嚴重性。面對兩國的衝突，不論是美國或歐洲，都沒有積極整合資源、也沒有強烈的政治意願果斷發動反擊。就俄羅斯而言，即便因為油價下跌，加劇經濟制裁的負面衝擊，但並不具有決定性作用。二〇一五年春季，普丁政府已經重新獲得主導權。如果油價開始回穩，莫斯科的地位便會更加穩固。再過一段時日，歐洲逐漸改變態度，不完全贊同對俄羅斯實施制裁。更讓大眾驚訝的是，即便是在美國，也有不少知名人士對俄國表示同情。莫斯科只需要靜待時機，同時還可在中東製造麻煩，或是在美國趁火打劫，或是在更遙遠的他方尋找新的策略夥伴。

在冷戰時期，華府、北京和莫斯科之間的角力是決定權力平衡轉變的關鍵。理論上，新崛起的中國可以主動挑選與選擇夥伴。但是它並沒有特別的理由必須偏向普丁。不過，二〇一四年春天，東亞地區日本與中國間的緊張關係已升高至危險程度。華府對外表示，將會全力支持策略夥伴。美國雖然不認同中國維護南海主權的主張，但是對美國而言，若要在亞洲採取強硬態度，同時間在歐洲還要與俄羅斯對抗，代價未免太大。因此，美國給了俄羅斯喘息的機會，普丁也即時把握住機會。二〇一四年春天，很明顯俄國與西方的對抗情勢日益惡化，因此俄國領導階層決定與中國建立策略夥伴關係。<sup>83</sup>中國將協助俄國一同對抗西方國家。如果美國和歐盟決定對俄國實施經濟制裁，俄國企業可以前進中國市場，在上海與香港取得融資。至於中國方面，由於南海地區的主權爭議引發鄰國抵制，未來可透過俄國和中歐地區建立陸上貿易路線。歐洲

已經表明，無意加入美國在亞洲建立的「實質圍堵聯盟」。俄國正好可以作為橋樑。二〇一四年五月，中俄兩國開始踏出合作的第一步，簽訂價值四千億美元、長達三十年的中俄天然氣供應協議。<sup>84</sup>

雖然與中國建立策略夥伴關係是完全合乎邏輯的想法，但實務上，俄國發現與中國做生意困難重重。中國人是頑固的談判者。至於那些已焦頭爛額的俄國寡頭政客們，除非他們認為自己占有優勢、處於有利地位，否則不願遵守長期協議。對俄羅斯而言，將必要的基礎建設往東延伸所費不貲，此外中國影響力得以深入廣袤的西伯利亞土地，也讓許多政治菁英心生疑慮。如今化石燃料的價格時常上下波動，採行天然氣外交的做法存在太多變數。但是對於莫斯科和北京而言，重點不在經濟，而是重新定義權力平衡，形成多極化的態勢。

未來將不再是既有的強權定義二十一世紀的全球秩序，而是由新崛起的亞洲聯盟定義。俄羅斯與中國的結盟，也意味著二十世紀某個時代的結束。<sup>85</sup>若仔細翻閱二〇一五年第二次世界大戰勝利紀念會的來賓名單，便可明顯看出其中的象徵意義。就在中國、俄國、美國、英國、法國聯合對抗同盟國的七十年後，中俄之間已建立新的關係，兩國的關係將會重塑歐亞政治版圖。五月九日在莫斯科與九月三日在北京，習近平與普丁分別成為對方重要紀念活動的座上賓。歐巴馬、卡麥隆、歐蘭德和梅克爾則婉拒參加。<sup>86</sup>同樣是在二〇一五年春天，有位西方國家領導人轉向第二次世界大戰的前同盟國尋求支持，此人正是陷入四面楚歌的左派希臘總理。

---

1 S. G. Brooks, G. J. Ikenberry and W. C. Wohlforth, "Don't Come Home, America: The Case

- Against Retrenchment,” *International Security* 37, no. 3 (Winter 2012– 2013), 7– 51; and S. M. Walt, “More or Less: The Debate on US Grand Strategy,” *Foreign Policy*, January 2, 2013.
- 2 M. Landler, *Alter Egos: Hillary Clinton, Barack Obama, and the Twilight Struggle over American Power* (New York: Random House, 2016); and K. Campbell, *The Pivot: The Future of American Statecraft in Asia* (New York: Twelve, 2016).
  - 3 G. Resnick, “Inside the New Hillary Clinton Emails: All the Secretary’s Yes Men,” *Daily Beast*, September 1, 2015.
  - 4 G. J. Ikenberry, “The Illusion of Geopolitics,” *Foreign Affairs* (May/June 2014).
  - 5 “Political Staple,” *Economist*, December 2, 2013. 若要了解東亞地區策略競爭的背景，請參考：G. Rachman, *Easternization: Asia’s Rise and America’s Decline* (New York: Other Press, 2016).
  - 6 J. Xi, “Gut für China, Europa und die Welt,” *Frankfurter Allgemeine*, March 28, 2014.
  - 7 S. Farrell, “City of London Boosted by China Currency Trading Move,” *Guardian*, June 18, 2014.
  - 8 N. Watt, P. Lewis and T. Branigan, “US Anger at Britain Joining Chinese-Led Investment Bank AIIB,” *Guardian*, March 12, 2015.
  - 9 G. Rachman, “China’s Money Magnet Pulls in US Allies,” *Financial Times*, March 16, 2015.
  - 10 G. Dyer and G. Parker, “US Attacks UK’s ‘Constant Accommodation’ with China,” *Financial Times*, March 12, 2015.
  - 11 *Ibid.*
  - 12 G. Parker, A.-S. Chassany and G. Dyer, “Europeans Defy US to Join China-Led Development Bank,” *Financial Times*, March 16, 2015.
  - 13 A. Stent, *The Limits of Partnership: U.S.-Russian Relations in the Twenty-First Century* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014).
  - 14 A. Clark, “Dmitry Medvedev Picks Silicon Valley’s Brains,” *Guardian*, June 23, 2010.
  - 15 T. Kaplan, “Russia Blocks Yogurt Bound for US Athletes,” *New York Times*, February 5, 2014.
  - 16 R. Korteweg, “Mogherini’s Mission: Four Steps to Make EU Foreign Policy More Strategic,” *Centre for European Reform*, January 19, 2015.
  - 17 Spiegel staff, “How the EU Lost Russia over Ukraine: Four Thousand Deaths and an Eastern Ukraine Gripped by War,” *Der Spiegel*, November 24, 2014.
  - 18 A. Åslund, “Ukraine’s Choice: European Association Agreement or Eurasian Union?,” *Policy Brief* (2013), 13– 26.
  - 19 R. Sakwa, *Frontline Ukraine: Crisis in the Borderlands* (New York: I. B. Tauris, 2015), 76
  - 20 *Ibid.*

- 21 R. Youngs, *Europe's Eastern Crisis: The Geopolitics of Asymmetry* (Cambridge: Cambridge University Press, 2017), 54.
- 22 "How the EU Lost Russia over Ukraine"; and "The Eu-Ukraine Association Agreement and Deep and Comprehensive Free Trade Area: What's It All About?," [http://eeas.europa.eu/archives/delegations/ukraine/documents/virtual\\_library/vademecum\\_en.pdf](http://eeas.europa.eu/archives/delegations/ukraine/documents/virtual_library/vademecum_en.pdf).
- 23 Åslund, "Ukraine's Choice."
- 24 " 'We Want to See the Euro Zone Flourish,' " *Der Spiegel*, May 16, 2012; and K. Gebert and U. Guerot, "Why Poland Is the New France for Germany," *European Council on Foreign Relations*, October 19, 2012.
- 25 K. Gebert, "Reinventing Europe: Poland and the Euro Crisis," *European Council on Foreign Relations*, February 7, 2012.
- 26 Kudrna and Gabor, "The Return of Political Risk."
- 27 S. Lambert, "The Orban Government and Public Debt," *The Orange Files: Notes on Illiberal Democracy in Hungary*, <https://theorangefiles.hu/the-orban-government-and-public-debt/>.
- 28 "Hungary's Orban Wants Deal with IMF, Cbank Cuts Rates," *Reuters*, April 26, 2010.
- 29 J. Johnson and A. Barnes, "Financial Nationalism and Its International Enablers: The Hungarian Experience," *Review of International Political Economy* 22 (2014): 535– 569.
- 30 A. Deak, "The Putin-Orban Nuclear Deal: A Short Assessment," *Green Political Foundation*, January 27, 2014.
- 31 O. Sushko, "A Fork in the Road? Ukraine Between EU Association and the Eurasian Customs Union," *PONARS Eurasia*, September 2013.
- 32 "How the EU Lost Russia over Ukraine."
- 33 A. Wilson, *Ukraine Crisis: What It Means for the West* (New Haven, CT: Yale University Press, 2014).
- 34 B. Steil, "Taper Trouble," *Foreign Affairs* (July/August 2014).
- 35 Wilson, *Ukraine Crisis*, 16.
- 36 I. Traynor and O. Grytsenko, "Ukraine Aligns with Moscow as EU Summit Fails," *Guardian*, November 28, 2013.
- 37 E. Piper, "Special Report: Why Ukraine Spurned the Eu and Embraced Russia," *Reuters*, December 19, 2013.
- 38 "How the EU Lost Russia over Ukraine."
- 39 "Press Release: Statement by IMF Mission to Ukraine" (IMF press release no. 13/419, October 31, 2013), <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr13419>.
- 40 Wilson, *Ukraine Crisis*, 64– 65.

- 41 Piper, “Special Report: Why Ukraine Spurned the Eu and Embraced Russia.”
- 42 D. M. Herszenhorn, “Ukraine Blames IMF for Halt to Agreements with Europe,” *New York Times*, November 22, 2013; and A. Evans-Pritchard, “Historic Defeat for EU as Ukraine Returns to Kremlin Control,” *Telegraph*, November 22, 2013.
- 43 “Merkel Still Open to Ukraine Cooperation,” *Der Spiegel*, November 28, 2013.
- 44 “Poll: Ukrainian Public Split over EU, Customs Union Options,” *Kyiv Post*, November 26, 2013.
- 45 “Ukraine Crisis: Transcript of Leaked Nuland-Pyatt Call,” *BBC*, February 7, 2014.
- 46 A. Higgins and A. E. Kramer, “Ukraine Leader Was Defeated Even Before He Was Ousted,” *New York Times*, January 3, 2015.
- 47 這些行動計畫最早是在二〇〇八年喬治亞戰爭之後擬定的，請參考：Ukraine Crisis, 108.
- 48 D. Chollet, *The Long Game: How Obama Defied Washington and Redefined America’s Role in the World* (New York: Hachette, 2016).
- 49 K. Rogov, “What Will Be the Consequences of the Russian Currency Crisis?,” *European Council on Foreign Relations*, December 23, 2014.
- 50 A. Evans-Pritchard, “US Hits Russia’s Oil Kingpin Igor Sechin with First Energy Sanctions,” *Telegraph*, April 28, 2014.
- 51 Wilson, *Ukraine Crisis*, 202.
- 52 M. Feldenkirchen, C. Hoffmann and R. Pfister, “Will It Be America or Russia?,” *Der Spiegel*, July 10, 2014.
- 53 13-26, “Deutsche trauen den USA nicht mehr,” July 18, 2014, <https://www.tagesschau.de/inland/deutschlandtrend-116.html>.
- 54 I. Traynor et al., “Ukraine Crisis: US-Europe Rifts Surfacing as Putin Tightens Crimea Grip,” *Guardian*, March 4, 2014.
- 55 A. Yukhananov, “Ukraine Could Borrow More If IMF Reforms Passed— US,” *Reuters*, March 4, 2014.
- 56 Y. Kwon, “The IMF, Ukraine, and the Asian Financial Crisis Hangover,” *Diplomat*, March 17, 2014.
- 57 S. Schadler, “Ukraine: Stress at the IMF,” *CIGI policy brief no. 49*, October 2014.
- 58 D. Tolksdorf, “The European Union to Ukraine’s Rescue,” *Politique Etrangere* 3 (2014): 109–119; and S. Erlanger and D. M. Herszenhorn, “IMF Prepares \$18 Billion in Loans for Ukraine,” *New York Times*, March 27, 2014.
- 59 A. Yukhananov, “IMF Approves \$17 Billion Bailout for Ukraine amid Big Risks,” *Reuters*, April 30, 2014.
- 60 “IMF Survey: Ukraine Unveils Reform Program with IMF Support,” *IMF*, April 30, 2014.



- 61 P. Shishkin, “US Sanctions over Ukraine Hit Two Russian Banks Hardest,” Wall Street Journal, March 5, 2015.
- 62 OSW Report, “The Economic and Financial Crisis in Russia— Background, Symptoms and Prospects for the Future,” Centre for Eastern Studies, June 2, 2015.
- 63 N. Buckley and M. Arnold, “Herman Gref, Sberbank’s Modernising Sanctions Survivor,” Financial Times, January 31, 2016.
- 64 K. Rogov, “Can Putinomics Survive?” ECFR policy memo, June 5, 2015.
- 65 Dmitry Zhdannikov and Alex Lawler, “Saudi Oil Policy Uncertainty Unleashes the Conspiracy Theorists,” November 18, 2014, <https://www.reuters.com/article/opec/refile-saudi-oil-policy-uncertainty-unleashes-the-conspiracy-theoristsidUSL6N0T73VG20141118>.
- 66 M. Mazzetti, E. Schmitt and D. D. Kirkpatrick, “Saudi Oil Is Seen as Lever to Pry Russian Support from Syria’s Assad,” New York Times, February 3, 2015.
- 67 Rogov, “Can Putinomics Survive?”
- 68 Courtney Weaver and Jack Farchy, “Russian Economy: An Asset to the State,” Financial Times, June 15, 2015.
- 69 A. Mercouris, “Sberbank CEO Confirms Russia Came Under Financial Attack in December— Was US Involved?,” Russia Insider, May 29, 2015.
- 70 Buckley and Arnold, “Herman Gref, Sberbank’s Modernising Sanctions Survivor.”
- 71 OSW Report, “The Economic and Financial Crisis in Russia— Background, Symptoms and Prospects for the Future.”
- 72 A. E. Kramer, “S& P Cuts Russian Debt One Notch to Junk Level,” New York Times, January 26, 2015.
- 73 Rogov, “Can Putinomics Survive?”
- 74 關於二〇〇八年與二〇一四年「戰爭聯盟」之間的延續性，請參考：K. Gaaze, “The Accidental Formation of Russia’s War Coalition,” Carnegie Moscow Center, June 22, 2017, <http://carnegie.ru/commentary/71340>.
- 75 M. Birnbaum, “Putin’s Approval Ratings Hit 89 Percent, the Highest They’ve Ever Been,” Washington Post, June 24, 2015.
- 76 A. Stepanyan, A. Roitman, G. Minasyan, D. Ostojic and N. Epstein, “The Spillover Effects of Russia’s Economic Slowdown on Neighboring Countries,” IMF, 2015.
- 77 M. Dabrowski, “Currency Crises in Post-Soviet Economies— A Never Ending Story?,” Russian Journal of Economics 2 (2016), 302– 326; and M. Dabrowski, “It’s Not Just Russia: Currency Crises in the Commonwealth of Independent States,” Bruegel, February 2015.
- 78 “Contagion,” Economist, January 15, 2015.
- 79 D. Trilling, “Remittances to Central Asia Fall Sharply, as Expected,” Eurasia Net, April 21, 2015.

- 80 S. Schadler, "Ukraine and the IMF's Evolving Debt Crisis Narrative," CIGI policy brief no. 68, November 2015.
- 81 R. Olearchyk, "War-Torn Ukraine's Currency Collapses," Financial Times, February 5, 2015; and L. Kinstler, "Ukraine Is Heading for a Total Economic Collapse," Quartz, February 12, 2015.
- 82 "Tinkering Around the Edges," Economist, August 29, 2015.
- 83 A. Gabuev, "A 'Soft Alliance'? Russia-China Relations After the Ukraine Crisis," ECFR policy brief, 2015.
- 84 I. Koch-Weser and C. Murray, "The China-Russia Gas Deal: Background and Implications for the Broader Relationship," US-China Economic and Security Review Commission Staff Research Backgrounder, June 9, 2014.
- 85 "America's Seven-Decade History as Asia's Indispensable Power," Economist, April 20, 2017.
- 86 M. Sieff, "Why Is the US Failing to Honor Russia's Victory Day Anniversary?," Nation, May 7, 2015.

## 第22章 民族主義浪潮

二〇一三冬天至二〇一四年在獨立廣場的遊行現場，烏克蘭群眾大力揮舞著歐盟的藍色布條。歷經痛苦的歐元區危機之後，如今歐洲可以稍微喘口氣，大肆在各地慶祝。在基輔，支持歐盟的群眾高聲歡呼歐盟才是未來。對他們而言，歐盟能夠給予他們民主、自由、繁榮、法治、「美好歐洲」的承諾。他們對於歐洲的印象源自一九九〇與二〇〇〇年代初期，當時的歐洲熱烈慶祝冷戰的結束、經濟成長起飛、並期待建立「更緊密的聯盟」。對於某些意見領袖而言，不論是在歐洲或美國，與普丁之間的衝突讓這些群眾更加相信，上述的願景足以對抗外部威脅。<sup>1</sup>二〇〇八至二〇一二年的歐元區危機結束之後，真正的問題在於，對「美好歐洲」的主要威脅其實來自歐洲內部。二〇一二年，全球焦慮不安地觀望德國、義大利、西班牙、法國與其他國家如何穩定歐元金融市場，達成妥協。所有人擔憂一旦危機惡化，西班牙將會破產，緊接著便是義大利。一年後，危機最為緊張的階段已經結束。但沒多久歐洲陷入二次衰退，歐洲人開始感受到，民眾不滿情緒即將再度爆發。

### 對歐盟失去信心

二〇一二年歐元區採取的穩定措施，主要目的是期望歐元區能繼續往前邁進。六月二十八至二十九日的歐洲高峰會討論西班牙危機。德拉

吉在倫敦的演講所傳達的訊息，反映出歐盟的立場。財政公約、銀行聯盟、歐洲穩定機制與歐洲央行的直接貨幣交易計畫的目的，均是為了促成歐洲更進一步的整合。如今的問題在於這些措施是否有效，以及歐盟是否願意以必要的速度進行。以銀行聯盟的計畫而言，一切必須從零開始，但一開始德國並未立即簽署共同處理基金，直到危機席捲全南歐，德國才願意採取行動。<sup>2</sup>二〇一三年，塞普勒斯爆發銀行危機，德國與法國的意見嚴重分歧。<sup>3</sup>在此同時，梅克爾有自己的改革議程。就在歐洲採行「舉債煞車機制」之後，梅克爾仍不滿足，她希望將德國版的勞動市場改革推行至全歐洲。<sup>4</sup>二〇一三年，她的施政重點是競爭力和單位勞動成本。德國面對勞動市場問題的態度就如同預算紀律一樣，要求各國簽訂契約與立法。

歐元區危機爆發之後，梅克爾的權威達到高峰。在所有歐洲國家當中，德國經濟相對穩健，勞動市場活絡，全球對德國出口產品的需求強烈。<sup>5</sup>即使出口到其他歐洲國家的貿易金額持平，德國人並沒有理由懷疑自己國家的成功故事。然而，儘管德國經濟在歐洲地區一枝獨秀，但德國政治圈依舊壓力沉重。這當中最脆弱的環節正是二〇〇九年接受梅克爾邀請組成聯合政府的夥伴：自由民主黨。<sup>6</sup>如今德國經濟正熱，自由民主黨的親商與減稅主張不再有獨特的吸引力。另一方面，隨著歐元區危機的爆發，它所採取的國家主權立場也受到愈來愈多挑戰。自由民主黨如果在野，發揮空間可以很大。然而，一旦加入聯合政府，為了維持歐洲的整合，就必須不斷妥協，導致自由民主黨的支持漸漸流失。二〇一二年歐元債券談判、希臘獲得新一輪紓困貸款，以及德拉吉主張積極介入引發德國內部不滿，整體局勢的發展使得自由民主黨的處境更為艱難。二〇一三年春天，情況變得更加危急，德國現代政治史上首次有公開宣揚歐洲懷疑論的政黨崛起：德國另類選擇黨（Alternative für

Deutschland)。<sup>7</sup>二〇一五年，德國另類選擇黨成為反梅克爾難民政策的主要政黨，並獲得不少強調本土優先的選民支持。不過，最初德國另類選擇黨是由一群保守派教授所成立，他們強烈反對梅克爾在歐元問題上讓步。二〇一三年九月大選時，德國另類選擇黨未能突破進入德國國會的5%門檻，讓主流大眾鬆了一口氣。但是他們瓜分不少自由民主黨的票數，導致自由民主黨自一九四九年以來首次無法進入國會。另一方面，基督教民主聯盟的得票數大幅成長，梅克爾第三度擔任總理，並再度與社會民主黨組成聯合政府。儘管是第二次合作，但是這次社會民主黨的態度變強硬，要求出任多個重要的內閣職位。不過，這屆聯合政府讓梅克爾在國會得以擁有絕對優勢，此外蕭伯樂續任財政部長，也使得梅克爾的政策得以延續，這點至關重要。二〇一四年九月，蕭伯樂向國會宣布一項好消息：自一九六九年以來，德國預算首次達到負債零增加的目標。正當全球因烏克蘭、敘利亞和伊朗的軍事衝突而動盪不安，再加上伊波拉病毒擴散引發恐慌，德國穩健的金融表現讓大家重拾信心。<sup>8</sup>德國在二〇〇九年啟動的舉債煞車機制，如今提前實現。

不過，歐元區其他國家還有更緊急的問題要解決。不論是政治或經濟面，壓力依舊沒有緩解。儘管二〇一二年歐洲成功對抗危機，阻止災難發生，但是二〇一一和二〇一二年間市場信心受到重創，導致歐元區經濟衰退，財政重整加諸的重重限制更進一步壓縮經濟成長。直到二〇一三年下半年，嚴重的衰退開始出現緩和跡象。此時，希臘和西班牙的失業率來到二六至二七%的高點。不僅經濟復甦腳步意外地緩慢，更因新興市場不斷傳出令人憂心的消息而蒙上一層陰影。二〇一四年，全球商品價格下跌，歐盟擔憂即將引發通貨緊縮。歐盟是否有可能陷入一九九〇年代日本面臨的經濟流沙危機：大量壞帳破壞經濟復甦，需求不足導致惡性循環？<sup>9</sup>歐洲該如何回應？財政公約甚至限制政府在必要投資

計畫上的支出。西班牙被迫接受最嚴苛的財政重整計畫，基礎建設和教育支出因而遭到大幅刪減。<sup>10</sup>若計算扣除折舊後的淨值，德國的公共投資金額是歐洲最低的。歐洲央行最終會履行承諾「盡一切可能」解決問題嗎？德拉吉決定調降利率，歐洲央行是否會更進一步採取量化寬鬆政策？<sup>11</sup>當通貨膨脹下跌到接近零、期望轉變為失望，那麼歐洲央行面對的經濟局勢將會相當嚴峻。不過，隨著德國民族主義者的不滿日漸升高，再加上德國央行仍未從二〇一二年的危機中完全復原，德國的政治風險同樣居高不下。

正當經濟學者和政治人物相互爭辯該採取何種政策之際，歐洲民眾覺得已經受夠了。歐洲各國的民調結果顯示，歐盟在各國的支持度急速下滑，甚至包括長期以來堅定支持歐盟的國家。<sup>12</sup>隨後在二〇一四年五月歐洲議會選舉，投票結果讓歐洲建制派政治人物大為震驚。主張歐洲懷疑論的民族主義政黨大有斬獲。英國獨立黨（UKIP）在英國贏得勝選，成為第一大黨。更重要的是，國民陣線（National Front）在法國贏得選舉，囊括二五%的選票，高於中間保守派人民運動聯盟（UMP）的二〇%與執政黨社會黨一四.七%得票率。長久以來，國民陣線不斷在國內操弄民族主義、反猶太主義與後殖民種族主義之間深層的緊張關係。但是自二〇一一年一月之後，馬里.勒龐（Marine Le Pen）發起政治活動，極力讓政黨去汙名化，重新定位國民陣線為對抗全球主義與歐盟的民粹民族主義政黨。原本國民陣線僅有一小群中產階級支持者，自此之後吸引大批向來支持左派政黨的藍領階級與失業者。<sup>13</sup>二〇一四年五月大選前，國民陣線的支持者被問到最關心哪些議題，他們提到了三件事：六三%的人最關心移民問題，相近比例的支持者憂心經濟問題。但是，對歐洲抱持敵意的人數比例最高：八三%的國民陣線支持者相信，成為歐盟的一員將會加劇經濟危機對法國的衝擊；八一%的人相

信，目前政府配合緊縮財政要求而制定的經濟政策，未來很有可能會失敗。以二〇〇八年以來歐洲的實務經驗來看，我們很難說這些想法毫無道理。在當時，有三分之二的國民陣線支持者認為，法國應該脫歐。

向來處於歐洲政治版圖邊緣的右派民族主義者不滿情緒逐步升高，這早已不是新聞，如今歐洲各國未能妥善解決歐債危機，這些右派政黨藉機吸引大批新擁護者，可信度更是大幅提升。不過，真正令人感到意外的是左派的動員。相較於國民陣線吸引社會階層較低、教育程度較低、對現況不滿的選民，新崛起的左派政黨則是持續自我提升與活化，與一九六〇年代末期以來歐洲地區一再發生的進步社會運動相當類似。在西班牙，「我們可以黨」的成立緣起於五月十五日創意迸發的大規模社會運動，領導人是一位大學教授，黨內大學畢業生的比例高於其他西班牙政黨。<sup>14</sup>在希臘，激進左翼聯盟的上層、中層與下層選民分布最為平均。自二〇〇八年以來左派政黨支持度之所以大幅攀升，並非源自於基本教義派的反對，真正的主因是他們認為歐盟背叛自己的承諾。

面對二〇一四年五月的選舉結果，主流媒體的回應忽略左派與右派對現狀的不滿，而是將其歸因於「民粹主義」興起。<sup>15</sup>這些持反對態度的政黨缺乏耐性，而且不理性，將會破壞自二〇一〇年以來持續推動的財政整合計畫。當歐洲必須團結一致面對來自邊境的新威脅，這些政黨的行為卻導致歐洲分裂。<sup>16</sup>有惡意謠言指出，俄國勢力正逐漸滲透歐盟。確實這是值得注意的警訊。但是在二〇一四年，更為明確的局勢發展是新型態的冷戰已然成形。如果歐洲回到一九三〇年代，而非一九五〇年代呢？這樣的劇情發展是否讓人覺得似曾相識？當年金融危機爆發與之後採行的嚴厲緊縮財政措施導致失業率飆升、政治朝向極端化發展。再加上擔憂普丁介入與激進伊斯蘭主義者發動恐怖攻擊，人們對於歐洲過往黑暗歷史的記憶，逐步演變成令人不寒而慄的可怕想像：歐洲

是否將成為新的黑暗大陸？類似的歐洲懷疑主義預言當中，最戲劇化的案例便是二〇一五年三月出刊的《大西洋月刊》提出一個問題：是否已經到了猶太人必須離開歐洲的時候？<sup>17</sup>極具影響力的記者傑佛瑞·高登伯格（Jeffrey Goldberg）為美國讀者建構一套敘事架構：失業的伊斯蘭年輕人被困在破敗的住宅區與內陸城市，不滿的情緒持續累積，再加上歐洲大陸長久以來的反猶太情節和新右翼崛起彼此交互影響。文章還嵌入一支影片，在影片中有人問里昂·韋瑟迪爾（Leon Wieseltier），當最後一名歐洲猶太人離開「舊世界」時應該要做什麼？他簡短地回答說：「吐口水！」這個回答反映出的恐懼與刻薄，不禁讓人回想起久遠之前的集中營歷史。真正讓人驚訝的是，這種危言聳聽的敘事手法竟然愈來愈受到大眾認同。

就在歐洲真正解除二〇一二年危機後兩年，又再度陷入另一個僵局。為了確保歐盟能發揮功用，就必須採取更大膽的行動，進一步整合。然而，面對民眾的強烈反彈與經濟持續不穩定，整合的政治動能來自哪裡？自從選民在二〇一四年五月歐洲大選做出裁決之後，有誰願意冒著有可能引發再次公投的風險，核准修正協議？此外，除了經濟繁榮的北方核心國家，其他歐洲國家仍在想盡辦法讓經濟成長速度回復到正常水準。在時間有限的情況下，德國的緊縮財政措施與改革計畫能成功嗎？此時西班牙和愛爾蘭仍在努力讓經濟步上軌道。然而，南歐地區的失業率依舊居高不下。二〇一四年，愈來愈多人懷疑歐盟之間對立情勢升高的速度是否比疲弱的經濟復甦速度還快？復甦是否仍會持續？二〇一四年，不容否認有通貨緊縮的風險。支撐德國經濟成長的新興市場也正在衰退。一旦發生經濟停滯現象，將進一步使政治壓力加劇。歐洲央行是否會因此被迫放棄原本的防守位置，改採更積極的政策？和過去一樣，歐元區情勢最緊張的國家就是希臘。



## 用違約來反擊？

希臘歷經長達六年的經濟衰退，引發社會危機。二〇一四年，希臘的失業率逼近二七%，有超過半數的年輕人失去工作。他們或許可以依賴家庭的支援，但常見的情況是，家庭的主要經濟支柱也失去收入來源。二〇一五年，有一半的人口必須依靠政府提供給老年人的退休金收入勉強維生。另一項統計數據更令人憂心：領取退休金收入的老年人當中，有半數生活在貧窮線以下。根據歐盟統計局的數據，如果依據危機發生前的貧窮標準來計算，那麼二〇一五年有半數的希臘人生活陷入困境。<sup>18</sup>根據經濟合作發展組織的報告，有六分之一的希臘人日常生活無法溫飽。<sup>19</sup>在雅典，四處可見無家可歸的遊民。有幸保有工作的人，實質薪資下滑二五%。同時，稅率急劇上升。小型企業主占多數的希臘因新土地稅而引發不滿。最窮的民眾所負擔最重的增值稅從一三%上漲至二四%。與北歐一般民眾的認知不同，希臘的福利安全網一點也不寬裕，醫療保險系統在面臨削減支出的壓力下幾近崩潰。自二〇〇八年以來，為了逃離本國勞動市場危機，一千萬人口中有四十萬人選擇移民。這些移民多半是受過良好教育的年輕人，包括數萬名醫師。<sup>20</sup>

如今希臘正面臨社會危機，而且正是因為服從三巨頭的命令才陷入如此困境。由於多數希臘人非常希望繼續留在歐盟，因此不論是泛希臘社會主義運動黨，或是之後的新民主黨，全都別無選擇，只能遵從三巨頭債權人的要求。但是可想而知，危機引發大規模的抗議浪潮，要求社會團結與民族自決。右派政黨中真正受益的是支持種族主義、推動新法西斯運動的金色黎明黨。不過至今為止，較受廣大民眾歡迎的是激進左翼聯盟，他們在二〇一四年五月的歐洲大選中輕鬆打敗執政的新民主黨。

薩馬拉斯意識到他所領導的聯合政府民意支持率持續下滑，因此請求歐盟和德國讓步。如果希臘能仿效愛爾蘭和葡萄牙的做法，提早退出三巨頭的紓困方案，這對歐洲來說將是一大勝利，歐元集團的合作夥伴也將因此有機會贏得大選。然而柏林卻斷然拒絕。他們從來就不信任薩馬拉斯，因此絕不會讓步。由於薩馬拉斯提名的總統候選人未能獲得國會同意，因此他宣布提前舉行大選。一如往常，全球支持緊縮財政措施政府與國際貨幣基金立即表示贊同。對希臘選民而言，若要繼續留在歐盟，新民主黨、泛希臘社會主義運動黨與中間派的河流黨（To Potami）是比較好的選擇。西班牙的保守派總理拉霍伊同樣支持雅典的薩馬拉斯。在西班牙，由於「我們可以黨」的崛起，保守派必須極力阻止左派勝選。但是，二〇一五年一月二十五日，希臘選民做出決定，由年輕的社運領袖齊普拉斯所領導的激進左翼聯盟贏得選舉，並選擇與極端民族主義者「獨立希臘人黨」（ANEL）共組聯合政府，而非親歐的中間派河流黨合作。柏林與布魯塞爾的溫和社會民主派人士的期待徹底落空。不過，兩黨的宗教和文化價值觀或許不契合，但是獨立希臘人黨願意一致對外、全力對抗歐盟。<sup>21</sup>

然而，對抗歐盟並非易事。激進左翼聯盟的挑戰在於，必須公開討論難以解決的希臘償債能力問題。經過二〇一二年的債務重組計畫，雅典政府大量收購民間債券持有人手中的債券，大幅緩解市場壓力。然而，隨著經濟持續下滑，希臘的債務依舊超標。依據二〇一二年的協議，由歐盟和國際貨幣基金持有債券、取代民間債權，結果引發不小的政治風險。激怒投資高收益希臘債券的民間債權人是一回事；說服保守的歐洲北部納稅人應該對反動的希臘左派政府有更多讓步又是另一回事。自二〇一五年開始，雙方進入全新的政治對抗態勢。局面正好和先前完全相反，一時之間難以看清，至少我們從新任財政部長亞尼斯·瓦

魯法克斯（Yanis Varoufakis）對希臘現況的描述得知是如此。<sup>22</sup>

瓦魯法克斯並非出身正統的左派，而且職業生涯中有大半時間是在希臘以外的英語系學術圈度過，因此向來就不是激進左翼聯盟的圈內人。他與傳統的左派政治勢力或正統馬克思主義沒有任何淵源。當希臘債務不再是民間債券人持有的市場貸款、而是三巨頭持有的債券時，瓦魯法克斯採取的做法便是動員市場的務實派，對抗歐元的金融正統派。他極力爭取倫敦金融城、《金融時報》、包括桑默斯在內等權威人士，以及理念相同的美國經濟顧問支持，例如真正的左派詹姆斯·高伯瑞（James K. Galbraith），以及主張採行「休克療法」來解決後共產主義世界問題的傑佛瑞·薩克斯（Jeffrey Sachs）。瓦魯法克斯指出，主導希臘債務問題的並非是那些堅稱還沒償還的債務確實不可能還清的理論家；而是態度保守、而且嚴格遵守紀律的歐元集團，他們堅持無論成本多高昂都必須償還債務，因為這是原則問題。瓦魯法克斯攻擊的「系統」並非是資本主義本身，他所指責的對象是導致歐洲經濟停滯不前、運作失靈的緊縮財政措施，以及在希臘與其他國家的賣國賊。

就瓦魯法克斯而言，以理性的經濟學理論對抗保守的意識形態，是相當有效的政治論述，將可在國際上吸引大批支持者。但是他低估對手的能耐。在德國領導之下，施行於歐洲的財政重整計畫基本上屬於政治性決定。而且不僅如此，這項重整計畫的長期目標是重新建立歐洲的社會與經濟秩序。梅克爾總愛嚇嚇那些毫無戒備的訪客，她不斷強調，除非歐洲進行改革，否則將會步上印加帝國的命運。<sup>23</sup>要達成目標必須花上十年，然而在這過程中，柏林未曾因短期成本暴增而退縮。這是針對失敗的社會與經濟模式進行改革所必須承受的代價。這是他們自共產主義垮台、因應德國統一實施經濟計畫，以及東歐加入歐盟等歷史事件中學到的教訓。為了達成長遠的目標，絕不能對短期的市場投資期限、或

是對激進左翼聯盟發動抗議的政治操作讓步。為了確保歐洲持續改革，必須遏止「政治傳染」。先前危機爆發時，德國曾拒絕對東歐、愛爾蘭、西班牙和葡萄牙政府讓步，一旦對希臘的極左派政府讓步，將會演變成一場災難。無論希臘民眾的生活多麼悲慘，相較於維持整體歐元區的經濟平衡都不重要。對於柏林支持全球主義的保守派而言，這場鬥爭關乎的是政治紀律與權威等更高層次的問題，而這些議題是達成長期經濟成功的重要基礎。

雙方的爭執愈演愈烈，因為歐元集團的緊縮財政鷹派很清楚，法國與義大利的中間派政府立場開始動搖。二〇一二年，法國歐蘭德政府希望推動更廣泛的政策，對選後的歐蘭德政府而言，成長計畫的施行攸關新政府政治操作的成敗，但如今的進展極為有限。在羅馬，由高人氣的中間派馬提歐·倫齊（Matteo Renzi）組成的新政府，也有意採取類似法國的做法。<sup>24</sup>因此，堅守立場對抗激進左翼聯盟就顯得更為重要。德國雖然是計畫主持人，但是在最重要的談判場合，真正的主持人自然非蕭伯樂莫屬。荷蘭人傑若·戴松布倫（Jeroen Dijsselbloem）出任歐元集團主席，至於對抗激進左翼聯盟的相關論述，則由堅信緊縮財政措施的死忠支持者負責，例如西班牙的戴金多斯與葡萄牙的瑪麗亞·露意絲·艾布奎克（Maria Luís Albuquerque）。他們明白，阻止激進左翼聯盟不只是為了自己的政治生涯而戰，更是為了確保二〇一一年簽訂、傾全國之力投入的緊縮財政計畫能順利進行。

諷刺的是，歐元集團和國際貨幣基金明顯偏袒希臘建制派，但是他們所支持的政治勢力與背後代表的社會利益，正是導致希臘財政陷入困境的元兇。不過，雙方的結盟不僅限於政治領域，位居企業財團與媒體網路核心的正是希臘的銀行。希臘銀行在二〇一二年完成資本重整，這是當年犧牲納稅人權益所達成的部分債務重組協議。不過，這些銀行至

今仍高度依賴希臘央行與歐洲央行的融資。二〇一四年六月，亞尼斯·斯圖納拉斯（Yannis Stournaras）接任希臘央行總裁，他也是一位極具說服力的經濟學教授，更是當初希臘加入歐元的談判團隊成員之一，而且在薩馬拉斯執政期間曾擔任財政部長。<sup>25</sup>二〇一四年十二月，激進左翼聯盟的票數明顯領先，不久之後即將執政，但斯圖納拉斯並未採取任何行動，阻止導致銀行逐漸失血的擠兌風波。在選前，有錢的希臘民眾早已從銀行提領一百六十億歐元。齊普拉斯就任之後，短短三星期內，又被提領八十億歐元。<sup>26</sup>歷經這次資金撤離風波，希臘銀行更加依賴歐洲央行的援助。

如果激進左翼聯盟拒絕與三巨頭合作，歐洲央行會威脅要削減提供給希臘銀行的緊急貸款，正如同先前對待愛爾蘭與希臘的做法。若真如此，將會引發難以預料的風暴。但是，三巨頭真的願意冒險，任由歐元區引爆新危機嗎？金融傳染風險是希臘政府重要的談判籌碼。如果布魯塞爾、法蘭克福與柏林將希臘逼至懸崖邊緣，希臘必定會拉其他國家一起陪葬。然而，就在激進左翼聯盟上任前三天，局勢徹底翻轉。二〇一五年一月二十二日，德拉吉宣布，歐洲央行決定全面實施量化寬鬆政策。就在德拉吉發表「盡一切可能」的演說兩年半之後，歐洲央行勉為其難地改變策略。事實上，在二〇一二至二〇一四年間，德拉吉已經成功地縮減歐洲央行的資產負債表。但是到了二〇一五年，迫使德拉吉改變態度的真正原因是通貨緊縮的威脅。為了阻止價格持續下跌，德拉吉嘗試各種可能的方案，但這次新推出的「長期再融資操作」卻是乏人問津。因為歐洲央行急於減債，因此德拉吉在二〇一四年九月推出「精簡版量化寬鬆政策」（QE lite），收購民間發行的資產擔保債券。<sup>27</sup>不出所料，此舉立即引發德國的不滿，德國最高法院向歐洲法院提起訴訟。二〇一五年一月十四日，歐洲法院公布初步意見書，初步證明德拉吉在

二〇一二年實施的債券購買計畫並未違反貨幣融資禁令。<sup>28</sup>這份初步意見書公布之後，歐洲更無後顧之憂。歐洲央行並未等到最後裁決的結果出爐就直接採取行動。二〇一五年一月二十二日德拉吉宣布，除非歐元區的通膨穩定地維持在安全的正值區間，否則在此之前，歐洲央行將持續每個月購買六百億歐元的主權債券。<sup>29</sup>

二〇一五年一月，歐洲央行轉向貨幣積極主義，同時激進左翼聯盟贏得勝選，歐元區危機引發的經濟和政治後果交互影響。值此危急時刻，兩大事件同時發生，必定會導致致命的後果。諷刺的是，歐洲保守派反對歐洲央行購買債券，如今卻放任這個做法，視為必要的措施來進行政治圍堵。一旦歐洲央行進入市場，便無需擔憂希臘危機有可能引發金融傳染的風險。當歐洲央行開始買進並消化市場上流通的主權債券，西班牙、葡萄牙和義大利債券的殖利率立即下滑。二〇一〇年時，國際貨幣基金曾主張採取這種策略，以合理的方式（透過民間部門介入，而非犧牲納稅人利益）來解決愛爾蘭危機。然而在當時卻遭到特里榭否決。如今德拉吉採行量化寬鬆政策，反而促使歐元集團占多數的保守派得以圍堵希臘左派政府，而無需擔憂會立即引發新的危機。

這是否意味著結果早已注定？激進左翼聯盟是否真的理解他們的處境有多危急？就當時的消息來源與可公開取得的資訊來看，激進左翼聯盟顯然並不清楚。但瓦魯法克斯在回憶錄中透露，齊普拉斯政府中至少有幾名內閣閣員明白挑戰的規模有多龐大。身為經濟理論學家，瓦魯法克斯的專長是賽局理論。他深知，德拉吉轉向量化寬鬆政策是為了牽制希臘。如果激進左翼聯盟期望在債務談判上取得有利位置，就必須握有足以引發金融傳染的籌碼來作為要脅。瓦魯法克斯相信，二〇一二年的紓困協議存在諸多難題，再加上德國國內民族主義者不滿情緒的升高，提供希臘需要的籌碼。<sup>30</sup>依據歐洲央行的財報，特里榭推動「證券市場

計畫」期間，歐洲央行買進三百億歐元的債券。二〇一二年的債務重組計畫並未納入這批債券，但這些債券仍受到希臘法律的約束。如果希臘單方面讓這批債券違約，歐洲央行就得承擔巨額虧損，這也凸顯出購買債券計畫的危險性，同時迫使德國右派再度提出關於量化寬鬆政策合法性的疑問。一旦量化寬鬆政策的法律基礎受到質疑，便會導致市場信心崩盤，防火牆倒塌，歐元區周邊國家將再度陷入困境。為了避免恐慌蔓延至其他市場，屆時歐洲央行將不得不認真看待希臘政府提出的要求。

以希臘目前居於劣勢的情況來看，如果這樣的做法猶如走向核武戰爭的極端選擇，也許過於聳人聽聞。但是瓦魯法克斯正在籌謀的計畫的確是一顆具放射性殺傷力的放射性炸彈（注：[dirty bomb](#)，殺傷力不大，卻會造成輻射污染的炸彈）。為了逼迫歐元集團認真嚴肅地進行談判，希臘威脅將會極力破壞歐洲脆弱的政治勢力平衡，如此一來便會危及德拉吉的歐元穩定計畫。希臘的行動有可能引發歐元區內戰。但由於法律層面的技術性問題，因此無法確知希臘的違約究竟會直接衝擊歐洲央行，或是僅有希臘央行遭受到波及。不過，希臘的威脅確實使法蘭克福與布魯塞爾警醒。瓦魯法克斯可以合法發布命令、草擬要違約，然後備而不用。問題就在於，齊普拉斯政府是否膽敢在關鍵時刻出手，恫嚇歐盟。

## 名副其實的歐洲內戰

希臘新政府和布魯塞爾債權人間第一輪的會談氣氛火爆，談判幾近破裂。二〇一五年二月十二日，梅克爾、德國外交部長法蘭克華特·史

坦麥爾（Frank-Walter Steinmeier）與法國代表才剛與普丁結束漫長談判，終止頓巴斯戰爭並簽訂新明斯克協議，馬上就搭機趕赴布魯塞爾參加歐洲高峰會。這次會議最重要的議程是烏克蘭問題，而非希臘問題。新上任的希臘外交部長因為威脅要將投票否決對普丁實施更進一步經濟制裁，所以不受其他國家代表的歡迎。<sup>31</sup>二月十一日，瓦魯法克斯首次參加歐元集團會議，以較緩和的語氣強調激進左翼聯盟政府屬於歐盟的一員，必定會誠信以對。他堅稱希臘政府「並非民粹主義者，絕不會誇下海口向所有群眾承諾所有的事。」但是蕭伯樂的回應相當直接。二〇一二年歐盟與希臘政黨達成協議時，激進左翼聯盟並未參與其中。但瓦魯法克斯必須明白，根據歐元區的基本原則，「經濟政策不得因選舉而改變。」<sup>32</sup>蕭伯樂的說詞看似讓人意外，但事實上凸顯歐元區面臨的兩難困境。由於危機的爆發，國家經濟政策逐漸升高至國際協議層級。就歐元集團而言，希臘債務協議備忘錄是重要的行動藍圖。因此，不論國內政局有多複雜，希臘政府理應要遵守。雖然雙方依舊維持表面的禮貌，但怒火四射，甚至有傳言指出瓦魯法克斯和戴松布倫當場撕破臉。<sup>33</sup>蕭伯樂自然樂見希臘當場被逐出會議。但二月二十日梅克爾親自介入協調，允許希臘政府在獲得債權人同意的情況下，可自行擬定改革方案，取代原本的協議備忘錄，確保改革能順利進行。<sup>34</sup>高達七十二億歐元的援助將會延後，直到雙方達成協議，並開始推動改革為止。

接下來幾個月，雙方不斷因為類似的問題反覆討論。雅典政府的緊縮財政提案能讓債權人滿意嗎？債權人願意針對激進左翼聯盟要求進行第二輪債務重組的提議，坐下來討論嗎？這對雙方都是極大的損耗。隨著談判期限不斷拖延，希臘銀行的準備金即將用罄，也愈來愈依賴歐洲央行的融資，同時激進左翼聯盟政府也失去動力。對激進左翼聯盟的左派人士而言，二月二十日為了留在歐元區而做出的妥協，如今看來似乎



是個錯誤。齊普拉斯浪費勝選後累積的政治動能，未能把握機會善用民意與布魯塞爾決裂，反而不利於談判。但是，齊普拉斯並不希望談判開始之前便與布魯塞爾翻臉。瓦魯法克斯則是希望有更多時間觀察先前威脅的籌碼是否有效。他知道，每當他提到「證券市場計畫」的債券有可能違約時，歐洲央行便會緊張不已。<sup>35</sup>

雙方是否有可能達成妥協？以債務的角度而言，很明顯的希臘已無償債能力。但也沒有證據顯示債權人願意讓步。瓦魯法克斯的團隊採取的是大西洋主義策略，如今他們寄望國際貨幣基金能成為談判時的變動因素。如今國際貨幣基金內部多數分析師相當後悔，當年在史特勞斯卡恩拍板定案下，國際貨幣基金首次採取「拖延與鴛鴦心態」的策略。然而，二〇一〇年的五年後，希臘依舊無力償還債務。如今看來，債務重組是必要的，但是現任總裁拉加德不願與歐洲夥伴決裂。由於拉加德的政治背景，使她對激進左翼聯盟並沒有太多的同情。國際貨幣基金的歐洲團隊成員向來與三巨頭互有交集，他們承諾會執行三巨頭提出的嚴格計畫。之後國際貨幣基金的希臘代表團主席波爾·湯姆森（Poul Thomsen）被升任為歐洲部主管，似乎是為了強化國際貨幣基金的承諾。<sup>36</sup>湯姆森私下向國際貨幣基金的多數同事表示，希臘債務無法支撐太久。但是雅典政府發現，反覆談論債務永續其實是一把雙面刃。永續性不僅取決於債務規模，還包括希臘經濟成長的未來預估。雖然國際貨幣基金對於財政乘數等議題採取較為「開明的」觀點，但是對於長期經濟成長的預估，國際貨幣基金仍傾向遵循傳統原則。若要提高經濟成長率，希臘就必須讓勞動市場的規範鬆綁，並開放原本嚴格限制的授權經營權。若要達成以上目的，就必須擬定規劃詳盡、而且高度侵入性的「供給面改革」計畫。<sup>37</sup>此外，希臘政府可以透過民營化拍賣籌資。但是對任何政府而言，採取這項做法都是異常痛苦之事，特別是對於像是

激進左翼聯盟的左派聯合政府而言，這麼做無異是政治自殺。

如果國際貨幣基金遲遲無法做出決定，身為重要股東的美國是否會改變當下的平衡態勢？五年前，當危機爆發時，巴本德里歐領導的泛希臘社會主義運動黨政府陷入苦戰，但是在華府得到些許的慰藉。就在激進左翼聯盟宣布勝選後不久，歐巴馬的發言再度發揮激勵人心的效果。<sup>38</sup>面對已陷入絕境的人，我們不應要求太多，歐巴馬說道：「我們不能持續壓榨經濟蕭條的國家。」<sup>39</sup>同時，中間偏左的知名經濟學家克魯曼與約瑟夫·史蒂格里茲帶頭聲援瓦魯法克斯的要求：協助希臘擬定「合理的」債務計畫。但是柏林並不領情。美國新任財政部長路傑克（Jack Lew）也沒對雅典給予更多同情。路傑克曾經擔任過律師、避險基金經理人，也曾任職於花旗集團，在歐巴馬政府內部屬於鷹派。希臘若發生新一波危機，「對於剛從嚴重衰退復原的全球經濟而言，絕非是一件好事，」路傑克說道。希臘政府必須想盡辦法取得債權人的信任。<sup>40</sup>四月時，緊張情勢持續升高，歐巴馬政府經濟顧問委員會新任主席傑森·佛爾曼發表評論指出，希臘危機「並非我們期望進行的一場實驗。」不過，當他被要求針對失序的希臘脫歐問題進行評分時說道：「分數從一到十，如果雷曼兄弟破產事件是十分，」佛爾曼表示，「希臘違約應該是六分，比起二〇一二年的八分要好一些。」<sup>41</sup>如果危險性升高，華府自然會毫不猶豫地出手干預歐元區的政治。但是，面對一個評分只有六分（滿分十分）的危機，華府絕不會想要破壞自己與柏林之間的關係。正如同一位官員對瓦魯法克斯說道：「對我們來說，你們屬於柏林的影響勢力範圍，關於這點我們不會有任何質疑。」<sup>42</sup>

如果不能期待華府出手援助，那麼全球經濟的新勢力中國呢？北京將地中海東部視為歐亞一帶一路物流網的自然延伸。中國大手筆收購比雷埃夫斯港（Piraeus port）引發極大爭議。<sup>43</sup>瓦魯法克斯積極尋求各種

可能，吸引中國投資更多資金，甚至進場買進希臘公債。北京似乎也有意願，但是北京承諾的債券購買計畫一直未能實現。當瓦魯法克斯詢問其中緣由，北京的回答非常直接。北京之所以收手，是因為柏林明確向北京表示，他們不希望中國介入希臘危機。<sup>44</sup>

拉攏中國或美國成為合作夥伴的策略想法，相當吸引像是瓦魯法克斯的希臘人，他們自認是「現代化推手」（modernizer），與希臘共產主義的社會背景並沒有太深淵源。至於激進左翼聯盟的保守派很明顯必定會選擇俄羅斯。<sup>45</sup>二〇一五年，梅克爾和歐蘭德為了解決烏克蘭危機而焦頭爛額。普丁則是更進一步干預敘利亞內戰。希臘是否能夠運用自身在地中海東部的戰略地位取得談判籌碼？四月八日，齊普拉斯飛往莫斯科與普丁會面。然而在克里姆林宮，他得到的回覆和華府與北京得到的回答並無二致。普丁的訊息非常簡單：「你們必須和德國達成協議。」<sup>46</sup>但是希臘在德國要找誰疏通？負責金融政策的是財政部長蕭伯樂，但是他也一再表明，他不相信希臘留在歐元區會有未來。<sup>47</sup>梅克爾是否也抱持相同看法？身為政治人物，她比蕭伯樂要務實許多；她必定不願見到歐元區的分裂。齊普拉斯以為可以透過個人外交手段說服梅克爾。但是另一方面，瓦魯法克斯則認為，梅克爾必須理解希臘有可能會威脅到德拉吉的歐元穩定計畫。梅克爾正好可以利用兩人在想法上的落差見縫插針。為了防止希臘總理與其他更左派的內閣成員聯手，梅克爾和齊普拉斯私下多次會面，讓齊普拉斯相信她最終會妥協。問題只在於什麼時候與什麼條件。但是，梅克爾拖得愈久，希臘就愈絕望。

四月時，關於希臘違約問題的談判仍未結束，這段期間少數仍在公開市場交易、而且表現出色的希臘債券殖利率上升到二六.二%。<sup>48</sup>如果是在二〇一二年，這個情況有可能會讓羅馬、馬德里和里斯本感到不安。但如今已經沒有金融傳染的疑慮。歐洲央行不受任何影響。正如同

德拉吉提到：「此時我們已經擁有足夠的工具……雖然這些工具是為了其他目的而設計，但是如果有必要，我們可以在危機期間使用這些工具……相較於二〇一二、二〇一一、與二〇一〇年，如今我們有更充分的裝備。」<sup>49</sup>歐洲央行購買債券計畫收購所有歐元區新發行的政府公債，同時民間債權人持有的主權債務大幅減少兩千六百五十億歐元，因此沒有任何理由要擔心債市俠客會有任何動作。瓦魯法克斯刻意讓歐洲央行持有的希臘債券違約的策略，正好可以打亂歐洲央行的如意算盤。但是，很明顯齊普拉斯已決定不採行威脅手段。

如果無法達成妥協，而齊普拉斯又不願動用希臘唯一的武器，那麼還有其他方法可以破除僵局嗎？對債權人而言，如果齊普拉斯和他那些行為古怪的閣員一併從政治舞台上消失，確實是最簡單的方法。但他們才剛贏得壓倒性勝選，所以這樣的期望完全不切實際。至於歐盟，二〇一一年的陰影至今仍揮之不去。如同《金融時報》報導，有傳言指出：「歐盟曾共謀終結總理巴本德里歐……與貝魯斯柯尼的總統任期」，布魯塞爾至今「對於這樣的指控仍相當敏感」。<sup>50</sup>不過歐元集團毫不諱言希望齊普拉斯放棄瓦魯法克斯與激進左翼聯盟的左派勢力。<sup>51</sup>歷史上確實有前例可循。歐洲過去曾有不少打壓極左派政府的記錄。歷經一九九八年秋季的「風暴月份」之後，當時由施洛德領導的紅綠聯盟聯合政府決定撤換財政部長奧斯卡·拉方丹（Oskar Lafontaine）。<sup>52</sup>一九八三年，密特朗採取嚴厲的貨幣政策，等於是預告共產主義者將被逐出聯合政府的命運。《金融時報》甚至熱心建議回溯更早，「英國於一九三一年成立的國民政府」也是可參考的前例。<sup>53</sup>齊普拉斯是否有可能成為希臘的拉姆齊·麥可唐納（注：[Ramsay MacDonald](#)，英國政治家，出身工黨，曾兩度出任英國首相）？四月二十五日在里加舉行的高峰會上，齊普拉斯再度遭受歐元集團的霸凌，再加上梅克爾的積極鼓勵，齊普拉斯決定

捨棄瓦魯法克斯。瓦魯法克斯仍將繼續擔任財政部長，但是改由國際經濟關係部長歐幾里德·察卡洛托斯（Euclid Tsakalotos）擔任首席債務談判員。希臘再次失去運用威懾手段取得談判優勢的大好機會。

雅典終於屈服。但是長達幾個月的角力戰，雙方都耗損嚴重。梅克爾和蕭伯樂或許可以因此夜夜好眠，但是為了美好歐洲的未來願景，布魯塞爾已投入大筆資金。五月時，三巨頭的立場似乎有些動搖。歐盟委員會開始對齊普拉斯表示同情，法國政府也不希望看到希臘遭到羞辱。國際貨幣基金懷疑債權人是否會繼續堅持原先的要求。六月一日，各國在柏林再度召開會議，希望強化三巨頭的決心，並將齊普拉斯逼至絕境。<sup>54</sup>國際貨幣基金和歐元區努力「化解雙方的歧異」。國際貨幣基金要求雅典必須徹底改革國內勞動市場與商業規範，如此一來國際貨幣基金便無需擔憂希臘債務能否永續。同時對於希臘未來的經濟成長預估，債權人也轉而抱持較樂觀的看法，而且無需針對未來的債權豁免立即做出承諾。<sup>55</sup>對雅典而言，這並非是最糟的結果。<sup>56</sup>倫敦經濟學家預估，若採行債權人擬定的計畫，二〇一九年之前希臘經濟將再下滑一二.六%，希臘的債務比例將飆升至二〇〇%。如同沃夫岡·明肖

（Wolfgang Munchau）接受《金融時報》採訪時說，希臘大可一口回絕，因為它們已經沒有什麼可以損失的。「接受三巨頭的協議無異於雙重自殺：犧牲希臘經濟與希臘總理的政治生涯。」<sup>57</sup>

## 2015 年歐洲央行購買債券的影響

	2015 年債券 發行總額	贖回	2015 年債券 發行淨額	2015 年量化寬鬆政策 債券購買金額	扣除量化寬鬆的 淨供給額
德國	159	155	4	113	-109
法國	187	118	69	89	-20
義大利	185	196	-11	77	-88
西班牙	142	92	50	56	-6
荷蘭	48	37	12	25	-14
比利時	33	21	11	16	-5
奧地利	17	13	4	12	-8
芬蘭	10	5	5	8	-3
愛爾蘭	14	2	11	7	4
葡萄牙	13	6	7	11	-4
希臘	7	7	0	13	-13
總計	814	651	162	427	-266

資料來源：Morgan Stanley Research, National Treasuries.

究竟是自殺，還是謀殺？如果希臘拒絕讓步，那麼歐洲刻意讓激進左翼聯盟在人民心目中失去正當性的努力便將白費。容克和斯洛伐克財政部長彼得·卡茲米爾（Peter Kažimír）公開宣稱，他們不認同的是齊普拉斯政府，而非希臘人民。<sup>58</sup>希臘民眾自然明白這段談話的弦外之音，六月十八日，支持歐盟、反對激進左翼聯盟的希臘人在臉書上號召群眾發動遊行抗議活動。隨後鎮暴警察撤退，因為政府極力避免與支持歐盟的群眾發生正面衝突。激進左翼聯盟的信心開始動搖。這次的抗議活動證明，並非只有左派才能動員議會體制外的勢力。激進左翼聯盟執政第一個月便遭受沉重打擊，如今很難看清究竟哪一邊取得更多民眾的支持。<sup>59</sup>六月初，齊普拉斯與察卡洛托斯再次尋求妥協。雅典允諾將會提高退休年齡、大幅提高稅率與社會安全提撥率，達成債權人要求的緊

縮財政目標。雙方曾有四十八小時似乎有望達成協議。但隨即出現嚴重分歧。激進左翼聯盟雖同意大幅增加預算盈餘，但仍堅持他的「政治基本原則」，盡量不削減福利支出，而是提高有錢人的稅率。這麼做雖然符合社會平等的原則，但是債權人堅稱此舉「將會壓抑淨成長」。<sup>60</sup>此外，激進左翼聯盟希望預先得到執行債務重組的承諾。但是德國堅持不讓步。

雅典一直無法取得二〇一二年援助計畫的最後一筆資金，但是再過幾天希臘就會爆發違約。齊普拉斯急於尋求支持，於是做出驚人之舉。<sup>61</sup>六月二十七日凌晨一點，他在電視上宣布將舉行公投，由希臘人民決定是否接受或拒絕債權人提出的備忘錄。對齊普拉斯而言，他可以積極遊說民眾拒絕接受，抵制「最後通牒威脅」。<sup>62</sup>歐元集團感到不可置信。梅克爾揚言，如果雅典政府遊說民眾拒絕接受備忘錄，德國將不再退讓。<sup>63</sup>隔天，也就是六月二十八日星期天，歐洲央行決定扣下扳機，凍結目前提供給希臘銀行的緊急流動性，如此一來隔天勢必會引發嚴重的擠兌風波。歐洲央行還可以再更進一步終止所有的緊急流動性供給，並要求希臘還款。在歐洲央行理事會召開的危機會議上，如此激烈的手段必定能獲得其他成員國投票同意。但是，歐洲央行擁有的壓倒性權力也讓德拉吉的地位變得相當微妙。<sup>64</sup>身為三巨頭成員之一，以及維繫希臘銀行業體系金融生命的主要救援者，歐洲央行同時扮演「法官、陪審團與行刑者」的角色。<sup>65</sup>德拉吉不希望讓人誤以為是他促使緊張局勢升高，或是「刻意讓希臘的金融危機惡化」。<sup>66</sup>終止提供流動性給希臘銀行已經是足夠嚴厲的懲罰。為了避免引發立即性的系統崩盤，希臘銀行被迫暫停營業，民眾每天提領的現金不得超過六十歐元。同時政府進行資本管制，避免資金外逃。中產階級存款人大排長龍，不耐煩地等著領錢。民間媒體大肆報導，它們告訴觀眾，不負責任的激進左翼聯盟

將國家帶往懸崖邊緣。

債權人堅持，在公投結果公布前拒絕協商或做出讓步。六月三十日，雅典宣布將延後償還積欠國際貨幣基金的貸款。這絕非只是單純的行政問題而已。在國際貸款業務上，國際貨幣基金是公認擁有超級還款優先權的債權人，如今希臘決定拖欠國際貨幣基金貸款，等於正式加入蘇丹、索馬利亞、辛巴威、阿富汗與紅色高棉時期柬埔寨的行列。<sup>67</sup>希臘累積的債務規模可說是史無前例，未來十年必須償還國際貨幣基金兩百六十億美元。

不過在這個關鍵時刻，國際貨幣基金並未如預期做出回應。二〇一五年夏天，國際基金貨幣內部不認同歐洲處理希臘危機的不滿情緒終於公開引爆。首席經濟學家奧利弗·布蘭查德（Olivier Blanchard）六月初在部落格發表第一篇文章、到了六月中正式發表探討希臘債務永續的論文，就在這段期間全球主要財政首長宣告，自二〇一〇年以來所採行的拖延與鴛鴦心態策略不論是在經濟或政治層面均無以為繼。不可否認，希臘必須進一步做出更困難的決定，但同時三巨頭和歐元集團必須停止抱持鴛鴦心態，不要以為這樣就已足夠。他們必須公開討論債務重組問題。<sup>68</sup>在美國代表支持、但歐洲代表壓倒性的反對之下，七月二日國際貨幣基金發表一份初步報告，概要說明至今為止的緊縮財政計畫全貌。希臘並未收到二〇一二年協議的五百億歐元民營化款項，實際上只收到三十二億歐元。自從激進左翼聯盟執政之後，不論是現有的緊縮財政計畫版本，或是日後各方爭論不休的不同版本計畫，如今都已變得不切實際。只要認真思考便能明白，四%的預算盈餘、大規模結構改革、以及每年二%的經濟成長等，這些目標完全脫離現實。<sup>69</sup>自二〇一〇年以來希臘歷經種種磨難，沒有任何一個政黨有能力「擁有」條件如此嚴苛的改革方案。既然沒有所有權，就沒有實現的可能。如今國際貨幣基金要求



至少免除五百億歐元的債務，付款期限加倍延長，並提供三百六十億歐元的短期融資，讓希臘銀行得以支撐到二〇一八年。<sup>70</sup>

更讓歐洲不解的是，美國竟任由事情如此發展而毫無作為。六月初，七大工業國在巴伐利亞舉行高峰會，會談氣氛熱烈，會議上歐巴馬稱職地扮演忠誠盟友的角色。如今歐洲已經達到一定程度的穩定，終於可以公開討論彼此之間的衝突。二〇一〇年五月，國際貨幣基金介入希臘紓困的唯一考量，是為了避免引發系統性傳染的風險。之後德拉吉啟動購買債券計畫，系統性傳染的風險便不存在。原則上國際貨幣基金可以公開表示反對，無需擔憂實際上可能發生的後果。面對歐洲採取自欺欺人的做法，國際貨幣基金其實無需做出新的承諾。但是，國際貨幣基金並未做出真正讓柏林備感壓力的決定：退出三巨頭的行列。

對於希臘民眾而言，他們的選擇更加明顯。他們敢挑戰債權人嗎？如果希臘人民投下反對票，是否意味著希臘將退出歐元區，甚至是退出歐盟？儘管面臨外界排山倒海而來的蓄意恫嚇，在七月五日投票當天，仍有六一．三一％的希臘民眾拒絕接受三巨頭的提案。由於國際貨幣基金先前已經公開宣稱，三巨頭的提案無法持續，因此關於最終的公投結果，與其說是希臘人民出於政治絕望而採取的瘋狂舉動，不如說是對於明顯可見的常理做出勇敢且迫切需要的對外宣示。不過債權人的回應也相當強硬。到了七月十二日，雅典必須做出決定：接受更為嚴格、且更難持續的緊縮財政方案，或是被逐出歐元區。七月九日，在法國財政部的協助下，激進左翼聯盟政府提出新的計畫，他們願意接受歐盟委員會提出的福利削減與增稅方案，但同時要求沖銷部分債務與五百三十億歐元的新貸款。但是，激進左翼聯盟的左派人士認為，這是極盡恥辱的屈從，公投後辭職的瓦魯法克斯也加入黨內的反對勢力。在此同時，齊普拉斯動身前往史特拉斯堡，希望爭取全歐洲的支持。七月十日，他現身

歐洲議會，引起熱烈的讚揚呼聲，不僅是左派，還包括極右派。但中間派卻是噓聲四起。<sup>71</sup>歐洲政治圈分裂為兩大陣營，一方支持現狀，另一方雖然成員背景各異、但卻同聲譴責歐元區已淪為德國的監獄。

七月十一日星期六，也就是各國財政首長召開會議的前一天，大家齊聚布魯塞爾參加會前會。很明顯柏林的立場沒有軟化，反而轉趨強硬。如果希臘希望繼續留在歐元區，蕭伯樂堅持希臘必須同意將希臘價值五百億歐元的國有資產轉換成擔保基金，並由債權人直接管理，以展現希臘政府的信用。然而如此一來，將更進一步增加希臘的負債，而且形同沿續原先的拖延與鴛鴦心態策略。另一個選擇是，如果希臘希望維護主權，那麼蕭伯樂將會擬定「逐步」退出歐元的五年計畫，同時附帶債務重組與「人道」救濟方案。<sup>72</sup>會議上，各國代表曾討論提供緊急醫療物資給希臘醫院，但並沒有討論到仿效二〇一二年的策略，大規模進行債務重組，好讓希臘繼續留在歐元區。讓銀行承擔減記債務的責任是一回事，要讓德國納稅人承擔減記債務的責任又是另一回事。因此，希臘必須退出歐元區。但如果真的退出呢？如果希臘選擇逐步退出歐元區呢？這意味著歐元區成員的資格是有條件性的。蕭伯樂會在多久之後向西班牙或義大利提出逐步退出歐元的方案？法國無法接受這樣的結果。<sup>73</sup>如今，德國儼然成為歐洲的主計長。但如果希臘協議破局，將會因此加重法國的負擔。法國積極協助雅典擬定最新版本的妥協方案，但蕭伯樂卻一口回絕。

為了消除怨懟，法國財政部長米歇爾·薩潘（Michel Sapin）提議：「全部說出來，彼此向對方吐露真相，宣洩所有的不滿。」<sup>74</sup>但顯然團體治療的效果不彰。其中一位參與的官員形容當時的對話「砲火猛烈，甚至很暴力」。在很大程度上，雙方的爭辯已經超出國家利益之上。借用年輕的法國經濟部長艾曼紐·馬克宏（Emmanuel Macron）的

話來說，希臘引發一場名副其實的歐洲內戰，這是一場北歐五國與東歐之間的「宗教戰爭」，東歐、德國和荷蘭同屬一個陣營，法國、義大利、西班牙和其他國家則屬於對立的陣營。<sup>75</sup>蕭伯樂和德拉吉兩人爭論不休，雙方的激烈衝突達到最高點，德國財政部長甚至怒氣沖沖地脫口而出：「我不是笨蛋！」當下戴松布倫認為最好立即結束會議，交由隔天參加會議的政府首長協調出最終版本。

二〇一五年七月十二日星期日下午，談判進入最高潮，高峰會正式開始。儘管所有歐盟成員國都出席高峰會，但談判焦點全部落在四個人身上：梅克爾、齊普拉斯（這次他的隨行幕僚換成新任財政部長）、歐洲高峰會主席唐納·圖斯克，以及歐蘭德（代表其他歐洲國家的全體利益）。談判過程極度耗費體力、痛苦不堪。梅克爾捨棄引發各界疑慮的逐步退出歐元區的蕭伯樂方案，但堅持保留擔保基金的內容。齊普拉斯選擇妥協，同意擔保基金方案，但不接受由布魯塞爾或盧森堡直接管理，他認為應該由希臘掌管自己的國有資產，基金必須設立在雅典。正如歐蘭德所說：「這是主權問題。」<sup>76</sup>最終梅克爾讓步。基金設置在希臘，而且在必要時可用於協助希臘銀行進行資本重整或其他國內投資目的。儘管雙方各自妥協，但是直到七月十三日星期一早上，依舊沒有達成協議。歷經整晚通宵談判之後，到了早上七點，梅克爾和齊普拉斯的提案還有二十五億歐元的落差。但兩人都希望能立即從這場疲憊不堪的挫敗中脫身。就在最後關鍵時刻，圖斯克介入。雙方可以就此放棄談判，但若真如此，那麼他會毫不猶豫地對外宣稱，兩人在最後評估階段因為一小筆金額談不攏而棄守，任由「歐洲分裂」。梅克爾瞬間醒悟，原因不在於擔憂可能導致經濟災難，而是一旦讓希臘退出歐元區，將會引發負面政治效應。在最後的決策時刻，她考量的並非是金融原則，而是不希望自己成為「導致歐洲分裂」的德國總理。這比起解決希臘債務

問題更為重要。最終梅克爾決定退讓。德國同意新的紓困方案，希臘將可獲得歐洲提供八百六十億歐元的新貸款。但如此一來，希臘只能任由自身的主權遭受嚴重侵犯，希臘必須在四十八小時內更大幅度地削減債務。國會將因此喪失主權，淪為橡皮圖章。

歐元區並未分裂。希臘仍是歐元區的成員國。歐洲重新展現自身的能力，更嚴格要求各國採取集體行動。另一方面，歐洲央行證明干預的手段確實能發揮穩定的力量。如今的希臘已經步上三巨頭要求的「改革」之路。先前國際貨幣基金公布的行動方針便清楚指明，這不僅是政治問題，更是金融危機管理問題。先前歐洲債權人拒絕討論唯一真正重要的議題：債務重組。如此一來不僅有可能傷害總體經濟，也很難要求態度反覆無常的歐元區成員遵守紀律。為了避免引發金融傳染，在國內贏得多數選民支持的希臘左翼政府，不得不確實遵循保守的財務結算機制。另一方面，歐洲央行決定「解放」束縛、採行量化寬鬆政策，但也因此產生負面效應：歐洲得以繼續沿用「拖延與鴛鴦心態」的策略與嚴苛的緊縮財政措施。

## # 這是政變

七月十二至十三日晚上，同情激進左翼聯盟的群眾在巴塞隆納發起「#這是政變」（#Thisisacoup）的社群媒體活動，結果在推特上爆紅，短短幾小時之內全球有三十七萬七千人參與，幾天之內便有高達十億次的瀏覽。<sup>77</sup>真正關鍵的事件發生在雅典，由前能源與環保部長帕納吉歐提斯拉·法薩尼斯（Panagiotis Lafazanis）領導的「左派平台」

（Left Platform）成員，七月十四日晚上在奧斯卡飯店會面，共同商討如果希臘政府必須依照蕭伯樂的提議逐步脫歐（後來遭到梅克爾、圖斯克、歐蘭德和齊普拉斯阻擋），他們要如何因應。二月時，希臘政府沒有與布魯塞爾決裂是個錯誤。如今，監獄之門再度關閉，他們應該要起身反抗，必要時甚至得採取激烈手段。他們鎖定的目標是國家鑄幣廠，他們相信這個單位擁有兩百二十億歐元的準備金，在發行新的國家貨幣之前，足以用來支付退休金與其他重要的政府支出。如果央行總裁亞尼斯·斯圖納拉斯拒絕，他們也預期會有這樣結果，那麼他們會直接逮捕他。左派平台的會議並非祕密進行，大批記者守在飯店外。沒有人知道他們究竟有多認真看待這場會談。不過，其中一位參與者回憶道：「很明顯這是相當嚴峻的時刻……你確實感受到會議室內充滿著革命的精神。」<sup>78</sup>但他們終究未能如願。齊普拉斯與激進左翼聯盟主流派透過國會迅速通過必要的措施。這群左派份子決定脫離激進左翼聯盟自立門戶，但是在九月舉行的大選中慘敗，如今齊普拉斯的領導地位更為穩固，依舊贏得多數希臘人民的支持，同時又與歐洲達成新的協議。看來多數希臘人民希望留在歐元區，即使必須付出代價，持續接受三巨頭監督。

不過，七月會談的暴力程度，倒是令全歐洲的中間派大感意外。圖斯克眼看著最後一輪的談判即將結束，因此決定與激進左翼聯盟達成協議。當時確實有不少群眾不滿現狀，想要起身革命。身為冷戰時代的自由派政治人物與團結工聯的資深成員，圖斯克對於眼前情勢感到憂慮，不敢掉以輕心，「這世上有太多盧梭，太少孟德斯鳩，」他對著困惑的金融記者說道。<sup>79</sup>在二十一世紀的歐洲，最能與啟蒙時代思想家相提並論的尤爾幹·哈伯瑪斯，看到歐洲領導人的行為感到相當不可思議。他對《衛報》說道，梅克爾「採取懲罰手段」對待希臘左翼政府，「我擔

心現在的德國政府，包括社會民主黨在內，將過去半世紀以來德國所累積的政治資本全部賭光了。」德國「不知羞恥地展現自己是歐洲地區最嚴厲的管理者，甚至首度公開宣揚自己在歐洲的霸權地位。」<sup>80</sup>

當然，不可否認，梅克爾和蕭伯樂態度相當強硬。但是，他們究竟從中得到了什麼？真正讓德國右派感到不安的並非是與希臘對決的挫敗，而是德國幾乎一無所獲。二〇一五年七月十二日至十三日的關鍵性對決究竟誰是最後的贏家？必定不是蕭伯樂，因為梅克爾已經與他切割。真正勝出的是「維持歐洲完整」的決心，而且不惜以難以長期維持的紓困協議作為代價。對於德國右派而言，梅克爾在希臘問題上未能堅守底線，預示未來即將面臨的命運：就在那年秋天，在敘利亞難民問題上，梅克爾遭到德國人民的背叛。真正受益的是德國另類選擇黨，這個右派親商政黨在二〇一三年四月首度登場，他們發動示威遊行，抗議柏林在處理歐元區危機時不斷退讓。蕭伯樂曾直言批評，德國另類選擇黨的崛起，有一半的原因要歸咎於德拉吉；另一半原因想必就是他的大老闆與她在面對敘利亞難民問題時採取的「自由主義」立場。<sup>81</sup>蕭伯樂並非仇外。但歷史風險依舊相當高。梅克爾慌張地做出讓步，反而使得基督教民主聯盟的歷史任務（壓制德國民族主義與歐洲整合）陷入危險境地。

對於某些議題，德國右派倒是看得很清楚。他們明白，儘管德國依舊是世界強權，但是它並未擁有完全的主導優勢。二〇一二年，德國勉為其難地促成歐洲更進一步整合，終於維持歐元區的穩定，但是市場卻將歐元區的穩定歸功於德拉吉成功讓歐洲央行「美國化」。二〇一五年，歷史再度重演，這次獲勝的不僅是德國保守主義。有效牽制激進左翼聯盟的配套措施是量化寬鬆政策。正如同美國的情況，配套方案看似有違常理。但是，採行緊縮財政措施的同時，若缺乏量化寬鬆作為配

套，將會導致經濟停滯。同樣的，採行量化寬鬆政策的同時，若缺乏緊縮財政措施作為配套，勢必無法得到政治圈保守勢力的支持。<sup>82</sup>到了二〇一五年下半年，兩者不可分割的關係更加明顯，此時歐元區危機引發的緊張情勢讓歐洲政壇疲於奔命。歐元集團內反對激進左翼聯盟的陣營確實有理由擔心。首先是二〇一五年十月的葡萄牙大選，而後是二〇一五年十二月的西班牙大選，兩國的大選結果嚴重打擊自二〇一〇年以來聽從緊縮財政命令的保守派與中間派政黨。

一九七五年佛朗哥將軍（General Franco）離世之後，由保守派與工人社會黨構成的兩黨制主導西班牙的民主轉型。然而，二〇一五年十二月的大選結果顯示，運作多年的兩黨制已徹底失敗。保守派取得二八%的選票、工人社會黨則是拿下二二%的選票，兩者加總僅得到半數選民的支持。<sup>83</sup>其餘選民則分裂為兩大陣營，分別是「我們可以黨」與公民黨（Citizens party）。「我們可以黨」得票率為二〇.七%，這樣的結果令人失望。「我們可以黨」在二〇一四年成立後不久曾舉辦過民調，當時支持度達三〇%。二〇一五年大選的得票率之所以出現下滑，部分原因是希臘激進左翼聯盟大勝，另一部分原因是新成立的公民黨崛起，他們定位為擁護社會、文化與經濟自由主義的「進步」政黨。「我們可以黨」和公民黨都宣稱將以清正廉潔取代貪腐，兩黨也確實表現良好。然而，選舉結果為西班牙的政局發展增添不少變數。沒有任何一個政黨取得執政需要的絕對多數。工人社會黨與我們可以黨之間的歧異過大，不可能組成左翼政府。二〇一六年第二輪選舉結束之後，態度強硬的保守派總理拉霍伊仍繼續在位。另一方面，西班牙經濟開始從谷底緩慢爬升，和愛爾蘭同被譽為緊縮財政調整政策的代表性典範。

至於葡萄牙，經濟復甦的速度更為緩慢。與西班牙不同的是，葡萄牙因為全盤接受三巨頭的紓困方案而受創嚴重。二〇一五年葡萄牙年輕

人的失業率逼近六〇%，長期失業率大約是四〇%。二〇一一年六月上任、由庫艾留領導的中間偏右聯合政府「葡萄牙陣線」（PàF）長期以來致力於歐元區的穩定。競選活動開跑時，一般認為葡萄牙陣線有可能慘敗。然而，由於希臘危機爆發與歐洲央行採行量化寬鬆政策，選舉結果出現大逆轉。二〇一五年十月四日，庫艾留和葡萄牙陣線的得票數相較於二〇一一年大選雖然減少一二%，但是三八.六%的得票率依舊超越社會黨的三二.三%。葡萄牙總統、同時也是保守派金融經濟學家的卡瓦科.席爾瓦（Cavaco Silva）因此鬆了一口氣，他首度找上庫艾留，希望共組聯合政府。雖然葡萄牙陣線贏得多數，但距離可組閣的絕對多數依舊有段不小的差距。至於社會黨，雖然選舉結果不盡理想，但是他們還有其他選擇。如果他們願意與激進地左翼集團黨（Left Bloc，相當於希臘的激進左翼聯盟）和由前共產黨員組成的聯合民主聯盟（Unitary Democratic Coalition）共組聯合政府，就能取得絕對多數。若真的成功，便是打破冷戰以來的禁忌，以及一九七〇年代獨裁專政垮台之後實行多年的葡萄牙民主傳統。和德國社會民主黨與左派黨一樣，葡萄牙的社會黨同樣拒絕與前共產黨員合作。但是，在施行緊縮財政措施多年之後，社會黨領袖安東尼奧.科斯塔（António Costa）下定決心加入談判，討論由三黨組成左翼聯合政府的可能性。<sup>84</sup>

席爾瓦總統要如何回應這個情況？如今他陷入難以解決的兩難困境。他坦承，「過去四十年的民主政治，」葡萄牙政府從未仰賴過強烈質疑里斯本條約、歐盟預算條約、銀行聯盟、穩定與成長公約、歐元與北大西洋公約組織會員資格的激進左派政黨。<sup>85</sup>總統表明，他認為在葡萄牙執政的權利來自於對制度的承諾與體現的價值觀。

二〇一五年，發生另一件更密切相關的事件。葡萄牙必須符合納入歐洲央行量化寬鬆計畫的資格條件。葡萄牙一旦被納入德拉吉的債券購



買計畫，就能避免受到希臘危機風暴的牽連。但是話說回來，根據歐洲央行的要求，是否符合資格取決於國際信評機構的評等。全球最知名的信評機構（惠譽、穆迪和標準普爾）在二〇一一年全將葡萄牙評等降至垃圾等級。唯一的例外是知名度最低的國際信評機構：DBRS。葡萄牙可以憑著DBRS公布的債券評等，取得加入歐洲「尊榮俱樂部」的資格。<sup>86</sup>如果葡萄牙被排除在歐洲央行購買債券計畫之外，將會引發難以想像的災難，對於席爾瓦總統而言，後續可能的影響不言而喻。「這是，」席爾瓦說道，「最糟糕的時刻，徹底顛覆我們的民主基礎……我們接受條件嚴苛的金融援助計畫，付出許多犧牲，因此我有責任在憲法賦予我的權力範圍內，盡一切可能去阻止金融機構、投資人和市場接收到錯誤的信號。」<sup>87</sup>讓取得絕對多數的左派執政，正是席爾瓦所說的錯誤信號。

毫無意外地，歷經希臘事件之後，梅克爾不再有所顧忌，決定公開表態支持。里斯本若任由反緊縮財政的左翼政黨組成聯合政府，「將會產生非常負面的影響。」<sup>88</sup>但是，席爾瓦還有哪些選擇？當另一個新的聯合政府已經成形、準備好等著上任，他不可能要求重新選舉。十一月二十四日，席爾瓦已無計可施，只能任命科斯塔為總理。但是，他也不輕易屈從於絕對多數原則。席爾瓦讓科斯塔的任命變成是有條件的承諾，這在憲法上其實存有疑慮。<sup>89</sup>新政府必須尊重先前葡萄牙對歐盟穩定與成長公約做出的承諾，也就是所有歐盟成員的預算赤字必須低於GDP的三%。未來葡萄牙仍將繼續遵循北大西洋公約組織的規定。它必須依據先前的規劃，協助脆弱的銀行體系進行重整。它必須限制工會對政府政策的影響力，並尊重雇主和勞工間現有的平衡關係。先前蕭伯樂已對外宣告，任何國家的選舉結果均不得改變歐洲的經濟政策，葡萄牙總統也明確表態同意。於是就在總統、歐盟的債權人政府、歐洲央行、

債券信評機構與債券市場的監督之下，左翼聯合政府正式上任。先不論在歐元區架構下的葡萄牙民主政治發展是否不再有「拖延與鴛鴦心態」的問題，究竟新政府會如何運用政治權力，將取決於它是否有能力突破加諸於其上的限制。和希臘不同的是，至少葡萄牙的債務一開始並未讓整個國家立即陷入絕境。

## 左派政黨的威脅

若要對抗金融體質脆弱、高度仰賴援助的歐元區左翼政府，施加金融壓力通常能奏效。歐元集團提出的政治與經濟紀律方案最終往往能勝出。儘管齊普拉斯和科斯塔領導的政府一再虛張聲勢，並在國內外激起群眾的熱情，但是他們並未承諾進行改革。他們承諾推動民族自治、自尊，以及最重要的社會改進。但是，他們也更容易因為嚴苛的經濟限制而受到衝擊。如果因為受限於歐洲央行流動性援助方案的規定，導致無法從銀行中提領現金，即便退休金有微幅增加、社會住宅候補名單縮短，又有何意義？

不過，威脅歐盟現況的不僅是左派政治勢力。儘管民族主義者在與希臘政府對抗時落敗，但是二〇一四年五月歐洲議會的大選結果顯示，民族主義浪潮正在興起、並逐步集結力量。二〇一四年，國民陣線、英國獨立黨、丹麥人民黨（People's Party）登上各大媒體的新聞頭條。隔年，也就是二〇一五年五月英國舉行大選，保守黨意外贏得絕對多數。英國保守黨內包含多個政治主張不同的團體。卡麥隆透過政黨文化的現代化改革，帶領保守黨走出在野的荒原。不過，黨內右派勢力基本上仍

歸屬於民族主義陣營，關注主權、移民等議題，並大力擁抱展現強烈愛國情操的傳統主義。<sup>90</sup>政治光譜中更偏右的是潛伏在英國政壇、抱持反歐盟立場的英國獨立黨，雖然未能進入英國國會，但是卻在二〇一四年的歐洲議會選舉中大勝。就在英國保守黨贏得勝選之後幾個星期，波蘭的法律正義黨毫不避諱地公開宣揚民族主義和文化保守主義，最終贏得總統大選。<sup>91</sup>面對布魯塞爾的干預以及德國握有主導權所可能帶來的威脅，民族主義者感到難以接受。二〇一五夏季與秋季，敘利亞難民危機日趨嚴重，梅克爾的回應雖立意良善、但手法拙劣，最終引爆民族主義者的怒火。德國人不僅傲慢跋扈，甚至開放門戶讓外國勢力入侵。這對善於蠱惑人心的民族主義者來說，真是雙重的禮物。二〇一五年秋季，波蘭法律正義黨不僅贏得國會選舉、取得執政權，甚至拿下總統大位。

在歐元區，英國和波蘭兩國人口總計為一億，占歐盟的二〇%，兩國政府都存在著不信任歐盟的仇歐心結。這讓布魯塞爾相當不安，甚至引發更大規模的後續影響。長期以來，英國是美國在歐洲與北大西洋公約組織最堅定的盟友，也是跨大西洋歐洲美元體系的重要靠山。另一方面，自二〇〇〇年代初期，波蘭便成為唐納德·倫斯斐（Donald Rumsfeld）口中所說的「新歐洲」前鋒，是與美國地緣政治計畫關係最為密切的東歐國家。同一年年初，激進左翼聯盟未能成功說服全球重要國家對希臘的困境感同身受，進而取得與歐洲談判的優勢。美國、中國、俄羅斯全都回絕希臘的要求，因為它們不願涉入德國的利益範圍。如今波蘭和英國的政局發展，已對歐洲的現狀造成威脅，而且更加難以掌控。

---

- 1 “Russia’s Friends in Black,” *Economist*, April 19, 2014; and B.-H. Lévy and G. Soros, “Save the New Ukraine,” *New York Times*, January 27, 2015.
- 2 N. Véron, “Tectonic Shifts,” *IMF, Finance & Development*, March 2014; and A. Posen and N. Véron, “Europe’s Half a Banking Union,” *Bruegel, Europe’s World* 15, September 2014.
- 3 H. Thompson, “The Crisis of the Euro: The Problem of German Power Revisited,” SPERI paper 8 (2013).
- 4 “The Merkel Plan,” *Economist*, June 15, 2013.
- 5 “Germany’s Current Account and Global Adjustment,” *General Theorist*, July 6, 2017.
- 6 U. Jun, “Der elektorale Verlierer der Regierung Merkel II: Gründe für den Absturz der FDP,” *Politik im Schatten der Krise* (Wiesbaden: Springer Fachmedien, 2015), 113– 135.
- 7 D. Bebnowski, *Die Alternative für Deutschland: Aufstieg und gesellschaftliche Repräsentanz einer rechten populistischen Partei* (Wiesbaden: Springer Fachmedien, 2015).
- 8 “Schäuble: Die Schwarze Null ist kein Selbstzweck,” *FAZ*, September 9, 2014.
- 9 “Europe’s Deflation Risk,” *OECD Observer*, October 2014.
- 10 T. Winkelmann, “Infrastrukturpolitik im Zeitalter von Austerität,” *Austerität als gesellschaftliches Projekt*, R. Sturm, T. Griebel and T. Winkelmann (eds.) (Wiesbaden: Springer Fachmedien, 2017), 155– 179.
- 11 N. Kwasniewski, “ECB Rate Drop Shows Draghi’s Resolve,” *Der Spiegel*, November 8, 2013; and A. Evans-Pritchard, “Dam Breaks in Europe as Deflation Fears Wash Over ECB Rhetoric,” *Telegraph*, October 10, 2014.
- 12 “Public Opinion in the European Union,” *European Commission*, December 2014.
- 13 “Européennes 2014: Comprendre le Vote Des Français,” *Ipsos*, May 25, 2014.
- 14 J. Pavia, A. Bodoque and J. Martin, “The Birth of a New Party: Podemos, a Hurricane in the Spanish Crisis of Trust,” *Open Journal of Social Sciences* 4 (2016): 67– 86.
- 15 A. Higgins, “Populists’ Rise in Europe Vote Shakes Leaders,” *New York Times*, May 26, 2014; C. Mudde, “Jean-Claude Juncker and the Populist Zeitgeist in European Politics,” *Washington Post*, December 30, 2014; and T. Barber, “European Democracy Must Keep Rightwing Populism at Bay,” *Financial Times*, September 16, 2014.
- 16 F. Wesslau, “Putin’s Friends in Europe,” *European Council on Foreign Relations*, October 19, 2016.
- 17 J. Goldberg, “Is It Time for the Jews to Leave Europe?,” *Atlantic*, April 2015.
- 18 Eurostat, “At-Risk-of Poverty Rate Anchored at a Fixed Moment in Time (2008), 2014 and 2015,” [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:At-risk-of\\_poverty\\_rate\\_anchored\\_at\\_a\\_fixed\\_moment\\_in\\_time\\_\(2008\),\\_2014\\_and\\_2015\\_\(%25\).png](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:At-risk-of_poverty_rate_anchored_at_a_fixed_moment_in_time_(2008),_2014_and_2015_(%25).png).
- 19 “Society at a Glance 2014 Highlights: Greece The Crisis and Its Aftermath,” *OECD*, March 2014.

- 20 H. Smith, “Young, Gifted and Greek: Generation G— the World’s Biggest Brain Drain,” *Guardian*, January 19, 2015.
- 21 V. Petsinis, “Syriza and ANEL: A Match Made in Greece,” *OpenDemocracy*, January 25, 2017.
- 22 Y. Varoufakis, *Adults in the Room: My Battle with Europe’s Deep Establishment* (New York: Vintage, 2017).
- 23 S. Kornelius, “Six Things You Didn’t Know About Angela Merkel,” *Guardian*, September 10, 2013.
- 24 “The Plan for Italy,” *Economist*, November 13, 2014.
- 25 “Yiannis Stournaras: A Brief Bio of the New Finance Chief,” *Ekathimerini*, June 26, 2012.
- 26 P. Mason, “The Inside Story of Syriza’s Struggle to Save Greece,” *Nation*, December 18, 2015; and Tyler Durden, “Greece Suffers Biggest Bank Run in History: January Deposits Plunge to 2005 Levels,” *ZeroHedge* (blog), February 26, 2015.
- 27 S. Nixon, “ECB’s Draghi Takes a Gamble on QE-lite,” *Wall Street Journal*, September 7, 2014.
- 28 “Opinion of Advocate General Cruz Cillalon,” January 14, 2015, <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=9ea7d0f130ded7290bd15b9341dcab778007656336d9.e34KaxiLc3eQc40LaxqMbN4ObhiRe0?text=& docid= 161370&pageIndex= 0& doclang= en& mode= req& dir=& occ= first& part= 1& cid= 205645>.
- 29 “ECB Announces Expanded Asset Purchase Programme,” *European Central Bank*, January 22, 2015.
- 30 關於這項基本計畫的想法已在二〇一二年時揭露，請參考：Y. Varoufakis, “An Emergency Program for Greece,” *Yanis Varoufakis: Thoughts for the Post-2008 World* (blog), November 5, 2012, <https://www.yanisvaroufakis.eu/2012/11/05/an-emergency-program-for-greece/>.
- 31 A. Higgins, “Greece Steps Back into Line with European Union Policy on Russia Sanctions,” *New York Times*, January 29, 2015.
- 32 Varoufakis, *Adults*, 237.
- 33 A. Evans-Pritchard, “Europe’s Manhandling of Greece Is a Strategic Gift to Russia’s Vladimir Putin,” *Telegraph*, April 8, 2015.
- 34 Varoufakis, *Adults*, 274.
- 35 *Ibid.*, 185– 187.
- 36 Blustein, *Laid Low*, 384.
- 37 國際貨幣基金特別關注希臘的藥廠， *IMF Country Report 14/151* (June 2014).
- 38 M. Walker and G. Steinhauser, “Germany’s Merkel Intervenes in Greek Rift with Creditors,”

Wall Street Journal, March 19, 2015.

- 39 “Barack Obama Signals Support for Greece’s Call to Loosen Austerity Programme,” Telegraph, February 2, 2015.
- 40 C. Giles et al., “IMF Knocks Greek Debt Rescheduling Hopes,” Financial Times, April 16, 2015.
- 41 S. Nixon, “Can US Bring an End to Greek Drama?,” Wall Street Journal, May 31, 2015; and I. Talley and G. Steinhauser, “IMF Official Sees Greek Bailout Needing Several More Weeks of Talks,” Wall Street Journal, April 17, 2015.
- 42 ThePressProject, “Clinton Emails Give Away Schäuble Plans in 2012— Exclusive Commentary by Varoufakis,” [https://www.thepressproject.gr/article/91399/Clinton-Emails - Give-Away-Schauble-Plans-in-2012—Exclusive-Commentary-by-Varoufakis](https://www.thepressproject.gr/article/91399/Clinton-Emails-Give-Away-Schauble-Plans-in-2012—Exclusive-Commentary-by-Varoufakis).
- 43 S. Meunier, “A Tale of Two Ports: The Epic Story of Chinese Direct Investment in the Greek Port of Piraeus,” Council for European Studies, December 14, 2015.
- 44 Varoufakis, Adults, 321.
- 45 S. Jones, K. Hope and C. Weaver, “Alarm Bells Ring over Syriza’s Russian Links,” Financial Times, January 28, 2015.
- 46 Varoufakis, Adults, 348.
- 47 M. Gilbert, “Bond Markets Bet on Grexit,” Bloomberg, March 20, 2015, <http://www.greekcrisis.net/2015/03/bond-markets-bet-on-grexit.html>.
- 48 J. Cox, “Greek Government Bonds Plunge,” Wall Street Journal, April 16, 2015; and C. Giles, S. Fleming and P. Spiegel, “Christine Lagarde Dashes Greek Hopes on Loan Respite,” Financial Times, April 16, 2015.
- 49 S. Fleming and C. Giles, “Draghi Says Eurozone Has Tools to Deal with Greece Crisis,” Financial Times, April 18, 2015.
- 50 P. Spiegel and K. Hope, “Frustrated Officials Want Greek Premier to Ditch Syriza Far Left,” Financial Times, April 5, 2015.
- 51 Ibid.
- 52 “One Economist Just Delivered a Scathing Indictment of the New Greek Government,” Bloomberg, April 1, 2015, <http://www.greekcrisis.net/2015/04/one-economist-just-delivered-scathing.html>.
- 53 T. Barber, “Don’t Bank on Tsipras Dumping Syriza’s Leftwing Diehards,” Financial Times, April 14, 2015.
- 54 S. Wagstyl, P. Spiegel and C. Jones, “Greek Bailout Monitors Hold Emergency Summit,” Financial Times, June 1, 2015.
- 55 M. Walker, “Greece’s Creditors Draft Final Offer for Bailout Aid in Bid to Break Stalemate,” Wall Street Journal, June 2, 2015.

- 56 Y. Palaiologos, "Running Out of Options on a Deal with Greece," Wall Street Journal, June 4, 2015.
- 57 W. Munchau, "Greece Has Nothing to Lose by Saying No to Creditors," Financial Times, June 14, 2015.
- 58 P. Spiegel and K. Hope, "Greece Central Ban Warns of 'Painful' EU Exit If No Deal Reached," Financial Times, June 17, 2015.
- 59 P. Mason, "The Inside Story of Syriza's Struggle to Save Greece," Nation, December 18, 2015.
- 60 K. Hope, "Knives Out for Tsipras as Syriza Hardliners Threaten Mutiny," Financial Times, June 23, 2015.
- 61 "Sorry, No Extensions," Economist, April 16, 2015; and G. Steinhauser and M. Dalton, "Germany Signals It's Open to a Greek Referendum on Bailout Program," Wall Street Journal, May 11, 2015.
- 62 P. Spiegel, S. Wagstyl and H. Foy, "Tsipras Announces Referendum on Creditors' Bailout Demands," Financial Times, June 27, 2015.
- 63 See more at P. Mason, "Greece Referendum: Did The Euro Just Die at 4pm?" Channel4, June 28, 2015.
- 64 R. Christie, C. Ruhe and J. Stearns, "Euro Area Pushes Greece to Open Books as Talks Resume," Bloomberg, March 9, 2015.
- 65 M. Gilbert, "Greece's True Deadline May Be May 29," Bloomberg, May 19, 2015.
- 66 J. Black, K. S. Navarra and N. Chrysoloras, "ECB Said to Reject Supervisory Move on Greek Banks," Bloomberg, March 19, 2015.
- 67 Blustein, Laid Low, 429.
- 68 O. Blanchard, "Greece: A Credible Deal Will Require Difficult Decisions by All Sides," IMFBlog, June 14, 2015.
- 69 See more at P. Mason, "Greece Crisis: A Failure of Economics in the Face of Politics," Channel4, July 3, 2015, <https://www.channel4.com/news/by/paul-mason/blogs/Greece-crisis-failure-economics-face-politics>.
- 70 P. Taylor, "Exclusive: Europeans Tried to Block IMF Debt Report on Greece: Sources," Reuters, July 3, 2015.
- 71 H. Mahoney, "The EU Parliament's Big, Fat Greek Moment," EUObserver, July 10, 2015; and "Greece: MEPs Debate the Country's Situation with Prime Minister Tsipras," Europarl, July 8, 2015.
- 72 "Schäuble's Push for Grexit Puts Merkel on Defensive," Der Spiegel, July 17, 2015.
- 73 G. Davet and F. Lhomme, Un président ne devrait pas dire ça (Paris: Stock, 2016).
- 74 A.-S. Chassany, A. Barker and D. Robinson, "Greece Talks: 'Sorry, But There Is No Way You

Are Leaving This Room,' ” Financial Times, July 13, 2015.

- 75 “Europe’s Religious War Failure and Its Consequences,” Economist, August 26, 2015.
- 76 Chassany, Barker and Robinson, “Greece Talks.”
- 77 A. Kassam, “#ThisIsACoup: How a Hashtag Born in Barcelona Spread Across the Globe,” Guardian, July 13, 2015; and W. Ahmed, “Amplified Messages: How Hashtag Activism and Twitter Diplomacy Converged at # ThisIsACoup— and Won,” Democratic Audit UK, January 14, 2016.
- 78 K. Hope and T . Barber, “Syriza’s Covert Plot During Crisis Talks to Return to Drachma,” Financial Times, July 24, 2015.
- 79 P. Spiegel, “Donald Tusk Interview: The Annotated Transcript,” Financial Times, July 16, 2015.
- 80 P. Oltermann, “Merkel ‘Gambling Away’ Germany’s Reputation over Greece, says Haberman,” Guardian, July 16, 2015.
- 81 S. Wagstyl and C. Jones, “Germany Blames Mario Draghi for Rise of Rightwing AfD Party,” Financial Times, April 10, 2016.
- 82 M. Matthijs and M. Blyth, “When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility,” Perspectives on Politics (2017), 1– 17.
- 83 L. Orriols and G. Cordero, “The Breakdown of the Spanish Two-Party System: The Upsurge of Podemos and Ciudadanos in the 2015 General Election,” South European Society and Politics 4 (2016), 469– 492.
- 84 D. Finn, “Luso-Anomalies,” and C. Martins, “The Portuguese Experiment,” both in New Left Review 106 ( July-August 2017).
- 85 A. Evans-Pritchard, “Eurozone Crosses Rubicon as Portugal’s Anti-Euro Left Banned from Power,” Telegraph, October 23, 2015.
- 86 “DBRS Confirms Portugal’s BBB (Low) Rating, Stable Trend,” Reuters, November 13, 2015.
- 87 “Eurozone Crosses Rubicon.”
- 88 J. Henley, “Portugal Faces Political Crisis as Leftists Vow to Topple New Government,” Guardian, October 26, 2015.
- 89 A. Khalip and A. Bugge, “Socialist Costa to head Portuguese Government with Uneasy Far-Left Backing,” Reuters, November 24, 2015.
- 90 Katharine Dommett, “The Theory and Practice of Party Modernisation: The Conservative Party Under David Cameron, 2005– 2015,” British Politics 10.2 (2015), 249– 266.
- 91 M. A. Orenstein, “Paranoid in Poland,” Foreign Affairs (September 2017).



## 第23章 英國的恐嚇計畫

二〇一六年初，華沙的民族主義政府因新聞自由、司法獨立與墮胎權利與布魯塞爾槓上。就在他們挑戰歐盟的同時，得到自稱「非自由民主」的匈牙利總理奧班的讚賞。在此同時，英國政府要求進行脫歐協商。英國首相告知布魯塞爾，他非常樂於站在支持歐盟的立場。但是從一開始，卡麥隆採取的策略就是將這一切視為交易。如果他無法得到想要的讓步，就會在二〇一六年夏天公投時發起脫歐宣傳活動。

民族主義與排外主義是所有右派挑戰勢力的共同特點。但是，與法律正義黨的領導人不同，如今的卡麥隆處於相當尷尬的境地。保守黨一方面刻意煽動英國國內群眾激情，另一方面又不遺餘力的宣揚商業導向的全球主義理念，卡麥隆必須盡力在這兩者間取得平衡。一九七〇年代以來，英國因為具備歐盟成員的身分，促成經濟的現代化，更大幅提升競爭優勢。保守黨和其他政黨都參與這段歷程。如今倫敦金融城展現出二十一世紀現代化樣貌，更為英國與歐盟的關係樹立最重要的標準規範。它與歐元區建立的境外關係，界定英國與歐洲在金融全球化網絡的各自定位，以及與美國之間的關係。如今英國政府正面臨極大的風險，必須想盡辦法緩解和控制民粹民族主義，在此情況下，倫敦成為全球經濟網絡的重要節點。

### 倫敦金融城的利益

不過十年前，倫敦金融城還欣欣向榮。它是新工黨經濟皇冠上價值連城的珍珠。它是英國取得全球影響力的門票；它是華爾街主張放鬆管制的投資人羨慕的標準；它是快速流動、而且是金字塔頂端全球資金的首選。然而，二〇〇八年的金融危機卻將這一切美好徹底擊碎。倫敦金融城淪為危機與失敗之城。<sup>1</sup>數萬人因此失業。營運最穩健的兩家英國銀行，巴克萊銀行與匯豐銀行，極力避開布朗政府大肆宣傳的資本重整計畫。政府不得不將北岩銀行、駿懋銀行與蘇格蘭皇家銀行收歸國有。危機爆發之後，「再平衡」是工黨與之後新上任的聯合政府共同支持的目標。<sup>2</sup>英國的銀行業法規比起「杜德．法蘭克法案」進步許多。曾被委以重任的金融服務管理局遭到廢除，銀行監理的工作重新回到英格蘭銀行手中。總體審慎主義（macroprudentialism）的新概念認為，管制和經濟政策運作不應有明顯的區分。其後英國政府頒布「二〇一三銀行改革法案」（The Banking Reform Act of 2013），採取所謂的「圍欄」策略，將投資銀行與零售業務區隔開來。從此之後，金融服務再也不屬於英國成功傳奇的一部分。

但與華爾街不同的是，加強對英國銀行的管制與限制倫敦金融城發展並非同一件事。倫敦金融城不只是英國第一與最重要的金融中心，它的業務還擴及全球。二〇一二年七月二十六日，德拉吉在倫敦舉行的研討會上發表著名的演說，這場研討會正是為了全球投資人而舉辦，目的是推銷倫敦。奧運開幕之前，英格蘭銀行總裁莫文．金恩運巧妙地以運動賽事作為比喻。他說，倫敦金融城就好比是主辦溫布頓網球賽的全英草地網球和槌球俱樂部（All England Lawn Tennis and Croquet Club）。<sup>3</sup>雖然溫布頓網球賽的場地環境與設備完全呈現英式風格，但事實上它是全球性大賽。儘管莫文．金恩並未詳細說明，但是他的這段談話似乎暗示英國銀行將會配合倫敦金融城，就如同英國國內網球賽事必須努力配

合溫布頓網球賽一般。他們以國內為主。雖然偶爾會有表現績優的銀行，但不論是銀行業或其他產業，都不是主要的吸引力所在。

現代化的倫敦金融城是以歐洲美元體系為基礎。拜聯準會之賜，倫敦金融城得以順利度過危機。不過美國監理機關也體認到倫敦金融城扮演的特殊角色：可以協助分攤美國銀行承受最極端的風險。二〇一二年，一位資深監理官員在國會舉辦的聽證會上作證時表示，美國官方默許一旦風險「反彈回來，衝擊我們這邊，」便可以將風險轉移至倫敦金融城。<sup>4</sup>在「杜德·法蘭克法案」的大架構下，美國監理單位大幅緊縮對美國境內外資銀行的管制，以及美國銀行在海外的營運。<sup>5</sup>歐洲銀行的運作正好體現倫敦金融城與華爾街間的密切連結，例如巴克萊與德意志銀行、瑞銀集團與瑞士信貸銀行，但如今這些歐洲銀行都面臨極大的壓力。二〇一五年，曾經名列華爾街頂尖投資銀行的歐洲銀行，現在僅剩下德意志銀行在全球投資銀行中依舊名列前茅，但也似乎反映出它們是如何不顧一切保住名次。<sup>6</sup>德意志銀行沒有可依靠的安全業務，銀行的資金流通都是從美國流向歐洲。所有大型美國銀行在倫敦金融城的營業規模均相當龐大。然而，二〇一四年，廣受業界重視的Z/Yen集團（Z/Yen Group）公布最新統計結果，華爾街首度取代倫敦金融城，成為全球金融中心。<sup>7</sup>

倫敦金融城要如何奪回優勢？金融危機爆發後，歐洲銀行的主要競爭者並非是來自美國的跨國銀行，而是亞洲。在當時，成功度過危機、表現最為出色的「英國」銀行是匯豐銀行。面對龐大的競爭壓力，英國發下一場引人注目的二十一世紀豪賭。在過去，倫敦金融城曾經是美國金融機構進入歐洲市場的門戶，如今它將自己重新定位為中國金融業進入全球市場的門戶。<sup>8</sup>避開中美之間的地緣政治競爭，與中國建立特殊關係，將有助於倫敦金融城重新奪回競爭優勢。二〇一二年春天，倫敦

市法團（注：[City of London Corporation](#)，倫敦市中心地區的自治組織和地方政府）啟動新計畫，目的是讓倫敦金融城成為重要的人民幣交易中心，也因此成就許多第一。二〇一二年，匯豐銀行發行第一個以人民幣結算的債券；中國以外的人民幣支付業務，倫敦金融城市占率高達六二%。二〇一三年六月，為了擴大人民幣業務，英格蘭銀行與中國人民銀行達成換匯協議。位於倫敦的資產經理人得到北京政府授權、成為首批得以直接投資人民幣結算股票的西方公司。二〇一四年十月，英國財政部發行三十億元人民幣債券。<sup>9</sup>長期以來向來是美國向中國借款，如今則是英國向中國借人民幣。

英格蘭銀行的計畫明顯是仿效一九七〇年代的歐洲美元市場模式。當然，不同點在於，當時的倫敦促成歐洲美元市場的建立，自此全球資金得以規避政府管制。相反的，這次倫敦金融城與英國政府選擇和北京密切合作，促成人民幣國際化。倫敦堅持和中國的關係必須正常化。北京是重要的新興市場。完成國際化之後，必定會自由化。但是，他們忽略一項事實，美國和中國都在操弄自身的地緣經濟地位。中國積極推動亞洲基礎設施銀行，公然展現企圖心，眼看著倫敦如此熱衷於加入中國領導的開發銀行，美國的反應自然是異常激烈。

如果我們將倫敦置於更廣泛的場域來考量，更能凸顯出倫敦舉動的大膽之處。一九八〇年代，倫敦將自己定位為類似日本銀行與製造商等日本投資的轉口貿易中心。長期以來，英國一直是外國直接投資的門戶，也是歐盟內部市場自由化的擁護者。到了二十一世紀，在金融服務領域，英國分別與美國和中國成為合作夥伴，這或許會讓人聯想到德國身為高科技製造出口國的市場定位。二〇一三年卡麥隆出訪北京時，正是抱持這種願景。他強調，身為合作夥伴，英國「地位獨特，有助於強化歐盟與中國的貿易和投資關係。」他甚至提出「雄心勃勃、規模宏偉

的歐盟中國自由貿易協議」願景。<sup>10</sup>然而，這也讓另一個問題變得更為迫切：英國在歐洲的地位有多安全？

二〇〇八年金融危機爆發，是英國與歐盟決裂的開始。隨著英國經濟陷入衰退，民眾對於歐盟的態度轉為失望。當時在野的保守黨也未採取任何行動緩解民眾的憤怒。布萊爾和布朗政府熱烈歡迎東歐移民，反倒成為外界攻擊工黨的絕佳理由。後來當保守黨領導的聯合政府試圖強行通過緊縮財政計畫時，不少人指控移民占用英國全民醫療服務和社會服務資源，引發社會的緊張對立。經濟成長失衡更加深一般民眾的挫折。英國經濟的生產部門（製造業、營建業等）成長停滯，但在二〇一〇至二〇一四年間，金融服務業卻成長一二.四%。<sup>11</sup>倫敦金融城迅速累積財富，卻也使二〇一三至二〇一六年間倫敦和鄰近城鎮的房價飆升五〇%，成長幅度遠超過英國其他地區。倫敦是一座無與倫比的全球化城市，是許多大型財團偏愛的總部所在地。就經濟面而言，「再平衡」其實是個迷思；但是就政治面而言卻非如此。對於英國大部分地區來說，都會區的富裕引發民眾的強烈反感。某位與英國獨立黨友好的保守派政治評論家指出：「對於那些不了解英國社會問題的遠方人們來說，倫敦就等於英國。」<sup>12</sup>倫敦是菁英的首都，布魯塞爾也是。民粹主義八卦媒體《每日快報》（*Daily Express*）在二〇一〇年十一月開始積極宣傳脫歐，並成為第一個公開支持英國獨立黨的新聞媒體。<sup>13</sup>二〇一一年十月，歐元區危機達到高點，八十位保守黨後座議員（注：指的是坐在英國國會後座的議員，他們並非執政黨內閣成員，也不是在野黨領袖或重要人物，影響力較低）與政府決裂，要求針對里斯本條約和歐盟憲政改革舉行公投。<sup>14</sup>二〇一一年秋天的民調結果顯示，有將近三分之一的英國選民支持續留歐盟，有超過五〇%的選民反對。<sup>15</sup>

如果保守黨內支持現代化與大企業的勢力想要保住掌控權，就必須

一勞永逸地徹底解決歐盟問題。所有的壓力來自兩方面：英國內部與外部。<sup>16</sup>就目前所見，歐洲面對危機所做出的回應，似乎對倫敦非常不利。一如過往，法國是敵方。薩科奇和特里謝似乎決意要拔除倫敦金融城身為歐元計價金融中心的地位，他們認定倫敦金融城正是導致金融市場不穩定的源頭。儘管歐洲各國政府極力要遏止歐元區危機擴散，然而反常的是，絕大多數的歐元交易與歐元計價衍生性金融商品的買賣都在倫敦進行。許多歐元區成員國支持徵收金融交易稅。甚至是在野的反對黨，包括法國的社會黨與德國的社會民主黨，也積極推動這項做法。如今梅克爾領導的聯合政府處於相對弱勢，因此她無法對這一切視而不見。委員會的研究報告提出的結論可想而知：一旦徵收金融交易稅，倫敦金融城的收入將會大幅增加六二%。

二〇一一年十二月，關於財政公約的內容，英國和歐盟意見出現分歧，雙方的緊張關係正式浮上檯面。值得關注的是，為了保護倫敦金融城，卡麥隆決定孤注一擲，帶著某項關鍵議程飛往布魯塞爾參與歐元談判。<sup>17</sup>范榮佩提出的進一步整合歐洲計畫，最積極的做法包括發行歐元債券，遭到倫敦和柏林否決。卡麥隆相信，自己有可能和歐盟達成協議。於是，卡麥隆選擇支持梅克爾阻擋走向聯邦主義的整合計畫，藉此交換梅克爾支持倫敦城得以免除任何繁雜的規範限制。事後證明這一切只是個誤會。為了解決歐元區危機，梅克爾真正需要的是薩科奇與社會民主黨在德國國會的支持，而非卡麥隆的支持。感覺被背叛的卡麥隆投票否決協議，結果反倒讓他看起來像個心眼狹窄的倫敦金融城說客。<sup>18</sup>於此同時，梅克爾和薩科奇共同擬定規模宏大的財政公約，最終淪為政府間協商的工具。

卡麥隆處理衝突的手法極為拙劣，但並非毫無道理可言。為了在歐元區危機議題上握有主導權，柏林和巴黎必須在財政和金融面更進一步

整合。在歐洲高峰會、二十國集團與八大工業國組織的每一場會議上，而且不論是公開或私下會談，英國政府不斷強化上述主張。<sup>19</sup>對於英語系經濟學家而言，這種功能必要性已是無可避免。德拉吉的「盡一切可能」演說讓所有人都鬆了一口氣。然而，儘管歐元區整合確實有必要，但對英國保守黨領導人而言，這當中隱含嚴肅的政治意涵。不只敵視歐盟的民眾，就連廣大的英國一般民眾也不會同意成立銀行聯盟和財政聯盟。如果歐盟進一步整合已不再是有沒有必要的問題、而是時間問題，那麼倫敦就得逼迫布魯塞爾公開支持多速、多層次的歐洲模式。

如今回想起來，我們很容易忘記一點，當初人們並不認為英國公投是「基於現況」、對於是否保留歐盟成員身分做出選擇。英國也並非是運用公投作為手段，以取得某些讓步。當時英國傲慢的認為自己可以改變歐盟的發展。隨著歐元區國家持續朝向更緊密的整合，英國政府認為有必要強迫布魯塞爾正式認可多速與多方向的歐洲發展模式。英國並未刻意放緩與歐洲更進一步整合的腳步。但如果保守黨堅持己見，將永遠不可能達到目標。布魯塞爾必須接受這個事實，以及它對於歐洲政治經濟造成的影響。倫敦金融城身為歐盟內外金融中心的「境外」地位，必須獲得永久性的認可。因此，英國與歐盟的衝突勢必不可避免，此時也正好是英國逼迫歐盟討論這個議題的絕佳時機。為了從二〇一〇至二〇一二年的危機之中復原，以及進一步整合歐元區的制度結構，歐盟成員國必須解決修改條約的難題。原本各國預計在歐元回穩之後的二〇一三年開始進行複雜的談判，然後最遲在二〇一六年修改完成。在這些棘手的談判過程中，英國可以獲得最大的槓桿操作空間。歐元區因為整合談判而引發的焦慮不安，正好為卡麥隆開啟策略的機會之窗，藉機達成新的特許協議。

這當中包含三重考量：保守黨在都會地區的領導階層希望能藉此掌

控基層選民；他們自信地以為，倫敦已經有擁有足夠的影響力，可以迫使歐盟討論結構改革的問題；同時他們判斷，現在正是採取行動的絕佳時機。二〇一三年一月二十三日，卡麥隆在彭博社位於倫敦金融城新總部大樓落成典禮時發表的演說內容，便完全反映這三重考量。<sup>20</sup>這場演講並非是要公然與歐盟唱反調，但卡麥隆堅持必須跳脫歐元框架之外，重新定義歐盟的目的。他承諾會阻止移民進入英國。同時，他將限制歐洲公民可以享有的英國福利。他希望藉此為歐盟內的非歐元區成員國提供保障，不會因為歐元集團核心國家的整合決定受到影響。他希望，至少就英國而言，在歐洲承諾建立更密切整合聯盟的基本前提下，劃出一條底線。卡麥隆要求與歐盟進行談判；同時在此基礎下，他承諾最遲會在二〇一七年舉行公投。

儘管卡麥隆的策略前後一致，卻有極高的風險。當時間從二〇一三年春天來到夏天，很明顯英國過度樂觀，以為歐洲已經走出二〇一〇至二〇一二年的危機，可以針對條約內容全面重新談判。從經濟治理的角度而言或許是合理的，但是柏林、巴黎和布魯塞爾非常清楚，一旦重新對條約內容進行談判，它們必定會居於劣勢。二〇一四年五月，歐洲議會選舉結果讓所有人大感意外，因此它們決定將重新協商的議程延後至可見的未來。卡麥隆的機會之窗就此永遠關閉。原本期望透過英國、荷蘭和德國的三方協議，擬定更自由的新共同市場計畫就此胎死腹中。<sup>21</sup>到了二〇一四年夏天，英國的反對立場轉趨強硬，此時歐盟選擇容克擔任執行委員會主席，意味著英國的影響力愈來愈微弱。<sup>22</sup>二〇一四至二〇一五年間，歐洲因為烏克蘭危機受到嚴重衝擊，再加上希臘問題和難民危機都讓歐洲各國疲於奔命，相較之下英國似乎顯得不太合群，在歐洲各國眼中，卡麥隆積極推動的改革更顯得微不足道。卡麥隆煞有其事地談論關於歐洲未來的新願景。但這都是極為不負責任的言論，目的不就



是為了迎合群眾的排外情緒，以及自私地滿足倫敦金融城的利益？<sup>23</sup>

但是，卡麥隆不願退讓。二〇一五年五月英國舉行大選，保守黨意外贏得絕對多數，更加堅定卡麥隆的決心。承諾的公投時間已進入倒數計時。在未能重新談判條約內容的情況下，卡麥隆有可能讓布魯塞爾做出重大讓步嗎？柏林希望能助一臂之力。梅克爾極力避免歐洲的權力平衡因為英國脫歐而出現失衡、引發不安。但是歷經二〇一一年十二月的災難與倫敦對容克發動無禮的攻擊之後，英國品牌成了毒藥。<sup>24</sup>即使是華沙的民族主義者也很難被說服，願意接受限制遷徙自由的要求。畢竟，這等於是與波蘭人作對。身為歐洲高峰會主席的圖斯克無法提供卡麥隆的要求。歐盟無法容忍英國對歐盟整合的未來下指導棋。遷徙自由與平等對待歐盟公民這兩件事毫無商量的餘地。但是，卡麥隆急於向英國人民提出某種形式的協議，因此在二〇一六年二月二十日訂定「緊急煞車」（emergency brake）機制，允許英國政府限制提供給移民的福利支出，年限長達七年。<sup>25</sup>此外，圖斯克同意，歐盟應該要認清，「英國……無意與歐盟在政治上達成更進一步的整合。因此，為達成更高度整合而訂定的條款均不適用於英國。」<sup>26</sup>然而，如同某位英國駐歐洲議會資深代表所說的：「話雖然是這麼說，但其實毫無意義。事實上，一切照舊，所有條約條款仍適用英國。」<sup>26</sup>倫敦必須表明自身的立場。如今他們已經偏離卡麥隆在二〇一三年一月的承諾、英國將會帶頭重新思考歐盟的目的。另一方面，現在對卡麥隆而言，整合保守黨勢力顯然是更為重要的事情。因此沒過多久，倫敦市長鮑里斯·強森（Boris Johnson）與教育部長麥可·哥夫這兩位保守黨重量級人物便宣布與卡麥隆分道揚鑣，面對即將在二〇一六年六月二十三日舉行的公投，兩人積極運作脫歐勢力，成為保守黨內主流脫歐派的代表性人物。

## 留歐派與脫歐派的對抗

在敘利亞難民危機引爆的前一年，德國財政部長蕭伯樂曾公開宣稱，選舉不得影響經濟政策的基本原則。希臘經濟占歐盟GDP一%，英國經濟占歐盟的比例高達一七%。一旦英國舉行脫歐公投，只要取得簡單多數的票數，便可決定英國的未來。對於英國而言，風險相當高。如今英國有將近一半的貿易金額、大約兩千億美元是流向歐盟；英國的股票有一．二兆美元為外國直接投資，其中有一半來自歐盟。包括歐洲與非歐洲投資人都偏愛英國，原因就在於英國具有歐盟成員的身分。日本汽車業將英國視為進入歐洲市場的主要基地。二〇一五年，有三百二十萬歐盟公民居住在英國，其中二百三十萬人有工作，占英國工作人口的七%；有一百二十萬英國公民永久居留於歐盟。當然，不論英國是否為歐盟的成員，英國與歐盟之間必定會產生貿易、投資和移民往來。但數量有多少？根據經濟學家最樂觀的預測，英國與其他歐盟成員之間的貿易金額將比英國脫歐之後的貿易金額高出五五%。<sup>27</sup>對於倫敦而言，問題更為嚴重。企業界數萬個工作和數十億英鎊業務依靠的是歐盟提供的通行證待遇，所有位於倫敦的英國銀行業者可同時在歐盟其他國家經營，無需再取得當地政府機關的營業許可。這對於歐洲、英國、美國和亞洲的金融機構而言相當便利。但是，如果英國不再屬於歐盟成員，就很難繼續擁有這樣的待遇。

至於一般民眾對於歐盟的支持態度不明。右派民族主義者將歐盟視為眼中釘，銀行家和倫敦「菁英」全都被他們列入不受歡迎人士。因此，留歐派必須更積極運作。他們將活動基地設在倫敦。他們的策略不是要說服選民接受歐盟，因為負責制訂策略的專家認為，歐盟毫無賣點。他們甚至要求歐洲政治人物不要在英國現身，否則只會讓事情變得

更糟。在保守派公關團隊操盤與自由黨和工黨的支持下，留歐派傳達出一個重要的訊息：「英國選民或許永遠都不會對歐盟產生好感，但是他們可能會因為恐懼而投票支持留歐。」<sup>28</sup>這項策略因而被冠上極為貼切的名稱：「恐嚇計畫」（Project Fear）。這個名稱最早出現在二〇一四年蘇格蘭獨立公投期間，提案人是曾受雇於歐巴馬白宮的澳洲公關高手林頓·克羅斯比（Lynton Crosby）與吉姆·梅西納（Jim Messina）。梅西納明確表示，真正的風險在於：「如今經濟情勢艱難，我們最不該做的就是採取如此高風險的（脫歐）行動，讓英國與歐盟的經濟陷入危險之中。」<sup>29</sup>梅西納和他的夥伴口中所說的「經濟」指的是商業。因此，他們的宣傳策略正是運用簡單且理直氣壯的論述來贏得群眾的支持：如果歐盟對英國的商業有助益，那麼留歐便對英國有利。

結果有五十家企業被說服，並共同簽署一份聲明，如果留在「改革後的歐盟」，英國「會更壯大、更安全、生活更富裕」。<sup>30</sup>同時，英國工業聯合會（Confederation of British Industry）在幕後積極運作，說服主要的會員在企業年報中加上脫歐的相關警語。<sup>31</sup>倫敦市法團更是無視脫歐派的意見，公開表態支持留歐。<sup>32</sup>有些企業領導人則是過度謹慎，擔心公開警告脫歐之後有可能導致工作消失或投資案遭到擱置，會有恐嚇之嫌。不過至少工會不需要擔心。擔任過部長、也曾是工黨留歐宣傳活動共同負責人的工黨議員帕特·麥法登（Pat McFadden）堅稱：「我相信企業有合法的權利，可以針對這項爭議發聲，如果他們希望讓大眾理解他們的看法，絕對有權利這麼做。」<sup>33</sup>英國最大工會、同時也是工黨主要贊助者的聯合工會（Unite）擁有五十萬名會員，他們的立場相當明確：「我們傳達給BMW、空中巴士（Airbus）等會員的訊息非常直截了當：工作、權利與留歐。」<sup>34</sup>

全球各地紛紛做出相同的回應。四月十二日，國際貨幣基金公開表

示，如果英國投票脫歐，將會導致「嚴重的地區性和全球性傷害」。根據國際貨幣基金的說法，僅僅是舉辦公投就會嚴重打擊投資人的信心，迫使國際貨幣基金必須將英國經濟成長的預估目標調降一五%，從原來的二．二%降為一．九%。拉加德警告，如果英國真的選擇脫歐，實際的後果將有可能「從很糟變成非常非常糟」。<sup>35</sup>在東京舉辦的七大工業國高峰會上，各國紛紛表示：「英國如果離開歐盟，將會妨礙全球貿易與投資的進行，以及工作機會的創造，全球經濟的成長也將因此面臨嚴重風險。」正如梅克爾所說，七大工業國「極力要讓英國明白，所有在座的各國領袖都希望英國留在歐盟。」<sup>36</sup>同時間，英國財政部發表一份長篇報告指出，如果英國脫歐，每戶家庭每年大約會損失兩千六百至五千兩百英鎊之間。到二〇三〇年，GDP將減少六%，政府稅收將短少兩百億至四百五十億英鎊，嚴重衝擊公共服務，甚至政府必須被迫提高稅率。<sup>37</sup>

基本上，留歐陣營借用柯林頓執政時期大家耳熟能詳的一句話：「笨蛋，問題在經濟。」只不過留歐派以最符合原意與最大的形式重新包裝，同時呼應特里榭和梅克爾的決定論說法：「不會再有其他選項。」留歐陣營成員之間的利益與專業意見高度維持一致，實在讓人感到不可思議。財政大臣奧斯本確切說出許多人內心的真實感受，但不願公開顯露的不安情緒。他對記者說，留歐陣營內極具權威的意見領袖之間立場如此一致，並非出自陰謀，而是共識……他們提出的經濟論述絕對不容置疑。」<sup>38</sup>

然而，留歐陣營的行動並不如原先期望的一致。由於結果仍不確定，而且多數民眾明顯支持脫歐，因此如果企業公開表態支持留歐，將會面臨不小的風險。<sup>39</sup>至於倫敦金融城內企業界的態度則有些分歧。自由派希望與布魯塞爾分道揚鑣。金融城的主要外國投資人立場較為明

確。留歐派當中，聲量最大、態度最堅決的就是美國的投資銀行。他們在倫敦金融城扮演關鍵性角色，英國的歐盟成員身分對他們影響甚大，而他們也從不諱言這點。倫敦是它們進入歐洲經濟與歐元業務的門戶。高盛內部的經濟學家指出，根據國際清算銀行的統計數據，截至二〇一五年底，美國銀行持有英國債務人四千兩百四十億美元的債權（資產），其中包括提供英國銀行的四百六十億美元貸款。若再加上衍生性金融商品、擔保與貸款承諾，總金額高達九千一百九十億美元。英國銀行持有的美國債權金額更是龐大，達到一．四兆美元。<sup>40</sup>正因為上述投資金額相當龐大，因此高盛、摩根大通與摩根士丹利在初期便決定大力捐錢給留歐陣營。<sup>41</sup>摩根大通執行長戴蒙甚至公開與奧斯本一同表態支持留歐。<sup>42</sup>

二〇一六年四月二十二日，歐巴馬接受卡麥隆的私人邀約來到倫敦，親自傳達以下的訊息：關於英國在歐盟的地位問題，美國不會袖手旁觀。歐巴馬非常受到英國民眾的歡迎，而他也毫無保留。依照BBC的說法，這位美國總統「使出渾身解術」，勸誡英國留在歐洲。兩國之間的特殊關係、第二次世界大戰與當前面臨的挑戰，都需要英國成為歐洲不可分割的一部分。<sup>43</sup>歐巴馬心知肚明，在此關鍵時刻以一個外人身分討論英國脫歐問題相當敏感。「我以一個朋友的身分坦白地說，美國非常關注你們的決定所可能導致的後果。」此外，英國民眾必須認知到，脫歐陣營不斷強調「獨立的」英國可以和美國迅速簽貿易協定，這其實是基於錯誤的假設。美國的貿易談判主要聚焦於大範圍的區域性協議。美國與歐盟之間的跨大西洋貿易與投資夥伴協議（相當於大西洋版的亞洲跨太平洋夥伴協定）才是未來的關鍵。「也許在未來的某個時間點，英美兩國會簽訂貿易協議，」但是「不太可能立即發生……英國的順位還排在後頭。」<sup>44</sup>

以美國的經濟實力和資金可以明顯看出美國希望英國排在哪個位置。華爾街透過倫敦金融城將勢力延伸至歐洲，界定一九七〇年代之後全球經濟運作的模式，但這個運作機制現在處於危險之中。因此不難理解主流的左派知識期刊會如此解讀留歐的選擇：「投票選擇留歐，不論背後動機為何，等於是支持英國建制派。長期以來，他們負責將華府的要求帶到布魯塞爾的談判桌上，並極力阻止自一九八六年歐洲各國簽署單一歐洲法案（Single European Act）之後、一直期盼打造『社會歐洲』（注：Social Europe，由國家提供社會安全、就業、健康照顧、社會照顧、教育、家庭、與環境等政策，改善人民的生活）的希望。」<sup>45</sup>

## 國家冒險主義

留歐派的論述焦點很一致，「（投票留歐）可以維持經濟成長、促進商業活絡、以及擁有更富裕的生活」。這樣的說法等於是在合理與非合理的政治間劃出一條界線。若缺乏經濟論述，脫歐支持者便會被引導至更為偏激的言論，特別是移民問題，甚至「導致英國與世界隔絕」。<sup>46</sup>留歐派希望藉此凸顯出脫歐陣營的言行過於偏頗或讓人憂心的印象，特別是奈傑爾·法拉吉（注：Nigel Farage，曾擔任英國獨立黨黨魁，二〇一六年英國脫歐公投結束後，辭去黨魁一職。二〇一九年四月成立脫歐黨）和英國獨立黨。他們極具煽動性的言詞，只會讓那些仍在搖擺的中間選民更加疏遠。留歐派的戰術終於達到預期的效果，脫歐陣營確實鎖定移民問題。不過，留歐派卻低估他們面臨的風險。他們沒有意識到，脫歐派提出移民和排外議題，除了表達對建制派的不滿之外，

事實上還是穩贏的好牌。

即使是美國總統，也無法迴避外界對種族政治的質疑。鮑里斯·強森要知道，美國究竟有什麼權利提醒英國，美國絕不接受主權讓步？為什麼英國人要信任一個將邱吉爾半身像移出白宮橢圓形辦公室的總統？

「有些人認為這是對英國的怠慢。有些人認為這象徵著有一半肯亞血統的歐巴馬對英國的厭惡，畢竟邱吉爾曾如此堅定地捍衛這個國家。有些人說，或許只是因為邱吉爾的重要性已不若以往。或許他的想法已經過於老派，不合時宜。」強森刻意採用狗哨政治手法，稱歐巴馬為「半個肯亞人總統」，這樣的策略確實奏效。強森一吹狗哨，法拉吉便立即現身。每當強森支吾其詞，法拉吉便會大聲咆哮，發表明顯帶有種族主義偏見的言論。英國獨立黨的黨魁認為，很明顯的「歐巴馬因為祖父、肯亞與殖民等因素對英國心懷怨恨。」<sup>47</sup>

五月時，脫歐陣營決定加快動作，集中火力炒作移民議題。如今卡麥隆只能聽天由命。他在五年前承諾移民人數將減少「數萬人」。<sup>48</sup>到了二〇一六年五月底，根據英國國家統計局（Office for National Statistics）的數據，前一年的淨移民人數事實上達到三十三萬三千人，是史上第二高。六月十六日，脫歐派的法拉吉陣營公布至今最惹人議論的一張海報，標題是〈引爆點〉，畫面是衣著骯髒的敘利亞難民列隊徒步前往實際上是斯洛維尼亞的邊境。這完全與英國脫歐無關，但是卻為原本「取回掌控權」的口號賦予新意：英國必須奮力抵抗歐洲的失序。<sup>49</sup>同一天稍後，支持英國脫歐的瘋狂新納粹主義者，在光天化日之下殺害擁有高人氣的留歐派議員喬·考克斯（Jo Cox）。留歐派的恐嚇計畫如今棋逢敵手。

公投當天，一開始留歐派頗有信心。但是到了六月二十四日早上，公投結果揭曉，脫歐派險勝。回顧過去，公投的結果其實早就在預料之

中。英國脫歐票數取得多數的區域，與二〇一四年英國獨立黨勝選的區域完全重疊。投票支持脫歐的民眾與支持英國獨立黨的族群也相同。保守黨的核心黨員多半是年紀較長的非都會區中產階級，這些人絕大多數投票支持脫歐。他們或許一直以來就支持脫歐。另外，有大批低收入、低教育程度的民眾自一九九〇年代之後便轉向右派。根據某個民調組織的調查結果，社經地位（擁有專業或管理工作）位於中上或中間的民眾，有六〇%支持留歐；相反的，失業與低技術勞工中，有六〇%支持脫歐。<sup>50</sup>六〇%的工黨黨員支持留歐。但在英國大部分地區，工黨早已與生活貧困、教育程度較低的選民脫節。除了教育程度之外，另一個嚴重影響平衡的社經因素是，自二〇一〇年實施緊縮財政措施以來民眾承受的痛苦程度，因此長期陷入經濟衰退的地區正是受創最嚴重的地區。<sup>51</sup>除了低教育程度和低收入因素之外，投票支持英國脫歐的行為與獨裁主義的意識形態有關。由行銷專家繪製的文化地圖可明顯看出，投票脫歐與強調國防安全、支持死刑，以及支持對性侵犯者施予公開懲罰等價值觀有密切相關。<sup>52</sup>

不論支持英國脫歐的動機為何，都更加助漲民族主義的氣勢。至於投票支持脫歐是否就是反對全球化，兩者之間的關聯其實並不顯著。不過全球的評論專家都認為兩者相關。<sup>53</sup>如果我們依據傳統觀點理解英國脫歐的影響，上述的結論自然是合理的解釋。但事實上，這完全誤解支持英國脫歐的民眾心態。他們認為，離開歐洲便能讓英國重返榮耀，重新擁有自由。民族主義者投票支持脫歐，並非是希望縮減英國在全球扮演的角色。正好相反，他們希望英國能擺脫歐洲束縛、而非局限在歐盟內扮演自己的角色。正如保守黨內政大臣、日後當上英國首相的德雷莎·梅伊（Theresa May）所說，六月二十三日的投票結果代表的是，英國人希望「離開歐洲，擁抱世界……此時此刻我們決定要建立一個真正



全球化的英國。」<sup>54</sup>英國脫歐投票是為了爭取自主。更直截了當、而且更符合公投精神的說法是：這場公投代表英國民眾支持國家冒險主義。英國也確實得到了冒險的機會。

## 另一場金融危機？

公投結果宣布時，英鎊出現史上單日最大跌幅記錄。<sup>55</sup>房地產投資基金也歷經短暫的恐慌性跌勢。英鎊的崩盤有可能影響倫敦的國際投資嗎？六月二十四日星期五，全球股市市值瞬間蒸發兩兆美元。<sup>56</sup>到了星期一，損失擴大到三兆美元。由於聯準會已經結束量化寬鬆政策，投資人預期利率會上揚，因此捨棄固定收益債券投資，大量資金流向更安全的資產，例如美國公債，導致殖利率下滑。<sup>57</sup>這會是另一次二〇〇八年金融危機的序曲嗎？

解讀經濟數據本來就是一個政治性議題。留歐派早已預期脫歐將成為一場災難。他們已經編排好猶如世界末日般的情境模擬。隨後，英格蘭銀行總裁馬克·卡尼也照著這套劇本走。七月時他告訴記者，英國「家庭、企業與金融市場仍處於經濟創傷後的壓力症候群」。<sup>58</sup>政府已經準備好重新啟動換匯協議。雖然英鎊大跌，但是美元流動性依舊充足。八月四日，卡尼透過英格蘭銀行理事會，強行推動購買債券緊急刺激方案。對於遭受挫敗的留歐大將而言，這是非常合理的做法。卡尼只想盡力避免最糟的情況發生。但如今是脫歐派主導一切，卡尼的舉動激怒他們。英格蘭銀行重啟換匯協議、推行新一輪量化寬鬆政策，意味著危機已然來臨，但死硬的脫歐派拒絕承認現實。他們認為英格蘭銀行的

過度反應不僅無法安撫市場，反而讓市場充滿更多不確定性，包括留歐派曾預言、但未實際發生的恐慌反應。<sup>59</sup>對於行事作風不墨守成規、曾親眼目睹二〇一〇年愛爾蘭危機陷入困境的前國際貨幣基金經濟學家艾修卡·莫迪（Ashoka Mody）而言，如今的解決方案似曾相識。雖然卡尼使用的工具不同（推動量化寬鬆政策，而非拒絕使用），但這種緊急措施和歐元區危機時期歐洲央行採取的策略如出一轍。如果英格蘭銀行保持冷靜，放手讓英鎊繼續走跌、讓英國經濟重新取得平衡，就沒有理由擔心危機會發生。支持脫歐的經濟學家露絲·莉亞（Ruth Lea）指出：「英格蘭銀行在八月四日宣布的方案過於倉促，必要時可能會造成反效果……我比較希望他們能按兵不動，等到掌握確切數據再說。」<sup>60</sup>隨著初期的震盪逐漸平息，由於信貸成本低廉，消費者需求就會隨之反彈回升、而非萎縮，因為他們希望趕在價格上漲之前先出手。<sup>61</sup>多位支持脫歐的經濟學家要求留歐派學者為先前誤導大眾、以為脫歐將導致嚴重後果的言論公開道歉。<sup>62</sup>

確實如此。英國經濟並未崩盤。但是英國脫歐也還未實際發生。英國脫歐是一段過程，而非某個單一的決策時刻。這是一段難以想像、複雜且漫長的過程。脫歐派曾承諾，英國將重新獲得自由與掌控權。他們曾承諾會更換政權。在極具影響力的美國智庫彼得森國際經濟研究所擔任總裁的前英格蘭銀行貨幣政策委員會主席亞當·鮑森（Adam Posen）指出：「政權的更迭並非是中立的，政府的組成反映的是當時主流勢力的利益。」<sup>63</sup>脫歐後的英國，誰能真正握有主導權？這確實是個問題。

在英國近代史上，很難找到哪個時期如同脫歐後的英國，權力中心如此難以界定。留歐陣營包含兩大政黨的領導階層與多數人以為的建制派。他們僅以些微的差距輸掉公投，將權力拱手讓給對手；很明顯的，脫歐陣營對於會贏得公投並沒有任何心理準備。有多少次左派夢想發生

執政黨「消權」(disempowerment)的時刻?然而,新黎明並未因此到來。保守黨歷經幾星期的混亂之後,梅伊成為新任首相。這是符合邏輯的人選。梅伊擔任內政大臣期間以嚴格執行保護性移民限制政策而知名。<sup>64</sup>雖然她低調支持留歐,但如今她確實是最能代表多數英國民眾的絕佳人選。她也裝作若無其事一般,既然民眾已投票支持脫歐,她就得執行完成。

對於倫敦金融城與英國大型企業而言,這次公投結果讓它們大為吃驚。某些評論家認為,英國歷經這次如此沉重的打擊,正好是推動再平衡的契機。自一九七〇年代開始,以倫敦金融城為核心而建構的權力與資金結構,是否有可能因此打破?莫迪大聲讚賞這樣的結果,因為它削弱「大型金融機構與強勢英鎊之間的連結……真正因英鎊大幅貶值而受害的是那些借短期美元來投資長期不動產資產的人。」這群「菁英」團體的發言依舊主導英國政府的經濟政策,他們的談話不斷透過商業媒體廣為傳播。<sup>65</sup>倫敦的財富累積,擠壓英國經濟其他產業的成長空間;或許,藉由英鎊的貶值,英國製造業得以重新取得競爭優勢。<sup>66</sup>事實上,英國製造業出口商曾大力支持留歐陣營,當然他們有充分理由這麼做。隨著全球競爭日趨激烈,他們最不希望看到的就是針對市場開放問題長期充滿不確定性。許多產業,例如大型汽車,多半為外資企業所有(主要是德國和日本)。這些投資人可能將英國脫歐視為撤資的信號。英鎊的貶值對它們而言並沒有多大好處,因為多數的英國出口商品價格彈性低,英鎊貶值所創造的出口優勢,會因為進口原物料成本上漲而抵消。<sup>67</sup>

英國的現狀受到重創是不爭的事實。在可預見的未來是否能出現更為平衡、更加繁榮的英國是另一個問題。反歐盟情緒高漲是歷經數十年累積的結果,但多半只是激化憤怒情緒與發動抗議活動等政治操作,反

歐陣營並未提出積極正面的新願景。如今梅伊和她的顧問必須擬定脫歐議程。但是，讓許多人意想不到的，他們似乎已經下定決心採取激烈手段。一夕之間，他們以融合溫和威權主義的國家福利主義（national welfarism）取代卡麥隆的上層階級現代化計畫。<sup>68</sup>二〇一六年十月，梅伊在保守黨研討會上發表重要演說，她談到：「如今太多當權政治人物的行為讓人感覺他們似乎與全球菁英有更多的共同點，而不像街上的一般大眾……但如果你自認是世界公民，事實上你不屬於任何一個地方的公民。你並不了解公民的真正意涵。」<sup>69</sup>梅伊刻意略過二〇一〇年之後保守黨推行的政策，反而再次提起二〇〇八年的金融危機。「金融危機之後，犧牲最大的並非是有錢人，而是一般的勞工階級家庭。如果你失去了工作；或是仍有工作卻必須縮減工時、或是被迫減薪但家庭支出不斷增加；或是因為低技術移民湧入而丟了工作、或是被迫屈就於低薪工作，對這些人來說，人生是多麼的不公平。」梅伊以第三人稱談到二〇〇八年金融危機的受害者與保守黨的緊縮財政措施，藉由回溯當年的雷曼兄弟時刻，為日後英國必須從根本上重新自我定位提供合理化的藉口。隨後她更「坦率地宣稱，政府的權力是用來服務一般勞工家庭。」她嚴詞抨擊冷漠的企業老闆、避稅的跨國企業、拒絕合作對抗恐怖主義的網路公司，以及「明知公司退休金即將破產、卻仍坐領大筆股利」的企業董事。她使用一般人以為只有普丁或善於煽動人心的拉丁美洲政客才會說出口的语言，她警告：「我要鄭重警告你們：不能再這樣繼續下去。」<sup>70</sup>

控制、限制移民與公平的施政重要性優於經濟成長，這並不符合追求自由的願景，這暗示要建立一種新的管制與控制機制。正如同一位批評者所說，梅伊希望將外國人排除在英國勞動市場之外，這需要「政府針對勞動市場進行一定程度的干預，即使是最強硬的社會主義者都會為

此感到羞愧，甚至是九泉之下的柴契爾夫人也不得安寧」。<sup>71</sup>任何一個人如果和梅伊一樣，曾經任職於內政部（說得好聽一些，這是內閣中的「保護單位」）就必須付出些許代價。不過，這又引發另一個問題：若要阻止大型企業的偏差行為，梅伊願意做到什麼程度？設立門檻、禁止外國工作者或無用的難民進入英國是一回事，但是面對大型外國投資人又是另一回事。日產汽車威脅將重新考慮在桑德蘭（Sunderland）的投資案，「態度強硬的政府」立即邀請日產到唐寧街會談。<sup>72</sup>日後英國政府否認曾承諾將賠償日產汽車因為不良的脫歐協議而產生的成本。不過，日產事件顯示「取回掌控權」並非如某些人想像的是展現自主權的勇敢行動，而是牽涉代價昂貴、同時讓政府蒙羞的漫長談判過程。

那麼倫敦金融城呢？英國脫歐之後，金融城依舊能保有身為全球與歐元區金融窗口的地位嗎？它能繼續成為歐元結算與歐元衍生性金融商品交易中心嗎？銀行業者不願就此不戰而敗。倫敦金融城盡力遊說政府，將既有的通行證待遇列為優先談判項目，在此協議下，在倫敦經營的銀行業者也可同時在歐元區營業。<sup>73</sup>若未能達成協議，根據倫敦金融城委託的研究報告顯示，每年與歐元區的商業交易營收將會出現三百二十億到三百八十億英鎊的損失，並減少六萬五千到七萬五千個工作機會、每年稅收則會短少一百億英鎊。<sup>74</sup>這些預估數據正是先前留歐派強力宣傳的情境模擬，但毫無效果可言。現在提出這些數據，還能發揮多大影響力？

公投結束後不久，唐寧街似乎願意接受妥協版的協議方案。但二〇一七年一月，英國政府的態度轉趨強硬。英國堅持保有限制遷徙自由的權利與司法權，這也顯示英國不期望布魯塞爾會讓步。如今看來，脫歐不僅僅是脫歐，而是「硬脫歐」（注：[hard Brexit](#)，也稱為無協議脫歐，徹底退出歐盟，以世界貿易組織成員與歐盟和其他國家進行交

流)。梅伊在每場演說，還有與主要金融機構領導人會談時，一再強調上述的訊息。高盛（留歐陣營的主要企業贊助者）執行長貝蘭克梵要求梅伊將倫敦金融城列為優先清單，但梅伊巧妙地迴避高盛的要求。<sup>75</sup>銀行業開始懷疑，他們恐怕不會被列入優先清單之中。倫敦金融城的通行證待遇遠遠不如「控制」東歐廉價勞工數量來得重要。<sup>76</sup>

但是，究竟是誰能實際決定英國脫歐的結果？二〇一六冬季至二〇一七年，眾人逐漸明白，他們曾經極力爭取的自由與掌控權，同樣適用於那些選擇放棄自由與掌控權的人。如今歐盟即將要擺脫令人頭痛的英國人，英國必須付出何種代價才能換取自由，取決於歐盟願意提出什麼協議內容。脫歐支持者堅持，德國與其他國家基於出口利益，必定會提供英國優惠的協議。英國龐大的貿易赤字就是最有利的籌碼。但是這樣的邏輯思考過度簡化，全然不了解類似歐盟的複雜組織是如何運作的。面對英國脫歐問題，歐盟成員必然會顧及整體利益與考量。<sup>77</sup>

在柏林全權主導之下，歐盟各國迅速達成共識，決定採取強硬的談判立場，在分手條件未談妥之前不會與英國進行任何貿易談判。英國必須同意清償積欠歐盟數百億歐元的金融債務。英國如果要禁止遷徙自由，就不得進入共同市場。只要是與歐洲公民有關的案件，歐洲法院依舊擁有管轄權。一旦英國啟動里斯本條約第五十條開始脫歐程序，將會有兩年的談判期。如果是無協議脫歐，意味著英國脫歐之後將處於完全孤立的邊緣狀態。英國甚至得重新協商在世界貿易組織的地位。正如同二〇一七年五月一場晚宴上容克向梅伊解釋的，如果英國人以為脫歐會有「好結果」，根本是自欺欺人。<sup>78</sup>

英國逐漸意識到情況的複雜與艱難，梅伊政府不斷提出措辭強硬、粗暴，甚至是相互矛盾的警告。在二〇一六年十月的保守黨研討會上，梅伊發表演說，將主權要求與國家團結的願景相結合。隨著雙方談判立

場逐漸變得強硬，很明顯似乎還有另一種可能。一月中梅伊與歐盟大使在蘭開斯特宮飯店（Lancaster House Hotel）召開定期會議，梅伊當場表示，如果歐盟無法提出英國可接受的貿易協議，便會採取無協議脫歐。如果歐盟採取「懲罰性」立場，英國將會放棄「歐洲模式」，訂定「具競爭力的稅率與政策，吸引全球最頂尖的企業和投資人。」根據記者報導，英國將重新定位為「西方的低稅率新加坡」。<sup>79</sup>幾天之後，英國財政大臣菲利浦·韓蒙德（Philip Hammond）再度重申這樣的威脅。他個人希望英國能「繼續擁抱主流的歐洲經濟與社會思維。但如果我們被迫要變得不一樣，我們必定會變得不一樣。」為了再度取得競爭優勢，英國被迫重新思考自己的「經濟模式……我們保證會盡一切可能去做該做的事。」<sup>80</sup>留歐派不斷堅稱，英國脫歐是在拿英國經濟開玩笑。二〇一七年一月，韓蒙德、梅伊在與歐盟進行談判時提出要脅，實際上等於是承認留歐陣營的訴求確實發揮作用。態度強硬的英國政府宣稱不僅不會阻礙英國資本主義的發展，而是會努力讓倫敦金融城與英國的境外地位成為重要的攻城錘。

這種虛張聲勢或許讓支持脫歐的人覺得暖心，但卻讓全球商業的實際參與者感到驚慌失措。倫敦金融城從未要求英國捨棄「主流的歐洲經濟與社會思維」。歐洲主流思維相當適合銀行業，英國銀行業也參與其中，定義歐洲主流思維。二〇一一年時，曾令當時保守黨憂心不已的提案，特別是金融交易稅，如今已不存在。對於歐元結算業務，或許會遭受來自歐洲央行或法國的挑戰，但這並非是英國離開歐盟的原因。倫敦的跨國企業社群向來與歐盟最高層往來密切，歐洲央行總裁便是其中之一。<sup>81</sup>二〇一六年夏季，前歐盟委員會主席巴洛索正在物色新的工作機會，從最後的結果看來，他所謂的「歐洲模式」就是加入高盛的英國分公司。<sup>82</sup>認為歐洲會對據點設立在英國的跨國企業經營不利的想法，只

不過是柴契爾夫人執政晚期的空想。另一方面，英國脫歐之後雖然重新獲得自由，但同時也代表極高的不確定性。沒有任何一家美國主要銀行願意擬定緊急應變計畫，將歐元業務移出倫敦，但是他們能有其他選擇嗎？雖然倫敦確實很有吸引力，但是英國政壇卻反應遲鈍。跨大西洋金融網絡的次要節點，包括巴黎、法蘭克福和都柏林，都紛紛向這些銀行招手。跨大西洋境外美元業務很可能即將走入尾聲。倫敦金融城已經感受到風向的轉變。亞洲將成為新的探索領域。

## 歐洲的「雷曼兄弟時刻」？

面對脫歐派贏得公投，歐盟快速地協調各國的立場。協商複雜的條約內容向來是布魯塞爾的專長。但不可否認，歐盟確實相當震驚。歐盟自成立以來已歷經多次危機，「對歐洲而言，這是變相進步，」傳奇的單一市場與歐元之父雅克·德洛爾很愛說這句話。但是英國脫歐的漫長過程與接連挫敗，使得上述樂觀的看法受到挑戰。芬蘭財政部長艾力克斯·斯圖布（Alex Stubb）懷疑，此時是否正是歐洲的「雷曼兄弟時刻」？<sup>83</sup>歐元集團保守派圍堵激進左翼聯盟時，最擔憂的是引發政治傳染。英國脫歐再度引發他們的焦慮。正如同穆迪一位發言人所說：「影響全球經濟成長的負面風險並非出自英國經濟有可能出現衰退，而是英國的未來發展有可能提高歐盟其他地區的政治風險。」<sup>84</sup>勒龐稱讚英國脫歐公投的結果是「民主政治精彩的一堂課」。<sup>85</sup>荷蘭的右派民族主義者海爾特·懷爾德斯（Geert Wilders）要求舉行「荷蘭脫歐」公投。英國、波蘭、匈牙利國內掀起的民族主義、仇視歐洲熱潮，是否會擴散至



歐洲其他地區？英國脫歐公投結束後將近一年，這個風險愈來愈有可能成真，危急程度節節高升。歐洲經濟的穩定有賴於債券市場的平靜。如同一位分析師所說，當有愈來愈明確的跡象顯示政治傳染將會從英國擴散至其他歐洲國家，誰也無法保證投資人的情緒不會再度陷入恐慌。<sup>86</sup>

不久之後，歐洲多個國家接連舉行大選。二〇一六年十二月，義大利的憲法修正案遭到否決，中間偏左的總理倫齊辭職下台。在奧地利，總統大選遭遇極右派強勢挑戰。在荷蘭，懷爾德斯和所屬的右派政黨發動抗議遊行活動。英國的梅伊宣布提前大選，希望支持脫歐的議員能在國會成為多數。真正會有問題的是法國。依據勒龐累積多年的選民基礎與二〇一四年五月歐洲議會選舉的表現，面對即將在二〇一七年五月舉行的總統大選，勒龐篤定能進入最後一輪投票。問題是誰會跟她對決？是傳統保守的中間派現代主義者馬克宏，或是惹人厭的左翼建制派尚呂克·梅蘭雄（Jean-Luc Mélenchon）？如果最後一輪是由勒龐與梅蘭雄對決，那將是市場的惡夢。<sup>87</sup>不論兩人的立場有多分歧，但他們的共通點都是對德國反感。

二〇一七年春季，全球屏息以待，歐元大幅震盪。對基金經理人而言，歐洲政治的不確定性是主要的「極端風險」（tail risk），歐洲央行的購買債券計畫是唯一的穩定因素。如果勒龐贏得總統大選（雖然發生的機率極低），沒有人能想像，歐洲央行史上最大規模的購買債券計畫要如何避免另一次主權債務危機的發生。最終的選舉結果顯示，中間派守住了。每個國家的選民成功阻擋民粹右派勢力。在法國，深具個人魅力、曾在歐蘭德政府擔任部長的馬克宏獲得中間偏右與中間偏左選民的支持，並先後贏得總統大選與國民議會選舉，成功阻止民粹勢力進一步擴張。<sup>88</sup>二〇一七年六月歐盟高峰會上，各國領袖心情大好。歐盟安然度過危機，成功阻擋希臘、葡萄牙的左翼勢力，也遏止右翼勢力的擴

張。與英國的談判過程雖然痛苦，但如今呈現一面倒的態勢。歐洲已經從危機中復原。然而，到了二〇一七年夏季，歐盟的身分認同與在國際事務上應扮演的角色再度受到挑戰，這個挑戰並非來自內部、而是外部。時間要回到一年前英國舉行脫歐公投的隔天，地點是在蘇格蘭的某座高爾夫球場。

星期五的早晨陽光普照，坦伯利艾爾縣（Turnberry Ayrshire）度假屋外，多台攝影機對著一名美國企業家拍照，他滔滔不絕地談論著英國公投的結果<sup>89</sup>：「基本上他們重新奪回自己的國家。」他對著台下面露懷疑神色的蘇格蘭群眾說道。在此之前，歐巴馬絕不會擅自干涉其他國家的事。「這不是他的國家，不是他的世界的一部分，他不應該這麼做，我真的認為他的建議有可能失敗。」不過，演說的人毫無保留地認同英國脫歐，「人們希望重新取回對國家的掌控權。他們希望擁有獨立的地位。你們看到了，在歐洲、而且是全歐洲的人都這麼做……不久的未來，你還會看到更多例子，他們希望重新收回邊界、貨幣政策與許多事務，他們希望能重新擁有自己的國家……群眾非常憤怒，全球的群眾都相當憤怒。他們對於邊界問題感到不滿，他們對於不斷有人進入與占據這個國家感到不滿，甚至沒有人知道他們是誰。他們對許多事情都憤恨不平。」

演講的人說話口齒不清，也沒有掌握充分的資訊。他似乎不太滿意絕大多數蘇格蘭民眾投票支持留歐。就在英國脫歐公投出現令人難以置信的結果之後，歐盟又開始擔憂其他問題。不過，其中最引人注目、最具有新聞價值的就是這位讓大眾議論紛紛的企業家，未來他將成為共和黨的總統候選人，接替歐巴馬當選美國總統。

- 
- 1 G. Morgan, "Supporting the City: Economic Patriotism in Financial Markets," *Journal of European Public Policy* 19, no. 3 (2012), 373– 387.
  - 2 C. Berry and C. Hay, "The Great British 'Rebalancing' Act: The Construction and Implementation of an Economic Imperative for Exceptional Times," *British Journal of Politics and International Relations* 18, no. 1 (2016), 3– 25.
  - 3 <https://www.youtube.com/watch?v=jS4ytmMDQME>.
  - 4 H. Jones, "London Stung by US Attack on Bank Regulation Record," *Reuters*, June 20, 2012.
  - 5 "Deutsche Bank Capital Concerns in US Far from Over, According to UNITE HERE Report," *Business Wire*, September 5, 2012, <https://www.businesswire.com/news/home/20120905005476/en/Deutsche-Bank-capital-concerns-UNITE-Report>; T. Braithwaite and S. Nasiripour, "Deutsche Bank Avoids US Capital Rules," *Financial Times*, March 21, 2012; and "Balkanised Banking: The Great Unravelling," *Economist* 20, no. 4 (2013).
  - 6 J. Gapper, "Europe Needs Deutsche Bank as Its Champion," *Financial Times*, April 22, 2015.
  - 7 R. Florida, "According to at Least One Index, New York Has Overtaken London as the World's Leading Financial Center," *City Lab*, March 20, 2014.
  - 8 J. Green, "The offshore city, Chinese finance and British capitalism," *The British Journal of Finance and International Relations*, October 2017.
  - 9 G. Osborne, "Britain Issues Western World's First Sovereign RMB Bond, Largest Ever RMB Bond by Non-Chinese Issuer," *HM Treasury, Gov.UK*, October 14, 2014.
  - 10 N. Watt and R. Mason, "David Cameron Calls for New EU-China Free Trade Agreement," *Guardian*, December 2, 2013.
  - 11 "Why We Need to Question the Influence of the City on UK Plc," *The Conversation*, April 20, 2015.
  - 12 G. Archer, "Local Elections: The Capital Fails to See the Heartache and Pain Beyond," *Telegraph*, May 23, 2014.
  - 13 S. Hinde, "Brexit and the Media," *Hermès, La Revue* 77 (2017): 80– 86.
  - 14 P. Whyte, "Britain, Europe and the City of London: Can the Triangle Be Managed?," *Centre for European Reform*, July 2012.
  - 15 H. Clarke, M. Goodwin and P. Whiteley, *Brexit: Why Britain Voted to Leave the European Union* (Cambridge: Cambridge University Press, 2017), 61– 85.
  - 16 H. Thompson, "Competing Political Logics: The Political Intractability of London and the EU" (ND), available from [http://speri.dept.shef.ac.uk/wp-content/uploads/2016/04/Thompson\\_DraftPaper\\_Workshop.pdf](http://speri.dept.shef.ac.uk/wp-content/uploads/2016/04/Thompson_DraftPaper_Workshop.pdf); also see the essential inside view of I. Rogers, "The Inside Story of How David Cameron Drove Britain to Brexit," *Prospect* 25, November 2017.
  - 17 H. Thompson, "How the City of London Lost at Brexit: A Historical Perspective," *Economy*

and Society 46, no. 2 (2017): 211– 228.

- 18 See the Spiegel reaction: “The Failure of a Forced Marriage,” *Der Spiegel*, December 10, 2011.
- 19 A. Gamble, “Better Off Out? Britain and Europe,” *Political Quarterly* 83, no. 3 (2012): 468–477.
- 20 N. Copsey and T. Haughton, “Farewell Britannia? ‘Issue Capture’ and the Politics of David Cameron’s 2013 EU Referendum Pledge,” *Journal of Common Market Studies* 52 (2014), 74–89.
- 21 “Could the Netherlands Provide the Beginnings of a Coalition for EU Reform?,” *Open Europe* 11 (January 2013); R. Korteweg, “Will the Dutch Help Cameron to Reform the EU?,” *CER Bulletin* 91 (August/September 2013); and R. Korteweg, “Why Cameron’s Timing on EU Reform Is Off,” *CER*, March 26, 2014.
- 22 J. Springford and S. Tilford, “Why the Push to Install Juncker Is So Damaging,” *CER*, June 23, 2014.
- 23 A. Möller, “The British-German Misunderstanding,” *ECFR*, November 4, 2015.
- 24 C. Grant, “A Five-Point Plan for Cameron to Win an EU Referendum,” *CER*, May 8, 2015.
- 25 T. McTague, A. Spence and E.-I. Doveve, “How David Cameron Blew It,” *Politico*, June 25, 2016.
- 26 G. Van Orden, “Britain’s Departure from ‘Ever Closer Union’ Is of Great Significance,” <http://blogs.lse.ac.uk/brexit/2016/04/28/britians-departure-from-ever-closer-union-is-of-great-significance/>.
- 27 J. Springford and S. Tilford, “The Great British Trade-off: The Impact of Leaving the EU on the UK’s Trade and Investment,” *CER*, January 2014.
- 28 A. Spence, “David Cameron Unleashes ‘Project Fear,’ ” *Politico*, February 26, 2016.
- 29 N. Vinocur, “Jim Messina to Advise David Cameron’s EU Referendum Campaign,” *Politico*, February 24, 2016.
- 30 S. Swinford and B. Riley-Smith, “Military Leaders to Warn Against a Brexit,” *Telegraph*, February 21, 2016.
- 31 V. Chadwick, “David Cameron to Nigel Farage: No ‘Neverendums,’ ” *Politico*, May 17, 2016.
- 32 L. Fedor, “EU Referendum: City of London Corporation Signs Off on Campaigning for the UK to Remain in the EU,” *City A.M.*, March 3, 2016.
- 33 F. Guerrera and T. McTague, “City May Be Gagged in Brexit Vote,” *Politico*, April 17, 2016.
- 34 “Breathe Easy Brussels, UK Will Stay in EU,” *Politico*, May 4, 2016.
- 35 A. Mody, “EU Referendum: Why the Economic Consensus on Brexit Is Flawed,” *Independent*, May 31, 2016; and K. Allen and A. Asthana, “IMF Says Brexit Would Cause ‘Global Damage,’ ” *Politico*, April 12, 2016

- 36 A. Asthana, "Brexit Would Pose 'Serious Risk' to Global Growth, Say G7 Leaders," *Guardian*, March 27, 2016.
- 37 T. McTague, "11 Things You Need to Know About George Osborne's Brexit Warning," *Politico*, April 18, 2016; and T. McTague, "George Osborne: Brexit Would Leave UK 'Permanently Poorer,'" *Politico*, April 18, 2016.
- 38 "Remain Campaign 'Not Conspiracy, but Consensus,' says George Osborne," *Daily Mail*, May 16, 2016.
- 39 M. Arnold, "UK Banks Back Staying in EU but Remain Reluctant to Speak Out," *Financial Times*, March 24, 2016.
- 40 W. Watts, "'Financial Contagion' Biggest Risk to US from Brexit: Goldman," *Market-Watch*, June 29, 2016.
- 41 J. Treanor, "JPMorgan Backs Campaign to Keep Britain in the EU," *Guardian*, January 21, 2016.
- 42 S. Farrell, "JP Morgan Boss: Up to 4,000 Jobs Could Be Cut After Brexit," *Guardian*, June 3, 2016.
- 43 T. McTague, "Boris Johnson Slaps Down 'Part-Kenyan' Barack Obama over Brexit Push," *Politico*, April 22, 2016.
- 44 T. McTague, "9 Takeaways from Barack Obama's Brexit Intervention," *Politico*, April 22, 2016; and B. Gurciullo, "Obama to the British People: Just Say No to Brexit," *Politico*, April 22, 2016.
- 45 S. Watkins, "Oppositions," *New Left Review* 98 (2016).
- 46 T. McTague, A. Spence and E.-I. Doveve, "How David Cameron Blew It," *Politico*, June 25, 2016.
- 47 S. Chan, "Boris Johnson's Essay on Obama and Churchill Touches Nerve Online," *New York Times*, April 22, 2016.
- 48 McTague, Spence and Doveve, "How David Cameron Blew It."
- 49 G. Younge, "Brexit: A Disaster Decades in the Making," *Guardian*, June 30, 2016.
- 50 "Breathe Easy Brussels, UK Will Stay in EU."
- 51 S. Becker, T. Fetzer and D. Novy, "Who Voted for Brexit? A Comprehensive District-Level Analysis" (CESifo Working Paper 6438, April 24, 2017).
- 52 E. Kaufmann, "It's NOT the Economy, Stupid: Brexit as a Story of Personal Values," *LSE European Politics and Policy* (blog), July 9, 2016.
- 53 L. Elliott, "Brexit Is a Rejection of Globalization," *Guardian*, June 26, 2016; J. Tankersely, "Britain Just Killed Globalization as We Know It," *Washington Post*, June 25, 2016; *Deutsche Welle*, "Brexit—the End of Globalization?," June 30, 2016, <http://www.dw.com/en/brexit-the-end-of-globalization/a-19369680>; T. Guénolé, "La victoire du Brexit est un vote contre la

mondialisation,” Figaro, June 24, 2016.

- 54 “Theresa May’s Brexit Speech in Full: Prime Minister Outlines Her 12 Objectives for Negotiations,” Independent, January 17, 2017.
- 55 R. Blitz and L. Lewis, “Pound Tumbles to 30-Year Low as Britain Votes Brexit,” Financial Times, June 24, 2016.
- 56 H. Lash and E. Krudy, “World Stocks Tumble as Britain Votes for EU Exit,” Reuters, June 23, 2016.
- 57 Blitz and Lewis, “Pound Tumbles to 30-Year Low.”
- 58 M. Carney, “Uncertainty, the Economy and Policy,” Bank of England, June 30, 2016.
- 59 A. Mody, “Stop Being So Gloomy About Brexit,” Bloomberg, July 13, 2016.
- 60 L. Meakin, “Carney’s Stimulus Questioned as BoE Faces Pro-Brexit Lawmakers,” Bloomberg, September 5, 2016.
- 61 C. Giles, “Brexit Experts, Confess to Your Errors and Carry On,” Financial Times, January 4, 2017.
- 62 M. Hall, “WRONG! And WRONG Again— The Utterly Useless ‘Forecasters’ We Should Stop Listening To,” Express, October 28, 2016.
- 63 A. Posen, “Dangers of Following the Path to an Offshore Britain,” Financial Times, June 21, 2016.
- 64 W. Davies, “Home Office Rules,” London Review of Books 38, no. 21 (2016), 3– 6.
- 65 A. Mody, “Don’t Believe What You’ve Read: The Plummeting Pound Sterling Is Good News for Britain,” Independent, October 10, 2016.
- 66 “Brexit and the Pound” (speech given by Ben Broadbent, deputy governor of Monetary Policy, Imperial College, London, March 23, 2017).
- 67 R. Skidelsky, “Why Sterling’s Collapse Is Not Good for the UK Economy,” Guardian, October 21, 2016.
- 68 J. Kirkup, “Fiona Hill and Nick Timothy: The Story Being Told About Theresa May’s Top Advisers Is Inaccurate and Unfair,” Telegraph, June 10, 2017.
- 69 M. Bearak, “Theresa May Criticized the Term ‘Citizen of the World.’ But Half the World Identifies,” Washington Post, October 5, 2016.
- 70 J. Pickard and K. Allen, “Theresa May Sets Out Post-Brexit for a Fairer Britain,” Financial Times, October 5, 2016.
- 71 “Theresa May Brexit Speech: Economic Experts React,” Independent, January 17, 2017.
- 72 P. Campbell, “Nissan Boss ‘Confident’ After Downing Street Talks,” Financial Times, October 14, 2016.
- 73 P. Jenkins and J. Ford, “City of London Lobby Group Wants ‘No Change’ Brexit Deal,”

Financial Times, November 7, 2016.

- 74 H. Sants, M. Austen, L. Naylor, P. Hunt and D. Kelly, “The Impact of the UK’s Exit from the EU on the UK-Based Financial Services Sector,” Oliver Wyman, 2016.
- 75 “Goldman Sachs’ Chief Takes Theresa May to Task over Brexit,” Irish Times, January 29, 2017.
- 76 J. Ford, “City of London Lobbying Group Drops Demand for EU ‘Passports,’ ” Financial Times, January 11, 2017.
- 77 M. Savage, “Germany Industry Warns UK Not to Expect Help in Brexit Negotiations,” Guardian , July 9, 2017.
- 78 T. Gutschker, “The Disastrous Brexit Dinner,” Frankfurter Allgemeine Zeitung, May 3, 2017.
- 79 G. Parker, J. Ford and A. Barker, “Is Theresa May’s Brexit Plan B an Elaborate Bluff?,” Financial Times, January 19, 2017.
- 80 A. Withnall, “UK Could Become ‘Tax Haven’ of Europe If It Is Shut Out of Single Market After Brexit, Chancellor Suggests,” Independent, January 15, 2017.
- 81 “Professor Mario Draghi Joins Goldman Sachs,” Goldman Sachs Press Release, 2002, <http://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/archived/2002/2002-01-28.html>.
- 82 A. Monaghan, “Juncker Questions Barroso’s Decision to Join Goldman Sachs,” Guardian, September 15, 2016.
- 83 G. Steinhauser, “ ‘Brexit’ Would Be Europe’s Lehman Brothers Moment, Finnish Minister Says,” Wall Street Journal, June 16, 2016.
- 84 Z. Radionova, “Moody’s: Political Contagion Across European Union Is Greatest Brexit Risk,” Moody’s Investors Service, July 8, 2016.
- 85 K. Forster, “Brexit Vote Met with Celebrations from Far-Right Groups Across Europe,” Independent, June 24, 2016.
- 86 “Moody’s: Political Contagion Across EU Is Greatest Brexit Risk, Moody’s Says,” Independent, July 8, 2016.
- 87 “What If the French Second Round Pits Melenchon Against Le Pen?,” Economist, April 11, 2017.
- 88 P. Anderson, “The Center Can Hold,” New Left Review 105 (May/June 2017).
- 89 A. Parker, “Donald Trump, in Scotland, Calls ‘Brexit’ Result ‘a Great Thing,’ ” New York Times, June 24, 2016.

## 第24章 川普

二〇一六年七月二十一日，一個高大的身影走上講台，他的穿著打扮似乎讓人聯想起漫威超級英雄美國隊長、電影《大國民》（*Citizen Kane*），或是一九三〇年代的法西斯遊行。站在鎂光燈下，這個男人即將發表演說，意圖改變美國歷史。<sup>1</sup>他強烈譴責歐巴馬政府，引起大家擔憂美國可能被恐怖主義、暴力與混亂籠罩的印象。他告訴台下的聽眾，那天晚上有十八萬名有前科的非法移民「逍遙法外」，正在威脅與謀害無辜的美國公民。同時，大家的生活變得愈來愈艱困。「家庭所得自二〇〇〇年來已經減少超過四千美元。我們的製造業貿易逆差已經來到史上最高，每年將近八千億美元。財政預算的表現也不好。歐巴馬總統讓我們國家的負債增加一倍……然而，那些錢到底被用在哪裡？我們的道路跟橋樑都在崩壞，我們的機場只有第三世界的水準，而且四千三百萬美國人要靠食物券過活。」情況為什麼會變得這麼糟糕？因為幾十年來，「大企業、菁英媒體和重要金主」都在操弄體制。而現在，相同的力量在背後支持他的對手。「她就是那些人的傀儡，他們才是在背後操弄的幕後黑手。」說到這裡時，台下的群眾已經高喊要把她關進大牢。聲稱對抗菁英主義陰謀的男人承諾要為「被忽略、無視、遺棄……裁員的工廠勞工，以及被可怕而不公的貿易協定所壓垮的人……我們國家被遺忘的男性女性來奮鬥。他們辛勤工作卻沒有話語權……歷史正在見證，」他宣示著，「等著看我們是否會正面迎向挑戰，是否會告訴全世界，美國依然自由、依然獨立、依然強大。」他的言論響徹現場。他承諾要做到一件事：「美國優先。我們的信念是美國主義，而不是全球主



義。」

如果有人要寫一齣關於經濟危機與民主衰退如何導致美國出現民族主義反撲的劇本，那麼結局似乎會有點像諷刺漫畫。但這可不是劇本。這是實際情況，至少都是「現實社會中」發生的事。發表演說的就是房地產大亨與電視實境節目名人，他一個月前搭直升機到蘇格蘭的坦伯利高爾夫球場慶祝英國脫歐。唐納·川普代表共和黨與希拉蕊·柯林頓（Hilary Clinton）角逐美國總統。川普最親近的人就是他的女兒伊凡卡（Ivanka）。如果你喜歡她在正式場合亮相時穿的服裝，梅西百貨（Macy's）在Twitter上宣傳她的服飾品牌。<sup>2</sup>

隔天，在白宮玫瑰花園一場記者會上，歐巴馬總統試圖恢復正常。「這種認為美國已經面臨崩壞邊緣的想法，還有各地將充斥暴力與混亂的預測，」歐巴馬總統告訴記者，「跟大多數人的生活是完全不同的。我希望大家明天早上出門時可以聽見鳥叫聲，看見朝陽，而且下午會看到孩子在運動場上打球，到游泳池游泳，大家如往常一樣工作，期待週末的到來。特別是，我要說得很清楚，我認為重要的是，過去這週出現的一些擔憂擺在事實面前都是站不住腳的。」<sup>3</sup>

二〇一六年七月，歐巴馬這番機智的回應對很多人來說都是常識。但從後見之明來看，歐巴馬總統說的「聽見鳥叫聲」與孩子享受著炎熱的長夏，可以有完全不同的解讀。這種說法提醒我們，是安逸自滿的態度讓民主黨輸掉大選。希拉蕊的團隊沒有認真看待對手陣營強調現代美國人的看法，而川普在十一月八日讓他們認清現實。希拉蕊雖然在紐約州與加州都拿下高票，並贏得最多的選票，但川普以些微差距拿下最多選舉人票，成為第四十五屆美國總統。

這對美國各世代的政治熱衷者來說都是不可思議的結果。不可能的情況真的發生了。民主黨陣營對二〇一六年的大選充滿信心。的確，從

二〇〇八年國會選舉開始，民主黨就一直表現不佳，但是二〇一二年的大選讓民主黨堅信一定能贏勝選。<sup>4</sup>他們自認帶領美國度過危機。隨著美國人在危機後回歸日常，更現代、多元的民主黨理應得到主導權。美國社會有很深切的問題，這點毫無疑問。經濟成長速度不如預期，但只要希拉蕊帶領新世代民主黨的科技新貴執政，一定可以解決這些問題。歐巴馬的「平價醫療法案」與「杜德．法蘭克法案」就是起步。美國人的需求自始至終都差不多。相反的，共和黨可以提出什麼政見？川普不只明顯不適任，而且他形容美國危機的黯淡前景更與現實生活脫軌。

從結果來看，二〇一二年的情勢誤導所有人。歐巴馬成為還算受歡迎的總統連任者。他的對手、信奉摩門教的麻州州長密特．羅姆尼在創投界有閃亮的成績，完全不適合為群眾的不滿發聲。四年過去，歐巴馬卸任，共和黨的時代來臨。結果，二〇一六年的總統選舉與二〇〇八年的金融危機更加相關，比二〇一二年帶來的影響更大。選舉的結果讓人震驚，而且出乎意料。

## 是誰在瘋狂？

二〇〇八年金融危機對二〇一六年大選最明顯的後遺症，就是伯尼．桑德斯（Bernie Sanders）居然能成為民主黨的候選人之一。桑德斯之前甚至不是民主黨員。他自稱是民主黨的社會主義者，堅決反對華爾街。二〇〇八年投票反對問題資產紓困計畫。他主張拆解大銀行，希望把銀行家送進監獄，而且回到羅斯福新政時期的金融法規。占領華爾街運動的精神讓他增加許多支持者。他在無黨籍與年輕選民中非常受歡迎。<sup>5</sup>

桑德斯可望能夠成為候選人，這反映在民調上：美國三十歲以下的選民較傾向支持社會主義，而不是資本主義。<sup>6</sup>二〇〇八年的憤怒至今仍未消失，而桑德斯助長這股怒火。他的每場造勢活動都一定會有人大聲抗議政府的紓困措施。一般美國人都還在努力從經濟衰退中恢復。就像桑德斯在二〇一五年九月一場典型的造勢演說中稱讚聯準會決定不升息的政策：「在這種失業率超過一〇%的時刻，我們必須盡力創造數百萬高薪工作，提高美國人的薪資。聯準會現在也有相同的急迫感，要重建美國消失的中產階級，就像七年前對華爾街紓困時做的事。」<sup>7</sup>

桑德斯不斷抱怨二〇〇八年的不公正，不只因此累積人氣，還可以成為打擊另一位候選人希拉蕊的最佳武器。希拉蕊完全是局內人。他曾擔任國務卿與紐約州參議員，與華爾街有密切關係。<sup>8</sup>二〇一六年春季，希拉蕊與桑德斯在「杜德．法蘭克法案」上針鋒相對。桑德斯想要回到二〇〇九年的決策時刻，重新修正做法，拆掉那些銀行。然而希拉蕊卻認為「杜德．法蘭克法案」應該被強力執行。因此桑德斯質疑希拉蕊會如此堅持，會不會與她從高盛那裡收取六十萬美元的演講費有關。她會願意公布演講稿嗎？<sup>9</sup>

對左派人士來說，希拉蕊在高盛的演講與右派對手攻擊她的「利比亞電子郵件事件」（Libya emails）一樣，都呈現出希拉蕊的信用有問題。到底希拉蕊跟這些被稱為「吸血烏賊」（vampire squid）的銀行有多深的牽連？<sup>10</sup>就連《紐約時報》都呼籲希拉蕊要公開演講稿。她的競選團隊主任經過考量之後，決定演講稿不適合公開，因為那會顯示出她對銀行業太過友好。<sup>11</sup>我們會知道這件事，是因為從七月開始，隨著希拉蕊快要確定獲得提名時，她的競選團隊內部文件就開始大量地流入維基解密（WikiLeaks）的資料夾。到底是誰讓民主黨的資訊安全出現漏洞，成為科技與法律上極為複雜的爭議。<sup>12</sup>但是，當時很快都把責任歸

咎給與俄羅斯有關的駭客。<sup>13</sup>這是不是因為美國與普丁的對立升溫，特別是在烏克蘭與敘利亞議題上的激烈衝突，使俄羅斯祭出反制美國的手段，進而波及到希拉蕊？在檯面下，美國的情報單位開始積極調查俄羅斯介入美國總統大選的程度。根據克林姆林宮的內部消息，情報單位得出結論，因為希拉蕊對普丁政權明顯有敵意，因此莫斯科運用各種手段來阻礙希拉蕊參選，就算不能直接影響選舉結果，還是要盡可能破壞美國本來就很脆弱的政治體系。莫斯科發出警告會插手美國的政權移轉。到秋季時，歐巴馬開始嚴肅地思考可能的選項，包括對俄羅斯進行經濟制裁，用內部匿名人士的說法，是要「損害」俄羅斯的經濟。<sup>14</sup>但最後並沒有走到那一步，因為普丁收手了。但很清楚這不是普通的選舉。共和黨內部愈來愈意識到這次的大選有多特殊。

民主黨內的爭奪戰很清楚、仍然遵循著左派對右派的邏輯，黨團依然能掌控局勢。相較之下，共和黨就顯得異常混亂。共和黨失控了。事實是，共和黨一直沒能從老布希總統時期、二〇〇八年的重挫，以及金融危機引爆的茶黨動員中恢復。黨內嚴重分歧，造成二〇一一與二〇一三年前所未有的國會預算危機。二〇一三年的政府停擺最後雖然落幕，但右派人士已經嗅到血腥的味道。首先，在二〇一四年六月，他們逼退眾議院黨魁艾瑞克·康特。接著在二〇一五年十月，運氣很差的約翰·貝納也在右派的「自由黨團」（Freedom Caucus）動員下被迫辭去議長職務。<sup>15</sup>就在黨內陷入混亂之際，原本看好會成為總統初選候選人的幾個傳統人物，像是傑布·布希（Jeb Bush）等人，都迅速退出。右派人士擁護的對象成為寵兒。以科氏工業集團為首、「黑錢」捐助的數十億資金都湧向德州參議員泰德·克魯茲（Ted Cruz）。<sup>16</sup>然而，川普最終以幾乎兩倍的選票贏得共和黨內多數的支持。<sup>17</sup>

就如摩根大通執行長傑米·戴蒙曾諷刺說，要搞懂「杜德·法蘭克

法案」，需要律師和精神科醫生的幫忙，那麼要破譯川普的事業毋庸置疑也一樣。但這就留給歷史學者吧。<sup>18</sup> 川普提供一份眼花撩亂的禮物，讓人回想起過去美好的年代。與比爾·柯林頓都在一九四六年出生的川普，七十歲時成為總統，重新回收戰後嬰兒潮時代的陳腔濫調，這些話只有在一九九〇年代還有點新意。川普對於種族的態度反映在公民權利、種族歧視與一九七〇年代紐約時期的仇恨上。他粗俗的態度與性別歧視的言論都呼應一九八〇年代曼哈頓的派對場景，在那個債券交易員互相乾杯時，還會誇耀彼此是「大老二」（big swinging dicks）的年代。推動川普陣營背後的那種國家危機感並不是最近才產生的，比較像是一九七〇年代晚期和一九八〇年代初期現代美國人首次意識到周遭改變的感受。那是越戰失敗、美國的都市危機、抨擊日本的憤怒所造成的創傷，川普在三十年後的今天仍然在操弄這些恐懼，只是現在轉向新的敵人：中國、伊斯蘭國家、沒有身分證明的非法拉丁裔移民。

他的拿手好戲就是他是商人，他是做生意的人。而且因為他做的生意是房地產，所以他經歷過美國景氣循環的結束。就如傳奇金融危機分析專家海曼·明斯基（Hyman Minsky）早在一九九〇年就觀察到，唐納·川普就是龐氏騙局（Ponzi scheme）資本主義者的最佳縮影，他靠著抵押預期會升值的資產過活。<sup>19</sup> 因此，金融危機中止川普的職業生涯。早在一九九〇年代經濟衰退時，他就差點賠掉所有的事業。到了二〇〇八年，因為把資產分散到媒體跟品牌產業，事業沒那麼脆弱。但他的房地產暴險仍然很顯著。的確，他還想要擴張。他在二〇〇六年成立房貸經紀公司，並公布計畫要成立房貸放款事業。對川普來說，幸運的是，兩個事業都沒有起色。二〇〇八年時，他的賭場事業再度面臨倒閉危機，最終關閉收場。但川普最大的弱點是位在芝加哥的大型建案。<sup>20</sup> 那是一個非常大型的建案，自美國西爾斯大樓（注：[Sears Tower](#)，後來

改名為威利斯大樓（Willis Tower））興建之後最高的建築物，而且從一開始就銷售得很順利。但在二〇〇八年，芝加哥的建案銷售完全停擺。到了秋季，川普跟他的合夥人很明顯出了一些問題。自從一九九〇年代破產之後，川普跟美國幾家主要銀行的關係就一直不好，所以芝加哥建案的資金來源主要是德意志銀行的北美房地產部門。二〇〇八年十一月的第一週，歐巴馬在鍾愛的芝加哥總部慶祝勝選之際，德意志銀行跟川普正式開戰。德意志銀行控告川普，並訴請川普以個人名義賠償四千萬美元。川普強勢地以大膽的法律攻擊回應。他宣稱，這場自一九二九年以來最大的金融危機算是一種不可抗力，就像是天然災害一樣。因此他主張應該要給這個建案更多時間來獲利。德意志銀行本身就是典型的掠奪者，而且是助長危機發生的危險金主。川普反告德意志銀行毀壞他的名譽，並訴請三十億美元的賠償。這純粹就是法律上的文字遊戲，但已經為他爭取到足夠的時間。

川普絕對是務實的，而且他深知自由市場經濟的基本原理。面對二〇〇八年的金融危機，川普很清楚美國企業需要所有能夠獲得的幫助。他在申請美國政府補貼上有幾十年的經驗。他喜歡歐巴馬端出的政見，二〇〇九年絕對還不是反對歐巴馬的時機。就像川普在評論歐巴馬初期的施政時，對福斯新聞網的主持人說：「我認為他（歐巴馬）做得太好了.....他很清楚自己要什麼，而我們就需要這樣的人.....看來終於有人知道在白宮要做什麼了，而且他真的接到一個大問題，他真正的在收拾殘局。」對於歐巴馬的刺激計畫，川普也滿不在乎地說：「嗯，有些事必須有人去做。不管是否做得完美，本來就沒有事情是完美的。這完全是不斷嘗試錯誤的事.....非常非常困難.....自從經濟大蕭條以來，我們正面對最糟的一年，最差的幾年。而你剛剛提到一九八〇年代初期的狀況，我告訴你，一九八〇年代初期跟現在比起來根本不算什麼.....你看

看那些銀行，如果沒有倒給那些銀行數兆美元，金融體系就會崩盤，絕對又會面臨一九二九年經濟大蕭條的慘況。他們的決策是正確的。」<sup>21</sup> 雖然川普不太情願的支持銀行紓困，但在談到幫助底特律時，他非常熱情：「我認為政府應該百分之百地支持它們。你不可能失去汽車產業。它們很棒。它們做出很棒的產品。」保守派記者很輕鬆就能將川普的言論導向減稅。川普討厭納稅，但他還是支持刺激消費。「打造基礎建設、打造偉大的計畫、讓人民有工作」是正確的事。<sup>22</sup>

危機經過六年之後，川普對於成為激進地「強勢」總統依然充滿熱情。唯一改變的是對歐巴馬的看法，從欣賞變成強烈的敵意。這讓他與右派建立連結：他們端出的言論並非有計畫或理智的論述，而是《國家詢問報》（*National Enquirer*）那種荒謬說法與「出生地問題」的陰謀。儘管川普在電視圈初期的發展中培養少數民族的觀眾，但是現在卻大打種族牌。<sup>23</sup>二〇一三年，在羅姆尼將右派激進化失敗之後，川普更加激進地把自己定位成共和黨反移民派的發言人。到了二〇一四年，他以興建一道「圍牆」的構想打響名號，並以「讓美國再次偉大」的口號成為正字標記。仇外心態、民族主義與診斷美國局勢已進入末日，形成與共和黨連結的橋樑。右派很喜歡川普的口號，就像這個口號承認現在的情況與對未來的承諾：美國，它們的美國，正陷入困境。

如果在共和黨初選中，川普毫不掩飾地呼籲白人男性出來投票來推翻這個決定，那麼這種對共和黨建立的擔憂，與他對經濟民族主義者的吸引力有關。一九八〇年代以來，共和黨領導階層一直把自己定位在揮舞全球主義的大旗，北美自由貿易協定的構想是由雷根政府發起，並由布希的資深官員打造，只是一九九三年由柯林頓來執行。在一九九〇年代，「全球化」是共和黨和魯賓派民主黨的合作計畫。他們推動的計畫不只延伸到貨物與資本，還延伸到勞力。企業遊說團體贊成移民改革，

這將提供居住權給沒有證件的移民，他們是大量廉價的勞動力。從小承包商到達沃斯集團，為了勞工、貨物和資本的「自由」，反對各種管制，這是在單一街區加入美國商業利益的意識形態支柱。有些產業並沒有相同的看法，或許最著名的就是煤礦開採業。在化石燃料等高污染產業上，反對全球資本主義、政治上拒絕承認氣候變遷與受美國民族主義吸引的藍領階級，非常巧妙地集結在一起。<sup>24</sup>但這些都是例外情況。大體上，共和黨在民族主義者的死忠選民和全球主義領導階層間保持一種不穩定的停戰期。在一九九〇年代，右派民族主義運動示威者帕特·布坎南曾兩次威脅要打破這種脆弱的平衡。但在二〇〇八年以後政黨一致性逐漸崩解，這才真正分裂。二〇一五年，川普在另類右派支持下嶄露頭角，並改變爭論。在沒有改變對經濟原理的關注下，他更新一九七〇年代對日本的抨擊版本，承諾要趕走「非法移民」，並把藍領工作帶回美國，並激發共和黨的活力。共和黨跟隨著新部族領袖集體放棄自由貿易。提到自由貿易協定對美國有害的比例從二〇一四年的三六%，兩年後飆升到六八%。到那個時候，只有二四%的共和黨人仍願意擁護自由貿易。<sup>25</sup>

對共和黨菁英來說，當川普旋風式被提名時，令人不知所措。「共和黨經濟計畫的支柱已經完全崩解，」美國企業研究院（American Enterprise Institute）一位成員坦承，「至少在這次選舉中，他們已經消失了。」<sup>26</sup>美國商會（US Chamber of Commerce）並沒有束手就擒，他們公開質問共和黨提名人貿易的問題，但也無濟於事。<sup>27</sup>川普和保護主義計畫取得勝利。

二〇一六年夏天的結果有個明顯的反轉。雖然幕後超級捐款人努力煽動右派激進主義，但美國知名企業不再想要與共和黨發生關聯。當羅姆尼二〇一二年贏得黨內提名時，有錢人湧入這個黨。美國企業排隊贊



助在坦帕（Tampa）舉行的共和黨大會。二〇一六年，沒有一個知名金融業人士想要與川普發表世界末日的提名感言平台有任何關聯。即使有些華爾街高層忠誠支持共和黨，但他們並無法忍受川普，也不想要冒著羞辱客戶或員工的風險。這是企業文化的問題。就像一位公關顧問評論說：「任何公司都會從這個角度看待這件事：他們是否想要執行長在達沃斯、亞斯本（Aspen）或太陽谷（Sun Valley）與共和黨共享舞台。如果答案是否定的，他們就不會去克里夫蘭。」值得注意的是，這位顧問認為有必要對此做個解釋：「在大會上，」支持與反對川普的抗議者間「發生的暴動風險是次要的，因為內部有很強的安全防護。」美國一開始的內戰氛圍關注的問題不像是「川普先生和他的構想……展現出與公司品牌和商業計畫是否相同。」<sup>28</sup>而是沒有人想要「在企業品牌下揮舞著美利堅聯盟國的國旗（注：Confederate flags，這是代表南北戰爭時期南方蓄奴州的國家，這裡則是指支持種族主義者）」的形象。<sup>29</sup>

而且二〇〇八年的金融危機不僅僅在桑德斯支持者的腦海裡，在《華盛頓郵報》（*The Washington Post*）上，亨利·鮑爾森提出這個問題：「如果像川普這樣極具爭議的人在二〇〇八年金融危機時擔任總統會發生什麼事？……我們能避免再次大蕭條的唯一理由是共和黨和民主黨聯合起來，投票支持問題資產紓困計畫。」<sup>30</sup>事實上，就像鮑爾森第一時間就知道二〇〇八年的兩黨合作得來不易一樣，他知道共和黨內部的分歧幾乎破壞布希政府遏制全球銀行擠兌的努力。決定採取不受歡迎的危機應對措施的人是布希領導的美國政府和民主黨人，不是國會中的共和黨同事。現在鮑爾森警告：「我們正目睹一個民粹主義者劫持美國一個偉大政黨。在川普得到最多票數之下，共和黨正認可一種根植於無知、偏見、恐懼和孤立的民粹主義招牌。」<sup>31</sup>美國有個執政黨出現這種脫軌行為，造成的威脅不亞於系統性威脅。對鮑爾森來說，這只留下一

種選擇。他呼籲美國同胞回頭支持希拉蕊。

公平地說，川普可以拿出過去的記錄來反擊。二〇〇八年，他積極贊成紓困計畫。但在二〇一六年，川普並不想提醒支持者。「總統候選人川普」不再是二〇〇八年大肆揮霍的紐約投機政客，他已經變形為某種完全邪惡的人。幫這個人操盤總統大選的是史蒂夫·班農，他是布萊巴特新聞網極具爭議的經理人，而且在二〇一三年公司停止營運時自稱是「列寧主義者」。他非常樂意接受鮑爾森的挑戰。在班農看待美國歷史的暗黑視野中，二〇〇八年九月十八日早上，當時鮑爾森和柏南克面對布希總統需要大規模紓困，這標示著一個新時代，班農稱為「第四次轉向」，開啟一個鬥爭的世界末日階段。<sup>32</sup>在二〇〇八年九月十八日那天早上，美國已經快要失去靈魂。對班農來說，川普在總統任期的任務是奪回全球主義菁英的控制權，就像川普競選團隊在最後一支奇特的電視廣告中宣布：「負責經濟決策的全球權力結構已經破壞我們的勞工階層、掠奪我們國家的財富，並把那些錢放進少數大企業和政治團體的口袋。」<sup>33</sup>影片伴隨著旁白，對上組成全球權力結構的面孔：喬治·索羅斯、聯準會主席珍妮·葉倫和高盛的勞爾德·貝蘭克梵。從有史以來最有錢的商人競選總統來看，這是個受人注目的抗議訊息。這也是近代歷史中最明顯的反猶太主義競選現場。不論是否同意班農的看法，不可否認的是，自危機開始以來的十年間，美國政治已經有很大的改變。

回到二〇〇七年，前聯準會主席艾倫·葛林斯潘被蘇黎世《每日廣訊報》（*Tages-Anzeiger*）問到，在即將進行的總統大選中，他會支持哪個候選人。他的反應非常嚇人。葛林斯潘宣稱，他投票給誰並不重要，因為「（我們很）幸運的是，多虧全球化，美國的政策決定在很大的程度上已經被全球市場力量所取代。除了國家安全以外，誰是下屆總統幾乎沒有差別。世界受到市場力量所控制。」<sup>34</sup>這是全球化時代的口

頭禪，沒有其他選項。當然，葛林斯潘並不是簡單贊成由市場力量控制的世界，他完成的事情與創造這個現象的人一樣多。身為聯準會主席，他讓市場成為美國經濟政策的最終仲裁者。在柯林頓總統任期的初期，他曾經幫忙引領民主黨人與華爾街建立新的夥伴關係，進一步讓可以提供的政治選擇受到限制。全球化不是一個反對政治的自然過程。一九四〇年代以來，美國的政治家、企業菁英和葛林斯潘等政策專家形成一個這樣的聯盟。二〇一六年的選舉顯示出二〇〇八年的危機如何嚴重動搖這個聯盟與它們培育的世界。最根本的是，這場危機暴露出葛林斯潘認為市場統治世界的概念完全不存在。就像危機顯示的情況，市場力量的治理充其量只是一個脆弱的條件。隨著全球金融體系在內部引爆，市場必須透過大規模的國家行動來進行必要的管理。而這意味著誰要管理與它們獲得政治支持的地方都並非偶然，選舉與政黨政治確實很重要。事實上，就連葛林斯潘在面對二〇一六年要選誰時都不再無動於衷。與鮑爾森不同的是，他無法說服自己支持希拉蕊。但是他確實警告記者，「經濟和政治環境」是他遇過「有史以來最不相干」的糟糕情況。他深感擔憂的是，「瘋子」有可能破壞美國。與他十年前抱持的信心相反，他現在承認「在政治上，我完全不明白這種情況是怎麼出現的。」<sup>35</sup>

川普的競選團隊似乎很瘋狂，但並沒有心不在焉。網路媒體立刻反擊。「葛林斯潘說的瘋子是誰？」支持川普的網站要求要知道是誰。然後他們轉而指控前聯準會主席與繼任者。川普的政策立場是否「比負利率還瘋狂？比聯準會把無風險的存款交給銀行，讓銀行保留可貸資金還瘋狂？比聯準會買進數兆美元的公債，把利息匯回國庫，然後把這些利息算做是聯邦預算的收入還來得瘋狂？」<sup>36</sup>如果這一切現在都交給正常的貨幣政策，那麼他們的候選人是否會因為譴責聯準會刺激一個「虛假經濟」和「虛偽的股票市場」而瘋狂？隨著聯準會的資產負債表擴大到

四．四兆美元，藉此追求吉米．卡特（Jimmy Carter）總統時代立法規範的全面就業目標，是否可以嚴重否認經濟被政治化？<sup>37</sup>川普和桑德斯的競選活動很瘋狂，還是只是描述下面這個明顯的事實：葛林斯潘世代的計畫慘敗？葛林斯潘和同業努力將準自然過程的金融進行全球化、制度化，已經暴露出這只是一個機構、一個刻意由政治和法律建構的手工製品，而且對財富和權力分配產生嚴重後果。

## 弱肉強食中的贏家

由於對現狀感到不安，所以在二〇一六年夏季，對川普和桑德斯競選活動最常見的反應是把他們視為是飄過的幽靈。一旦希拉蕊擊敗桑德斯，她就會以壓倒性的優勢戰勝川普。雖然右派繼續揮舞大旗，但是共和黨的金主把資助總統大選的錢，轉為資助參議院與眾議院選舉，以確保身為總統的希拉蕊能夠面對一個堅決敵對的國會。在主流譴責「另類現實」（alternative reality）的包裹下，只有川普競選活動的內部核心成員和福斯新聞網的觀眾繼續相信川普會勝選。在選舉之夜，即使結果是川普挽回頹勢，主流媒體還是無法掩飾自己的懷疑與沮喪。<sup>38</sup>幾個小時後，對罵跟指責就開始了。是白人工人階級和種族主義者團結起來支持川普，婦女和少數民族無法變成支持希拉蕊的選票，或是說她敗在俄羅斯的干預。全球有個共同的力量在反對自由主義，歐巴馬總統在參與討論時宣稱，就像英國脫歐一樣，川普的出現是要表達對全球化的抗議。<sup>39</sup>

事實上，如果深入研究民調數據，顯示的是支持川普的選民過得比

一般美國人好。<sup>40</sup>所得最低的選民，絕大多數是少數民族，他們還是繼續投票給民主黨。但是，詳細的選舉統計資料確實顯示，在共和黨人中，學歷在大學以下的白人男性選民有顯著的改變。這不是立即的痛苦，而是對推動投票讓川普當選的未來感到焦慮，以及擔心白人會對拉丁裔和黑人美國人有敵意，還有男性間對社會地位提高的女性敵意。<sup>41</sup>在羅姆尼有慘烈得票記錄的「鐵鏽地帶州」（注：[Rust Belt states](#)，過去是美國的工業心臟地帶，現在已經開始衰退的州），川普的得票有所改善，「狗哨種族主義」（注：[Dog-whistle racism](#)，指共和黨人以種族語言的暗示來激起選民情緒，攻擊政治對手，就像是對狗吹口哨，狗兒馬上就群起攻之一樣）與民族主義使這個選區的得票得以鞏固。甚至貿易問題也滲透著種族標誌，<sup>42</sup>在一個接一個的廣告場景中，戴著安全帽、健壯的美國白人勞工被進口商品取代。而且競選活動非常重要，共和黨人在關鍵的地方集中拉票，民主黨則在認為自己是正確的中西部重點州不斷奔走、大打媒體廣告。自滿、拒絕認可川普訴求的現實深植人心。民主黨人對川普的製造業「貨物崇拜」問題沒有提出任何反對意見。<sup>43</sup>在回答川普對白人男性種族主義的粗暴呼籲時，希拉蕊符合禮貌地提出不痛不癢的企業全球主義。這與原本投票給歐巴馬、現在轉而投票給川普的七百萬美國人沒有關係。他們正在尋找一個似乎不代表企業的候選人，雖然他們只占選民總數的四%，但他們的選票足以將密西根州、賓州和威斯康辛州交給共和黨，這使希拉蕊在紐約和加州的大幅領先變得無關緊要。民主黨操盤手不了解的是，這是應該要贏的比賽，不應該輸。<sup>44</sup>希拉蕊正要繼承兩任的民主黨總統任期。一場改變已經就緒，經濟情況也許沒有像川普說的碰上災難，但也沒有蓬勃發展。為了克服這些障礙，希拉蕊需要激發民主黨選民的投票動力，但她完全沒做到。

之後，川普當選帶來的衝擊，產生一種混亂而茫然不解的狀態，令人想起英國脫歐的情況。如果川普已經當選總統，那麼實際上是誰在統治美國？當然，一些政府分支機構會介入，來限制或重新迎合這個異常的大眾選擇。<sup>45</sup>「深層國家」（deep state）的構想（注：這是指美國政府內部的陰謀集團）不再屬於被忽視的陰謀論或激進論述，而是主流媒體的論述，並影響著川普團隊。川普團隊發送的備忘錄提到，首先必須跟那些深層國家對抗。<sup>46</sup>隨著聯邦調查局和中央情報局仔細檢查俄羅斯干預的證據，而且決心要挑釁川普，來自國安機構與執法機關的反對就可以預期了。但真相是，美國整個政府組織已經聯合起來反對新當選的總統。二〇一六年八月，《華爾街日報》聯繫在尼克森時代主掌經濟顧問委員會還活著的成員，總共有四十五個人，雖然有二十三個人是共和黨提名，但沒有人支持川普。<sup>47</sup>

不過川普並沒有打退堂鼓。如果他當選後只能做一件事，那就是興風作浪了。這意味著衝突愈多、事情愈鬧愈大愈好。他準備好經濟民族主義的議題。這甚至不算是一種選項，因為他根本就不知道有什麼差異。二〇一六年十二月，他插手印地安波納利斯市（Indianapolis）冷暖空調製造商開利公司（Carrier），說服它們在美國保留一千個就業機會。在副總統麥克·彭斯（Mike Pence）擔任過州長的印第安那州，這家公司的退稅金額總共有數百萬美元。公司的發言人宣稱他們對於川普承諾的公司稅法改革與改善美國企業經營狀況充滿信心。然後，當選的總統搭噴射機到印地安波納利斯市讚揚第一個完成的經濟政策，並揭露為什麼希望跟開利的母公司聯合技術公司（United Technologies）合作的另一個原因。「企業離開美國，就必須承擔後果，」川普語帶威脅地說道，「這種情況不會發生……離開這個國家會非常非常困難。」<sup>48</sup>或是說像他在那週稍晚發出的推文：「離開我們國家去另一個國家、解雇

員工、在另一個國家建立新工廠和廠房，然後把產品賣回美國的企業以為不會遭到報復或承受不良的後果，這樣的想法是錯的！」

對傳統時事評論員來說，這實在讓人震驚。這個總統是否不了解美國企業的成功取決於它們有能力在全球安排勞力和資本？正如幾位時事評論家提到，他的威脅口吻「更像是委內瑞拉總統雨果·查維斯

（Hugo Chavez）的民粹主義，甚至比伯尼·桑德斯說得更露骨。這種威脅能在外匯管制最終呈現的樣子中發現，這是對全世界經濟獨裁者有利的工具。」<sup>49</sup>如果一個左派人士進行這樣的挑釁，除非財政部和聯準會干預，不然市場肯定會暴跌。但在川普當選之後，沒有發生這種情況。川普是一個挑戰者，但並非所有挑戰者都一樣。在民主黨的選民中，除了深刻的政治悲痛，還伴隨著經濟蕭條。但另一個政黨的選民反應也同樣受人矚目。共和黨的各種支持者，從一般選民、小企業主到金融市場交易員，全都激起一種嶄新的樂觀情緒。<sup>50</sup>華爾街的大人物認為新總統與它們的「品牌價值」不符，這實在有點尷尬，但是銀行股的漲幅卻最大。川普喜歡說著要廢除「杜德·法蘭克法案」。如果發生這種情況，對銀行業來說是件好事，至少短期來看是如此。隨著市場預期歐巴馬健保改革與支出削減，醫藥類股飆升。基礎建設股票也走高。同時，隨著川普式通膨（Trumpflation）導致的債券拋售，聯準會很有可能會降息。<sup>51</sup>

而這個「川普衝擊」（Trump bump）在總統著手招募團隊時才得到證實。他在四周留下忠誠人士和意識型態強烈的人。他沒有對政策做出實質讓步，但他以有錢的企業經理人和將領組成內閣，來擴大他的聯盟。最令人驚訝的是，儘管他最後一個攻擊式廣告採取威脅的口吻，但華爾街還是回歸了。據說川普曾遊說摩根大通的傑米·戴蒙出任財政部長，之後才選擇高盛這個清楚的替代選項。財政部最大與第二大的位置

都交給擁有高盛血統的男性出任：史蒂芬·努卿（Steve Mnuchin）和吉姆·多諾萬（Jim Donovan）。轉戰白宮最有影響助理位置的是迪娜·鮑威爾（Dina Powell），她之前曾主掌銀行的慈善機構。國家經濟委員會主任蓋瑞·柯恩（Gary Cohn）之前是高盛總裁。同時，對於證券交易委員會的負責人，川普團隊提出的人選是高盛主要的合作對象：蘇利文·柯倫威爾律師事務所（Sullivan & Cromwell）的合夥人。浮出檯面的白宮幕僚長有些讓人不安，但是當多諾萬退出之後，不安已經得到緩解。<sup>52</sup>

對於一個傳統計畫性的政治構想來說，這是公然的矛盾，而且暗示這個機構正在重新取得控制權。但還不清楚川普是否理解傳統意義上的計畫型政策爭論。川普確實理解、或至少知道，他身處的地方是一個較原始的權力世界，一個由欺負與被欺負這個單一邏輯所主導的世界。就像一位時事評論員提到，川普認為這個世界是「一種大型的曼哈頓房地產市場，一個凶暴的精神病院，哪裡只有弱肉強食。」<sup>53</sup>從這個角度來看，實際上，川普批評華爾街的領導人，然後雇用他們的員工，這並非矛盾的做法，或是推翻自己說法的跡象，這是他勝利的標誌。川普的民粹主義並非圍繞著政策打轉，純粹只是權力的展現。他，川普，不僅是一個成功的企業家，他也是名人，有很好的收視票房。他可以在競選活動中挑戰這個機構、抨擊聯準會主席，並把高盛的執行長妖魔化，而且還贏得大選。勝選之後，他可以先詢問摩根大通的傑米·戴蒙是否願意擔任財政部長，並拒絕支持更喜歡他的少數前高盛員工。如果你可以做這些事情，你顯然是一家之主，藉著大眾的尖叫呼喊來當國王更好。這全都是川普需要的東西，而且是他迷戀的企業回歸故事。

美國政府提供的旋轉門定期在政府和企業界間旋轉，在高盛這樣的公司，資深商務人士在這兩邊轉換是不可或缺的。擁有愛國心的美國人



拒絕白宮邀請並不容易。但是大家不得不問，為什麼資深商務人士願意與這樣的政府建立關係？答案很簡單，就是川普的勝選改變一切。現在必須衡量的是，他那令人反感的個性和難以接受的政策提議，以及誰會為誰做什麼事這樣更基本的政治問題，哪個比較重要。

## 推翻歐巴馬的遺產

說到治理，要從這樣一個混合的聯盟中制訂出一個一致的計畫並不容易。但川普政府和國會中的共和黨人都同意一件事：推翻歐巴馬的遺產。從這個意義上來說，經歷二〇〇八年危機後遺症塑造的政治運動之後，川普政府執政的第一階段也是由二〇〇八年的遺產所塑造，但利用的卻是負面的遺產。川普總統任期的前十二個月是對危機以來民主黨實行的國家建設計畫進行穩健性稽核。面對共和黨總統和共和黨國會的攻擊，有多少還站得住腳？二〇〇八年，考慮到喬治·布希政府的財政成績，布拉德福德·德隆想知道：「當不能保證任何共和黨繼任者都再次『正常』時，」民主黨的適當戰略與戰術進程是什麼？<sup>54</sup>九年來，這個問題比以往更為緊迫。二〇〇九年以來，國會的共和黨人一直在進行無情的政治戰爭，首先是反對刺激計畫，然後是反對「平價醫療法案」，也就是大家熟知的歐巴馬健保。他們在二〇一一年和二〇一三年兩次用債務上限來要脅。現在，在共和黨掌控總統和國會下，他們會做什麼？

歐巴馬健保是他們最想要的戰利品，這應該很容易。因為這個法案二〇一〇年三月在國會經歷嚴酷考驗之後才誕生。「平價醫療法案」的法條被亂刪，而且有缺陷。不過雖然他們都有堅毅的決心，但在川普總

統任期關鍵的前六個月裡，共和黨既沒有改用替代方案、也不能廢除它。阻礙他們的是這個法案固有的複雜性，以及黨內的嚴重分歧。但他們的失敗也反映出「平價醫療法案」就像任何重要的社會或經濟法案一樣，已經在社會創造出支持者。即使像「平價醫療法案」這樣令人感到失望的制度，一旦有數千萬人依賴它，並透過它的管道開始流入數千億美元的資金，就很難廢除。事實上，在歐巴馬健保擴大醫療保險範圍之下，獲益最大的是肯塔基州和西維吉尼亞州，那裡是死忠支持川普的鄉村。<sup>55</sup>隨著川普上台，在重要的選民團體、獨立人士中，支持「平價醫療法案」的人已經從二〇一〇年的三六%增加至五三%。<sup>56</sup>到了夏季，當絕望的共和黨國會領導人最後一次爭取在沒有取代方案下廢除歐巴馬健保時，他們只得到美國人一三%的支持。<sup>57</sup>毫不奇怪，有很多共和黨溫和派拒絕加入。

如果他們無法廢除或取代歐巴馬健保，那麼他們會怎麼做？到了二〇一七年夏天，面對現代政府複雜的現實情況下，看似鬆散的共和黨人阻止他們採取任何有效的行動。<sup>58</sup>「平價醫療法案」的抗戰在立法議程上留下很小的空間。川普承諾的基礎建設計畫是一個虛幻的目標。稅務改革有很多討論，但沒有明顯的行動。同時，根本的財務問題無法迴避。債務上限依然還在，而且當財政部在二〇一七年春天達到借款上限時，它被迫訴諸熟悉的權宜調整。<sup>59</sup>財政部長努卿白費力氣的呼籲國會提高舉債上限。但在夏天，眾議院未經表決就休會。同時，新任的行政管理與預算辦公室主任是麥克·馬瓦尼（Mick Mulvaney），他是自由黨團的創始成員、這個集團在二〇一一和二〇一三年默默地分割出來。<sup>60</sup>他不想對中間派或民主黨人讓步。在自由黨團的老朋友中要求要極端削減支出的人並沒有占多數，對川普的預算辦公室主任來說，關門不是最糟的選擇。如果美國債務衝到上限，並被迫優先處理債務時，雖然沒有

正式對外宣告，但實際上美國政府已經違約了，那就接受吧！<sup>61</sup>但讓人驚訝的是，總統似乎同意這個做法。二〇一七年五月，川普毫不在乎地發了一篇「好好關門」的推文。<sup>62</sup>

隨著夏天即將結束，儘管共和黨人同時控制白宮和國會，但他們似乎並無法解決預算問題。真正的問題是，民主黨是否允許他們把美國推進財政懸崖。當歐巴馬在白宮的時候，民主黨人譴責共和黨人沒有分擔政府的責任。即使總統是川普，他們也拒絕支持總統嗎？在這種兩難真正產生不良影響前，自然災害已經插手干預。颶風哈維（Hurricane Harvey）摧毀德州大部分的地區，另一個颶風則襲擊佛羅里達州，川普和民主黨人都不想要看起來那麼懶散。<sup>63</sup>在九月六日的橢圓形辦公室會議上，總統徹底做出改變。他不僅拋棄共和黨的國會領導階層，還與財政部長切割，以便與民主黨達成協議。這個讓人眼花撩亂的逆轉，讓專家勉強拼湊出一個超越美國政黨體制的「獨立」總統榜樣。<sup>64</sup>不過現實比那樣的情況更加嚴峻。隨著查爾斯·舒默和南希·裴洛西拯救政府免於關門，川普非常樂意在共和黨回頭攻擊時為他們加油打氣。<sup>65</sup>作為一個政治主張，廢除歐巴馬健保也許沒有票房，但減稅肯定有票房。參議院和眾議院的共和黨人開始緊急進行「稅務改革」。

由此產生的稅法二〇一七年十二月在國會兩院通過，引起很大的爭議。全面減少個人所得稅並削減免稅額就像包裹著糖衣，主要是支持民主黨的州裡高所得的地方納稅人受益。但這有時間期限。在短短幾年內，很多低所得的美國人將付更高的稅。對非常有錢的人來說，將遺產稅的門檻提高到一千一百萬美元可以得到持久的好處。真正重要的是將營業稅率降低至四〇%，這意味著獲利不是為了企業成長而保留下來，就是要支付給股東。由於財富持有存在著龐大的不平等，特別是在股權持有上，因此，在美國所得前二〇%的人擁有九〇%的公司股權下，這

些人會得到更好的利益。然後，參議院還補充要取消單一付款人強制納保機制，不再要求所有美國人購買醫療保險。大多數的估計指出，在沒有強制納保下，會有一千三百萬美國人退出保險。由於許多低風險的人離開這個保險計畫，保費將會激增。德隆的擔憂得到充分證實，從所得重分配的影響與減稅的規模來看，二〇一七年的影響比一九八一年雷根減稅政策與二〇〇一和二〇〇三年布希減稅政策來得更為顯著。<sup>66</sup>

為了緩解國會通過的稅務改革影響，以及平息共和黨財政保守派的緊張情緒，財政部和共和黨經濟學家討論赤字的影響。<sup>67</sup>他們採用舊雷根時代的論述：降低稅率會促進成長，因此會增加政府收入。即便已經惡名昭彰的拉法爾曲線（Laffer curve，顯示低稅率與政府收入間有正向關係）也重新拿出來說嘴。<sup>68</sup>但絕大多數的經濟學家都對這些藉口嗤之以鼻。減稅很明顯會增加赤字。曾經擔任歐巴馬全國財政責任與改革委員會的負責人辛普森和鮑勒斯譴責稅改計畫是回歸「否認赤字」

（deficit denial）的時代。<sup>69</sup>事實上，它並沒有像頑固的政治算計那樣被否認。在公司營業所得稅率降低至二一％的情況下，無法不引發赤字。<sup>70</sup>不過這也不會嚇到共和黨的激進派。就像他們看到的樣子，赤字愈大，就愈迫切需要推進到計畫的第二階段。<sup>71</sup>隨著減稅可能會使國債增加一．五兆美元，政府就需要強制削減支出。低收入戶醫療保險在法律允許的範圍內削減，聯邦政府的其他預算也盡可能的削減。這些不是共和黨在一九八〇年代的戰術，而是一九九〇年代的戰術。國會的共和黨人正在餓死野獸。

自由主義者對稅改提案產生的嚴重不公平感到憤慨可以理解。聯合國極端貧窮的特別報告員恰好正在美國巡迴拜訪美國四千萬生活在極度貧窮條件下的一些人，他們譴責這項稅改計畫是「試圖要讓美國成為極端不平等的世界冠軍」。<sup>72</sup>但即使把股權問題放在一邊，餓死野獸也是

一種失敗的財政策略。從歷史上來看，減稅後應該要出現支出減少，但這種情況並沒有出現。減稅比不課稅更容易招來抱怨。即使是在共和黨成員中，關鍵的福利措施也有支持者。與此同時，共和黨計畫要擴大國防經費到GDP一〇%，並讓海軍增加到三百五十五艘軍艦，這會使軍事費用在十年後的二〇二七年增加到六千八百三十億美元，這是權衡性支出中最大筆的支出，占一二%。<sup>73</sup>共和黨的財政策略主要的影響可能會使美國已經嚴重不足的稅基進一步侵蝕，而不是使大政府縮小。在減稅之後，聯邦政府的支出占GDP的比例降至一七%，這個數字適合新興市場國家，但不適合已開發經濟體的政府。<sup>74</sup>

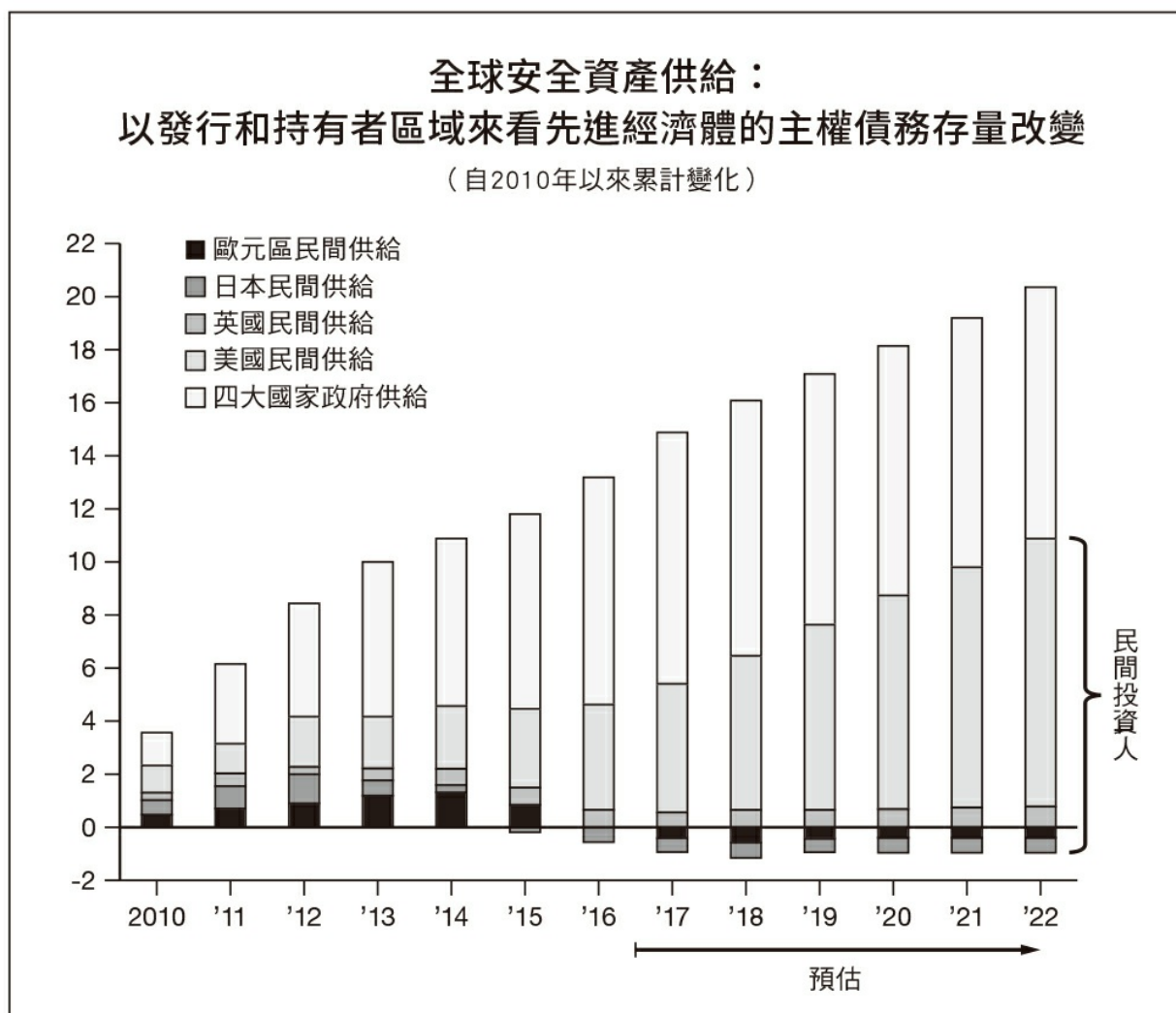
二〇〇九年，當民主黨在白宮呼籲國會提供刺激措施給陷入一九三〇年代以來最嚴重危機的美國經濟時，共和黨人已經藉由（對一個男性和一個女性進行）投票來反對刺激措施。他們譴責歐巴馬的「美國復甦與再投資法案」是對財政不負責任的毀滅性證明。現在，失業率已經處於二〇〇七年繁榮時期以來的低點，但隨著川普入主白宮，他們正努力兌現十年共一．四兆美元的刺激計畫。他們的辯護也許是說，在復甦遲緩與危機期間有大量人口退出勞動市場的考量下，有理由要讓經濟熱絡起來。<sup>75</sup>但即使倡導這種冒險政策的人也很難為共和黨的稅收計畫辯護。<sup>76</sup>美國最有錢的人不需要進一步的福利。投資肯定是低迷的，但並非缺乏資金造成。美國企業手中有數兆美元的現金。顯然早該有個公共投資計畫來資助窘迫的美國基礎建設資金，但國會對此並不熱衷。共和黨人需要在一個經濟高點結束川普第一年在白宮的任期。他們需要服務他們的金主。<sup>77</sup>二〇一七年的「稅改」可以達到雙重效果。

當柯林頓和歐巴馬政府裡強調控制預算的人擔心赤字時，他們腦袋裡想的是市場信心。市場對最新一輪揮霍無度的共和黨政策會有什麼反應？十年內債務可能會增加高達一．五兆美元，肯定會對經濟有所反

應。在出乎意料的選舉結果之後，債券市場一直處於驚慌狀態。<sup>78</sup>在預期川普政府將推出重大基礎建設的驅動，以及透過稅務改革進一步推動刺激措施下，市場預期聯準會會提前升息。在二〇一六年冬季至二〇一七年造成債券拋售，殖利率上升。隨著歐洲央行和日本央行都推出量化寬鬆政策，美元大幅升值，在全世界的美元借款人間掀起一陣不確定性。他們的償債成本正在上漲。但之後隨著川普政府陷入混亂，以及共和黨在國會持續自我癱瘓的情況變得愈來愈明顯，經濟繼續發燒。在科技狂熱的帶動下，股市持續多頭走勢。聯準會堅持利率將持續走升，但債券市場沒有什麼恐慌跡象。<sup>79</sup>債券市場對於共和黨那年結束的減稅措施並不以為意。正如一位分析師提到：「不論指定的債券評等最後的結果是什麼，債券市場和經濟學家都會在評等上額外『降級』，所以，如果你認為評等結果是「B」，那麼市場評等就是『B-』。」<sup>80</sup>市場並沒有大聲歡呼，但川普政府也沒有跟著有所警覺。

國會在歐巴馬健保與共和黨稅改的勾心鬥角就是赤裸裸的美國政治。但是公債市場相對平靜的線索，同樣也可以在二〇〇〇年代面對布希時代的赤字時，安全資產的全球需求與供給保持平穩的一系列影響中發現。二〇一七年秋天，國際貨幣基金公布一個引人注目的表格，顯示二〇一〇年代以來的債務發行情況。<sup>81</sup>就像這些數據所顯示，支出緊縮和量化寬鬆政策導致安全投資組合的重新洗牌。考量到歐洲採取預算控制措施、歐洲央行積極購買債券，以及日本央行採取更激進地行動，在可預見的未來，它們不會成為提供全球投資人安全資產重要的供應商。不僅歐洲央行狂買歐元區債券，就連歐洲安全資產的主要供應商德國，也在預算盈餘下經營。從全球的角度來看，未來五年美國將是全球投資人取得安全、公債等級資產唯一的來源。無論你怎麼看待川普政府，如果你需要將大量資金存放在安全的政府公債上，除了美國公債以外，沒有其

他選擇。



單位：兆美元

資料來源：IMF. Global Financial Stability Report. October 2017. 19. figure 1.13. panel 4.

## 華爾街勢力的回歸

共和黨內一直都有推翻歐巴馬健保與減稅的運動。川普在競選期間以華爾街為目標攻擊的做法更是新穎，但這具有選舉意義。在金融危機

之後將近十年來，銀行仍然非常不受大眾歡迎。二〇一七年夏天的民調顯示，六〇%的美國人仍把華爾街視為「我們經濟的危險來源」，而且只有二七%的人認為銀行監理已經很足夠，或是銀行監理已經構成「對創新或經濟成長的威脅」。川普的選民中有整整四七%的人想要「保留或擴大」杜德．法蘭克法案，只有二七%的人贊成廢除或縮減。還有八七%的共和黨人和九〇%的無黨派人士贊成管制金融產品和服務。<sup>82</sup>華爾街遊說團體也許會哀悼杜德．法蘭克法案，但是就像歐巴馬政府內部人士知道的情況，阻止大眾對銀行的不滿擴大的正是他們。事實證明，川普並沒有什麼不同。

他的競選攻擊完全是簡單的政治考量。華爾街的領導人從沒有喜歡過川普。他們顯然更喜歡希拉蕊這個招牌。不過他以實際的職位來回報他們，而且他贏了。誰是老闆的問題已經得到解答。川普上任後毫不掩飾他的徹底改變。他適合以老闆總統的方式做事。不過有股監理改革的烽火，特別是由前任總統燃起的烽火。用杜德．法蘭克法案來讓「第一號大人物」難堪的想法讓美國總統很高興。而且他也很高興能夠從強大的利益中得到好處，並獲得掌聲，即使是從那些之前他裝作要攻擊的人得到利益。就像他在二〇一七年四月與銀行執行長的一次會議上說：

「對於會議室裡的銀行家來說應該會非常高興。」<sup>83</sup>那個在巡迴政治演說嘲笑他們的男人現在對他們讚不絕口，這似乎看起來亂七八糟，但是銀行家並沒有抱怨。就像《金融時報》評論說：「想像正在參加一場比賽，把九八%的賭注押在最喜歡的人（希拉蕊）上，在最後階段那個人輸了，但贏得巨額獎金回家。」<sup>84</sup>就華爾街而言，事實證明，這場政治賽局是正面我贏、反面你輸。不論是政治人物或是華爾街，都沒想起那些真正把川普送進白宮的憤怒選民。

為了幫忙扼殺「杜德．法蘭克法案」，要找到銀行遊說團體和對企



業友好的經濟學家實在太容易了。而且眾議院的共和黨人也熱情參與。在二〇〇八年率先發動反對紓困計畫、現任眾議院金融服務委員會（Financial Services Committee）主席傑布·亨薩林的領導下，眾議院迅速通過所謂的「金融選擇法案」（Financial CHOICE Act），這裡的「選擇」代表的是為投資人、消費者和企業家創造希望與機會。這不僅拔掉杜德·法蘭克法案的毒牙，這個法案還是純粹的自由主義，不但放棄沃克法規，而且還把壓力測試變成兩年一次的工作，而不是一年一次的工作。它取消秩序性清算權機制（Orderly Liquidation Authority），堅持破產的銀行只要簡單交給破產法院處理。<sup>85</sup>讓人驚訝的是，以選擇自由的名義，「金融選擇法案」甚至承諾要毀掉伊莉莎白·華倫的消費者金融保護局。<sup>86</sup>

對於習慣被抨擊是民粹主義者的政府來說，值得注意的是這樣的立法本來就不受歡迎。就像廢除「平價醫療法案」一樣，「金融選擇法案」幾乎沒有機會突破民主黨執掌的參議院封鎖。就像與歐巴馬健保的爭鬥一樣，鬥爭最好在聚光燈外進行。即使「杜德·法蘭克法案」依然存在，監理制度還是公平的賽局。這是「杜德·法蘭克法案」架構下金融治理權衡概念的遺產。蓋特納的財政部追求免受國會干涉的最大限度自由，促使各機構在監理工作上盡可能有最廣泛的自由。現在，這種權衡可以在不需要立法下用來從根本上改變銀行監理的制度。努卿的財政部開始準備一系列談論金融監理方法的報告，為銀行遊說團體敞開大門。<sup>87</sup>根據一項統計，在銀行家的建議事項中，足足有七五%都納入財政部的新監理藍圖。<sup>88</sup> <sup>89</sup>為了把花費將近四年組裝的沃克法規廢除，財政部開始向銀行詢問他們希望如何改變。<sup>90</sup>二〇一七年十一月，財政部決定不取消秩序性清算權機制，也不恢復破產法院在「金融選擇法案」提出的角色，而是決定傾向保留危機時對大型銀行清算的控制

權。<sup>91</sup>即使不再進行紓困，另一個雷曼兄弟的前景也沒有吸引力。川普政府暴露出蓋特納金融監理設計的根本弱點。一切都取決於那些運用法律的人對系統性穩定有計畫性的做出承諾。如果沒有這點，法案基本上是空的。

可以說，「金融選擇法案」中最激進地部分是與聯準會有關的條款。他們對班·柏南克實行的央行激進主義（central bank activism）進行全面攻擊。未來，「金融選擇法案」要求央行會議幾乎要完全透明。這個法案要求聯邦公開市場委員會宣布一項可計算的政策規則，來證明利率選擇的合理性。這個法案預設的規定是所謂的泰勒規則，這以約翰·泰勒（John B. Taylor）命名的規則。史丹佛大學的泰勒是右派的最愛，也是班·柏南克長期的競爭對手。這項規則呼籲利率應該是下列事項的加總，包括：

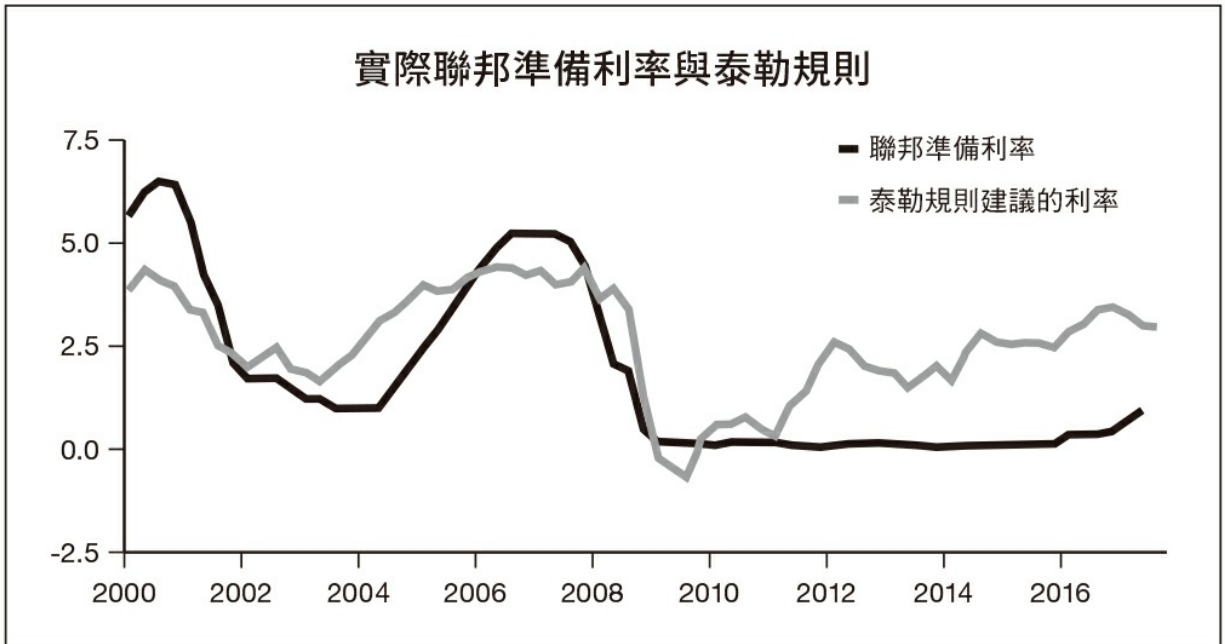
前四季的通貨膨脹率；

實質GDP與潛在GDP估計值的差額的一半；

前四季通貨膨脹率與二%的差額的一半；

而且假設實質利率為二%。

這是一個機械性的公式，如果通貨膨脹率高，而且失業率低，就需要升息，如果情況相反，則需要降息。如果聯準會偏好不同的規則，那麼「金融選擇法案」規定必須以類似的機械性術語來清楚說明計算的公式，並用計量經濟學證明這個規則比泰勒模式還好。



資料來源：Atlanta Fed.

就像這項法案的作者熟知的情況，將這個公式載入法條中，暗示著一個追溯回危機前完整架空的美國貨幣政策史。泰勒和他的信徒將經濟崩盤歸咎於聯準會在葛林斯潘的主導下，二〇〇〇年代初期的利率太低。<sup>92</sup>另一方面，在危機期間如果應用泰勒公式，利率應該被推到負利率。如果二〇〇八年秋天嚴格應用泰勒規則的要求將利率降低到零以下，實際上是對儲蓄課稅。這是因為他判斷柏南克採取量化寬鬆措施是不可行的。「金融選擇法案」將禁止任何即興措施。一旦嚴重的危機過去，不用第二次和第三次量化寬鬆，泰勒公式就會要求升息。無論是在國內或海外，都不會有縮減恐慌的情況。實際上，除了美國以外，不用考慮世界上任何地方的情況，當然，除非聯準會勇敢的廣泛考量全球經濟狀況，將這個變數納入自己的利率公式中。

「金融選擇法案」重要的是政治表態。從共和黨來看，這個法案在承諾制止聯準會自由裁量權上的表現很好，但是在政策的本質上，事實上與聯準會並沒有任何意見分歧。不論是否使用泰勒規則，二〇一七年

顯然是採取緊縮、升息政策，並試驗性的開始解放量化寬鬆期間建立起來的龐大資產負債表。<sup>93</sup>在二〇一四年十月第三輪量化寬鬆購買債券結束後，聯準會在二〇一五年十二月首次升息。然後在二〇一六年十二月、二〇一七年三月和二〇一七年六月再次升息前，利率暫時維持不變。在二〇一七年結束時，聯邦公開市場委員會已經為二〇一八年三月至少會進一步升息三次做好準備。

跟往常一樣，聯邦公開市場委員會和市場之間出現微妙的賽局。珍妮·葉倫證明自己是這場賽局的大師，在不引發恐慌的情況下，設法把升息的構想適應社會需求。但是她的任期不可能延續到川普的總統任期結束。<sup>94</sup>有人說約翰·泰勒可能會取代葉倫的位置，而川普看起來比較喜歡凱文·華許（Kevin Warsh），這位不符資格的紐約太子黨在二〇〇六年被布希政府空降到聯準會擔任理事。但是川普最終選擇的是傑洛姆·鮑威爾（Jerome Powell）。這是一個驚人的傳統選擇。鮑威爾是密特·羅姆尼和亨利·鮑爾森派的共和黨投資銀行家。他在共和黨內發起反對二〇一一年政府關門運動，贏得歐巴馬政府的信任。<sup>95</sup>這導致他在二〇一一年十二月被提名為聯準會理事。在那裡，他對柏南克和葉倫的效忠使他與眾不同。大家認為他支持「杜德·法蘭克法案」的架構。<sup>96</sup>但是鮑威爾會讓川普稱道，最有可能的是因為他的個人特質。他不是學術派的經濟學家，他是有錢的商人。個人淨資產估計超過一億美元，鮑威爾是一九三〇年代以來擔任聯準會主席的人中最富有的人。跟泰勒教授不同，鮑威爾在政策上是非教條的。在他的領導下，白宮不必擔心過度痛苦的升息。

貿易大戰一觸即發

建立一個新政府並制定國內政策是一個持久而複雜的事業，川普和他的小集團並沒有做好準備。更有說服力的一點是看他們處理外交關係的方法，白宮和行政部門在這裡有更多迴旋的餘地。二〇一七年一月二十日星期五，在他就職四十八小時內，川普宣布打算重新商議北美自由貿易協定。過幾天，一月二十三日星期一，他讓美國退出跨大西洋貿易與投資夥伴協議，多年來與歐盟進行艱苦談判的目標也擱下了。

這是對歐巴馬時代外交經濟政策核心一次讓人驚嘆的推翻。跨太平洋夥伴協定是多極時代美國大戰略的範例。這個舉動震驚美國的盟友。投入跨太平洋夥伴協定使許多亞洲國家付出嚴重的政治成本，尤其是日本。而且這讓人想要提出一個問題：如果沒有大型區域聯盟，那麼歐巴馬和柯林頓對轉進亞洲與控制中國的實際政策在哪裡呢？事實上，拋棄跨太平洋夥伴協定與跨大西洋貿易與投資夥伴協議不只是對歐巴馬時代的一項突破，還是追溯至一九四〇年代贊助美國多邊貿易政策的大反轉。<sup>97</sup>二〇〇八年三月財政部長努卿在德國巴登巴登（Baden-Baden）第一次出席二十國集團高峰會上，即使是「抵制所有形式的保護主義」這樣的簡單承諾都無法達成協議。<sup>98</sup>就像沃夫岡·蕭伯樂以一貫強硬的風格指出，會議已經形成「僵局」。<sup>99</sup>努卿提供的所有澄清都是新政府「對貿易有不同看法」。英國財政大臣菲利浦·韓蒙德建議同事最好給川普更多的時間。「如果我們現在要求要一個很難的答案，我很肯定會得到一個大家不喜歡的答案。」<sup>100</sup>

與此同時，在華盛頓正對北美貿易協定進行一場激烈交鋒。對川普來說，這是「有史以來最糟糕的交易」。<sup>101</sup>就像就職三個月後川普告訴記者的那樣，他「真的準備好、而且很激動想要中止」。<sup>102</sup>他興致盎然。班農和經濟顧問彼得·納瓦羅（Peter Navarro，一個信奉民族主義的國際貿易經濟學家）敦促他順著自己的直覺。二〇一七年四月二十九

日，他們在賓州哈里斯堡（Harrisburg）慶祝上任一百天的集會上宣布這件事。對於墨西哥和加拿大來說，這是一次殘酷的打擊。他們意識到局勢的嚴重性，迅速調整自己的立場。為了防止突然破局，數百名美國企業領導人到白宮遊說。農業部長、商務部長和國務卿都請求暫緩執行。最後，決定性的論點看來似乎是一張顯示「川普票倉」會因為協定中止而受到多大程度傷害的地圖。總統真的想要讓德州參與其中嗎？地圖「顯示我有非常多死忠的農民支持者，這是好事，」川普後來跟記者說。「他們喜歡川普，而我喜歡他們，我會幫助他們。」<sup>103</sup>這意味著不取消北美自由貿易協定，相反的，華盛頓會重新談判。但他會從一個弱勢的地位這樣做。歐巴馬政府多年來一直努力改善進入加拿大農業市場的條件、金融服務業的跨國許可，以及提高墨西哥的勞工標準。為了做到這一點，美國沒有使用原始的威脅，而是用跨太平洋夥伴協定這個更大的貿易協議來吸引，這是美國二〇一二年在墨西哥洛斯卡波斯二十國集團高峰會上對墨西哥和加拿大提出的一項計畫。隨著跨太平洋夥伴協定中止，北美自由貿易協定中已經達成協議的所有讓步全部丟進歷史的垃圾箱。<sup>104</sup>川普的重新談判以帶有威脅的方式幾乎從零開始。

北美自由貿易協定、跨太平洋夥伴協定和跨大西洋貿易與投資夥伴協議都是區域性條約，真正的全球貿易政策論壇是世界貿易組織，它是源自一九四〇年代美國創立全球主義的原創產物。<sup>105</sup>美國長期以來一直是最有力的支持者。二〇一七年十一月，川普總統並沒有到華盛頓特區的羅納德·雷根大廈（Ronald Reagan building）參加世界貿易組織成立七十週年慶祝派對，但他透過福斯新聞網傳達他的幸災樂禍：「世界貿易組織的成立是為了每個人的利益，除了我們以外.....他們超乎想像的利用我們國家，」他這樣告訴觀眾。<sup>106</sup>至於川普的貿易代表，他任命經驗豐富的貿易戰士羅伯特·萊特希澤（Robert Lighthizer），萊特希澤在

一九八〇年代負責與美國主要競爭對手取得協議，讓它們自願限制出口到美國的鋼鐵。他猛烈抨擊世界貿易組織。他反對世界貿易組織仲裁小組的司法行動主義（judicial activism），迎合印度等大型開發中國家的特殊請求，無法解決鋼鐵等長期工業產能過剩的問題，尤其是無法應對中國國家資本主義興起對經濟自由主義前所未見的挑戰。<sup>107</sup>華府認為，世界貿易組織應該把自己局限為提供一個論壇給主要貿易大國進行談判的地方。對於那些被認定有歧視作為的經濟體，美國應該要拋棄過去限制自己去報復它們的能力。但是，川普政府並沒有將這個願景轉化成對世界貿易組織的積極提案，他採用的策略是共和黨人在國會中常用的那種效果。美國拒絕讓新任命的仲裁員加入世界貿易組織專家小組，威脅要掏空這個機構，讓這個機構的功能愈來愈失調與缺乏正當性。二〇一七年十二月在世界貿易組織會議上並沒有實際的成果，結果在任何自由貿易領域都缺乏進程，這實在很讓人沮喪。<sup>108</sup>萊特希澤甚至不願意留下來直到會議結束。

新政府對全球經濟組織帶來的衝擊很為嚴重。一九三〇年代以來沒有出現過類似的情況，而且沒有任何地方比歐洲的感受更加深刻。在初期的時候，還不清楚川普團隊是否真的承認歐盟是貿易對手，或是並不了解美國是否不再與歐洲個別國家維持雙邊貿易關係。川普在就職前幾天接受採訪時，將歐盟視為「德國的工具」。根據內部消息人士透露，他的隨行人員正準備打電話給歐洲領導人，要確認哪些國家可能會是「下一個離開（歐盟）的國家」。<sup>109</sup>支持川普的人相信英國脫歐只是炒作。歐洲人擔心川普會胡言亂語的放話說倫敦即將執行「里斯本條約」第五十條的正式脫歐程序。奧地利、荷蘭和法國大選都產生影響。白宮有些勢力不只公開支持英國脫歐，還支持馬里·勒龐與法國國民陣線。<sup>110</sup>

一旦最初的衝擊消退，國際勢力開始互相協調。墨西哥和加拿大密切合作，共同努力拯救北美自由貿易協定。其他參與跨太平洋夥伴協定的國家則決定在沒有美國的情況下繼續推進。五月下旬，當川普第一次訪問歐洲時，「民粹主義」的幽靈已經過去。艾曼紐·馬克宏已經執掌法國。當美國總統公開拒絕去強調美國對北大西洋公約組織第五條的承諾，並有意退出巴黎氣候變遷協定時，這種情況梅克爾已經看多了。德國正在進行大選，歐洲輿論壓倒性的傾向反對川普，讓梅克爾有各種理由採取行動。二〇一七年五月二十八日，在川普離開後第二天，德國總理在慕尼黑向熱情的群眾發表演說，宣布歐洲必須適應新的現實。<sup>111</sup>在川普與英國脫歐之後，很明顯歐洲不再完全依賴長期存在的美國和歐洲盟友。「正如過去幾天經歷的情況，我們完全依賴其他人的時代已經過去了。我們歐洲人必須掌握自己的命運。當然，我們需要與美國、英國與包括俄羅斯在內的其他鄰國建立友好關係。但是我們必須為自己的未來而戰。」<sup>112</sup>

毫無疑問這是不尋常的時刻。就像外交關係協會主席李察·哈斯（Richard Haass）在推特上寫道：「梅克爾說歐洲不能仰賴其他人，以及需要將重要事情掌握在自己的手中，這是個分水嶺，而且是自第二次世界大戰以來美國一直試圖避免的事。」<sup>113</sup>但這實際上意味著什麼？在危機之後，歐洲的整合流程似乎停滯不前。法國總統馬克宏在索邦大學（Sorbonne）的一次重要演講中對歐洲的未來提供一個大膽的設想。<sup>114</sup>但這是針對誰說的話呢？在二〇一七年九月德國大選出現不確定的結果之後，柏林只有一個看守政府。義大利則在多年的經濟衰退壓力下岌岌可危。西班牙則因為加泰隆尼亞爭取獨立而陷入混亂。此外，歐洲大陸進一步整合與自決的任何舉動必將引發阻力。如果英國離開，處境困難的東歐還在。二〇一七年七月，川普第一次到歐洲參加在漢堡



（Hamburg）舉行的二十國集團高峰會，他特別到了波蘭。在法律正義黨政府的眾多支持者面前，

川普發現一個熱愛他的歐洲觀眾。在他大聲疾呼表明美國承諾北大西洋公約組織是文明的保障與西方人民的堡壘時，他「仍在吶喊：『我們需要上帝。』」<sup>115</sup>川普順暢地從「美國第一」轉換到「文明的衝突」，但在二十國集團會議上期待美國表現多元文化的群眾中，這兩個訴求都不受歡迎。就像英國財政大臣韓蒙德強調的那樣，有時最好不要讓川普政府過於強硬的澄清立場，有理由擔心有人可能不喜歡這個答案。

顯而易見，梅克爾為自己的未來而戰，她統一歐洲的願景必須解決深刻的內部分歧。右派民族主義的崛起不是歐洲唯一的差異點。川普的保護主義不僅直接針對亞洲競爭對手。德國也處於十字路口。跟往常一樣，財政部長蕭伯樂迅速作出回應，比起從歐巴馬、蓋特納、國際貨幣基金和其他歐洲人那裡受到的批評，他不再受川普和努卿的批評了。<sup>116</sup>在德國看來，貿易順差首先是對出口競爭力的獎勵，但是，美國維持這種龐大赤字也指出更深層的總體經濟失衡。由於德國預算盈餘與美國龐大而不斷增加的政府預算赤字，應該會對它們的貿易帳產生差異，這不讓人訝異。這是跨大西洋貿易常見的全部論點。但這次蕭伯樂增加一個新花樣。他承認，德國出口享有競爭優勢沒有錯。歐元被低估了。但並不是德國在設定利率或歐元的價值，而是歐洲央行。令德國儲蓄者恐懼的是，馬利歐·德拉吉擴大量化寬鬆政策正在促使歐洲債券收益率進入負值，而且壓低歐元的價值。二〇一七年四月拜訪華盛頓的蕭伯樂告訴美國觀眾，他曾向德拉吉警告歐洲央行的擴大貨幣政策趨勢會加大德國的貿易順差。<sup>117</sup>可以預期這會引發與美國的緊張情勢。歐洲央行立場堅定，而且國際貨幣基金支持歐洲繼續實施量化寬鬆政策。但是蕭伯樂已

經注意到，川普的攻擊如何在對歐元區經濟政策的長期爭論中發揮作用。圍繞著川普的憤怒，不應該讓人忘記歐洲人和美國人在「美好的」歐巴馬時代對經濟政策的爭執有多麼痛苦。

在聯準會採取緊縮貨幣政策的時候，歐洲央行遲來的貨幣擴張政策是跨大西洋失衡的真正根源，而且它提醒大家，自危機爆發以來，貨幣政策的不協調已經在世界經濟中留下痕跡。在德國，保守派的發言對政策不協調的貢獻比任何人還多。<sup>118</sup>德國、荷蘭和中國的長期順差並非川普虛構出來的想像。他們指出世界經濟實際而持續的失衡。在很多領域的全球貿易政策中，川普政府粗俗的好戰舉動所導致的憤怒，太容易掩蓋實際要面對的現實問題。在二十國集團裡有著洋洋得意的氛圍。世界貿易組織在二〇〇八年金融危機中透過預見世界經濟所贏得的掌聲，遠遠超過一九三〇年代大蕭條期間的表現。並沒有災難性的倒向高關稅和保護主義。<sup>119</sup>沒有重蹈一九三〇年代制定「斯姆特·霍利關稅法案」

（Smoot-Hawley Tariff Act）的覆轍。二十一世紀的全球治理體系可能並不受歡迎，但是它發揮效果，或是說據說是這樣。因此，在危機發生十年後，極端民粹主義者不負責任的縱容經濟民族主義在背後誹謗。

對現狀的維護者來說，川普是諷刺漫畫中的完美敵人，他重申自由主義的祕密，但這使大家把注意力從一個更複雜與模糊的現實移開。川普看起來突然而讓人震驚的突破構想，以及普遍流行的自由主義成功故事，全都取決於對全球經濟背景過度樂觀的看法，在貿易和貨幣政策上都是如此。事實上，最後一次對全球貿易協議付出重大努力的杜哈回合（Doha round）談判在二〇〇八年夏天已經破局。世界貿易雖然從二〇〇八至二〇〇九年的災難中恢復，但自二〇一〇年以來，貿易量停滯不前。二〇一五年以來，貿易量已經下降。<sup>120</sup>這有一部分是由景氣循環驅動。縮減恐慌和商品價格的下降震撼新興市場。但它也反映出世界各國採用一系

列保護主義措施，不僅集中在關稅上，還有各種非關稅壁壘。<sup>121</sup>沒有人想得到川普個人對貿易的觀點反映出對新型態保護主義的神祕認識。他將一九七〇年代和一九八〇年代首次形成的觀點照本宣科的表達出來。但如果圍繞萊特希澤四周的專家正在尋找彈藥來證明對美國出口歧視的現況，那麼他已經準備好了。透過減稅、補貼與出口信貸系統，更不用說中國的國家資本主義，世界貿易不僅會透過企業價值鏈逐漸形成，而且還受到國家干預的影響。美國的巨額貿易逆差很大一部分不僅是由中國貿易歧視所導致，還有透過境外避險天堂抽走的出口損失，這些避險天堂不只有在加勒比海地區，還有在歐盟。<sup>122</sup>在這方面，曾經穩健的假設認為全球化是不可避免的，這樣的自然流程在喪失說服力。川普政府裡的貿易鷹派並不主張回歸一九三〇年代，但他們也不願意繼續假裝一九八九年天真的勝利主義，而且對於民主資本主義不可避免會勝利的簡單假設也不再「與事實起舞」。二〇一七年十二月公布的國家安全戰略中隱約地提到：「沒有任何歷史之輪（arc of history）可以確保美國的自由政治和經濟體系自動占上風。」<sup>123</sup>

## 不再維護國際秩序的美國

毫無疑問，這樣的談話應該表明一種深刻的現實主義智慧。但實際顯示的症狀是缺少一個大膽或全面的新世界觀，而非在華府的絕望情緒。來自政府的人特別荒謬，他們在國會的支持者以上帝賦予美國價值觀的名義，一再試圖破壞對抗危機的努力，而且現在要求聯準會應該藉由一個非權衡的自動規則，來確保執行世界上最好的政策。當然，川普

在國安政策上的鷹派大聲拒絕「歷史之輪」已經被歐巴馬總統引用過。<sup>124</sup>但在使用這些比喻時，他提到的不是歷史上抱持決定論的新保守主義哲學，而是一種美國最為自由奮鬥的一種先知的聲音（prophetic voice）。確實沒有決定論，問題是如何擊敗歷史之輪。即使有人接受川普陣營提供世界經濟幻想破滅的敘事版本，問題還是該如何回應。即使是對美國來說，「美國第一」是一個適當的答案嗎？無論這個問題的答案是什麼？其他國家必須處理的現實是，美國選民已經把一個不穩定、自戀的民族主義者送進白宮，除非直接或立即與美國的民族利益有關，不然他不再承諾要維護國際秩序。然而美國的國家利益有自己的定義。考量美國民族國家與經濟的規模和觸及的範圍，這對全球都有深遠的影響。

二〇〇八年，美國一直處於危機的中心。布希和歐巴馬政府都面臨一個嚴峻事實：全球金融體系的功能很少自動運作，甚至沒有運作。在美國和二十國集團其他國家的領導下，他採取前所未有的努力來穩定「美國的自由政治與經濟體系」與世界經濟。二〇一七年，美國再次成為全球的關注焦點，但這次的關鍵是美國不穩定的新政府所帶來的不確定性。<sup>125</sup>一旦以這種方式建構全球金融體系，鮑爾森在二〇一六年夏季提出的問題就無法迴避。在總統川普領導下的美國，未來遇到金融危機會如何發展？它能否有團結一致的回應？如果根據二〇一七年債務上限討價還價的經驗，那會再次變成務實的中間派共和黨人與國會民主黨人之間的角力。

當然，我們只能模糊的窺見未來。所以回顧過去之後，我們學到了什麼？如果有個問題來解釋我們的前景，那並不是川普可能不會在二〇〇八年處理危機，或是他會如何應對一些未來的意外事件，而是為什麼在二〇一七年川普就任之後，他並沒有面對全球的經濟崩盤。這似乎

是一個有違常理的問題。二〇一七年，美國經濟穩定成長，失業率降至危機前的水準，市場正蓬勃發展。在歐洲，經濟最後終於反彈，一場立即的危機並未出現。最後，如果我們不將注意力轉向美國和歐洲這個跨大西洋全球化的中心，而是中國和新興市場這個未來決定世界經濟的地方，那麼這個問題的真正影響力就會凸顯出來。在二〇一七年之前的幾年裡，一切都很平靜。

- 
- 1 “Full Text: Donald Trump 2016 RNC Draft Speech Transcript,” Politico, July 21, 2016.
  - 2 D. Diaz, “Ivanka Trump Markets Her Look After RNC Speech,” CNN, July 22, 2016.
  - 3 K. Reilly, “Read President Obama’s Remarks on Donald Trump’s Convention Speech,” Time, July 22, 2016.
  - 4 D. W. Drezner, “My One Contribution to the Autopsies of the 2016 Presidential Election,” Washington Post, May 2, 2017.
  - 5 問題是，年輕的白人，也就是所謂桑德斯的兄弟，是否主導桑德斯聯盟，在選舉很久之後激起左派的狂熱。請參考T. Cahill, “A New Harvard Study Just Shattered the Biggest Myth About Bernie Supporters,” April 19, 2017, <http://resistancereport.com/politics/harvard-poll-bernie-supporters/>.
  - 6 M. Talbot, “The Populist Prophet,” New Yorker, October 12, 2015.
  - 7 J. Kasperkevic and G. Wearden, “Federal Reserve Puts Rate Rise on Hold— As It Happens,” Guardian, September 17, 2015.
  - 8 N. Confessore and S. Craig, “2008 Crisis Deepened the Ties Between Clintons and Goldman Sachs,” New York Times, September 24, 2016.
  - 9 T. Gabriel, “Hillary Clinton– Bernie Sanders Schism Grows on ‘Too Big to Fail’ Banks,” New York Times, April 13, 2016.
  - 10 M. Taibbi, “The Great American Bubble Machine,” Rolling Stone, April 5, 2010.
  - 11 L. Fang et al., “Excerpts of Hillary Clinton’s Paid Speeches to Goldman Sachs Finally Leaked,” The Intercept, October 7, 2016.
  - 12 P. Lawrence, “A New Report Raises Big Questions About Last Year’s DNC Hack,” Nation, August 9, 2017.

- 13 H. Levintova, “Hacks, Leaks, and Tweets: Everything We Now Know About the Attack on the 2016 Election,” *Mother Jones*, May 30, 2017.
- 14 G. Miller, E. Nakashima and A. Entous, “Obama’s Secret Struggle to Punish Russia for Putin’s Election Assault,” *Washington Post*, June 23, 2017.
- 15 T. Dickinson, “Meet the Right-Wing Rebels Who Overthrew John Boehner,” *Rolling Stone*, October 6, 2015.
- 16 Mayer, *Dark Money*.
- 17 對於主要種族的動態有個傑出的調查，請參考T. Ferguson and B. I. Page, “The Hinge of Fate? Economic and Social Populism in the 2016 Presidential Election, a Preliminary Exploration,” prepared for delivery at the INET Conference, Edinburgh, UK, October 20– 23, 2017, <https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/Ferguson-and-Page-Scotland-Paper-revised-for-Conference.pdf>.
- 18 C. Laderman and B. Simms, *Donald Trump: The Making of a Worldview* (London: Endeavour Press, 2017).
- 19 K. W. Capehart, “Hyman Minsky’s Interpretation of Donald Trump,” *Journal of Post Keynesian Economics* 38.3 (2015): 477– 492
- 20 F. Norris, “Trump Sees Act of God in Recession,” *New York Times*, December 4, 2008.
- 21 Soopermexican, “Trump on TARP and Stimulus Sounds More Like a Crony Capitalist Than a Conservative,” *The Right Scoop* (blog), August 15, 2015, <http://therightscoop.com/trump-on-tarp-and-stimulus-sounds-more-like-a-crony-capitalist-than-a-conservative/>.
- 22 Southern constitutionalist, “Trump Has Supported Nearly All of Obama’s Economic Policy Agenda,” *RedState* (blog), August 27, 2015.
- 23 J. Green, *Devil’s Bargain: Steve Bannon, Donald Trump, and the Storming of the President* (New York: Penguin Press, 2017), 96– 103.
- 24 M. Grunwald, “Trump’s Love Affair with Coal,” *Politico*, October 15, 2017, <https://www.politico.com/magazine/story/2017/10/15/trumps-love-affair-with-coal-215710>.
- 25 Pew Research, “Clinton, Trump Supporters Have Starkly Different Views of a Changing Nation,” August 18, 2016, <http://www.people-press.org/2016/08/18/5-issues-and-the-2016-campaign/>.
- 26 R. Rubin and N. Timiraos, “Donald Trump Shows GOP’s Economic Pillars Are Loosening,” *Wall Street Journal*, July 19, 2016.
- 27 J. Creswell, “Trump and US Chamber of Commerce Pull No Punches on Trade Policy,” *New York Times*, July 11, 2016.
- 28 B. White, “Wall Street Shuns Trump’s Cleveland Convention,” *Politico*, July 13, 2016.
- 29 T. Mak, “Major Corporate Sponsors Are Scaling Back Support for GOP Convention,” May 6, 2016, <https://www.thedailybeast.com/major-corporate-sponsors-are-scaling-back-support-for->

gop-convention.

- 30 H. Paulson, “When It Comes to Trump, a Republican Treasury Secretary Says: Choose Country Over Party,” *Washington Post*, June 24, 2016.
- 31 *Ibid.*
- 32 S. Bannon, *Generation Zero* film, <https://www.youtube.com/watch?v=bsqu9gh6xhk>.
- 33 D. Johnson, “Trump Nominates Goldman Sachs ‘Alligator’ Jay Clayton to Run SEC,” *TruthOut*, March 29, 2017.
- 34 A. Greenspan, “Ich bin im falschen Jahrhundert geboren,” *Zürcher Tages-Anzeiger*, September 19, 2007.
- 35 M. Adday, “Alan Greenspan Doesn’t Want ‘Crazies’ to Undermine the U.S.,” *Fortune*, September 15, 2016.
- 36 Editorial, “Who’s Greenspan Calling Crazy?,” *New York Sun*, September 14, 2016, <http://www.nysun.com/editorials/who-is-greenspan-calling-crazy/89716/>.
- 37 “Trump Says US Interest Rates Must Change as Fed Weighs Rate Hike,” *Reuters*, September 5, 2016; “Trump Finally Got It Right on the Fed’s ‘False Economy’— but Will We Listen?,” *Guardian*, September 8, 2016; “Donald Trump Says Federal Reserve Chair Janet Yellen ‘Should Be Ashamed of Herself,’ ” *Washington Post*, September 12, 2016.
- 38 *Esquire* editors, “The Untold Stories of Election Day 2016,” *Esquire*, November 5, 2017, <http://www.esquire.com/news-politics/a13266971/election-2016-behind-the-scenes/>.
- 39 C. E. Lee and N. Stamouli, “Trump’s Win, Brexit Vote Stem from Mishandling of Globalization, Obama Says,” *Wall Street Journal*, November 16, 2016.
- 40 N. Carnes and N. Lupu, “It’s Time to Bust the Myth: Most Trump Voters Were Not Working Class,” *Washington Post*, June 5, 2017.
- 41 R. Blendon, L. Casey and J. Benson, “Public Opinion and Trump’s Jobs and Trade Policies,” *Challenge* 60 (2017), 228– 244.
- 42 A. Guisinger, “Americans’ Views of Trade Aren’t Just About Economics. They’re Also About Race,” *Washington Post*, August 16, 2016.
- 43 . Davis, “The Great God Trump and the White Working Class,” *Jacobin*, February 7, 2017; and Ferguson and Page, “The Hinge of Fate?”
- 44 D. Drezner, “My One Contribution to the Autopsies of the 2016 Presidential Election,” *Washington Post*, May 2, 2017.
- 45 M. Crowley, “The Deep State Is Real,” *Politico*, September/October 2017; and T. Porter, “Deep State: How a Conspiracy Theory Went from Political Fringe to Mainstream,” *Newsweek*, August 2, 2017.
- 46 J. Winter and E. Groll, “Here’s the Memo That Blew Up the NSC,” *Foreign Policy*, August 10, 2017.

- 47 B. Leubsdorf, E. Morath and J. Zumbun, "Economists Who've Advised Presidents Are No Fans of Donald Trump," Wall Street Journal, August 25, 2016
- 48 B. Casselman, "Why Trump's Carrier Deal Isn't the Way to Save US Jobs," FiveThirtyEight (blog), December 5, 2016, <https://fivethirtyeight.com/features/why-trumps-carrier-deal-isnt-the-way-to-save-u-s-jobs/>.
- 49 D. Griswold, "Trump's Carrier 'Success' Signals a Retreat of US Business in Global Markets," Mad About Trade, December 2, 2016.
- 50 S. Liesman, "Optimism on Economy, Stocks Surges Since Trump Election: CNBC Survey," CNBC, December 9, 2016.
- 51 P. Domm, "How Donald Trump Blew Up the Bond Market and Changed Everyone's View of Interest Rates," CNBC, November 14, 2016.
- 52 D. Dayen, "Donald Trump Isn't Even Pretending to Oppose Goldman Sachs Anymore," The Intercept, March 15, 2017.
- 53 M. Grunwald, "The Trade Deal We Just Threw Overboard," Politico Magazine, March/April 2017.
- 54 "Brad DeLong: The Democrats' Line in the Sand," Economist's View, June 30, 2008, <http://economistsview.typepad.com/economistsview/2008/06/brad-delong-the.html>.
- 55 "Kentucky Residents Express Dissatisfaction with GOP Efforts to Dismantle Obamacare," All Things Considered, NPR, July 18, 2017, <https://www.npr.org/2017/07/18/537948591/kentucky-residents-express-dissatisfaction-with-gop-efforts-to-dismantle-obamaca>.
- 56 H. Fingerhut, "Support for 2010 Health Care Law Reaches New High," Pew Research Center, February 23, 2017.
- 57 R. Savransky, "Poll: Support for ObamaCare Repeal-Only Plan at 13 Percent," The Hill, July 19, 2017.
- 58 R. Berman, "The Republican Majority in Congress Is an Illusion," Atlantic, March 31, 2017.
- 59 M. Sheetz, "Treasury Secretary Mnuchin Extends Measure to Hold Off Debt-Limit Default," CNBC, July 28, 2017.
- 60 M. Grunwald, "Mick the Knife," Politico, September/October 2017.
- 61 E. D. Kleinbard, "The Debt Ceiling Crisis Is Real," New York Times, August 7, 2017.
- 62 R. Savransky and J. Fabian, "Trump: US 'Needs a Good Shutdown,'" The Hill, May 2, 2017, <http://thehill.com/homenews/administration/331512-trump-us-needs-a-good-shutdown>.
- 63 R. Bade, B. Everett and J. Dawsey, "Trump Sides with Democrats in Debt Limit, Funding, Harvey Deal," Politico, September 6, 2017. The far bigger disaster in Puerto Rico turned out to be of little concern to Washington.
- 64 I. Millhiser, "Memo to the New York Times: Donald Trump Is a Republican," Think Progress,



September 11, 2017.

- 65 M. Yglesias, “The Looming Debt Ceiling Fight, Explained,” Vox, August 9, 2017.
- 66 “How the Republican Tax Bill Compares with Previous Reforms,” Economist, December 9, 2017.
- 67 在A. Rappeport, “Ahead of Vote, Promised Treasury Analysis of Tax Bill Proves Elusive,” New York Times, November 30, 2017裡有一頁的備忘錄，總結財政部宣稱減稅對經濟成長的影響，請參考“Analysis of Growth and Revenue Estimates Based on the U.S. Senate Committee on Finance Tax Reform Plan,” December 11, 2017, <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/TreasuryGrowthMemo12-11-17.pdf>.
- 68 P. Baker, “Arthur Laffer’s Theory on Tax Cuts Comes to Life Once More,” New York Times, April 25, 2017.
- 69 . Simpson and E. Bowles, “A Moment of Truth for Our Country’s Financial Future,” Washington Post, November 29, 2017.
- 70 R. Rubin, “Analysis: How Consensus for Corporate Rate Cut Turned into Partisan Tax Brawl,” Wall Street Journal, December 22, 2017.
- 71 K. Zernike and A. Rappeport, “Heading Toward Tax Victory, Republicans Eye Next Step: Cut Spending,” New York Times, December 2, 2017.
- 72 “Tax Reform Plan a ‘Bid to Make US Inequality Champion,’ ” Al Jazeera, December 16, 2017, <https://www.aljazeera.com/news/2017/12/tax-reform-plan-bid-champion-inequality-171216105649640.html>.
- 73 CBO, “Analysis of the Long-Term Costs of the Administration’s Goals for the Military,” December 2017, <https://www.cbo.gov/publication/53350>.
- 74 L. Summers, “Sugar High Is Right Diagnosis, Tax Cuts Are the Wrong Prescription,” December 10, 2017, <http://larrysummers.com/2017/12/10/sugar-high-is-right-diagnosis-tax-cuts-are-the-wrong-prescription/>.
- 75 J. Hilsenrath and D. Harrison, “Yellen Cites Benefits to Running Economy Hot for Some Time,” Wall Street Journal, October 14, 2017.
- 76 L. Summers, “Three (Almost) Inexplicable Parts of the Republican Tax Plan,” Washington Post, November 5, 2017.
- 77 C. Collins, “House Republican: My Donors Told Me to Pass the Tax Bill ‘or Don’t Ever Call Me Again,’ ” November 7, 2017, <https://www.vox.com/policy-and-politics/2017/11/7/16618038/house-republicans-tax-bill-donors-chris-collins>.
- 78 “What Donald Trump’s Election Means for Government-Bond Markets,” Economist, December 3, 2016.
- 79 J. Sommer, “Clouds Are Forming over the Bond Market,” New York Times, June 30, 2017.

- 80 S. Oh, “Treasury Yields Rise as Roadblock to Tax Bill Removed,” December 15, 2017, <https://www.marketwatch.com/story/treasury-yields-inch-higher-as-tax-bill-set-for-unveiling-2017-12-15>.
- 81 IMF, World Economic Outlook (Washington, DC: IMF, 2017), 19, Figure 1.13, panel 4.
- 82 Americans for Financial Reform, “How Americans View Wall Street and Financial Regulation,” August 2017, <http://ourfinancialsecurity.org/americans-view-wall-street-financial-regulation-august-2017/>.
- 83 J. Mason and S. N. Lynch, “Trump’s Message to Bankers: Wall Street Reform Rules May Be Eliminated,” Reuters, April 11, 2017.
- 84 J. Dizard, “The Trump Era of Light-Touch Regulation Dawns,” Financial Times, July 2, 2017.
- 85 H. Levintova, “House Republicans Are Trying to Pass the Most Dangerous Wall Street Deregulation Bill Ever,” Mother Jones, June 7, 2017.
- 86 G. Bennett, “House Passes Bill Aimed at Reversing Dodd-Frank Financial Regulations,” NPR, June 8, 2017.
- 87 “A Financial System That Creates Economic Opportunities: Banks and Credit Unions—Core Principles for Regulating the United States Financial System,” US Treasury report to President Donald J. Trump, Executive Order 13772 (June 2017).
- 88 J. Dizard, “The Trump Era of Light-Touch Regulation Dawns,” Financial Times, July 2, 2017.
- 89 A. Scaggs, “Save the OFR,” Financial Times, June 15, 2017.
- 90 B. Jopson, “US Regulator Moves to Loosen Volcker Rule,” Financial Times, August 2, 2017.
- 91 R. Tracy, “Trump Team to Recommend Keeping Dodd-Frank Liquidation Power,” Wall Street Journal, November 29, 2017.
- 92 葛林斯潘的辯護請參考：A. Greenspan, “The Crisis,” Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2010, 202– 250. For media coverage, see Dealbook, “Greenspan: The Fed Failed to Gauge the Bubble,” New York Times, March 18, 2010.
- 93 B. Bernanke, “Shrinking the Fed’s Balance Sheet,” Brookings, January 26, 2017.
- 94 V. Guida and B. White, “Trump Dumps Yellen, Picks Powell in Biggest Economic Move,” Politico, November 2, 2017, <https://www.politico.com/story/2017/11/02/trump-picks-powell-fed-chair-244475>.
- 95 見鮑爾森在兩黨政策中心（Bipartisan Policy Center）的簡歷，<https://bipartisanpolicy.org/person/jerome-powell-0/>.
- 96 B. Applebaum, “In Choice of Fed Chairman, Trump Downgrades Deregulation,” New York Times, October 29, 2017.
- 97 D. A. Irwin, “Mr. Trump’s Trade War,” Wall Street Journal, December 15, 2017.
- 98 D. Lawder, “G20 Ministers Give Mnuchin Space to Define Trump Trade Agenda,” Reuters, March 20, 2017.

- 99 C. Jones and S. Fleming, “G20 Drops Vow to Resist All Forms of Protectionism,” *Financial Times*, March 18, 2017.
- 100 *Ibid.*
- 101 A. Parker, P. Rucker, D. Paletta and K. Deyoung, “Inside Donald Trump’s Sudden Reversal on NAFTA,” *Chicago Tribune*, April 27, 2017.
- 102 J. Mason and D. Lawder, “Trump Says Was ‘Psyched to Terminate NAFTA’ but Reconsidered,” *Reuters*, April 26, 2017.
- 103 “Inside Donald Trump’s Sudden Reversal on NAFTA.”
- 104 M. Grunwald, “The Trade Deal We Just Threw Overboard,” *Politico Magazine*, March /April 2017.
- 105 D. A. Irwin, *Clashing over Commerce: A History of US Trade Policy* (Chicago: Chicago University Press, 2017), Kindle location 9115– 10214.
- 106 G. Shaffer, M. Elsig and M. Pollack, “The Slow Killing of the World Trade Organization,” *Huffington Post*, November 17, 2017, [https://www.huffingtonpost.com/entry/the-slow-killing-of-the-world-trade-organization\\_us\\_5a0ccd1de4b03fe7403f82df](https://www.huffingtonpost.com/entry/the-slow-killing-of-the-world-trade-organization_us_5a0ccd1de4b03fe7403f82df).
- 107 P. Levy, “Robert Lighthizer’s Global Trade Governance Critique,” *Forbes*, December 12, 2017.
- 108 “US Broadside Leaves WTO Meeting in Tatters,” *Deutsche Welle*, December 12, 2017.
- 109 K. McNamara, “Trump Takes Aim at the European Union: Why the EU Won’t Unify in Response,” *Foreign Affairs*, January 24, 2017.
- 110 E.-K. Symons, “Steve Bannon Loves France,” *Politico*, March 22, 2017, and C. Alduy, “The Novel That Unites Marine Le Pen and Steve Bannon,” *Politico*, April 23, 2017.
- 111 D. Frum, “Trump’s Trip Was a Catastrophe for US-Europe Relations,” *Atlantic*, May 28, 2017.
- 112 J. Henley, “Angela Merkel: EU Cannot Completely Rely on US and Britain Any More,” *Guardian*, May 28, 2017.
- 113 R. Haass, *Twitter*, May 28, 2017.
- 114 Sorbonne speech of Emmanuel Macron, full text/English version, <http://international.blogs.ouest-france.fr/archive/2017/09/29/macron-sorbonne-verbatim-europe-18583.html>.
- 115 二〇一七年七月六日總統川普對波蘭民眾的演說, <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-president-trump-people-poland/>.
- 116 “Schäuble Defends German Trade Surplus in the US,” April 20, 2017, <http://www.dw.com/en/sch%C3%A4uble-defends-german-trade-surplus-in-the-us/a-38525267>.
- 117 T. Fairless, “Schäuble Defends Germany’s Trade Surplus,” *Wall Street Journal*, April 20, 2017.
- 118 B. W. Setser, “G-3 Coordination Failures of the Past Eight Years? (A Riff on Coeuré and

Brainard),” Follow the Money (blog), August 23, 2017, [https://www.cfr.org/blog/g-3 - coordination-failures-past-eight-years-riff-coeure-and-brainard](https://www.cfr.org/blog/g-3-coordination-failures-past-eight-years-riff-coeure-and-brainard).

- 119 見世界貿易組織祕書長的評論：R. Azevedo, “Remarks: The Evolution of Trade, Technology, and Globalization: How to Foster Inclusive Growth,” November 8, 2017, [https://www.wto.org/english/news\\_e/spra\\_e/spra198\\_e.htm](https://www.wto.org/english/news_e/spra_e/spra198_e.htm).
- 120 . Constantinescu, A. Mattoo, and M. Ruta, “The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural?,” International Monetary Fund, No. 15–16, 2015.
- 121 強力批評請見S. J. Evenett and J. Fritz, Will Awe Trump Rules? The 21st Global Trade Alert Report (London: CEPR, 2017).
- 122 B. W. Setser, “Dark Matter. Soon to Be Revealed?,” Follow the Money (blog), February 2, 2017, <https://www.cfr.org/blog/dark-matter-soon-be-revealed>.
- 123 National Security Strategy of the United States (Washington, December 2017), 37, <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2017/12/NSS-Final-12-18-2017-0905.pdf>.
- 124 D. A. Graham, “The Wrong Side of ‘the Right Side of History,’ ” Atlantic, December 21, 2015, <https://www.theatlantic.com/politics/archive/2015/12/obama-right-side-of-history/420462/>.
- 125 IMF, World Economic Outlook, October 2017, 23, 187, 204.

## 第25章 可能出現的情況

二〇一七年一月十七日，在達沃斯舉辦的世界經濟論壇上要探討英國脫歐與川普就任總統的影響。中國領導人習近平走上講台發表開幕演說。外界普遍認為習近平想要藉由這場演說宣告中國的新角色：成為全球化的支持力量。<sup>1</sup>八年前，中國人民銀行行長曾因提議成立新的布雷頓森林體系而登上各大新聞媒體頭條，此舉無疑是為了支持中國希望在全球經濟治理問題上扮演重要角色的企圖心。到了二〇一七年，中國再也不需要破門而入。他們要做的就是慷慨激昂地發表演說，重新複述那些早已成為全球共識的陳腔濫調，運用歷史唯物論提供的論證依據、加入古詩詞諺語，並引用中國驚人的經濟數據做為佐證。<sup>2</sup>這正是前往達沃斯參加論壇的企業執行長、投資人和政策專家希望聽到的話，而習近平是這場演說的絕佳人選。與川普不同，習近平老成世故。他是中國共產黨的最高領導人，但是出身太子黨的背景讓他更加篤定此生注定要當上中國領導人。與梅克爾不同，習近平不需要說服任何人去相信他有足夠的能力和意志力，依據中國在全球事務占有的份量採取相應的行動。他所展現的權威證明中國不僅已成為主要的經濟體，更成為世界強權。對於全球許多國家而言，中國已經是經濟強權，特別是歐洲。如今正值令人不安的歷史性過渡時期，人的記憶總是短暫。人們很容易遺忘，不過是在前一年的達沃斯會議上，當時各國領袖討論的不是中國的霸權，而是中國的經濟有可能引發全球災難。

## 中國出現經濟危機？

自從二〇一三年發生縮減恐慌之後，新興市場經濟便陷入長期困境。新千禧世代最成功的經濟體是巴西與南非，它們的經濟硬著陸。二〇一四年秋天商品價格崩盤，嚴重衝擊石油、天然氣、鐵礦和其他原物料出口商。俄羅斯和其他中亞國家因為經濟制裁與烏克蘭危機而痛苦掙扎。歐洲與美國的經濟成長疲弱不振。中國經濟持續成長，成為全球經濟唯一的支撐力量，直到二〇一五年，市場瞬間出現疑慮。二〇一五年六月十二日，正當西方國家因為希臘和烏克蘭危機而分心，中國股市開始走跌。上證指數在三個星期內，從五千一百六十六點的高峰大跌三〇%。政府下令「國家隊」投資人（包括企業和基金）挹注數十億人民幣進場護盤，股價暫時回穩。但是到了八月中，由於擔憂人民幣貶值，股市再度下跌，九月時跌至逼近三千點大關，創下歷史新低。政府二度下令進場護盤，股市短暫回升。但是二〇一六年一月四日，股市再度反轉直下。到了二月時，出現一波波拋售潮，股市跌至兩千七百三十七點，僅略高於六個月前歷史高點的一半。

對中國而言，股市的表現讓北京政府頓失顏面。二〇一三年，習近平推動新的施政計畫，目的是實現所謂的「中國夢」。但是共產黨宣傳單位卻極為不智地將這個計畫與股市財富直接連結。<sup>3</sup>數億中國人將畢生積蓄投入股市之中，如今這些投資瞬間化為泡沫。同時間，中國政府則是加緊籌備一九四五年對日抗戰勝利週年活動。九月三日舉行的閱兵遊行是一場規模盛大的紀念性活動，彷彿是為了實踐當年的歷史遺訓「不要遺忘國家恥辱」，透過大肆慶祝抗戰勝利作為回應，當天普丁受邀擔任貴賓。就在此時，人民幣獲得認可，取得國際貨幣的地位。二〇一五年秋天，國際貨幣基金正考慮將人民幣納入特別提款權指標中。一

旦被國際貨幣基金納入，北京政府便可讓人民幣幣值更自由地浮動。數十年來，人民幣一直是單向賭注。若要對抗過度高估的美元，唯一的方法就是升值。但是二〇一五年八月初，北京鬆綁人民幣外匯交易管制，人民幣立即暴跌。

很明顯有某件事情出錯。與二〇〇八年的情況不同，這次的問題來自中國內部。歷經多年的爆發性成長，再加上自二〇〇八年之後信用急速擴張，中國重工業出現嚴重的產能過剩。房地產因為過度興建而被壓得喘不過氣。股市因為「非理性繁榮」與危險的保證金融資而飆漲。中國的影子銀行業過度膨脹，讓人驚恐地聯想起二〇〇七至二〇〇八年導致歐洲和美國金融體系崩潰的那段歷史。<sup>4</sup>不過，對於研究中國經濟的觀察家而言，最令人擔憂的是，每個月有高達數千億美元的資金逃離中國，流向其他避險天堂。<sup>5</sup>他們是否知道其他國家所不知道的事情？

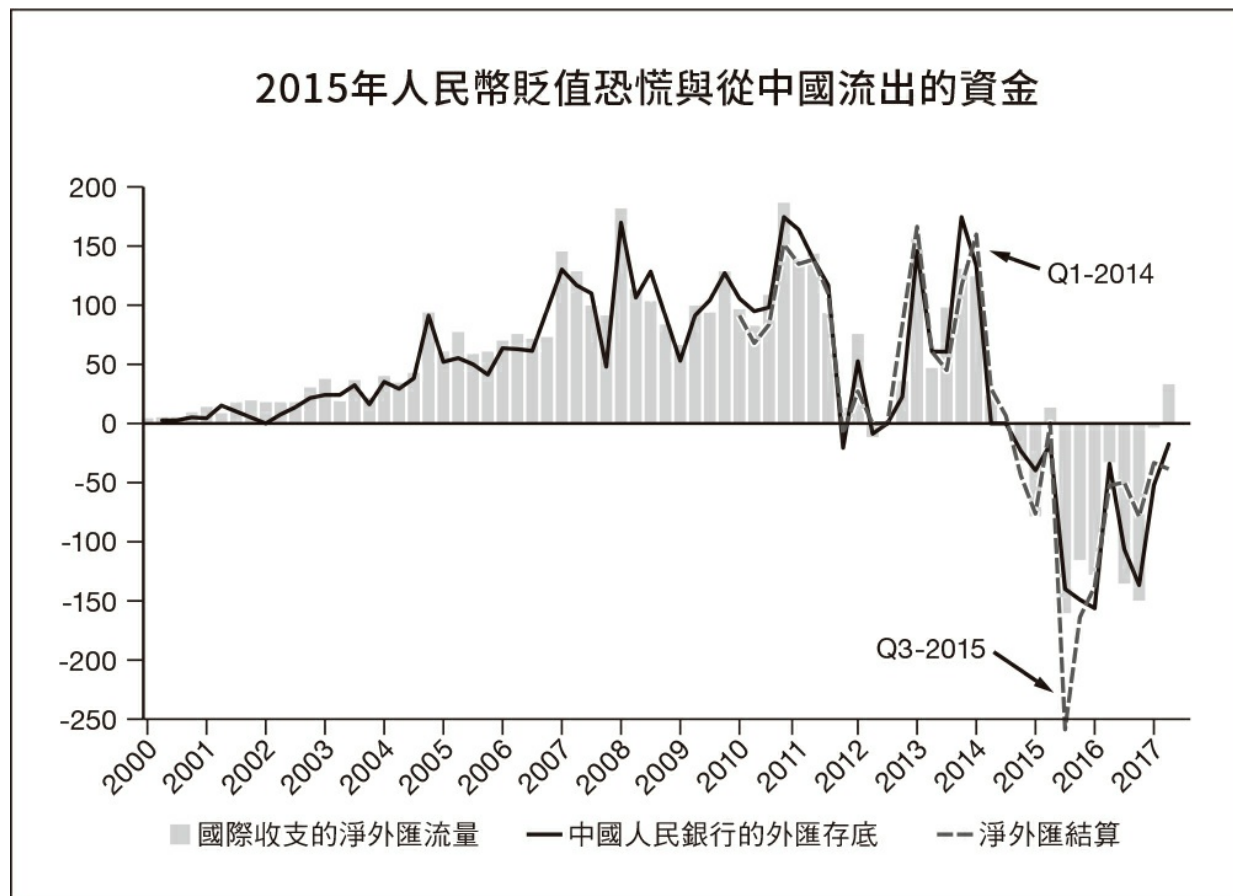
過去二十年，人民幣被過度低估一直是全球經濟事務的不變常數。如今情勢扭轉。中國有可能是另一個、而且是史上規模最大的新興市場熱潮衰退的案例嗎？這樣的想法讓人膽戰心驚，同時也引發另一個問題。擁有穩定的貿易平衡與大量外匯存底的國家，為何會陷入貨幣危機？不免讓人驚恐地回想起二〇〇八年，當時包括南韓與俄羅斯等出口大國的銀行資金流出現問題，急需美元融資。如今到了二〇一五年，說詞和二〇〇八年完全相同。但是全球化運作的管道和層級已不同於以往。由南韓與中國主導的貿易管道是導致金融危機的唯一途徑、但並非是最具決定性的因素。擁有大量貿易順差、龐大外匯存底與貨幣升值的經濟體，內部的銀行、企業和個別公民可能累積大量的外幣債務。二〇〇八年時，南韓、俄羅斯和歐洲銀行的共通點是非常需要美元融資。因此，一旦利差出現變動，或是外匯浮動方向改變，便會受到嚴重衝擊。導致他們無力抵禦的原因不在於貿易平衡，而是企業的資產負債

表。二〇〇八年，中國還未完全融入全球化運作體系。中國的全球化仍處於非常「古典」的階段，主要以貿易為主。正因為中國經濟發展的路徑相當常見，再加上美國面臨「雙赤字」危機，使得西方分析師無法專注在北大西洋地區資產負債表日益惡化的問題。但是自從二〇〇八年之後，中國持續極其危險的高速現代化，更進一步與全球金融體系整合。推動中國金融整合的商業邏輯相當合理。中國企業的投資模式前所未見。中國利率偏低，但是拜柏南克量化寬鬆之賜，美元區的利率更低。人民幣的唯一出路只有升值一途。上述兩項因素相加，便可創造獲利可觀的「利差交易」：借美元投資人民幣；然後在人民幣升值的情況下，藉由經濟熱潮所創造的收益來償還美元債務。<sup>6</sup>由於中國進行外匯管制，無法直接買進美元，因此必須增加另外兩道手續：借美元，買進商品，運用商品銷售的預期收入作為擔保來借人民幣，在中國投資人民幣。獲利來自三個地方：中國投資報酬與美元融資成本之間的利差、美元兌人民幣的匯率貶值，以及因中國需求持續成長而推升的商品價值。

根據國際清算銀行預估，到二〇一四年底，中國官方的外匯存底已經達到四兆美元的高峰，中國企業的跨國債務達一．一兆美元，多數以美元計價，其中有超過八千億美元的債權由西方大型銀行持有。<sup>7</sup>整體而言，二五％的中國企業債務是以美元計價，但是僅有八％的企業營收是收到美元。兩者之間存在明顯落差，雖然能創造獲利，但風險極高。如果其中一像基本條件改變，不論是利率、匯率或商品價格，就很有可能轉盈為虧。二〇一五年，這三項條件同時改變。聯準會結束量化寬鬆政策，原本享有的淨利差立即轉為虧損。此外，中國經濟成長率趨緩、二〇一四年油價崩盤，導致商品價格反轉直下。習近平在中國推動的反貪腐行動，迫使富有階級將資產移往海外。資金外流進一步加重人民幣貶值的壓力。整體的外匯暴險高達十一億美元，對於那些持有外匯暴險



部位的人而言，上述因素同時發生實在是糟透的壞消息。依常理判斷，必定會引發資金外逃風暴。<sup>8</sup>



單位：10億美元

資料來源：Brad Setser, “Asia Is Adding to Its FX Reserves in 2017 (China Included?),” Follow the Money (blog), August 21, 2017, <https://www.cfr.org/blog/asia-adding-its-fx-reserves-2017-china-included>

根據《經濟學人》的報導，二〇一五冬季至二〇一六年冬季，全球經濟面臨的威脅不亞於一場「災害」。<sup>9</sup>長期以來，推升全球化浪潮的新興市場榮景戛然而止，讓人驚慌。俄羅斯、中亞、巴西和南非的經濟全都陷入衰退。中國經濟因為人民幣貶值和投資人大舉逃離而內爆，很可能使全球經濟推向衰退。依據《經濟學人》推估的最壞情況，由於大批資金逃離中國，再加上產能過剩，將加速全球通貨緊縮循環，情況甚

至比二〇〇八年嚴重。工業與商品製造商將無力償還債務。此外，如果人民幣不再釘住美元，貶值的就不僅是人民幣，新興市場的美元利差交易將會被破壞，進而引發全球金融危機。西方銀行將無可避免地受到波及。

上述的情境模擬讓人不寒而慄。即使想到這種情況可能會發生，就足以引發恐慌。商品市場更是緊張。歷經二〇一四年十一月的崩盤之後，油價在二〇一五年春天回穩，每桶價格大約六十美元。中國是全球最大原油進口國。但如今中國出現貨幣危機，再加上美國頁岩油產量豐富與沙烏地阿拉伯政府堅持不讓步，均使市場再度迫近懸崖邊緣。<sup>10</sup>二〇一五年夏天到二〇一六年一月之間，原油價格腰斬，從每桶六十美元暴跌至二十九元。毫無疑問是沙烏地阿拉伯的傑作，卻這卻讓高度槓桿操作的美國頁岩油產業嚴重重創，進而引發美國金融市場驚慌。雖然先進國家的經濟因為量化寬鬆政策而獲得支撐，但是通貨緊縮的壓力日益升高。二〇一六年一月，達沃斯會議討論的問題不再是中國要如何領導世界經濟，而是中國要如何應付危機。北京政府有可能避免災難發生嗎？中國經濟的內爆是否會促使新興市場的命運徹底翻轉，經濟全面崩潰？不過，這次的全球危機並未延續至一年後川普上台。所以接下來的問題是，為什麼會這樣？

答案要從北京政府採取的行動開始說起。自從北京政府採取激烈手段回應二〇〇八年金融危機之後，中國經濟政策的成效便為世人所稱道。但是在二〇一五年中國一開始回應危機的手法卻令人不安，北京政府無法有效穩定上海股市，徹底暴露中國政府無所不能的錯誤迷思。<sup>11</sup>中國特色的量化寬鬆政策並不成功。二〇一五年八月，外匯交易自由化的措施更是處理不當。不過，北京政府依舊保持鎮靜。中國人民銀行採取新的釘住匯率政策，穩住人民幣，避免進一步走貶。在加強資本管控

的同時，中國人民銀行卻放寬美元暴險部位。如果目的是為了調整資產負債表、而非引發普遍性恐慌，這確實是正確的應變措施。中國外匯存底從二〇一四年夏天的四兆美元高峰，降至二〇一七年初的三兆美元。雖然每個月數百億美元流失讓人心驚，但最終成功地讓外匯存底穩定維持在較低的水準。二〇一六年初，北京政府為了提升需求，推出新一波的信貸擴張與財政刺激方案，同時大力整頓過度擴張、產能過剩最嚴重的重工業。向來鼓吹自由市場的西方媒體這次卻對中國政府重新採取管制措施而感到如釋重負。如同《經濟學人》寫道：「由於資金受到管制，絕大多數資金流到地方的不動產市場：房價開始上漲，首先是都市，而後蔓延至其他地區。小型汽車營業稅減少了一半。這些管制措施和刺激方案確實奏效。」<sup>12</sup>商品價格反彈回升，亞洲各地製造業重現榮景，中國製造業的產能回升。全球通貨緊縮的威脅正式解除。

這是贏家的敘述方式。中國並非另一個易於引爆危機的新興市場。北京掌控一切。北京政府成功地遏止一場源自中國、有可能導致全球經濟動盪不安的危機。你可能會以為到目前為止都沒問題。但是二〇一五年的事件證明，中國並非固若金湯、更非全能。更重要的是，它並非擁有完全的自主權。二〇〇八年時，市場擔憂中國是否會傾倒美元，引發美國市場的動盪不安。八年後，由於中國與全球金融市場更密切整合，市場擔憂的問題正好相反。如今北京政府極力穩住股市與外匯流失，因此問題不再是中國是否會傾倒美元，而是聯準會是否會與中國聯手，合力穩住人民幣。

對葉倫和聯準會理事會而言，這是難以抉擇的兩難困境。二〇一五年初，聯邦公開市場委員會期望持續二〇一四年十二月結束量化寬鬆政策之後便開始進行的程序：逐步調升利率。問題在於調升的幅度與速度。歷經二〇一三年的「縮減恐慌」之後，聯準會特別關注升息對新興

市場的後續影響。<sup>13</sup>但是美國經濟已經逐漸步向充分就業狀態，因此若沒有其他更重要的理由，聯準會希望脫離零利率的現況，未來再次出現經濟衰退時才能有操作空間。而且整體來看，要求利率「正常化」的呼聲持續不斷。儘管有人談到經濟長期停滯的問題，但是外界難以接受，零利率或聯準會資產負債表過度膨脹，未來將會成為全球經濟的常態。如今，阻礙利率正常化的因素來自中國貨幣危機的威脅。二〇一三年時聯準會關注的焦點是美國經濟，如今他們是否應當將焦點轉向中國？

二〇一五年夏天，聯準會依舊含糊其詞，但是到了九月召開聯邦公開市場委員會會議時，聯準會已經無法再迴避這個問題。絕大多數分析師預期聯準會將會升息一碼。但隨後發生令人震驚的消息：人民幣大貶，上證指數再次下跌。儘管聯準會的命令有其限制性，但如今市場已全球化，他們無法不去正視中國危機可能產生的威脅。八月二十四日，美國道瓊指數下跌一千點，聯準會決定收手，暫停美國貨幣政策正常化的計畫。葉倫公開說明聯準會的考量，中國的穩定是關鍵。在二〇一五年九月十八日召開的記者會上，葉倫解釋聯邦公開市場委員會的決定。根據記者統計，記者會上葉倫提到中國六次，提到「全球」因素有十次。與二〇一三年印度和土耳其面臨壓力的情況不同，中國危機將會對美國本土市場產生回溢（spillback）效應，不容忽視。中國通貨緊縮勢必會衝擊全球經濟，因此聯準會沒有必要在此時調升利率，讓情況更加惡化。<sup>14</sup>

對北京政府而言，聯準會的自制讓他們鬆了一口氣。北京政府認同聯準會提出的相互依存說法。二〇一五年十月，中國財政部長樓繼偉在國際貨幣基金會議上冒失的說道，聯準會不能升息，因為中國正面臨危險。「美國還未到升息的時機，而且基於全球責任，聯準會不能升息。」樓繼偉說。他認為，如今美元已經成為全球貨幣，所以美國應該

「擔負起全球責任」。<sup>15</sup>在美國，各界的反應不一。焦慮的市場觀察家立即指出，葉倫依據中國市場的情況調整美國政策，更讓人難以準確預測聯準會的下一步行動。市場早已熟稔聯準會的操作邏輯，但是在西方，沒有任何人知道要怎麼解讀北京政府的行動。<sup>16</sup>

二〇一五年十二月，由於美國勞動市場持續改善，聯邦公開市場委員會決定升息，這是自二〇〇六年以來的首度升息。<sup>17</sup>葉倫的宣布明確顯示，聯準會希望傳達出經濟穩定復甦的訊息。但是美國兩大黨的看法卻出現嚴重分歧。伯尼·桑德斯的支持者在紐約聯準會大樓外示威抗議，要求說明「什麼樣的復甦？」數百萬美國人民的生活水準離二〇〇八年還很遙遠。另一方面，保守派對於葉倫未能及早升息感到相當不滿，之後川普也加入撻伐之列。市場的看法也相當混亂。二〇一五年十二月，聯準會終於讓利率走向正常化，投資人如釋重負。但隨後中國和新興市場的不確定性升高，同時油價暴跌。二〇一六年初，市場開始出現拋售潮。二月中，標準普爾指數下跌一一%。到了夏天時，市場因為英國脫歐因素再度出現拋售潮，聯準會再次暫停升息。二〇一六年十一月，所有人急於探究為何希拉蕊會敗選，卻忽略美國經濟面臨的緊張情勢。距離二〇〇八年金融危機已經有八年的時間，在桑德斯、希拉蕊、川普競逐總統大位的當下，美國經濟並非處於繁榮階段。市場不確定性依舊存在，因此聯準會認為，升息並非是安全的做法。直到年底，「川普衝擊」全面發酵，再加上通貨緊縮的疑慮消除，聯準會決定放手升息。

危機還在加深

二〇一五至二〇一六年，全球經濟巧妙地躲過第三次危機。新興市場的衰退僅限於個別經濟體（俄羅斯、巴西、南韓）與特定的商品，特別是石油。經濟衰退並非全面性，並未擴及至先進國家。歐元區、英國和美國的經濟持續緩慢復甦。當我們試圖理解二〇一三年以來的政治與地緣政治動亂時，必須考量上述的經濟背景，但往往容易被外界忽略。烏克蘭危機爆發期間，商品價格的暴跌更加重西方國家的制裁手段對俄羅斯經濟造成的壓力。在此同時，二〇一五年希臘政局的戲劇化發展、英國脫歐和川普當選總統等事件同時發生，平和的表象之下隱隱透露著不安。我們還未真正遭遇二〇一七年時鮑爾森提出的問題：如果川普就任週年同樣遇上歐巴馬在二〇〇九年時面臨的挑戰，全球的局勢會如何發展？

儘管二〇一五至二〇一六年全球避免危機的發生，但危險依舊持續升高。如果回到二〇〇八年之前，「中國危機」引爆的可能性相當高。不過，當時觀察家擔憂的是，中國的外匯存底操盤手有可能大量拋售美元計價的資產。眼看著風暴烏雲壓頂，穩定中國市場成為鮑爾森領導的財政部的優先要務，鮑爾森甚至願意付出高昂的政治代價來達到目的。布拉德·賽澤的妙語如珠完全切中要害：房利美與房地美「與中國關係太過密切而不能倒」。<sup>18</sup>將這些房貸機構國有化或許可以避免大西洋和中國危機同時引爆，但後果不堪設想。鮑爾森的金融外交也凸顯出一項重要的事實：在二〇〇八年，管理中美金融關係仍屬於政府間關係。然而在二〇一五至二〇一六年間，不僅中國有風險，而且移出資金的是民間企業與投資人。不到十年的時間，中國商業與金融整合的程度已經達到令人吃驚的程度。隨著本書敘事的開展，這背後代表的涵義令人憂心。

本書已探討民間金融高度整合的三大區域如何化解危機的歷程：跨

大西洋美元金融系統、歐元區、東歐後蘇聯國家。各國政府面臨的挑戰異常艱鉅。不論是民間金融與政府財政，均受到危機波及，陷入惡性循環之中。銀行破產迫使丟盡顏面的政府不得不出手干預，拯救民間財團。聯準會提供流動性，跨海援救其他國家的銀行。如今的金融危機已升級至國際關係的層次：德國與希臘、英國與歐元區、美國與歐盟。這些問題並非出自於權力政治的真空環境，而是存在於地緣政治力場之中，一個明顯的例子正是不同地理區域的國家，對於喬治亞與烏克蘭的未來命運和俄羅斯意見相左。這個挑戰不僅牽涉到技術性問題，而且難以想像的複雜、龐大、瞬息萬變。二〇〇七至二〇一二年間，金融危機的壓力仍然存在。

美國財政部和聯準會以資本主義機制穩定市場的應變措施可以說相當成功。它們的目的是提升銀行的生存能力，如今他們不僅達成原先的目標，同時為全球以美元計價的金融體系、歐洲與新興市場提供需要的流動性與貨幣刺激政策。但也更加凸顯出民主黨未能將當年成功化解金融危機的成就，善加運用到政治領域上。事實上，不僅問題資產紓困計畫與紓困方案被汙名化，聯準會也失去正當性。二〇〇八年金融危機的陰影至今仍揮之不去，在二〇一六年的總統大選，選民做出明確的裁決。隨著川普當上總統、共和黨取得國會多數，美國政治系統是否會持續支持全球化運作的基本制度，如今已成為開放性問題，更別說在國家或全球層級上採取冒險性的危機解決方案。

隨著美國逐漸退出國際事務，或許有人認為歐元可以是另一個選擇。但是由於歐洲央行的失敗，德國與法國另行擬定可行的抵抗危機策略，反而使得二〇一〇至二〇一五年間，歐元成為全球經濟的危險與不穩定源頭。如果歐洲成功度過危機，有很大部分是因為外部的壓力與援助。原本應該採取的必要措施，長期以來遭到歐元區最強勢地德國強烈

反對，讓人感到不安。談到全球經濟治理，中國和其他二十國集團成員不認為歐洲會是可靠的好夥伴，它們不斷質疑歐洲究竟要怎麼做？<sup>19</sup>德國可能會回應說，它們在教導各國遵循紀律，在因應未來的全球競爭上做好萬全準備。但是當希臘、愛爾蘭、葡萄牙、西班牙和義大利等多個國家紛紛面臨危機即將引爆的危險時，強調紀律有何意義？二〇一二年，歐洲央行終於克服蒙帝婉轉稱之的「心理魔障」難題。歐洲央行重新擁抱積極主義，成功穩定債券市場。但是，成立銀行聯盟所必須推行的的重要金融措施，至今進度依舊緩慢，柏林仍反對歐洲發行共同的安全資產，也就是歐元債券。<sup>20</sup>同樣的，德國與法國再次成為關鍵。二〇一七年，馬克宏贏得總統大選，意味著法國人民選擇支持歐洲。不過，他們支持的並非是歐洲的現狀，而是未來的新方向。<sup>21</sup>接下來就看德國了。二〇一七年五月，面對川普外交政策引發的混亂，梅克爾慷慨激昂地呼籲歐洲必須走自己的路。然而，二〇一七年大選後，德國是否還能持續支持類似的計畫，如今成了一大問號。德國另類選擇黨的崛起讓人憂心。如今大眾對他們的認知就是一個支持種族主義、反移民與難民的政黨。但事實上，二〇一三年德國另類選擇黨之所以成立，是源自於右派對德拉吉與歐洲央行的強烈不滿。歐洲大聯盟的瓦解是必然的結果。二〇一〇至二〇一二年間，梅克爾處理歐元區危機時，自由民主黨的角色反而成為絆腳石，巴伐利亞的右派基督教社會聯盟亦是如此。在撰寫本書期間，歐洲正等待德國組成新的聯合政府（注：二〇一八年三月，梅克爾領導的基督教民主聯盟順利與社民黨籌組聯合政府）。

當然，跨大西洋關係並非僅建立在金錢之上。這當中還包括深層的文化、政治、外交與軍事關係。二〇〇〇年代初期，這些層層關係也擴張到亟欲加入歐盟與北大西洋公約組織的東歐地區。在東亞，美國的聯盟體系組織鬆散，西方並未完全贏得冷戰的勝利。中國經濟的崛起代表共



產黨的勝利。這也是為什麼許多人懷疑與中國密切合作、建立全球經濟治理制度的可能性偏低的根本原因。與南韓、日本與歐洲不同的是，中國並沒有附屬於美國全球網絡的一部分。當美國二〇〇八年擴大換匯協議時，實施地區的經濟活動不受政治干預、但是存在有深層的權力關係。然而，中國的海外投資多半帶有政治性目的，國營企業扮演的角色讓人懷有戒心，因此很難與其他國家形成共通的經濟利益，例如：聯準會有正當理由為了解決歐洲危機而擴大換匯協議。此外，基於過去西方國家與東歐國家接觸的經驗，華府與歐洲是否有能力在地緣政治情勢緊張的地區成功執行金融外交，很難讓人抱持樂觀態度。事實上，二〇〇八年八月危機爆發前幾個星期，北大西洋公約組織針對向東擴張計畫所舉行的會談就是導致俄羅斯入侵喬治亞的原因。但是儘管如此，在二〇〇八至二〇〇九年緊張情勢升至最高峰的期間，西方國家依舊對東歐地區漠不關心。二〇〇九年，布希政府內部的資深官員警告，西歐與東歐將再度面臨分裂的危險。到了二〇一三年，歐盟因為烏克蘭問題如夢遊般與普丁發生正面衝突。在此同時，歐巴馬政府正積極推動跨太平洋夥伴協定，中國認為此舉無疑是針對中國採取侵略性圍堵策略，日本與諸國之間因為南海東部海域的小島主權發生爭執。川普政府確實是陰晴不定，但事實上罪魁禍首是歐巴馬與當時的國務卿希拉蕊，是他們導致各國與中國和俄羅斯之間的關係惡化至此。俄羅斯因為擁有龐大的外匯存底，順利度過美國的經濟制裁。中國的資源豐沛更是其他國家難以匹敵。因此，不需要期待聯準會與中國人民銀行密切合作的可能性。不過，長期以來西方國家強烈批評，中國的外匯存底主要是靠著金融與外匯管制累積。如今中國重新緊縮外匯管制，成功阻止外匯存底的流失。不過就經濟面而言，這項政策只獲得部分成功。另一方面，中國正陷入內部的權力鬥爭，菁英的首要考量是自身財富的安全，政府領導階層則

是希望維穩。金融風險依舊居高不下。正如同偉大的經濟學家阿巴·勒納（Abba Lerner）曾刻薄地評論道：「經濟學將解決政治問題視為領域範圍，因此贏得社會科學之后的頭銜。」<sup>22</sup>但中國政治經濟的未來以及與西方國家之間的關係，並不屬於經濟學的範疇。

## 不能忽略政治面的影響

二〇一五至二〇一六年間，中國發生的事件讓人聯想到本書探討的另一個重要主題。即使像中國這般有能力、訊息充分的政府，經濟的衰退依舊來得突然，令人猝不及防。關於經濟衰退，有各種不同關鍵字：恐慌、危機、凍結、內爆、擠兌、驟然停止、極端不確定。所有用來描述二〇〇七年以來發生的所有事情，或是任何威脅全球金融體系事件的字眼，全都指向一件事：全球整合不僅會緩慢地產生結構性壓力，同時會導致瞬間斷裂。但是，這些事件不能完全歸因於結構性原因，也無法透過法律加以規範。這些危機難以預測，也無法事先定義。他們無法被預知，而且通常複雜難解。危機的發生多半情況緊急，需要外力出手干預，需要具體的行動。上述種種關於危機的特性描述，構成本書的敘事架構：其中一面是大型組織、結構與流程；另一面則是辯論、爭執與行動。

若要理解這些時刻，不妨將其視為緊急事件或是救火隊。負責危機處理的官員常會脫口說出許多軍事用語：最大力量、鮑威爾信條、震懾戰術、大型火箭筒。不過，也有人認為，真正需要的是無形而且容易發揮影響力的理念、政治領導力和行動。這需要擬定計畫和方案、整合各

方支持力量、共同抵禦反對勢力。

二〇〇八年，布希執政最後階段爆發金融危機，各界對於美國領導力的質疑聲浪逐漸高漲。就共和黨而言，這些質疑相當合理。在此關鍵時刻，共和黨未能讓廣大群眾理解系統穩定的必要性。根據鮑爾森觀察，到了二〇一六年，情況的發展更是走向極端，共和黨菁英遭到消權，川普成為美國總統候選人。二〇〇八年，系統對於紓困的關注日益顯著，甚至跨越到大西洋對岸。但是在政治操作上，共和黨菁英與民主黨領導階層卻決定成立隨時有可能瓦解的跨黨派聯盟，希望促成美國的團結，成為聯準會與財政部努力穩定全球金融的有力後盾。日後美國政治的兩極化與二〇一六年川普的參選，均更加凸顯這次兩黨聯盟的歷史性意義。

上述是從美國角度呈現的故事劇情。美國經驗不僅影響全球，其他遭受危機波及的地區也出現類似的發展，包括歐洲與亞洲。歐元區危機的引爆使得以下的問題一再浮上檯面：如何針對不受民眾歡迎、但確實有必要執行的行動組成跨黨派聯盟？誰的意志力、耐力、忍耐力、關注與妥協的意願，最終將會勝出？讓人感到不可思議的是，這種不確定性正是建立全球秩序最重要的關鍵。若要在民主政治體制下採行資本主義治理模式，那麼針對特定立場組成臨時性政治聯盟確實有其必要。在二十世紀，這正是凡爾賽條約與馬歇爾計畫，或是赫伯特·胡佛（注：[Herbert Hoover](#)，共和黨黨員，第三十一任美國總統，主張透過政府干預與管理，推動經濟改革）與羅斯福因應經濟大蕭條採取的措施有所差異的地方。我們必須認真看待政治經濟領域當中的「政治面」。

自二〇〇七年以來，金融危機的規模使民主政治與資本主義治理需求間的關係變得更加緊張。從全民均受波及的金融危機、民選領導人對於政策的完全掌控，到危機發生時不同政黨試圖在兩者之間居中斡旋，

都可以明顯看到這種緊張關係；甚至是他們提出的方案、展現的凝聚力與動員支持者的能力，不斷受到考驗，最終發現都沒有效果。在許多國家，溫和左派勢力遭到淘汰，特別是希臘和法國。他們因無力採取建設性的行動解決歐元區危機而付出代價。二〇一七年，向來被認為已安然度過危機、受傷程度最輕微的德國舉行國會大選，兩大政黨的支持度創下歷史新低。在美國和英國，主流右派政黨面臨嚴重的黨內分裂。在英國導致脫歐派贏得公投；在美國則是共和黨的分裂愈演愈烈，影響更是深遠。原本共和黨帶領著一支令人刮目相看的勝選大軍、掌控著凡事不擇手段的媒體機器，同時擁有源源不絕的募資資源。但是就過去十年的記錄來看，他們的立法成績乏善可陳，無法有效地與政府合作。

一度有個普遍的看法認為，如今我們生活在後民主時代或後政治時代，政治發展竟能產生如此重大的影響力，實在令人意外。像是金融市場等複雜的社會系統，或是類似現代政府與跨政府系統等組織，憑藉龐大的影響力，難以被摧毀。但如今我們不禁要懷疑，他們是否真的禁得起政治機構、決策或辯論的考驗。我們質疑，技術官僚在各地先發制人、四處篡位，而且他們有充分理由這麼做。在描述這些系統的運作時，我們大可透過各種方法刻意避開政治因素不談。但是，如果像這樣的歷史記錄是為了某個目的而存在，那麼這個目的便是：讓外界知道類似描述的貧乏。在這本書的敘述中，政治選擇、意識形態和代理人無所不在，而且嚴重影響最後的結果。他們不僅是干擾因素，特別是當大型「系統」、「機器」和財務工程機制因為運作失靈而引發極端不穩定與意外事件時，他們的回應就變得非常重要。成功與失敗、穩定與危機，取決於特定時刻的選擇。當我們指稱「雷曼兄弟時刻」，其背後代表特定的意義。除此之外還有許多意義特殊的名詞，像是多維爾、二〇一一年的坎城、「盡一切可能」，更別提英國脫歐公投或是令人跌破眼鏡的

美國二〇一六年總統大選。

回到一五〇〇年代，資本主義和現代政府系統同時萌芽，值此關鍵時刻所做出的決策、應變計畫、選擇、以及後續的發展，構成我們對於現代史的認知。雖然這份對歷史的認知在一九八九年之後曾短暫斷裂，但隨後再度銜接起來。這些關鍵時刻成為記憶與紀念的座標。他們激發行動：在二〇〇八年九月十五日之後，避免出現另一個雷曼兄弟成為全球危機管理人的執念。他們構成敘事與歷史的時間軸。他們定義週年紀念日、引發辯論與省思。二十世紀初期全球各地發生多起動亂，因此到了二十一世紀初期，我們忙著舉辦各式各樣的百年紀念活動。其中最要的百年紀念活動發生在二〇一四年：紀念一九一四年一百週年。全球各地熱切關注這次的一百週年紀念，舉辦紀念活動、討論一次世界大戰爆發的原因。歷史學家紛紛回溯二十世紀的原始傷痕。<sup>23</sup>他們以烏克蘭和東亞地區的衝突做為對照，使得一九一四年的教訓與現代人更為直接相關。另一種較為間接的方式是透過一九一四年的事件，仔細思索二〇〇八年金融危機所凸顯的歷史問題。

我們對於一九一四年第一次世界大戰與二〇〇八年金融危機所提出的問題，有非常多相似之處。<sup>24</sup>偉大的現代文明是如何結束的？難以理解、且不可控制的巨大風險是如何形成的？突發地震如何導致全球秩序發生翻天覆地的改變？大型技術系統的「鐵路時刻表」如何同時出差錯引發災難？不合時宜或過時的參考架構如何妨礙我們理解周遭發生的一切？是我們自己夢遊陷入危機，或是有一股暗黑力量在作祟？面對人為引起、造成的災難應該要追究誰的責任？全球各地資本主義的不均等發展，是引發不穩定的主因？民粹政治的激情如何影響菁英的決策？政治人物如何利用群眾的熱情？是否有任何方法可以重新建立國際與國內秩序？我們有可能達成永久的穩定與和平嗎？法律有可能提供答案嗎？或

是我們必須仰賴恐怖平衡與技術人員和軍事將領的判斷？

這是我們針對一百年前一九一四年的事件所提出的問題。湊巧的是，面對二〇〇八年的金融危機與後續發展，我們提出的問題和百年前沒有差別。面對現代重大危機，我們必定會提出相同的問題。

- 
- 1 N. Barkin and E. Piper, “In Davos, Xi Makes Case for Chinese Leadership Role,” Reuters, January 17, 2017.
  - 2 “President Xi’s Speech to Davos in Full,” World Economic Forum, January 17, 2017.
  - 3 E. Wong and C. Buckley, “Stock Market Plunge in China Dents Communist Party’s Stature,” New York Times, July 9, 2015.
  - 4 C. Walter and F. Howie, *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China’s Extraordinary Rise* (Singapore: Wiley, 2011).
  - 5 “China Forex Reserves Fall \$512.66 Billion in 2015, Biggest Drop on Record,” Reuters, January 7, 2016.
  - 6 “China’s Yuan Carry Trade, an Anchor and a Risk for Asia,” Reuters, January 30, 2014; and “Is the \$1tn China Carry Trade Imploding?,” Financial Times, February 5, 2015.
  - 7 “Highlights of the BIS International Statistics,” BIS, December 7, 2014.
  - 8 R. N. McCauley, “Capital Flowed Out of China Through BIS Reporting Banks in Q1 2015,” BIS, September 13, 2015.
  - 9 “The World Economy Is Picking Up,” Economist, March 18, 2017.
  - 10 “China’s Slowdown and Cheap Oil,” BBC, August 26, 2015.
  - 11 “Timeline of China’s Attempts to Prevent Stock Market Meltdown,” Reuters, August 28, 2015.
  - 12 “The World Economy Is Picking Up.”
  - 13 S. Fischer, “The Federal Reserve and the Global Economy,” Board of Governors of the Federal Reserve System, October 11, 2014.
  - 14 “Janet Yellen Invokes China 16 Times in 1 Hour,” CNN, September 18, 2015.
  - 15 “Fed Should Not Raise Interest Rates Just Yet: China FinMin,” CNBC, October 12, 2015.
  - 16 “Fed’s Focus on China Unnerves Some Investors,” Reuters, September 18, 2015.

- 17 “Fed Raises Key Interest Rates for First Time in Almost a Decade,” *New York Times*, December 16, 2015.
- 18 B. Setser, “Too Chinese (and Russian) to Fail?”
- 19 “The View of the Eurozone Crisis from China,” *Chicago Policy Review*, April 16, 2012; and “China’s Fears Grow over Eurozone Crisis,” *Telegraph*, August 20, 2012.
- 20 V. Dombrovskis and P. Moscovici, “Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union” (Brussels: European Commission, 2017).
- 21 “Initiative for Europe: A Sovereign, United, Democratic Europe” (speech by Emmanuel Macron, Sorbonne, Paris, September 26, 2017).
- 22 A. Lerner, “The Economics and Politics of Consumer Sovereignty,” *American Economic Review* 62 (1972), 258– 66.
- 23 其中最重要的兩位歷史學家分別是：C. Clark, *Sleepwalkers* (London: Penguin Press, 2013); and J. Leonhard, *Pandora’s Box* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2017).
- 24 M. Mann, *Sources of Social Power*, vol. 2, 2nd ed. (Cambridge: Cambridge University Press, 2012) 深入探討社會理論重建。

## 致謝

這本書寫得很倉促，因此我深深感謝促成這本書出版的人。與沙拉·查爾方特（Sarah Chalfant）和威立經紀公司（Wylie Agency）的合作跟過去一樣順利。我的編輯賽門·溫德（Simon Winder）和溫蒂·沃夫（Wendy Wolf）滿懷熱忱的在這個計畫上合作，還有梅蘭妮·托爾托芮妮（Melanie Tortoroli）對初稿提供寶貴的建議。正是他們的努力，以及維京出版社（Viking）和企鵝蘭登書屋（Penguin）的製作團隊，讓這本書可以順利出版。

在將初稿成書的過程中，我高度仰賴尼克·摩納哥（Nick Monaco）、凱文·詹姆士·席林（Kevin James Schilling）和艾拉·普勞特·塔蘭托（Ella Plaut Taranto）的精心編輯。

這個計畫是在教導耶魯大學和哥倫比亞大學的大學課程中初步成形，我的助教包括泰德·福提克（Ted Fertik）、加布·威能（Gabe Winnant）、尼克·穆德（Nick Mulder）、瑪德琳·沃克（Madeline Woker）、大衛·勒雷（David Lerer）和諾伊爾·圖德（Noelle Tuter），我非常感謝他們。

此外，泰德·福提克、蓋瑞·安德森（Gray Anderson）、史蒂芬·艾賀（Stefan Eich）、安奴薩·法拉奎（Anusar Farooqui）、尼克·穆德、漢斯·坤達里尼（Hans Knundani）和尼克·摩納哥很早就閱讀初稿，並提供建議。沃夫岡·波里席爾（Wolfgang Proissel）、巴納比·萊恩（Barnaby Raine）和丹娜·康利（Dana Conley）對其中幾章提供建議。這些朋友與提供建議的人都知道，這對我和這本書都得到很大的



幫助。

與史蒂芬．艾賀和達尼諾．舒爾茲（Danilo Scholz）合寫的文章幫助我更進一步讓論點更為清楚。

因為這本書描述一些戲劇性的事件，我得以和身處其中的眾多同事、目擊者和參與者對話，而且從中獲益匪淺。

我很榮幸因為這項研究可以採訪馬利歐．蒙帝、朱利亞諾．阿馬托（Giuliano Amato）、提摩西．蓋特納和朱利歐．特雷蒙帝，我非常感謝他們花時間與我討論。

因為我在哥倫比亞歐洲研究所擔任所長，所以我很幸運能與弗朗斯．提門曼斯（Frans Timmermans）、皮耶爾．莫斯科維奇（Pierre Moscovici）、皮耶爾．維蒙（Pierre Vimont）、馬可．布提（Marco Buti）和莫雷諾．貝爾托迪（Moreno Bertoldi）進行討論。

弗朗西斯．卡雷爾．布雷雅德（François Carrel-Billiard）是我在研究所中不可或缺的合作對象，能跟他合作是我的榮幸。

聯準會資深人士納森．席茲和派翠西亞．莫賽爾（Patricia Mosser）也慷慨的抽出時間跟我討論。

艾瑞克．貝爾葛洛夫（Erik Berglof）幫助我思考東歐危機。

彼得．賈伯（Peter Garber）安排我與莫文．金恩共進晚餐，後來證明這對我很有啟發。

培里．梅爾林（Perry Mehrling）、布拉德．賽澤、麥克．佩爾（Mike Pyle）、克雷拉．馬泰（Clara Mattei）、馬丁．桑德布、尼可拉斯．威農（Nicolas Véron）、康乃爾．班（Cornel Ban）、加布里拉．蓋博（Gabriella Gabor）、沙辛．瓦里（Shahin Vallée）和艾瑞克．莫內（Eric Monnet）都提供寶貴的意見。

跟往常一樣，我的老朋友大衛．艾傑頓（David Edgerton）和克里

斯·克拉克（Chris Clark）提供不可或缺的共鳴與激盪。

我很幸運可以在柏林由漢堡社會歷史基金會（Hamburger Stiftung für Sozialgeschichte）贊助的工作坊、會議與研討會上，以及在海德堡美國研究中心（Heidelberg Center for American Studies）、柏林美國學院（American Academy Berlin）、布朗大學（Brown University）、史丹佛大學（Stanford）、密西根大學艾森柏格學院（the Eisenberg Institute University of Michigan）、義大利歐洲大學學院（the European University Institute）、紐約大學佛羅倫斯分校（NYU Florence）、新學院大學（the New School）、加州大學洛杉磯分校（UCLA）、德國馬克斯普郎克社會與政治研究會議（the MaxPo conference）、巴黎德國研究所（the German Historical Institute Paris）、倫敦的FPLH工作坊、巴黎高等政治學院（Sciences Po）公債計畫，以及紐約大學坎德斯泰格工作坊（NYU Kandersteg workshop）上試著發表書中的論點。我很感謝這些活動的主辦人與參與者。

在伯明罕（Birmingham）舉行的弗蘭西斯卡·卡內瓦里紀念會議（memorial conference for Francesca Carnevali）中，我聽到歐洲銀行界的看法。

在克努特·波查特（Knut Borchardt）主持、尤爾幹·哈伯瑪斯參與的西門子基金會（Siemens Stiftung）研討會上發表演說是一項特殊的榮譽。

除了在正式的學界之外，我非常幸運在Twitter和Facebook上碰到一群才華洋溢、知識淵博的群眾，與他們熱烈、及時的辯論，改變我對二十一世紀會如何發展的看法。

在我的工作經歷中，這個計畫標誌著雙重的起點。我及時進入當代歷史界，同時我也回頭重拾年輕時對經濟學的關注。這雙重的改變提醒

我要感謝兩位老師。

我的博士指導教授艾倫·米爾沃德（Alan Milward）是一位才華洋溢但很難相處的人。因為我的個性問題，使得跟他相處的風險特別高，但是我活下來了，而且艾倫依然是現代歐洲歷史研究的傑出學者，我不知道他是否會同意我對歐元區危機的看法，但是我感覺到艾倫的存在。

韋恩·高德利（Wynne Godley）是一位非常不同的導師與老師，他天生散發出溫暖與慷慨，在劍橋大學國王學院的第一年就把我納入他的麾下，向我介紹在那時非常特殊的經濟學領域。藉著這樣做，他提供一個充滿知性與活力的模式，而且他證實我一直以來對IS-LM模型的懷疑，這是我第一次這麼熱愛經濟學。韋恩告訴我「超越流量」（beyond the flows）的重要性，而且堅持在總體模型中存量與流量要達成一致。如果沒有他的影響，我認為這本三十年後才寫出來的書應該會不一樣。

寫書是一種情感、智力與體力的工作。我在家裡做這件事，因此我要把這一切歸功給我的另一半丹娜·康利，她的愛和支持激勵著我，而且從頭到尾使這個計畫持續到結束。擁有這樣一個忙碌、高度明智、勇敢、活潑迷人和有愛心的伴侶，接受我與我的世界，這種幸福無法言喻。

小狗路比（Ruby）是丹娜送給我最棒的禮物，她讓生活中增添歡樂、溫暖、陪伴和無窮的娛樂。

我的女兒伊迪（Edie）在用餐時提到的一連串政治激進主義與尖銳的見解引發震撼，當前的事件占滿我的思緒，她提供聰明智慧。她的活力與對世界的實際參與都是靈感與鼓勵的泉源。

毫無疑問，這三個力量是讓我情緒穩定的關鍵。事實上，這本書並沒有把我們分開，而是把我們拉得更近，而且給我們談論的材料，帶給我最大的滿足。

事實上我可以說，這很大程度都可以歸功於一個傑出的心理醫師的明智建議，他要求要匿名，但是每個人應該都會覺得很幸運。

就像尼可拉斯·威農有天晚上在華盛頓廣場公園（Washington Square Park）向我提到，了解二〇〇八年以來發生的事情是一群人共同的工作。身為一個歷史學家，能夠成為這個群體的一員是特殊的榮幸。我希望這本書對我得到的款待做出小小的回報。

# 崩盤

金融海嘯十年後，從經濟危機到後真相政治的不穩定世界

Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World

作 者 亞當·圖澤 (Adam Tooze)

譯 者 蘇鵬元、吳凱琳

主 編 鍾涵漣

校 對 魏秋稠

企 劃 蔡慧華

總 編 富 察

社 長 郭重興

發行人兼出版總監 曾大福

出版發行 八旗文化 / 遠足文化事業股份有限公司

地 址 23141 新北市新店區民權路108-2號9樓

電 話 (02)2218-1417

傳 真 (02)8667-1851

客服專線 0800-221029

電 郵 [gusa0601@gmail.com](mailto:gusa0601@gmail.com)

[yanyu@bookrep.com.tw](mailto:yanyu@bookrep.com.tw)

Facebook [facebook.com/gusapublishing](https://facebook.com/gusapublishing)

印務經理 黃禮賢

視 覺 三人制創、吳靜雯

印 製 呈靖彩藝有限公司

法律顧問 華洋法律事務所 蘇文生律師

定 價 900元

初版一刷 2019年10月

版權所有，侵害必究 (Print in Taiwan)

特別聲明：有關本書中的言論內容，不代表本公司 / 出版集團的立場及意見，由作者自行承擔文責。

CRASHED

Copyright © 2018, Adam Tooze

Complex Chinese translation copyright © 2019

by Gusa Press, a division of Walkers Cultural Enterprise Ltd.

ALL RIGHTS RESERVED