

完全自由市場……烏托邦

經濟是否復甦，以何種速度及方式復甦，或仍有爭議，但是金融海嘯已過，應已成為共識。趁記憶猶新之際，想想從這次慘痛的教訓中，學到了什麼，以記取前車之鑑。展望未來，我們又能做些什麼，以避免重蹈覆轍。

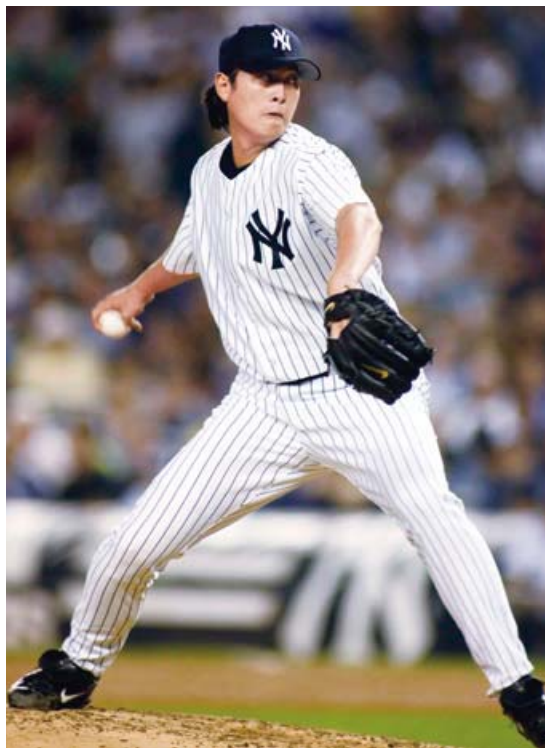
2008年金融海嘯的起因，可以追溯至美國聯準會於2000到2004年間的連續25次降息，將聯邦基金利率從6.5%一路降到1%。這一寬鬆的貨幣政策，是在網路經濟泡沫破裂和911事件後可以理解的政策反應。長期的低利率造成房屋價格的持續攀升，金融機構對房屋貸款者債信的標準也變得寬鬆。甚至沒有工作和任何資產的人，也可得到房屋貸款，形成了所謂的「次貸」。到了2006年底，次貸涉及到了500萬個美國家庭。據國際貨幣基金會（IMF）的統計數據：美國次貸占整個房地產貸款的14.1%，具有1.1兆至1.2兆美元的規模。房地產的價格到了2007年，已顯露出無力支撐的徵兆。當雷曼兄弟於2009年9月15日宣告破產，整個房市泡沫也就自然破裂了。

這輪泡沫形成的過程中，金融創新扮演了一個非常關鍵的角色。證券化的金融商品，如房屋抵押債券（MBS）、信用違約交換（CDS）及抵押債權憑證（CDO）成了市場寵兒。通過風險分割轉移的精緻包裝，次級房屋抵押貸款得以從金融機構的資產中移出而換得現金，金融機構因而能夠循環借貸，做進一步的信用擴張。有時基於同一抵押品的證券化資產，卻可得到比其抵押品更高的信用評級。在新巴塞爾協定（Basel II）的規定下，金融機構持有高信用評級結構債，所需要的自有資本也大為下降。在巴塞爾協定的架構下，金融機構的實質風險可能遠高過監管單位的

認知。巴塞爾協定的動機是毋庸置疑的，但是，過度依賴巴塞爾協定也造成金融業務的扭曲。

信評機構遭責難

債信評級機構在這次金融風暴中廣受責難。由債券發行者付費的盈利模式，具有嚴重的結構問題和利益衝突。「評級買賣」和不願意適時調降信評等級的作業模式，早被詬病。在現有制度下，期待真正公平和客觀的信用評級有如緣木求魚。許多AAA評級的結構債券，轉眼間倒閉，讓三大信評機構的信用破產。有趣的是，現今的



▲金融人員追求個人最大利益，何嘗不是各行業共同現象。如果洋基隊不許王建民經過談判而加薪，如何能期待他盡全力發揮？

文／段錦泉
中央研究院院士、新加坡國立大學風險管理研究所所長
商學院Cycle & Carriage金融講座教授

金融體系不能沒有信評，金融法規和商業合約都需要信用評級。連美國政府的救市方案，都得依靠已經信用破產的信評來區分金融產品。

但是，由投資人付費的信用評等機制，會有經濟學上的「搭便車」問題，也不可行的。誰會進行債信分析而讓他人免費分享成果呢？信評可大致分為買方和賣方信評。令人詬病的屬於賣方信評。我認為，必須正視賣方信評的「公共財」本質，而交由政府或非營利性機構，進行債信評級。在我服務的新加坡國立大學風險管理研究所，正積極展開一項非營利性的債信評級項目，藉此幫助平衡商業債信評級機構的影響。希望透過開放式的研究方式和科學性的辯證，開發出可靠的債信評級方法，並讓各界分享研究的成果。

金融全球化的影響極為深遠，資本無祖國已成為一個客觀的事實。世界各國加速進行放鬆金融管制，靠此來發達本國市場，使得金融機構之間的競爭加劇。電子科技的高度發達，讓大量的資金能夠在很短的時間內，從一地轉移至他處。國際熱錢的充斥，讓金融市場變得極為不穩定。亞洲製造、歐美消費的模式，已經形成兩極化儲蓄和消費的不均衡。美元在全球經濟的主導地位，造成對美元的結構性需求，並讓美國以債支撐，靠消費成長的模式得以延續多年。此次金融海嘯發生在美國，但是美元不跌反升，已到了必須正視過度依賴美元所造成的結構性系統風險。

肥貓成海嘯幫凶

金融從業人員的貪婪和不合理的報酬，在這次危機中廣受詬病。他們追求個人利益的作為，無疑地是金融海嘯的幫凶。但是，我並不認同對金融從業人員的過度批判，他們不過是在現有制度下謀求私利，這何嘗不是其他行業的共同現象。要改變行為，需從報酬制度下手。不當的限制，只會造成扭曲，並不能達到預期的效果。例如，認為紐約洋基隊王建民的報酬太高，不許他經過談判而加薪，我們能期待他盡全力發揮嗎？

某些金融機構，已大到不能任其倒閉，值得



▲ 許多AAA評級的結構債券，在這次金融風暴瞬間倒閉。

我們深思。追求競爭地位和成長，是來自企業體自發的動力。提升經濟效率，創造營收，常會被當做公司擴張的藉口。美國政府被迫對AIG保險集團提供約1,800億美元的救援，最令人詬病。AIG保險集團原是一家成功的產壽險公司，在金融海嘯的前幾年，開始進入信用違約市場，成為主要的賣方。

信用保險不同於一般保險，當一家公司或結構債倒閉，極可能造成骨牌效應。靠著其AAA的信評，不需要提出信用擔保的優勢，AIG迅速地累積了4,500億美元的信用違約合約。平時獲取大量保費營收，管理階層表現突出，獎金滾滾入帳。一夕間崩盤，卻無可避免地讓全民買單。政府鼓勵超大型金融企業之時，實應慎思。大而不當，或許真不如小而美。如果大是必要的，也需當作寡占企業處理。

金融海嘯雖過，並非雨過天青。展望未來，千頭萬緒，對下列三個議題，表達進一步的拙見。

潛藏下一個危機

為解決當前的危機，反倒埋下了另一個危機的種子。這可以用來描述美國政府應付網路經濟泡沫破裂的政策。同樣地，這次各國政府解決金融危機和刺激經濟方案，在相當程度上，或許已經

助長了另一個資產泡沫的形成。在資金充裕和零利率的市場條件下，股市和房地產市場的大幅回升，可以理解，但是否成為一個新的泡沫，及下一輪金融危機的前奏，仍有待觀察。或許，我們在這個層面上，並不能記取教訓，政治和經濟結構也鼓勵我們重蹈覆轍。對此，我有兩個看法。

依循凱恩斯學派思路，大量增加公共支出，應付衰退所帶來的失業危機，是各國政府無法避免的選擇。刺激經濟方案，無外乎減稅和增加公共支出。但減稅很難在危機時造成民間消費的有效增加。在危機狀況下，倉卒推出的增加公共支出方案，很難有合理的品質。比如說，美國政府的刺激經濟方案中的基本建設部分，本就不期待於2009年發生增加就業的功效。據過去媒體的報導，台灣政府在公共建設計畫上，並非有很高的預算執行力。若需緊急啟動公共建設計畫，效能一定不高。因此，危機時提出的刺激經濟方案，其效能必須靠平時的準備。否則，只會增加許多沒用和品質低落的公共建設。

在處理金融危機上，理所當然要靠貨幣政策。但把利率壓縮至零，對實質的利率成本幫助不大。對一般的借貸者而言，市場擔心的是借方的

債信，也就是說，風險溢價是個更重要的考慮。政府對金融機構的直接擔保，壓縮了他們的風險溢價，再加上近零的基本利率，他們成為明顯得利的一群。幫助金融機構度過難關，當作穩定金融市場的暫時作為，對全民有利，無可厚非。現在，政府應盡速退場，以免造成資金市場的長期扭曲。日本所謂的失落15或20年，證明這種貨幣政策在解決經濟結構問題上的無效，只不過創造用日圓集資，而投資於其他貨幣的機會（carry trade）。美國財長蓋納最近宣布，停止對3兆美元規模的貨幣市場基金的擔保，這是非常明智的作為。

道德風險不易解

對道德風險的認知和提出解決之道，是經濟學上的重要課題。道德風險無所不在，只要有代理人關係，就會有道德風險的可能。比如說，股東和債權人，專業經理人和股東，受保者和保險公司。所有流動性低、零和性衍生金融商品的交易，本質上都具有道德風險。零和性告訴我們，如對一方有正的價值，另一方必定是負的價值。但是，因為使用不同的定價模型，雙方都可宣稱獲利，同時造成對雙方雇主的道德風險。採用期約式報酬，不做每年結算，等結果分曉，再計算獎金，應可減少無意義的交易，並降低道德風險。

金融機構大到不能倒閉，是另一個必須面對的道德風險問題。當金融機構及市場同時認為，政府不會任其倒閉，企業的運作即會遭到扭曲。政治和經濟的現實，使得政府在危機時，不得不干預。既然如此，平時就得受到監管，而不能任憑企業無限地擴張。控制企業的規模，或許違反自由市場精神，但是，金融海嘯明顯地宣示，完全自由的市場，本來就是另一種烏托邦。

政府對金融機構的任何隱性擔保，都應該盡量制式化。制式化的擔保，在危機發生時，也不易造成爭議。以存款保險為例，銀行平時繳交保費，承擔保戶的損失，變成政府的法律義務。例





如，華盛頓儲蓄銀行的倒閉，銀行部分迅速地由美國聯邦存款保險公司依據法律接管，剩餘部分則進入破產程序。金融機構的業務必須拆解開來，具有系統風險的部分，都應該成立制式化的保險。假如說，AIG的信用違約合約業務，受到制式保險的保障。因為必須繳交保費的影響，它的規模不可能成長到如此巨大。即便發生困難，也不會造成如此巨大的爭議。

降低對美元依賴

美元在全球經濟體系中的重要性，毋庸置疑。因為它是國際貿易的支付工具，全球對美元有巨大的交易需求。它也是最重要的外匯儲備貨幣及投資者條件反射下的保本選擇，投資產品種類繁多，市場根基穩固，具有無法取代的投資地位。雖然，美元的特殊地位短期內不可能動搖，我們必須面對過度依賴美元所帶來的後遺症。美國經常帳的長期赤字，政府和民間負債的不斷攀升，都沒對美元的幣值造成負面的影響。就連金融風暴在美國發生，美元在危機中反倒升值。美元的

特殊性使美國經濟能夠靠消費而成長，直到金融海嘯發生，才開始逆轉。

過度依賴美元非全球經濟之福，已是不爭的事實。人民幣、亞元以及國際貨幣基金會（IMF）的特別提款權（SDR），都曾經被提出來，作為降低美元主導的解決方案。我認為主客觀條件，都不適合這些方案，因而提出雙軌的準亞元模式，並於近著《危機中的轉機—2008-09金融海嘯的啓示》中，作詳盡地闡述。

基本上，我提出的準亞元模式，容許本國貨幣和貨幣政策繼續存在，外匯政策也不需要統一。它不是為外匯穩定而設計的，而是為降低對美元過度依賴的一種解決之道。準亞元是一籃子貨幣，透過外援方式的雙邊提款擔保，創造出AAA評級的準亞元公債。如此，準亞元不只可成為亞洲區域間貿易的報價和支付貨幣，同時也變成一個新的外匯儲備貨幣，以及投資者可使用的儲值、投資工具。

或許因為從前學過生命科學的背景，我總認為金融危機的本因來自人類的基因。在追求更好明天的動力下，人們自然會從事許多利己之作為。對個體有利的理性行為，有時會帶來集體的災難。慘痛的教訓，例如金融海嘯雖對個體行為有改變的功效，但似乎效果有限。政府大量地注入流動資金和壓低利率，絕對會有後遺症。炒股和炒樓熱情的迅速回升，可算是個體利己行為和宏觀環境共振的一個例證。或許這就是為什麼金融海嘯有地震的特質，強震後必有餘震。

做為一個金融學者，我總認為基因雖不能改變，但是自由市場的金融制度和經濟體制是可以適度地修正，讓利己的追逐不致帶來集體的災難。明顯地，各國政府已從1930年代的大蕭條中學到了重要的教訓。比如說，現今廣泛採用的存款保險制度，即是大蕭條中孕育出來的積極作為。這次金融海嘯發生後，各國政府的迅速政策反應，以及抗拒貿易保護主義的升溫，避免了重複大蕭條式的災難。因此，我對明天仍充滿希望。**銀**