

金融自由化：扼殺經濟成長的元凶

從第二次世界大戰後到 1980 年之前，還很少因金融功能徹底癱瘓，而出現金融危機。在 1960 年代，只有巴西在 1963 年曾發生金融危機。1970 年代，全世界總共也只發生過三起金融危機，分別是 1971 年的烏拉圭、1978 年的西班牙、1979 年的泰國。然而，到了 1980 年代以後，金融危機頻頻發生，1980 年至 1997 年間，足足有 52 次的金融危機，尤其是開發中國家特別常發生金融危機，多達先進工業國的兩倍。

為什麼在 1980 年代以後，金融危機會快速激增？早期研究指出，這是因為總體經濟及疏於監管、規定。此外，研究更顯示，低 GDP 成長率、高通膨率、高實質利率、貿易條件惡化等總體變數，使銀行部門更脆弱，導致銀行破產的可能性增高。

然而，光看這些總體經濟變數，仍無法解釋為什麼會發生金融危機。對此，早期研究也指出，存款保險制度癱瘓、經營技術落後、缺少監督等，也就是銀行部門的結構特性或制度因素，也是釀造金融危機的重大變數。

因此比起總體變數，最近許多研究更傾向，從決定金融部門狀態的結構性因素之中，尋找金融危機的起因。其研究結果則是，1980 年代後展開的金融自由化，是引發金融危機的關鍵因素。

連國際貨幣基金組織也注意到，1980 年代以後特別常發生金融危機。國際貨幣基金組織小心翼翼的指出：「這時期中，許多國家金融部門雖然脆弱，卻仍實施自由化，似乎與金融危機有關。」

針對選擇金融自由化的國家，近期的研究也證實，金融自由化是觸發金融危機的核心。1980 年代中期以後，希臘、馬來西亞、墨西哥、臺灣、泰國等國，皆推動金融自由化，而這些國家的相關調查揭露，在金融自由化以後，銀行風險和不穩定性確實大幅提升。

不僅如此，針對 1980 年後、推動金融自由化的 53 個國家，進行考證研究後發現，金融自由化果真使銀行部門變得更脆弱。除此之外，另一項調查針對 1975 年至 1955 年間，20 個國家內發生的 26 起金融危機，也證實其中的 18 次危機中，在危機爆發 5 年前，這些國家都曾實施金融自由化。

為何金融自由化反而扼殺經濟？

為何金融自由化不但對經濟成長沒有貢獻，還導致金融不穩定？關鍵就在於金融交

易，即金融活動的基本特性及金融制度的發展。金融交易是連結現在與未來的行為，並以資訊不對稱的金融市場為基礎。

基本上，金融機構的高風險行為通常來自於資訊不對稱，但是光憑這點仍無法解釋資本自由化和金融的證券化、短期化。反之，金融交易特性連結現在與未來，這點反而更適合拿來說明金融證券化、短期化。

在未來不確定的世界中，金融交易特性連結現在與未來，而金融交易的當事者將取得金融資產流動性和收益增加，視為首要目標，金融資產的持有者尤其是如此。資本市場的次級市場稱為流通市場，能交易債券、股票，次級市場市場發展或負債證券化可說是重視流動性的產物。因為重視流動性強化了金融資本的獨立性，使儲蓄與金融投資得以順利進行，但另一方面，它也助長投機性活動，並使金融更加脆弱。1990 年以後金融不穩定和危機層出不窮，就是出自於這種金融特性。

以資本市場為中心的金融結構，聚焦於保障金融的基本特性，也就是保障流動性。比起長期的經濟成長，金融資本或股東的利益則集中於增加短期效益、上漲的股價，及資本利得。

如此一來，金融結構以資本市場為中心，便會引發以下的問題。

首先，企業很難再將長期生產性投資，視為提高競爭力的首要目標。其次，由於機構投資者等股東較關注資本利得、輕忽實體經濟效益和穩定性，所以金融活動很容易變成具投機性的行為。第三，政府政策容易傾向抑制通膨，以維持金融資產價值，所以刺激經濟、提高成長和就業的政策，將被擺在較後面的順位。

當然，如果企業的內在價值決定了股價，而且收購、合併業務可以提高企業經營效率，以資本市場為中心的金融結構會希望股價上漲，所以對經濟成長沒什麼負面影響。然而，正如效率市場假說所述，股價不是由企業的內在價值而定，通常是由雜訊交易者（noisetrader，不理性的擾亂交易者）和市場心理決定。

結果，在以資本市場為主的金融結構經濟中，股價輕易的主導了企業活動，也就是說，無論企業內部的價值如何，投機行為通常才是左右股價的關鍵。因此，在資本市場為主的經濟中，想達到實體經濟長期成長和短期穩定的目標，便如同水中撈月。

1970 年代以後，美國金融資本主導金融自由化，將以資本市場為主的金融結構經濟散播到全世界。結果，金融自由化和金融整合後，新經濟秩序使所有國家的經濟活動目標，都放在股價上漲及管理上，企業經營的主要目標也變成短期收益最大化或管理股價。此外，為了支援金融資本，政府的經濟政策不得不以刺激資本市場為主。

但是金融動盪變得家常便飯，金融危機層出不窮，這就是金融自由化的負面衝擊。

亞洲各國力守美元

美元貶值，換算成本國貨幣的美元資產就會跟著貶值，所以亞洲的美國債權國得承受鉅額的資本虧損，損失最為慘重。2004年紐約聯邦儲備銀行的研究結果指出，人民幣對美元等儲備貨幣升值10%的話，中國的資本虧損將高達GDP占比的3%。不僅中國如此，新加坡的資本虧損將達GDP的10%，臺灣則是GDP的8%。韓國和中國類似，韓元對美元升值10%時，預估資本虧損也達GDP的3%左右。十年後的現在，這些國家的美元資產早已大幅增加，所以美元貶值的話，虧損規模將會擴大。

該致力於阻止美元貶值，還是先努力擺脫美元暴跌帶來的影響？亞洲各國央行進退兩難。為了阻止本國貨幣升值，亞洲各國央行就必須增持美元，但持有大量美元，只要美元一貶值，就得承受更嚴重的資本虧損。另一方面，如果亞洲各國央行為了降低美元貶值造成的衝擊，設法增持歐元或多元化外匯存底時，美元可能會跌得更猛。

針對此現象，紐約大學經濟系教授魯里埃爾·魯比尼曾表示：「亞洲各國央行的行動就像一個『利益壟斷集團』，只有這些國家的外匯存底以美元為主時，目前的國際金融體系才能續存。」但是，亞洲各國並非真正的聯合集團，所以亞洲各國央行在美元貶值時，只能各自發揮本事，防守該國的美元資產。教授魯比尼指出：「雖然只要沒有銀行想使外匯存底多元化，目前的國際金融體系就有利於所有亞洲國家的央行，但是美元貶值的風險仍在上升，所以各國央行也都受到誘惑，想脫美以防資產虧損。」

人民幣勁升？其實美國超怕RMB躁動

一直以來，中國一有機會，就高聲強調人民幣有多麼國際化。國際化是將人民幣打造成關鍵貨幣的其中一項計畫，而中國當局也沒有強烈否認這種論點。這表示中國將以先前的快速發展和外匯存底為基礎，扮演第二大經濟強國該有的角色。

不僅如此，人民幣國際化也符合中國的企圖，中國想動搖美元關鍵貨幣的地位，以減少因此產生的負擔和弊害，而且中國的終極目標正是，使人民幣成為超越美元的全球關鍵貨幣。

為什麼人民幣無法成為關鍵貨幣？

中國人民幣難以扮成為全球關鍵貨幣，不只是因為低國際化程度。一國貨幣要成為

關鍵貨幣，還必須具備流動性、穩定性、可靠性、可兌換性、普遍性等特徵，但人民幣至今還不具備上述必要條件。

先從流動性層面來看。想成為關鍵貨幣，該國貨幣在國際金融市場上的供給必須充沛，如此一來，才不會導致流動性僵化，也能順利履行結算、投資、儲備貨幣等功能。

流動性主要是透過關鍵貨幣國的國際收支赤字來決定。意思就是在總括貿易、無形貿易、資本進出等國際交易之中，關鍵貨幣國的錢流出的必須比流入的多。然而，無論是總合貿易收支、無形貿易餘額的經常收支，或是資本收支，中國都保持盈餘。盈餘不但不會提供流動性，還會吸收流動性。這代表在流動性層面，盈餘成了絆腳石，阻礙人民幣成為關鍵貨幣。

在國際收支中，就關鍵貨幣國的流動性供給而言，經常帳赤字也很重要。美元能長保關鍵貨幣的地位，是因為美國透過經常帳赤字，提供全球經濟成長所需的流動性。相反的，中國以往不僅保持經常帳盈餘，而且在未來這樣的趨勢也不太可能會改變。

那麼，中國有可能改變政策方向，故意讓經常帳呈赤字嗎？這樣的可能性也很渺茫。尤其是中國透過龐大的貿易保持盈餘，如果出現赤字的話，出口主導的經濟成長率會下跌，導致業機會減少、從農村大舉流入都市的農民工等人力過剩、原本就居高不下的失業率衍生為嚴重的社會問題。

歐元區再升級還是解散？

歐元區正站在存亡的十字路口上。希臘等南歐國家爆發財政危機後，歐元區未來的相關討論變得很熱烈。雖然透過紓困貸款度過了危機，但是貨幣聯盟的結構問題已浮出檯面，不得不讓人煩惱它的未來發展。雖然還未論及貨幣聯盟解散，但很明顯的，目前歐元區已經處在十字路口上了。

針對歐元區危機，大致上有兩種解決方案。第一種方法是，無法承受經常帳赤字的希臘等部分鄰國退出。雖然現實上可行，但是短期內必須承擔副作用。另一個方案是，發展為更高層次的同盟，並根除赤字問題。雖然過程艱辛，但是如果阻止會員國退出，就沒有別條路可走。

先來思考一下部分加盟國退出的話會發生什麼情況。退出指的是放棄歐元，重新使用獨立的貨幣。然而，這些國家債務沉重，所以一但退出，該國的匯率必定會暴漲，利率也會上升，物價當然也跟著一飛衝天，財務負擔更加沉重。短期內必須承受龐大的費用，人民的生活也會萎靡不振。另一方面，留下來國家的負擔也不少，要是

退出國承受費用就能避免破產的話，那真的算是不幸中的大幸了，因為連留下來的國家的金融體系也可能會動盪不安。

然而，也不能說只要赤字國退出，就能解決歐元貨幣聯盟的根本問題。最終的解決辦法還是整合金融管理監督機構，如促成銀行聯盟、財政聯盟，以及訂定財政失衡調節制度，而且歐盟也不是不想這麼做，相反的，歐盟還提出了更遠大的政策、政治整合計畫。

發生財政危機後，為了穩定歐元區內的金融，銀行聯盟的相關方案逐漸具體化，歐盟於 2012 年 12 月的峰會上決定推動銀行聯盟。銀行聯盟的核心內容為建立單一監管規定，並以此為基礎，階段性的成立歐洲央行旗下的單一監管機制、單一清算機構、單一存款保險機制等三項監管機制。