

# 世代鬥爭：台灣面對全球金融風暴的命運

翟本瑞

南華大學社會學研究所

**摘要** 本文首先檢視華盛頓共識所代表的西方經濟思考模式，以及中國崛起後全球經濟秩序的轉變。進而，探討全球金融風暴的成因與發展過程，以及各國因人口老化、貿易失衡及財政赤字所產生的社會經濟問題。進而，從世代會計觀點，檢視台灣社會面臨人口老化、財政赤字等困境，在後金融風暴階段將會面對的世代鬥爭。

2008年3月，全球金融風暴浮現，美國政府向貝爾斯登投資銀行提供資金，並以政府資金擔保，媒合摩根大通收購貝爾斯登。當時，輿論對是否應該動用納稅人的錢來救私人企業多所爭議。

2008年9月7日，美國政府接管“房利美”和“房地美”兩家全美最大房貸公司，9月15日，美國第四大投資銀行雷曼兄弟遞交破產保護申請、美國銀行宣佈以近500億美元收購美林證券；9月16日，美國聯邦儲備會宣佈授權紐約聯邦儲備銀行向美國國際集團(AIG)提供850億美元緊急貸款，正式接管全球最大保險機構。在這同時，政府宣佈擴大政府銀行存款保險範圍，為規模高達3.4兆美元的貨幣市場共同基金提供擔保，並對799支金融類股票實施賣空禁令。半個月間，政府部門全面轉向，直接介入私人金融企業的經營。在這之前不久的9月15日，美國財長鮑爾森才拒絕雷曼兄弟要求政府提供類似對貝爾斯登的纾困方案，任



其陷入破產，第二天就宣佈接管 AIG，美國政府對自由市場的承諾完全改變。

此一政策面戲劇性的轉變，當然與鮑爾森和柏南克的認知有關，金融危機持續惡化已經危及美國整體經濟，市場信心將近崩潰，信貸市場陷入停滯，報章雜誌上報導冰島的破產、東歐與南亞諸多國家面臨經濟危機，這種恐慌情緒蔓延到所有美國民衆，政府部門是唯一能夠干預並拯救市場的力量。前聯準會主席葛林斯潘宣稱美國正遭遇“百年難得一見”的金融危機，美國聯準會（Fed）為挽救金融市場信心，與各國央行共同溢注巨額資金到信貸市場，以增加市場流動性；而美國財政部更提出“7000 億美元救市計劃”（國會更進一步加碼到 8,500 億美元），希望藉由清理金融機構的不良資產，以徹底消除金融體系的病根。

2008 年一年間，美國有 25 家銀行宣佈破產，為美國聯邦儲蓄保險公司（FDIC）所接管，花旗銀行和美國銀行的市值掉了 90%，據估計如果金融風暴持續，2009 至 2010 年間將有超過 100 家銀行倒閉，全美九百多家中小銀行虧損可能達到 2000 億美元，屆時 FDIC 可能面臨向美國財政部求援的情況。為了預防金融風暴進一步擴大，美國聯準會已經變身金融監管超級警察兼救火隊隊長，隨時防範危機進一步擴大。

2009 年 4 月 30 日、6 月 1 日，全美第三大車廠克萊斯勒與最大汽車廠通用公司分別提出破產保護申請，在這之前，歐巴瑪政府就已伸出援手拯救三大車廠，政府成為美國車廠最大股東，打破美國政府不介入私人產業經營的傳統。過去，美國政府總是置身市場外，以制定遊戲規則來保護消費者和中小投資人，只有在諸如 1987 年股災及 1998 年長期資本管理公司（LTCM）對沖基金倒閉等重大事件才出手干預，以防範經濟受到嚴重衝擊。這種不介入的態度一向是美國資本主義的基本立場，但在這兩年的金融危機



中被全面推翻。這意味著過去歐美國家所標榜的資本主義體制，面對金融風暴，已經被迫改弦易張。

## 一 華盛頓共識的形成與轉變

羅斯陶 (W.W.Rostow) 的經濟發展論指出，後進國家經濟發展時最大的難題是資本形成的問題，後進國家追求經濟發展，必須要能將生產剩餘儲存起來，並透過金融機制將零星且個別化的儲蓄加以彙整，再貸放給需要的產業。羅斯陶《經濟發展論：一個非共產主義宣言》(*The Stages of Economic Growth: A Non-communist Manifesto, 1960*) 一書所代表的現代化理論，認定經濟發展只有一套模式，就是歐美發展經驗所代表的那套經濟發展論，相當程度，代表著新古典經濟學中對資本主義發展的見解。

1979年柴契爾夫人就任英國首相，1981年雷根就任美國總統，兩人面對自石油危機所引發的全球經濟危機，採取了與過去不同的經濟政策，成功地改變了英國和美國的經濟結構，也改變了全球經濟發展的思維模式。

在古典經濟學理論中，通貨膨脹是隨經濟成長而來，與失業率有著替代 (trade-off) 的關係。換句話說，物價穩定是以經濟成長為代價，而降低失業意味著經濟成長，也會增加通貨膨脹的壓力。然而，70年代後期，歐美社會面臨停滯膨脹 (stagnation) 的壓力，失業率與通膨壓力同時並存，經濟學理論並無法提供有效解決方案，市場機能不足以解決經濟危機。

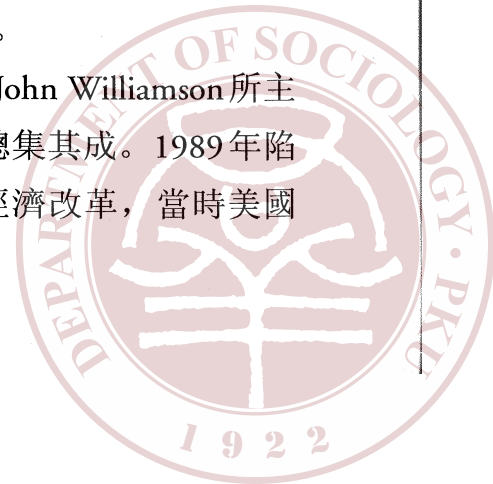
柴契爾夫人主張「大市場、小政府、輕賦稅」的政策，等於全面揚棄30年代以來的凱因斯經濟學，全面解除經濟管制，並將包括銀行在內的國有企業私有化。雷根就任後也採行這套作法，



全面推動市場化、自由化的政策。於是，英美兩國所推動的「新自由主義改革」作法，逐漸為歐洲各國所效法，全球經濟自由化在這種氛圍中逐漸成為主流意識型態。包括拉丁美洲、東亞地區的發展，也深受此一氛圍的影響。歐美各國市場化、自由化、私有化的運動，讓資金有效聚集成為引導經濟成長的基礎，歐美各國的經濟主體也逐漸由製造業轉向服務業以及金融產業發展，東亞地區在此一趨勢下，接收了歐美製造業的市場，成功地邁向現代化發展。1986年柴契爾夫人金融鬆綁的大爆炸式政策改革 (the Big Bang)，引進國際化管理模式，運用電話及電腦等電子交易方式媒合金融操作，並開放外國財團購買英國上市公司，致使倫敦證券交易所得到新生，倫敦因而成為國際金融的「發動機」，國際財金人才湧入倫敦為英國所用、國際資金進入，每年貿易額也從1986年的1,610億英鎊增加到2005年的2.5兆英鎊，而金融時報指數也增加了288%。金融資本主義引領倫敦和紐約成為全球經濟發展的推動力量，持續的榮景也成為各國追求發展的潛在動力。

而諸如國際貨幣基金組織 (IMF) 等機構，以開發中國家需要貸款為條件，強迫接受貸款國家實施金融自由化，開放金融等服務業市場，推行馬來西亞前總理馬哈地所稱的「經濟殖民主義」，而歐美先進國家，透過控制國際銀行系統、國際資本市場，以及全球通貨流動，就能控制全球金融體系，賺取高額利潤。20世紀70年代開始，在全球化及自由化的架構下，各國外匯管制逐漸放鬆，資金在國際間自由流動。大型企業及有錢人為了規避稅負，促成“離岸”金融和避稅天堂的繁榮。於是，國際資金透過所創造出的各種不同金融商品，以及繁複的投資組合設計，藉著財務槓桿操作，創造出金融資本主義繁榮的景象。

這種新自由主義發展趨勢，可以1989年John Williamson所主張的《華盛頓共識》(Washington Consensus) 總集其成。1989年陷入債務危機的拉丁美洲國家急需進行國內經濟改革，當時美國





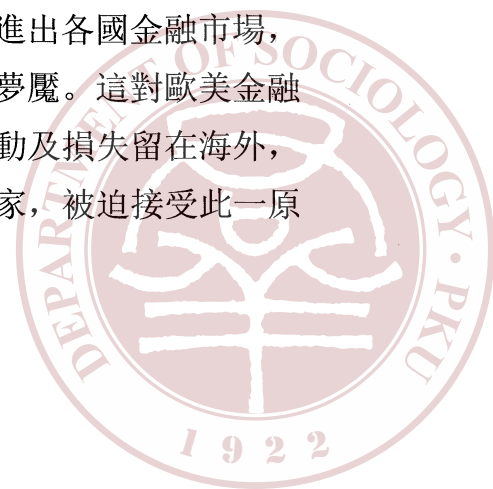
國際經濟研究所邀請國際貨幣基金組織、世界銀行、美洲開發銀行和美國財政部研究人員，以及拉丁美洲各國代表在華盛頓舉行研討會，會中 Williamson 從其《拉美政策改革的進展》一書中整理出給拉丁美洲國家的十項改革建議：加強財政紀律、政府支出轉向高經濟收益及有利改善所得分配的領域（以健康、教育及基層建設為先）、稅制改革（降低邊際稅率並擴大稅基）、利率自由化、競爭性匯率制度、貿易自由化、開放國外直接投資、國有企業民營化、解除政府管理（消除市場進出障礙）和保護財產所有權等，這十項又被稱為「新自由主義的政策宣言」，為當時在華盛頓會議中所有成員所接受，即為後來所稱的華盛頓共識。1996年 Williamson 在泛美銀行年會上對「華盛頓共識」做了以下的補充：<sup>1</sup>

- (1) 政府必須建立更穩定和專業化的機構，特別是獨立的中央銀行、強有力的預算部門和獨立廉潔的司法部門；
- (2) 儘管政府應少干預，但需增加在社會領域，如健康方面的公共支出；
- (3) 由於教育對長期經濟發展所需的人力資源有決定性影響，故應優先增加支出；
- (4) 鑑於墨西哥的金融危機，必須強化金融監管；
- (5) 由於拉美各國財政並無明顯改善故須恢復財政紀律增加儲蓄；
- (6) 開徵土地稅；
- (7) 保持競爭性匯率，排除固定匯率或將當作名義錨；
- (8) 繼續區域內貿易自由化；
- (9) 透過民營化和自由化建立競爭性市場經濟；
- (10) 重新界定產權並使整個社會都可能獲得產權。

即使做了這些修正，華盛頓共識仍支持市場自由化和區域貿易自由化、主張減少政府干預，一切讓市場機制來調節，成為主導二



十世紀最後二十年全球經濟發展的基本原則。新自由主義的貿易政策主張開發中國家的經濟衰退是因為採取保護主義進口替代政策所造成的，因此，市場原則應充分受到保障，才能維持各國的經濟成長。由於歐美新古典主義經濟理論的強勢、東亞地區經濟發展的成功，加上英國與美國推動私有化政策的成功，有效推動全球普遍接受此共識，也成為金融資本主義大獲全勝的重要制度性基礎。事實上，國際貨幣基金和世界銀行基於華盛頓共識所推動的援助計劃，著眼點在於增加受援助國家的經濟成長率，並希望能透過經濟成長的結果，將利益擴散到社會所有成員，實質解決各國的貧困問題。然而，整體而言，經援的結果反而促成財團的崛起，卻未實質改善貧困的問題，接受援助國家的所得分配不均現象日益嚴重。華盛頓共識所支持的市場自由化原則，主張減少政府干預，一切交給市場機制運作，在各國產生的實質影響各不相同，對東亞地區而言具有相當成效，但在拉丁美洲和非洲國家反倒造成不少負面效果。因此，諸如J. Stiglitz所提出後華盛頓共識 (Post-Washington Consensus)，認為無能的政府反而是經濟與社會問題的根源，市場力量並不足以自發地實現資源最佳配置，發展不能僅從經濟成長的角度視之，還要考量貧窮、所得分配、環境等議題，改善經濟的同時，更要考量政府效能、社會正義等原則。雖然諸多反省與檢討都指出其間缺失，但是經濟成長、市場機制始終是引領經濟全球化發展的重要原則，於是，華盛頓共識所強調的市場原則、減少政府干預、自由化，讓全球資金有效地在國際間流動，也讓各國政府無法有效干預國際資金的進出，對發展中國家經濟發展造成了相當大的壓力。姑且不論1997亞洲金融風暴，國際熱錢不斷找尋投資標的，大舉進出各國金融市場，造成各國金融秩序波動，也成發展中國家的夢魘。這對歐美金融資本主義國家而言，正可藉此獲利，並將波動及損失留在海外，當然是件好事；但是，對後進、資金欠缺國家，被迫接受此一原



則卻深受其受害者，則又投訴無門，一個全球性的經濟理論論述，不會因爲一兩個國家的呢喃而改變。唯一有效的方法只能投入這場金融遊戲，且在規則夾縫中尋求生存之道。

然而，這一切在2008年全球金融風暴席捲歐美等地，先進國家無一倖免後，大家才意識到華盛頓共識，其實是個有問題的意識型態，各國政府紛紛啟動干預機制，並透過財政、貨幣等不同政策，干預市場機制，以防止發生全球百年罕見的經濟蕭條。過去，美國、加拿大及歐洲各國的經濟規模約佔全球的六成多，然而由於經濟衰退加速財富流向中國與其他新興國家，英國智庫經濟暨商業研究中心(CEBR)估計這三大經濟體在2009年將佔全球經濟的49.4%，影響力將逐漸減小，不再獨自決定全球的金融規範，而必須與新興國家多所合作。<sup>2</sup> 當歐美國家在全球經濟結構中的影響力逐漸降低時，其他不同聲音也開始發聲了。

1999年八大工業國的財政部長會議中，爲了防止類似亞洲金融風暴的情況再度發生，建議在G8成員外，廣納總共20國財長及央行行長的會議。這20個國家人口合計40億人，GDP總量約佔全球85%。2009年4月3日G20高峰會議上，針對過去數十年間國際社會對寬鬆監管的金融市場以及不受約束的國際貿易提出批評，英國首相布朗更當衆宣佈「華盛頓共識」已經過時，一個新的世界秩序正在形成。美國總統歐巴馬則是批評各國過度迷信此一理論所接受的市場機制以致於忽略了潛在的風險。這意味著新自由主義經濟理論已經不適用，全球面臨一個全新的經濟格局，需要新的理論加以解釋。當然，相當程度上，當前全球金融風暴正是新自由主義經濟學，甚至華盛頓共識所產生的論述所造成的。迷信自由經濟與市場法則，讓金融資本主義無所不在地操控資金流動，雖然造成華爾街及各國的金融投資者獲取鉅額利潤，但同時也造成系統性的金融風險。全球重要投資銀行、金融投資公司、避險基金全部中箭，無一倖免，信用過度擴張的後果，在



很短時間內全部浮現。全球金融資本主義肥了少數人，卻以整體信用危機為代價。

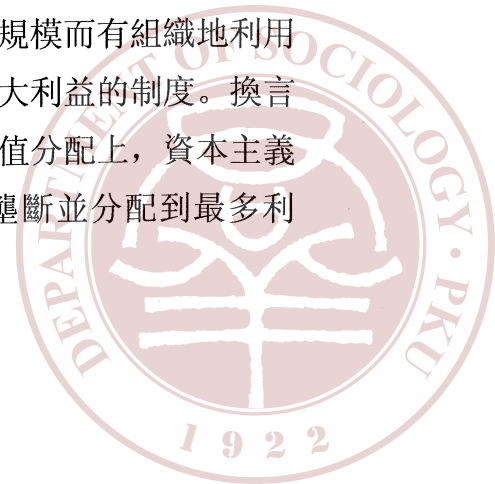
柴契爾革命讓倫敦躍升全球金融中心的後果，也造成物價高漲，中低收入者生活品質降低，以及公共投資不足的窘境；同樣的，拉丁美洲、非洲各國經濟成長的後果，卻是以赤貧階級暴增為代價，全球化所宣稱的利益，在各國也造成諸多社會問題。市場法則與自由經濟，不再保證世界經濟的成長。

## 二 是否有個北京共識？

如果華盛頓共識不再，有什麼原則可以規範全球經濟發展，並成為新的指導原則？

2004年5月7日，雷默（Joshua Cooper Ramo）發表一篇〈北京共識〉（The Beijing Consensus）的文章，指出中國沒有簡單遵從“華盛頓共識”，卻在經濟發展上展開了屬於自己的特殊途徑。接受“華盛頓共識”最深的國家（諸如阿根廷和印尼等）付出了重大的社會經濟代價，而無視“華盛頓共識”的中國和印度，反倒取得令人矚目的經濟成就。一時間，許多人紛紛針對什麼是北京共識，或是有沒有北京共識提出質疑。事實上，中國現代化過程中，一直是抱著“摸著石頭過河”的務實作法，並沒有什麼具體指導原則，在雷默提出北京共識一辭之前，也沒有人具體討論中國經濟發展是否有其特殊軌跡與指導方針。

近代西方資本主義的發展，是以不平等的分工，依著中心一邊陲的剝削關係而建立的主從體制，也是大規模而有組織地利用工業生產及財務操作，在價值系統上產生巨大利益的制度。換言之，雖然經濟活動是互利而共榮的，但在價值分配上，資本主義中心國家，在不透明的交易關係中，能夠壟斷並分配到最多利





益。雷默的“北京共識”之所以引起世人注意，主要是因為自由主義經濟體系過去產生過幾次重大的經濟危機，無論是拉丁美洲的惡性通膨、東亞金融風暴或是俄羅斯的財務危機，都標示著華盛頓共識無法真正解決世界經濟秩序。1989年東歐變天、蘇聯解體後，幾乎所有前社會主義國家都要面臨“市場化轉型”的困境，大部份國家在這一過程中，依循華盛頓共識而採取了「震盪療法」，但是，結果卻是所得分配嚴重失衡，貧窮比率增加、社會福利減少等嚴重的社會問題產生。而在全球化格局中，中國持續的高成長發展經驗，也無法用既有理論加以解釋，中國的崛起勢必在未來國際局勢中扮演重要角色，甚至造成全球政治經濟格局的重大變化，因此成為世人關注焦點。

就金磚四國的發展，中國無疑是最重要的一塊磚，一般估計到2030年時，中國會與美國並列全球最大的經濟體，同時也在全球政治舞台上扮演重要角色。大國崛起已是可以預期之事，但我們卻仍沒有具體有效的經濟理論，針對中國崛起的特殊意含加以解釋。

事實上，「北京共識」所代表的是中國在改革發展過程中，持續堅持“具有中國特色的社會主義現代化”理想，並逐漸發展出一套針對全球化發展的戰略模式和治理原則。由於中國規模夠大，大到足以制定標準，走自己的路，因而能夠與歐洲既有經濟體制相抗衡，一方面可以在沿海地區逐步開放，試行資本主義模式，另一方面又可以無限制地吸收外國資金和技術而不擔心受制於其他國家。於是，中國逐步開放給世界各國投入到相關領域，又能按照自己所希望的步調接受可以承受到轉變。換言之，中國像是個黑洞，收受數量龐大的資金、技術的同時，卻又能不受限於其他國家。在成為世界工廠的同時，卻又同時面對中國社會結構的轉型問題。對外開放不但是資金與技術的引入，同時也是觀念和制度學習的過程。由於理念上仍需堅持「社會主義路線」，但





在具體作法上又可完全接納資本主義遊戲規則，因此在具體開展過程中，摸著石子過河，不受意識型態主導，反倒能就個別具體情境分別處理。

換句話說，西歐北美既有經濟學理論存在相當大的限制，然而拉丁美洲、東亞地區，中東、甚至東歐與俄羅斯的發展，需要歐美在資金、技術上的支援，因此只能接受其意識型態和價值體系，因此無法保有自己在改革開放過程中的自主性。華勒斯坦在資本主義世界體系中的分析，說明了歐美經濟學理論所代表的資本主義運作原則，成為大家的共同遊戲規則，也成為歐美經濟強權主宰支配其他地區的重要工具。

黃平在討論北京共識時指出其中的意義所在：中國(1)十幾億人在(2)近三十年的時間裡，(3)平均以高於8%的GDP年增長率，並在此期間，使(4)近3億多農村人擺脫了赤貧，(5)2億多(就地或異地)實現了非農化，且(6)沒有發生波及較大的內亂(革命、起義、暴動、災荒)，也(7)沒有導致較大規模的對外移民、殖民、戰爭、侵略，還在發展中自我調整，(8)提出了新的發展戰略，走新的全面、協調、可持續之路，以(9)構建和諧社會，或者說，一個更加民主法制、公平正義、安定有序、充滿活力、人與自然和諧相處的社會。這在英國工業化以來，甚至是有史以來，可以說是前所未有的。<sup>3</sup>

李先安與宋興洲比較華盛頓共識與北京共識的差異後整理出如下表列：<sup>4</sup>

然而，中國的崛起，是在文明及生產技術已有一定基礎的條件下，加上台商、香港、東南亞海外華人共同支持下所形成的全新格局，不再只甘心成為提供市場與廉價生產力的邊陲地區，而有更高的自信與自我期許。這是第一次大規模不按西方經濟學理論架構而行的龐大經濟體，也是可以說「不」的巨大政治經濟體



表一：「華盛頓共識」與「北京共識」差異比較

	華盛頓共識	北京共識
出現年份	1989	2004
倡議者	約翰·威廉姆森 (John Williamson)	喬舒亞·庫珀·雷默 (Joshua Cooper Ramo)
經濟發展意識型態	雷根、柴契爾主義及「市場基本教義主義」的資本主義形式	中國特色的社會主義路線，保持威權統治及接受部分西方資本主義發展模式
國際政治意識型態	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 霸權穩定論</li> <li>2. 新自由制度主義 (EX: IMF、WB、WTO)，強調國際建制與經濟相互依賴。</li> <li>3. 主權干涉</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 反霸權主義、主張多極體系</li> <li>2. 新功能主義 (EX: 東協區域論壇與中非區域論壇)，重視交往、對話的和平外交。</li> <li>3. 主權不干涉原則</li> </ol>
影響範圍	全球範圍	東南亞、拉美與非洲等南半球國家為主
軟權力的推展	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 第二次世界大戰後，美國在國際金融、貨幣與貿易組織所掌握的「制度性權力」。</li> <li>2. 冷戰結束後認為以西方自由民主的制度和生活方式是人類歷史的必然歸結。經濟巨輪不可阻擋，所有謀求經濟現代化的國家都會走向自由市場經濟。</li> <li>3. 全球經濟的相互依賴。全球經濟的相互依賴所產生不對稱依存程度加強美國霸權的關係權力。</li> <li>4. 以經濟援助為條件，強迫其他國家推動「華盛頓共識」主張的國內經濟改革。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 隨著中國崛起，中國在國際政治、經濟等領域結構權力的增加。2005年中國的GDP已經上升至全球15.4%。</li> <li>2. 中國的成功讓中國式的經濟發展模式新思維在國際社會產生了重大影響，此種中國經驗讓越多的國家願意追隨、仿效，複製其成功模式。</li> <li>3. 藉由區域對話與合作讓區域經濟整合更容易使東南各國的經濟利益趨於一致，使各國重新界定本國的利益與提升中國的國際地位。</li> <li>4. 以不附帶任何政治經濟條件的方式，擴大對外援助；即中國與開發中國家交往承諾不以干涉內政做為援助的先決條件。</li> </ol>
對世界的影響	以美國價值為主的全球化，由美國主導與維持世界的金融、貨幣與貿易秩序。	以中國經驗為主的經濟發展模式為榜樣，藉由雙邊、多邊的對話與合作建立區域經濟合作模式。

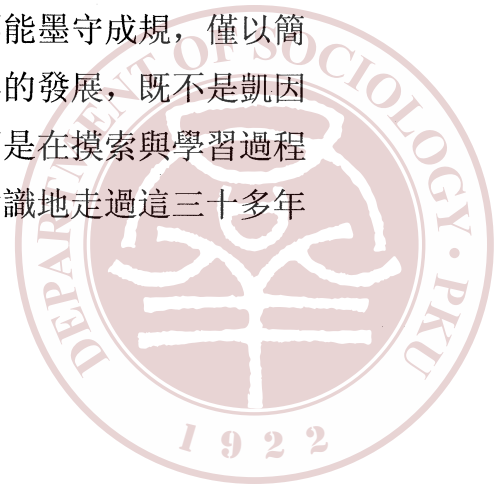


系，直接挑戰四百年來歐美資本主義的經濟架構。而這才是北京共識的重要意義。

事實上，這意味著北京共識跟本不是一個共識，只是挑戰歐美主流的華盛頓共識意識型態、強有力政府採宏觀調控、具體且堅持走自己路的一種企圖。華盛頓共識強調小政府、自由放任、市場機制，然而，推動華盛頓共識執行的不就是歐美強勢政治力嗎？市場機制也只是對歐美資本主義有制的大前題才有用。面對全球金融風暴，歐美所有國家不再談私有化、市場機制、小政府了，因為這時這些習以為常的意識型態不再對他們有制，反而成爲限制經濟發展的阻力。歐美社會現在的處境，也就是非西方地區很容易碰到的難題，所不同的是，就算面臨這麼嚴峻的經濟難題時，仍然不會有其他強權用各種不同手段強迫他們接受市場法則，並限縮政府的作爲。東亞金融風暴過程中，泰國、馬來西亞、印尼、南韓等國無法抵擋巨浪應聲倒地，但香港在中共全力支持下，擋住不斷傾倒的骨牌，止住跌勢。過去一年多全球金融風暴，如果歐美信守新自由主義自由放任的市場機制，只怕現在會死得很慘。

美國前國家安全顧問布里辛斯基曾說，美國國力衰退，卻仍能領導世界，關鍵之一是代表美國利益的思想理論，迄今放諸四海依然無人取代。美國智庫所發表的論文，仍是世界的研究主流。透過華盛頓共識論述的形成與強制推動，美國利益凌駕在全球利益之上。

過去，西方經濟學理論，在新自由主義理論和凱因斯理論中擺盪，兩者看視矛盾，但卻可以讓歐美國家隨情境而選擇採取不同的適用理論。換言之，北京共識意味著不能墨守成規，僅以簡單的市場機制來解決問題，中國過去三十年的發展，既不是凱因斯理論的應用，更不是新自由主義政策，而是在摸索與學習過程中成長。當然，這並不意味北京是有自發意識地走過這三十多年



的改革開放路程，這條路絕非平順，但仍是往可預期方向發展。一路走來，中國當權者愈來愈有自信，在面對全球化的過程中，中國一直堅持著主權與自我特色，「具有中國特色的全球化」也成為北京共識的意義所在。換言之，如果全球化是無法避免的路，北京始終堅持以自己的方式參與全球化，因此，本土化與全球化才不致成為對立的觀念。

傳統經濟學理論認為金融市場有自我修復的功能，所有均衡的破壞都是外部因素所造成的，只要回復市場機能，問題都能得到解決。針對當前全球金融風暴，索羅斯指出，從當前發生的現象可以印證這種理性市場的假設是錯誤的，當經濟發展全球化加上衍生性金融商品泛濫，諸如英國及美國金融業的利潤達到所有企業總利潤的三分之一時，根本沒有任何力量可以監管金融市場。在他看來，過去25年來全球經濟發展主要有兩個推動力量：其一是信貸的極度擴大，其二是美國消費者超前消費。而這兩個力量不再後，全球經濟不可能保持過去般持續快速發展。即使中國的經濟角色日益重要，但其規模仍然只有美國的1/10，短期間無法取代美國作為世界經濟主要發動機的角色。<sup>5</sup> 因此，所謂「北京共識」並不意味北京可以取代華盛頓、上海可以取代紐約，成為國際金融中心。「北京共識」的重點在於指出歐美經濟學理論的盲點與意識型態，要以更具反省批判的態度看待西方經濟學理論。

中國過去三十年間持續高經濟成長，展現了相當的經濟活力，更重要的是，許多西方經濟學理論習慣接受的規律，在中國卻不能想當然爾地接受。例如，按照西方經濟學中商品市場與貨幣市場的雙重均衡模型（IS-LM模型），國際收支不平衡是國內貨幣市場存量不均衡的結果，然而，中國長期以來生產過剩、貿易順差不斷擴大、貨幣的流動性過剩，傳統經濟學理論無法加以無法解釋。整體而言，中國的貨幣存量約相當於美國





的60.6%，GDP總值卻只有美國的20.2%，換句話說，中國的貨幣存量大約是美國的3倍。環視全球，到目前為止，在新興國家中也只有中國，貨幣規模顯著大於經濟規模，無法用傳統經濟理論來解釋。<sup>6</sup>

事實上，產生此矛盾現象的原因在於外資大量流入中國銀行體系，因為看好中國大陸未來發展的潛力，加上預期人民幣升值，國際熱錢大量流入中國，造成貨幣流動性過剩，而不只是貿易順差的因素。因此，除非人民幣大幅升值或是中國資產的價值穩定化，造成熱錢逐漸退去，否則，此一現象仍會持續存在。這意味著西方經濟學理論並不是不適用，一旦中國經濟體系無法維持高成長，而股市、房地產等實質資產面臨泡沫化，國際熱錢流出後，終將回歸現有理論的模式。<sup>7</sup>但是，整個循環的時程長短，卻是我們無法預估的。換言之，接受西方經濟學理論，需要針對不同情境仔細評估其間差異，否則視為當然接受既有理論，可能會造成更大偏失。

有中國特色的經濟發展，與西方人所擔心的「中國威脅論」是一體兩面。事實上，中國還沒有強大到對西方世界產生威脅，充其量也只是具有說「不」的條件和能力罷了，西方人對不接受西方經濟學理論架構的作法，始終覺得不安和無法控制。溝口雄三曾經寫過《作為方法的中國》(1999)一書，指出日本學界長期以來始終以歐美標準來看待世界，然而，如果改採中國標準(或方法)來看待世界或亞洲時，則會看到全然不同的世界及亞洲。大前研一在《美國，再見？》(2009)一書論及後金融危機的全球趨勢，指出九〇年代末期以來，美國國內觀點取代世界觀點，讓美國媒體喪失了多元性，無法看到真實的世界，也指出美國觀點的偏狹。同樣的，北京共識意味著不再只從華盛頓共識或歐美經濟學角度來看待世界，轉換不同觀點(尤其是中國經驗)來看待世界，則可看到全然不同的世界。





### 三 金融資本主義的未來發展

依據英國《經濟學家》雜誌在2007年底出刊的《2008世界展望》報告中指出，2008年全球最重要的發展可以「上升的中國，下沉的美國」來綜攝，2008年可說是全球政治、經濟「脫美入中」的第一年，全球將由「美國主導的世界秩序」(Pax Americana)逐漸轉變成「中國主導的世界秩序」(Pax Sinica)。金融海嘯讓原本已經存在問題的美國經濟更形雪上加霜，美國經濟已經面臨衰退的階段，各項不同數據都顯示，美國經濟的確已經面臨重大結構性的難題，衰退命運無法避免。在歐洲與新興國家也都受到重挫之際，全球經濟發展更加期待中國及印度的經濟成長，尤其是兩個國家內需市場的擴張，希望能夠彌補美國經濟在全球經濟發展上的減緩力道，帶領世界走出金融風暴的陰影。

我們對全球金融資本主義的未來發展所知仍相當有限，尤其是經歷全球金融風暴之後，更是無法預估其未來發展。然而，資金會自己找出路，瞭解金融資本主義的過去發展，也成為預測及評估未來發展的重要參考。

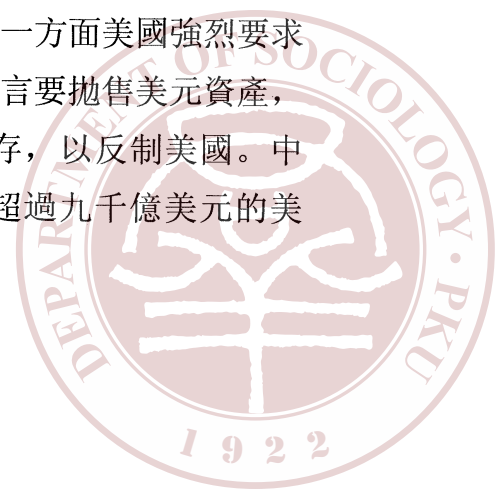
九〇年代，全球避險基金快速成長，基金經理人集體操作模式，左右著全球金融市場的走勢。同時，私募基金的融資成本與報酬的利差仍然相當大，全球私募基金手上仍有相當多的閒錢，等待有利投資機會而出手。由於評估全球基金經理人的經營績效是採取相對的比較原則，重點在於不能比其他經理人業績更差，因此各項投資不必以絕對利潤當作首要考量，這種計算方式，鼓勵所有基金管理者在金融操作時採取同方向策略，以免錯失良機。因此，當大量資金投入到相同的市場且以相同方向操作時，股價當然應聲上漲。然而，一旦有風險傳聞，造成資金撤出時，同方向操作，更會引起瞬間價跌。固然，股價及各地經濟發展有漲有跌，本來就存在自然波動，然而，全球避險基金增高了



資金的水位，也改變了水波的幅度。相對於龐大的國際基金，個人投資理財顯得微不足道，趕上資金順風車就獲利，提前在趨勢轉變前下車，就能避免損失，投資已經不只是掌握企業體質及經營能力就可以獲利，還要能夠預測國際資金流動情形，以及國際基金分配狀況。諸如MSCI、高盛、美林等指數及市場分析，所以能有效預測全球經濟發展趨勢，除了他們擁有大量經濟分析數據支持外，更重要的是，所有基金經理人及投資人都會以這些指數為參考，決定其投資行為。當大家都依據相同指標進行投資，經濟的基本走勢就不難預測了。在被納入全球金融體系之後，中國股市未來亦將會與國際股市產生連動性，愈來愈難擺脫國際局勢的影響。

事實上，資金流入並不全然是好現象，2007年下半年，印度政府擔心透過衍生性商品而流入的外資，將會造成市場流動性過剩，造成盧布大漲，因此打算研擬限制外資發行衍生性金融商品的措施，消息傳出造成印股Sensex指數盤中大跌9.25%。這說明國際避險基金在各國金融市場中任意出入套利，早已危及許多市場的金融秩序，也成為各國財經單位最感頭痛的議題。而印度政府對金融商品保守的態度，卻正就是讓它能夠在次貸風暴中受傷最小的理由所在。

過去，美國的金融體系龐大，主導著全球金融資本主義的發展方向。然而，隨著美國長期以來的貿易赤字和財政赤字，美元面臨全面貶值的命運。美國為解決外債及貿易不平衡的問題，當然也希望美元相對於主要貨幣能夠溫和貶值，以解決外債及貿易失衡的現象。然而，擁有美元外匯存底及美國政府公債的國家，當然也不會坐視因匯率調整而產生的損失。一方面美國強烈要求諸如人民幣等貨幣升值，但另一方面中國也揚言要拋售美元資產，並將外匯存底的美元資產轉成其他貨幣保存，以反制美國。中國擁有將近兩兆美元的外匯存底，並持有超過九千億美元的美



國債券，如果真的將其當成政治武器，不但會導致美元崩盤，更會造成全球金融秩序失衡，美國對此問題也不能再以過去霸權態度面對。

在全球金融海嘯發生後，貿易與金融全球化過程中所產生的風險，以及世界金融體系整體結構上的脆弱性暴露無疑，人們更加擔心爆發全球財務金融危機，以及經濟全面衰退的可能。過去認為美國以及歐洲在金融市場操作穩健，避險基金可以利用反向操作，將市場風險加以規避的想法，再也無法如大家所願，問題遠比想像的嚴重。既有風險管理的機制，在投資銀行、基金、保險公司、避險基金、主權基金全部中箭下馬後，沒有人敢擔保其可靠性，國際金融秩序面臨前所未有的挑戰。

然而，不論短期國際金融市場如何波動，全球基本格局和各國金融環境仍將成為長期發展的限制條件，市場的結構力量，也將主導各地的長期變化。其中，關鍵因素還是在美國，美國的金融規模約佔全球1/3，股票和債券市場也佔全球總量的40%，證券市場的市值相當於西方七國證券市場總量的60%，美元作為國際貨幣在國際貿易中約佔60%，美元在國際儲備資產佔有66%的比重，因此，雖然美國的經濟成長、美元利率、美元的匯率優勢不再，美元時代已經過去，但不可否認的是，美國金融市場以及美元資產在可預見的將來，仍然會是國際金融發展的重要力量。因此，美國未來經濟成長，以及美元走勢，亦將成為觀察的最重要指標。

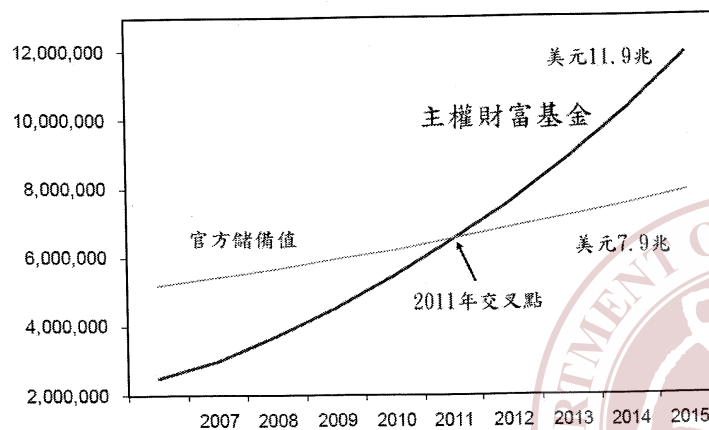
美元降息，讓利差交易資金遠離美國，原先美國大量的貿易逆差仍能在高利率吸引下，讓各國資金以美元形式保存，降息之後，投資人將迅速將美元轉成歐元、紐幣、澳幣以及黃金。再加上美國國家債務過高，嬰兒潮世代即將面臨退休潮，都讓美元成為弱勢貨幣，美元貶值已成未來的必然趨勢。美元貶值當然可以提高美國商品在國際市場上的競爭力，但是，廣場會議讓美元貶



值的經驗，造成日本經濟二十年來的低迷，各國貨幣對美元的升值也將引發其國內金融秩序的巨幅波動，殷鑑不遠，各國無不戒慎恐懼，深怕重蹈日本的覆轍。人民幣過去是管制貨幣，問題還不大，但自開始採取浮動匯率後，就必須小心面對。

各國擔心美元貶值造成其所保有美元資產的縮水，為有效保存外匯的實質購買力，紛紛透過購買海外有價資產以保值。新興國家更是利用龐大的外匯存底成立「主權財富基金」(SWE, sovereign wealth fund)，以規避外幣（主要是美元）貶值所造成財富的實質損失。主權財富基金的作法並非新的觀念，早在1960年科威特政府將石油收入設立科威特投資局(Kuwait Investment Authority)，主權財富基金就成為油國貿易順差的處理模式，目前全球最大的主權財富基金阿布達比投資局(Abu Dhabi Investment Authority)管理超過5000億美元資產。1990年代全球主權財富基金規模估計約為5千億美金，涉及層面也有限，並未引起各國重視，主權財富基金快速成長也還是最近幾年間的事。依據摩根士丹利(Morgan Stanley)投資顧問公司的分析，目前各國主權財富基金的規模約為2.5兆美元，但到2011年時會超過全球官方外匯存底的總值，並於2015年時達到12兆的規模（其中產油國家和亞洲非產油國家各半約6兆美元）。【見圖一】<sup>8</sup>

圖一：全球主權財富基金規模





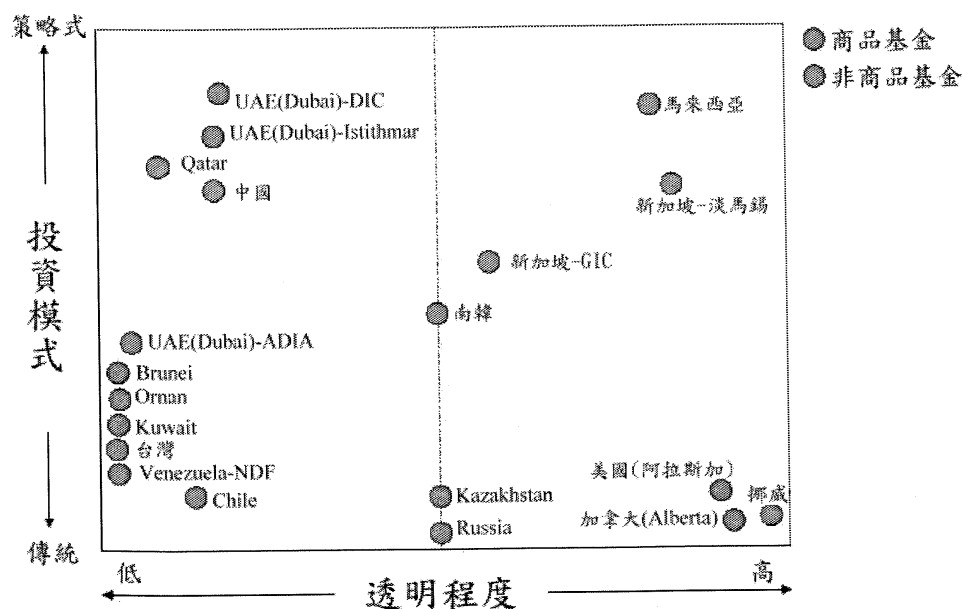
設立主權財富基金的原因很多，無論是油元、新興國家的出超結餘、先進國家的退休準備等，都是資金過剩進而設立主權基金的理由。IMF在2007年《全球金融穩定報告》中根據政策目標的不同，將主權財富基金分為(1)穩定性基金、(2)儲蓄基金、(3)儲備投資公司、(4)發展基金、(5)養老儲備基金五種。它們的共同策略在於追求風險調整後的長期收益，並藉金融操作規避滙兌風險、通膨風險，以追求更高收益。<sup>9</sup> 針對主權財富基金的發展，哈佛大學桑默斯(Lawrence Summers)教授指出，爭論焦點不在於中國是否應將其外貿利潤以超額儲蓄方式轉成外匯存底，重點在於新興國家將如何運用這些鉅額外匯存底。

油國及新興國家運用其過剩資金在全球大量購買歐洲及美國的資產，傳統被視為邊陲國家的新興發展國家，透過搜購歐美等傳統資本主義的核心國家資產，正在改寫資本主義運作邏輯。<sup>10</sup> 而這也是為何《財經時報》會以〈四年內主權財富基金將改變全球經濟〉<sup>11</sup> 為標題來報導此事的理由。由於許多主權財富基金的操作並不透明，許多先進國家都視其為干擾全球金融秩序的重大要項，呼籲各國要注意主權財富基金對各國企業和資產的購併。尤其是，中國大陸目前外匯存底將近兩兆美元，且還在持續擴張，雖然目前中國國家外匯投資公司(China Investment Corporation)只有2千億美元授信，但未來其規模及影響可想而知。

事實上，對非西方地區主權財富基金的不安，正顯示西方強國的意識型態，他們對無法控制和操弄的風險感到恐懼。過去，國際避險基金的操作，造成全球新興國家的金融危機，卻未見過歐美國家跳出來指責，因為諸多風險都在資本主義運作邏輯中可以被理解與掌握，危機是存在無法意識或操弄的新興國家，對西方強國而言，都是「合理」且無可避免的。即使是1997年亞洲金融風暴，造成東亞及俄羅斯等國元氣大傷，對西方強國而言，只不過是符應資本主義邏輯，所以是無法避免的命運，要怪也只能





圖二：前20大主權基金投資策略及透明度<sup>12</sup>

怪東亞國家金融體質不佳。然而，時來運轉，中國、俄羅斯、產油國家運用主權財富基金改變資本主義遊戲規則，因為其不透明（至少對西方強國不透明）、非理性（不同於西方的理性定義），所以對西方強國而言，是不可預測的，甚至可能造成相當程度的損失，因此是需要被譴責的。對西方強國而言，主權財富基金可能造成新的保護主義，同時大量投入到風險資產中。尤其是具有「敵意」的國家在背後支持的基金，大量購買西方強國資產，更會引起這些國家的不安，紛紛要求其政府採取措施，阻止外資搜購本國戰略資產。於是，一種全新的「國家資本主義」形式即將展開，一方面，美國藉傳統地位要求各主要貨幣在兌換美元上應加速升值，以減緩貿易赤字的累積速度；另一方面，各新興國家仍希望美國開放市場並維持原有匯率以快速累積外匯存底。不同的是，油國及亞洲新興國家透過主權財富基金，愈來愈有對抗傳統資本主義控制的力量，過去必需屈服於美國的政治經濟勢力之下，現在各國已經逐漸不再買帳了，新興國家藉著主權財富基金的操作，開始減低過去對歐美資本主義強權壓抑的心理不平。

隨著主權財富基金規模擴大而產生的新國家資本主義，未來肯定會發展出全新的國際金融遊戲規則和不同於傳統資本主義的國際秩序，對弱勢美元以及成長率趨緩而人口又已達老化階段的歐美社會，他們不能再扮演主導全球財經發展火車頭的角色。雖然，全球金融市場的主要資金運作仍會由歐美人士來操控，但是，遊戲規則不再只是由歐美傳統資本主義所設定，而會受到諸多非經濟因素，甚至是國家與國家間的權力運作方式干擾。對早已熟悉並習慣僅由純經濟因素來考察市場運作的西方世界，未來必須逐漸學習，如何將非經濟因素納入到金融操作的程序中，並從一種更為複雜的互動模式出發，重建全球經濟發展規律。

雖然，面對全球金融海嘯，各主權基金的資產價值縮水不少。然而，真正重點不在其金額與數目，而是背後所代表的國家主權力量。過去，資金在國際間流動，沒有國界也沒有認同，如今，資金代表著政治力量的運作，也有著具體的政治意義，對未來國際政治經濟格局，勢必造成相當程度影響。只有認識到這種新的資本主義運作方式，才能在未來全球格局中嶄露頭角。未來的國際局勢發展，多元複雜而又詭譎，值得我們深入觀察。

#### 四 虛擬經濟與全球金融風暴

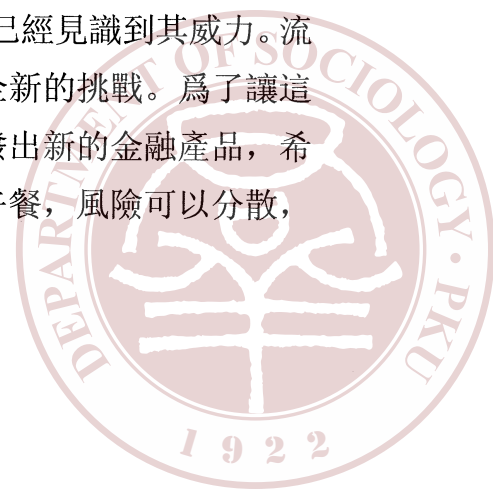
1970年時，美國貨幣交易中與物質生產和流通有關的貨幣交易佔有80%，而到佈雷頓森林體系解體後1990年初期，與生產流通有關的貨幣交易比重只剩下20%，到了1997年甚至只剩下0.7%。1985年到2000年間，美國的物質生產只增加了50%，但是貨幣卻增長了3倍，換句話說，貨幣增長率比物質生產增長率多了6倍。八〇年代以來，世界平均年經濟增長率約為3%，國際貿易年增長率則在5%左右，然而國際資本流動的年增長率卻達



到25%左右，全球股票總值增加了2.5倍。就全球而言，1997年國際貨幣交易額高達600兆美元，其中與生產流通有關的貨幣交易只佔了1%。成思危依據國際貨幣基金組織和世界銀行的資料計算出，1997年年底全球虛擬經濟總量為140兆美元，到了2000年底為160兆美元（其中金融衍生商品歲末餘額約95兆，股票市值36兆，債券市值29兆），相當於全球GNP總和30兆美元的5倍，全球虛擬資本每天流量約為2兆美元，大約是全球每天平均貿易額的50倍。全球的貨幣存量已經相當於全球GDP年總值的60倍。這些指標都說明，世界資本主義經濟的主體已經從物質生產部門轉移到非物質生產部門，新的資本主義經濟階段可以用“虛擬資本主義”來稱呼。<sup>13</sup>

近三十年來，人類經濟體系中的貨幣總量及信用總量大幅成長，無論是增長速度或是存量規模，都已遠遠超過人類真實經濟或真實財富的增加速度和規模。從1970年到2007年間，全球基礎貨幣存量從不過數百億美元的規模，到超過5兆美元；全球信用總量從不過數千億美元，到超越400兆美元；全球外匯交易和衍生金融產品交易量從微乎其微，到每天交易規模超過3兆美元，全年超過800兆美元，其中與商品生產和流通有關的部分只佔1%；全球債務規模從不過千億美元，到達數十兆美元。<sup>14</sup>然而，同一期間，全球實體經濟或財富的增長速度，以實際GDP計算，每年平均不到5%，顯示實體經濟與虛擬經濟已經沒有實際的對應關係，全球貨幣體系也失去基本約束，甚至，成為國際匯兌主要貨幣的美元過度泛濫，也無法客觀反應出各國貨幣的真實價值。

過剩的熱錢在全球找尋投資標的，其力量大到足以催毀各國的金融體系，1997年亞洲金融風暴時，人們已經見識到其威力。流動性過剩帶給各國金融機構在資產管理上全新的挑戰。為了讓這些資產得到更高收益，各金融機構不斷開發出新的金融產品，希望獲取較高回報。然而，天下沒有免費的午餐，風險可以分散，



卻無法消除。創新金融衍生商品讓金融債務鏈條越來越長、風險越來越高、監管也越來越困難，終至釀成全球性的金融風暴。

依據麥肯錫公司的調查報告，目前全球每年跨國投資金額已經超過6兆美元，而從1990年以來，全球跨境資本流動快速增加，平均每年增加幅度達到10.7%。<sup>15</sup> 過剩的資金造成全球金融市場流動性增高，除了傳統的股票和債券市場外，金融領域不斷創新產品，為流動性資金找到更多出口，而多樣的金融衍生商品，也為風險配置提供多元樣式，擴大了金融操作的槓桿，也更加速了金融商品的流動性。包括石油輸出國家及金磚四國等新興國家逐年增加的貿易順差，累積成巨額外匯存底，投入到國際債市或是轉成各項金融投資，又更進一步強化了資金的流動性。

投資會自行尋找標的，從2002年起資源產品，特別是國際能源和金屬價格，就成為過剩資金投入的場域，在全球商品期貨交易市場中，期貨合同數量從2002至2005年增加了3倍，同一期間，商品期貨的場外交易規模也大幅攀升。依據國際清算銀行的統計數據顯示，到了2006年時全球商品期貨交易合同存量已達到6.4兆美元，約為1998年的14倍。然而，這些金融資本在商品期貨的交易規模遠遠大於這些資源商品的實際生產量。例如，2005年時，黃金、銅、鋁的場內交易額已經達到當年這些金屬生產總量的約30倍；2004年4月，外匯和利率期票的每日場外淨交易量已經達到2.32兆美元，比起2001年4月的1.34兆美元增加了73%。2004年6月底，全球金融衍生商品場外交易合同存量的市值達到6.39兆美元，這些合同相應基礎產品的名義價值更高達220.07兆美元的天量，約為當年全球GDP總量的5倍。<sup>16</sup> 而2006年第四季度全球衍生品交易額為431兆美元，到了2008年底，全球金融衍生工具總市值估算超過681兆美元，然而，全球GDP總額卻還不到60兆美元。透過信用擴張，虛擬經濟可以無限放大許多機構的資產，而這些資產反過來又可以繼續擴張其

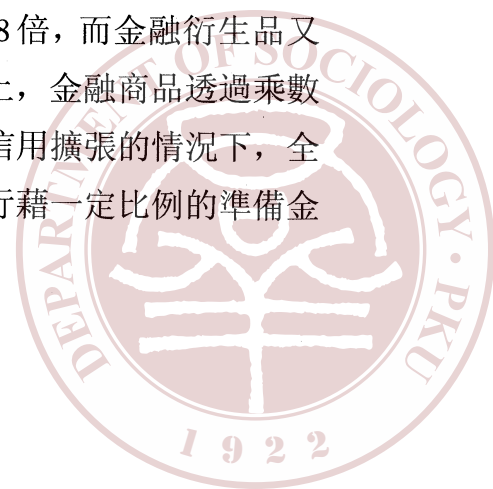




信貸，整個投資槓桿因而被放大到二、三十倍。<sup>17</sup> 依國際清算銀行 (Bank for International Settlements) 估計，衍生性金融商品名目本金餘額 (outstanding derivatives) 高達 592 兆美元，約為全球國內生產毛額的 10 倍之多。<sup>18</sup> 正如這些虛擬資產透過金融操作程序被放大、創造出來一般，如果 30 倍的投資槓桿收縮了 3%，整個投資本金也就因此憑空消失。如果無法有效監管，未來恐怕仍會爆發嚴重金融風暴。

華爾街五大投資銀行高盛集團、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和貝爾斯登，受惠於《1933 年銀行法》(Glass-Steagall Act) 將投資銀行業務和商業銀行業務嚴格地劃分開，可以獨佔金融投資業務。直到 1998 年該法案廢止前，投資銀行主導著華爾街長達 75 年，獨享美國金融投資業務的所有利益，創造美國金融市場前所未有的大筆財富。投資銀行採超高財務槓桿操作以獲取最大利潤，諸如雷曼兄弟 (30.7 倍)、美林 (28 倍)、摩根士丹利 (33 倍)、高盛 (28 倍) 的操作大約是 30 倍，而歐洲主要銀行的槓桿比例甚至高到 50 倍以上，比利時富通銀行 (Fortis) 槓桿操作達 33 倍，其負債已超過比利時 GDP 的 2 倍；德意志銀行 (50 倍) 負債 2 兆歐元，佔德國 GDP 的 80%；英國巴克萊銀行集團 (Barclays) 之財務槓桿操作達 60 倍，負債超過 1.3 兆英鎊，超過英國 GDP。<sup>19</sup> 這也是為何金融風暴來臨時，信用收縮的乘數立刻讓這些銀行應聲倒地的原因所在。

2006 年美國的 GDP 約為 13.2 兆美元，其中製造業在實體經濟活動中所創造的財富僅佔 11%，而信用貨幣和資產證券的總額為約 90 兆美元，至於金融衍生品的財富總額則達到 518 兆美元。換句話說，信用貨幣和證券將價值放大了 6.8 倍，而金融衍生品又把資產證券的價值放大了 5.77 倍。<sup>20</sup> 事實上，金融商品透過乘數效果，將實體經濟所累積的財富擴大，在信用擴張的情況下，全社會的財富價值被創造出來了。過去，銀行藉一定比例的準備金





創造出數倍的信用，讓貨幣不僅僅只是價值交換的媒介，也不只是未來購買力的儲藏所，更成為信用創造的工具。到了二十世紀八〇年代開始，在全球化資金快速流動的基礎上，投資銀行等金融機構創造出諸多衍生性金融商品，藉高倍數財務槓桿，讓信用創造不僅局限於傳統銀行的數倍創造，而成為數十倍數的擴充。然而，過去銀行在創造信用之際，有著一定比例的準備金，且透過金融保險制度防範因擠兌所造成的信用收縮，即使如此，銀行被擠兌造成破產的情況仍時有所聞。時至今日，諸如投資銀行等機構，創造出諸多高財務槓桿的衍生金融產品，卻沒有一定的準備金或是保險制度，可以確保面對信用收縮時，能夠有效處理風險。如果財務槓桿高達三十倍，只要信用收縮一兩個百分點，這些投資銀行就將面對無法承受的信用危機，2008年全球金融風暴就是在這樣情況下產生的，而各國為了拯救金融危機所投入的大量資金，只能填補立即的缺口，解決不了信用收縮的量，終究還是以卵擊石，無法真正解決問題。

欠缺風險控管的高倍數財務槓桿，而金融資本主義透過虛擬經濟的助長，將全球經濟活動膨脹到無法控制的地步，正是這波金融風暴產生的基本成因。導火線則是次級房貸市場的違約所造成的信用收縮。

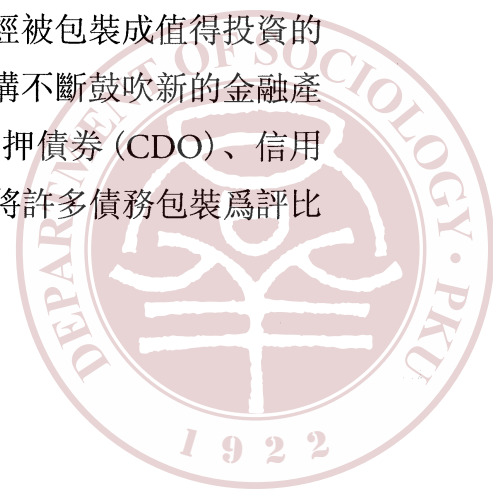
美國住屋及都市發展局 (HUD: Department of Housing and Urban Development) 爲了照顧低收入戶及少數族裔擁有自己房子，在1996年要求房利美及房地美兩個最大的次級房貸公司，應有42%的抵押貸款是核放給家庭收入低於中位數的借款人，此一目標2000年時更提高到50%。而2000年初科技泡沫化危機，美國聯準會爲了活絡經濟，採取較爲寬鬆的貨幣政策，從2001年起連續降息13次，使得聯邦基金利率從6.5%大幅降低到1.0%。利率在2002年至2004年間均低於2%，低利率政策所釋放出的大筆資金，更助長信用市場以及房地產市場的熱絡。許多人眼見



房價不斷高漲，在長期低利率的刺激下，許多購屋者高估了自己的償債能力，購入利率上升後所無法支付的房屋，不但如此，即使資金不足時也仍可向次級房貸公司貸得購屋所需款項。次貸公司配合政策對低收入戶的放款，在審核貸款時相當寬鬆。2007年所有次級房貸中，有40%是未經審核自動核發的，可見其信用之浮濫，甚至一些「不查收入、不查工作、不查資產」被稱為「忍者」(NINJA: No Income, No Job and no Assets)貸款的次級房貸，亦屢見不鮮。

房價不斷上漲，利率又低，除了自用外，投機購屋的情況也相當普遍，次級房貸的方便，更助長了房價的飆漲。次級房貸佔市場貸款總額，從1994年的5%，增加至1999年的13%，到了2007年甚至高達20%。而在次級房貸中，約有80%是採取浮動利率抵押貸款(Adjustable rate mortgage, ARM)，借款人頭幾年優惠期間只需支付較低利息而不必清還本金，但優惠期過後改採一般利息，且利率會隨市場而調整。於是，許多購屋者只看到前幾年支付低價利息就擁有自己的房子，低估了潛在風險。直到本利同時清償，加上市場利率持續逐漸攀升後，才意識到遠本利支付早已超過自己清償能力。2004年6月起，Fed連續17次升息，到2006年6月29日聯邦基金利率升至5.25，加上Libor後中低收入貸款人的利息負擔相當沈重。美國房價2006年時達到了高峰，到了2008年9月時平均房價已跌了大約20%，據估計2008年11月時約有1,200萬名貸款人的房屋淨值已成負值，許多人面對高額本利支付，只能故意違約，放棄房子讓銀行沒入。如此一來房價又更進一步跌落，惡性循環結果，問題逐一浮現。

事實上，過去十餘年來，房屋貸款已經被包裝成值得投資的金融商品，美國的投資銀行和信用評比機構不斷鼓吹新的金融產品，尤其是抵押貸款證券(MBS)、債務抵押債券(CDO)、信用違約互換(CDS)等全新包裝的金融商品，將許多債務包裝為評比



良好的資產，在全球販售，例如，有3.2兆美元的MBS和CDO就被評為AAA級債券，但其內容根本無從監管，投資者無從瞭解這些虛擬商品的真實內容，只能依賴投資銀行所推荐的清單和報酬率來購買。在房地產價格持續上漲時，這些債券獲利穩定，又有「客觀」評等，當然贏得個別投資者的青睞。2004年美國證券交易委員會更將投資銀行的槓桿率從10-15倍的限制放寬，讓投資銀行的槓桿操作比率高達25倍以上，造成這些虛擬資本過度膨脹。整體而言，2007年時美國五大投資銀行的債務超過4.1兆美元，約為當年美國GDP的30%。如此龐大的信用創造比率，在景氣尚好，經濟擴張階段，吸引大量資金投入，但到信用緊縮時，一點點的風險，都可能造成無法抵擋的風暴。抵押貸款違約率上升，讓MBS、CDO、CDs等金融證券的價值大幅滑落，反向的槓桿作用，讓銀行的淨資產和財務狀況惡化，各金融機構都出現立即的危機。以房地美及房利美兩家次貸公司為例，2008年6月底時，其資產淨值只有1,140億美元，但其貸款額達到5.1兆美元，在面臨壞帳增加時，只得由美國政府所接收。<sup>21</sup> 世界各地的投機客，追求高利潤投資時，完全無法評估其中風險，而相關金融監管單位根本無法有效監管，由次級房貸引爆的信用收縮，迅速擴張到所有金融領域，終於釀成這場世紀金融海嘯。

衍生性金融商品及全球信貸市場本身風險就相當大，但是，還有兩項因素讓全球金融體系充滿著嚴重的結構性風險。

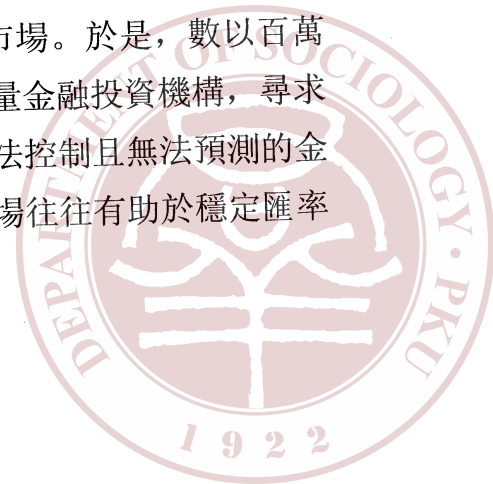
首先，拜資訊通信科技之賜，各種代理人程式功能強大，許多金融投資活動透過大型投資機構操作，設定自動買賣的機制，過去傳統經濟行爲中，需要幾個月才會浮現的走勢，現在在不同交易軟體間激烈互動，短短幾分鐘內就能達成新的平衡，因此也造成股匯市劇烈震盪，影響到金融與交易的穩定性。尤有甚者，幾乎所有投資行爲，都依賴諸如穆迪、標準普爾等國際評等公司的指標操作，大家採取相同策略，在龐大資金集體同向流動的情



況下，其力量與影響可想而知。這股力量完全可以預測，但因其規模太大，反而成爲金融投資領域的結構性風險。

另一項因素則完全不可預測，是升斗小民聚沙成塔的力量。最有代表性的是日本的家庭主婦。

日本財力雄厚的跨國大型企業，近年來利用弱勢的日圓和低利率的優勢，改造公司競爭力，在國際舞台上獲利頗豐。然而，撇開跨國大型企業，1985年廣場協定簽署後，日圓大幅升值，泡沫經濟重創日本金融體系，加上錯誤的經濟政策，國內需求大幅滑落，銀行系統癱瘓，造成1990年代日本「失落的十年」，經濟不但沒有實質成長，日本國內所得分配更呈現日益不均的現象。日本又是高齡化、高儲蓄率的社會，由於利率降到幾近於零，過去日本家庭藉存款利息補貼家庭收入的情形不再。加上股票市場從高點大幅滑落，一般民衆完全無法藉股票利得貼補家用。面對此困境，日本家庭主婦開始搜尋較高報酬率的投資管道以改善所得，本來一般家庭主婦較少海外投資，諸如外國公債、外幣存款、高收益外國債券，甚至是外匯交易等需要較多金融知識及國際化操作經驗的高風險投資管道，成爲日本家庭主婦透過大型金融仲介機構，甚至是透過網路，集體操作的投資標的。日本主婦投入日圓利差交易 (carry trade)，成爲全球金融領域重量級的玩家，外界多以「渡邊太太」(Mrs. Watanabe) 稱呼這批不容小視的日本投資客。實則，日本金融資產有3/4掌握在靠存款收益維生的銀髮族，而日本家庭流動金融資產約有1千2百兆日圓（約合11兆美元），過半數是存款帳戶和其它金融工具，只要將其中流動金額的1%投入全球外匯交易市場，就足以成爲全球最大玩家，如果動用其中2%，更能大舉擊垮全球金融市場。於是，數以百萬計的「渡邊太太」透過網路接觸到全球大量金融投資機構，尋求最佳報酬並分攤風險，成爲力量龐大、無法控制且無法預測的金融實體，這些散戶大軍逢低買進、逢高出場往往有助於穩定匯率





交易。<sup>22</sup> 然而，由於她們不是一個整體機構，也無法協調控制，因此也成為全球危機管理者無法安心的重要因素。

一般的國際投資客及避險基金，透過穆迪等國際信用評比指標來操作，有其規律可循，然而，憑著個人想法及人際網絡尋求零散投資渠道，所累積出來的金融力量，充滿不確定性，也成為全球金融體系最不可預測的因素。例如，2008年初面對全球金融風暴，日本主婦將資金大量匯回買進日本國內金融資產，當時各不同主要國際貨幣兌換美元均貶值的情況下，唯獨日圓對美元大幅升值，可見渡邊太太的影響力有多大。當然，這並不意味著渡邊太太是國際金融領域的常勝軍，為了賺取利率價差而投入國際金融操作的日本主婦，在金融專業知識上有限，順境時獲利頗豐，但遇到風險或是匯率鉅變時，可能損失亦相當慘重。2008年7月底，日本外匯為主的家庭儲蓄總數達到6兆3千億日圓，三個月後的數字只剩下1兆5千億日元，日元大幅升值也造成許多投資者重大損失。<sup>23</sup>

這兩股龐大力量讓全球金融體系充滿無法有效預測的變數，許多投資看似合理，卻在集體操作下損失慘重，面對高倍數的財務槓桿的作用，金融市場詭譎多變，讓投資人又愛又恨。

## 五 世代階級鬥爭

整體而言，全球金融體系的重大機構投資者是投資基金，其次是保險基金和養老基金，至於社會保險基金、主權財富基金、私募基金和對沖基金所佔比重仍然不是很大。先進發達國家，面對人口逐漸老化。退休養老的問題日益嚴重，在2001到2007年間，企業養老基金發展迅速，增加了將近70%，每年平均成長9%以上，其中，新興市場國家增加速度更快，例如智利從2004



年的556億美元增加到2007年的1,056億，斯洛文尼亞從5億增加到14億。全球金融體系發展趨勢中，“養老金因素”在機構投資者持有的金融資產中所佔的比例愈來愈大，全球機構投資者資產總額中，大約有60%是為養老金融資而建立的。在金融風暴之前的15年中，各國企業養老金投資業績表現都不錯，平均年回報率在瑞典是11.8%，美國是10.6%，英國9.2%。大部份發達國家的企業養老金資產，投入股市比例相當高，在經濟持續高度發展的階段，總能維持一定的平均獲利，然而，遇到這波全面性的金融風暴，股市價值嚴重縮水，企業養老金當然受創不小。全球企業養老基金約為29兆美元，美國企業養老金規模佔全球60%左右，達到17.1兆美元。這次金融危機造成世界各類退休養老資產損失大約5.5兆美元，規模愈大的基金損失越大，單單美國就損失了約3.3兆美元。其中，包括個人退休帳戶和養老保險合同資金的自願性「企業養老金」影響最大，損失了約5.2兆美元，至於社保基金等強制性的公共養老金受到的衝擊及損失較小，大約只有1500多億美元。全球主權養老基金(SFPs)則縮水20%以上。在風暴衝擊最重的2008年11月，全球企業年金回報率平均值則為-22%。<sup>24</sup>

老年人口逐漸攀升，醫療照護成本也會隨歲數而逐年增加，加上對未來的不確定感，人們希望在退休前就存夠未來有尊嚴又能安享餘年的退休準備金。因此，固定收益且穩定的金融投資，就成為保障老年人最重要的收益來源。過去多年來，金融體系持續擴張，人們相信養老退休基金的長期獲利，不但可以對抗通貨膨脹，且能穩定增加收益，一旦遇到如同這次的金融風暴，其傷害可想而知。

馬克斯從生產工具的私有化，看到不同階級間的鬥爭，時至今日，透過社會保險制度，馬克斯所宣稱的布爾喬亞階級與普羅階級間的階級鬥爭，已經不再是先進國家所面對的問題了。馬克斯當年所面對的是平均壽命不到三十歲的工業化初期社會，是生



產工具擁有者與無產階級間的鬥爭，邁入21世紀，先進國家已經是平均壽命80歲的金融社會，整個社會基礎大不相同，鬥爭形式也因而有相當程度的轉變，我們未來將面對退休高資產所得者與年輕世代間的鬥爭。

在金融社會中，人們面臨最大的問題是如何在退休後維持高品質的生活水準。先進國家處理方式，是以風險管理為中介，透過諸多創新的無形商品（尤其是金融商品），在社會各部門間進行資源移轉，以累積未來的消費能力。<sup>25</sup> 而這也是為何金融體系要不斷創新並累積財富的理由所在，全球金融體系中，有相當大的比例是養老退休基金，為了保值並創造未來財富而投入高報酬的金融市場。

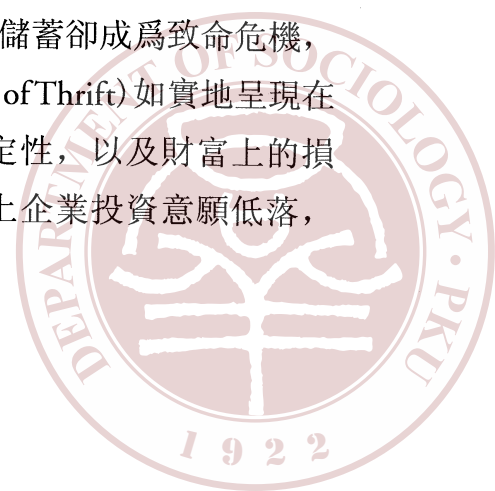
由於先進國家人口結構逐漸老化，想要像傳統社會般養兒防老，已經是不可能之事。長遠而言，退休養老基金提供各國養老退休基金的理財操作，為有錢人儲存未來的購買力，以便能在無法工作的晚年仍能享受富裕、舒適的生活。透過金融體系所創造出的財富與信用，成為未來價值與財富的儲藏所，提供人們老年時享受之用。然而，這是假設過去經濟體系的遊戲規則沒有改變，未來世代願意接受當前世代的兌換規律，讓他們以現有帳面價值，兌換未來的購買力。大家視為當然地接受此一假設，然而，當全球經濟都達到一定開發水準，大家都大量以貨幣或債券儲存未來購買力，但整個世界的實際生產力有限時，又將如何同時兌現未實現利益？全球長期所儲存的價值是否能夠持續增加並有效累積？過去退休基金及避險基金只為少數歐美富人服務，可以用全球規模來支撐其獲利。時至今日，基金數目及總額都快速增加，為全球中產階級服務，相對利基就較為有限。如過去十餘年間拜資訊通信科技及網路服務高成長獲利的機會未來不見得能再現，零成長或小幅成長可能會維持相當時日。如果未來全球同時面臨人口老化，年輕世代生產力減低，更可能無法支



撐現有獲利機制，甚至無法兌現長期累積的購買力，屆時，全球也可能會產生全面性的經濟難題。雖然，短期間此一問題還不致發生，然而，一旦未來世代不願意接受既有安排的交換原則，為他們沒有同意的債務負責，新的鬥爭就將逐漸白熱化，這將會是退休老人透過退休養老基金與年輕世代間的衝突，也是過去金融體系與未來金融體系間的價值計算衝突，可說是未來世代與當前世代的鬥爭。

尚未擔任聯邦準備理事會主席的柏南克在2005年《全球儲蓄過剩和美國經常帳赤字》演講中，針對21世紀初美國貿易赤字飆升現象提出他的解釋。在他看來，原因不在美國，而是在亞洲。九〇年代中期，亞洲新興經濟體仍然是全球資金主要輸入國，許多國家藉借錢發展經濟，然而，面對97年亞洲金融風暴，為避免類似情況再度發生，亞洲國家無不藉累積大量海外資產以保護自己，結果就是把資金輸出到世界上其他地方。這種多儲蓄少消費的情況，讓全球被低利率資金所淹沒，資金只得另外找尋出路。而這些資金大部分流入了美國，以巨大的貿易逆差形式讓美國人使用。當然，仍有不少錢流入歐洲經濟體，而其他接受大量資金流入的國家，其金融體系也因而管制鬆散、門戶洞開。<sup>26</sup> 諸如冰島、愛爾蘭、愛沙尼亞等國，在金融風暴發生前，常被誇為全球經濟奇蹟的最好代表，這些國家的民衆也陶醉於該國金融體系藉信用擴張創造出巨額金融財富的感覺中。然而，當金融風暴來臨時，這些國家深陷危機，資產瞬間蒸發，卻留下龐大無法清償的債務，尤其當債務是以其他國貨幣計算，而自己國家貨幣又面臨嚴重貶值時，那種負擔更特別沈重。水可以載舟，也可以覆舟。

個人節約是美德，但整個經濟體系的儲蓄卻成為致命危機，經濟學理論中的「節約弔詭」(The Paradox of Thrift)如實地呈現在我們眼前，世界各地因為對前景的不確定性，以及財富上的損失，因而開始縮減消費，增加儲蓄，加上企業投資意願低落，





更讓全球金融體系雪上加霜，結果是全球性衰退的陰影一直威脅著世界各國。

過去二十年全球經濟榮景可說是建立在美國人過度消費的基礎之上。美國人崇尚消費，更鼓勵消費，整體經濟價值中有超過70%是由消費所促成。過度消費結果，到了1999年時美國家庭儲蓄已成為負數，國民消費總額已超過個人可支配收入，2008年時，美國家庭債務佔年度個人可支配收入比例已高達134%，美國人寅吃卯糧的現象相當嚴重，全國負債總額不斷攀升，政府爲了彌補經常帳的赤字，只得不斷增加國債的發行，以吸引國外資金流入，同時不斷增加美元的發行量，以解決資金不足的困境。過去，由於其他國家相信美國霸權的地位，加上美國國債信用評等相當高高，新興國家在外貿上的順差大多以美元形式保存，讓美元面臨龐大貶值壓力的事實被掩蓋起來，大家寧可相信美元會維持在穩定的價位。

龐大的貿易赤字與政府財政赤字成爲美國未來最大的隱憂。依據美國國會預算辦公室(CBO)估算，2008年美國政府債務佔GDP比重爲41%，但因爲財政赤字短期間仍然無法改善，以致於到2019年時政府舉債金額將攀升三倍達到17.3兆美元，佔GDP的82%，屆時，美國民衆消費金額中約有1/6是用來償還國債利息。美國政府審計局(Government Accounting Office)預測，到了2040年時，美國政府稅收中將有30%只是用來償還國債利息，至於國債清償，則是不知要到何年。《財富雜誌》資深編輯尚恩·度立(Shawn Tully)在「下一個危機：美國龐大的國債」(The next great crisis: America's debt, 2009/6/9)一文中指出，2009年美國財政赤字1.8兆美元，爲GDP的13.1%，2019年赤字即使如同國會預算辦公室(CBO)樂觀的預期降到1.2兆美元，屆時嬰兒潮世代大量退休，龐大的社會醫療保險支出亦將壓垮美國的財政。到時候，聯邦政府爲了解決龐大的國債，每戶平均繳納的所



得稅可能要從2008年的9萬美元，提高15.5萬美元，年所得25萬美元的高薪者的所得稅率將攀升至60%，每戶家庭平均稅率則會高達55%。然而，增加稅收以解決國債問題，會造成一般民衆相當沈重的負擔，國會更不可能通過相關法案，於是，隨著時間遞移，問題就會更形惡化。<sup>27</sup>

事實上，美國不可能永遠靠借貸過日子，所借的錢將來總是要還的。一個國家25年來都入不敷出，財政赤字連年，成爲世界第一大債務國，而短期間完全無法改善，再加上財務赤字持續惡化，債權人（尤其是中國）當然會擔心美國的償債能力，甚至擔心美元大幅貶值造成匯率上的損失，因而降低對美國國債的需求。爲了維持債權人的需求，美國只好提高中長期國債收益以吸引買家，這樣一來又將增加還債時的利息壓力。在需求不足時，就只能由聯準會自行購入自己的國債，以讓利率維持在較低水準，但這麼一來必然會造成通貨膨脹，坐實了美元貶值的預估，讓債權人大幅拋售美元資產以減少損失，美國國債終將乏人問津。無論採用那種方法，都不可能較佳的結果，也將會造成美國和全球金融市場的嚴重動盪，這個結果當然是所有人都不希望見到的。大家都怕美元藉貶值而減少債務，更擔心美國最後將外債賴掉。如何維持美國的債信不被調降，就成爲可預見的將來最重要之事。

借錢還錢，然而，用錢很容易，還錢卻相當艱難。美國貿易赤字與財政赤字，逐年累積的結果，如果用跨世代的「世代會計」(generational accounting) 計算方式，將時間、人口以及已經承諾將來必須清償的「隱性債務」因素納入考量，就會看出問題的嚴重性。針對美國國家債務及財政赤字，美國財政部委託史邁特 (K. Smetters) 及高克立 (J. Cokhale) 2002年調查報告的結論爲：「美國財政缺口高達45兆美元，但全美所有人的淨財富不到40兆美元，這意味著美國政府實質上已經破產了。」研究亦指



出，美國如果要達到「世代平衡」的目標，以單一政策來執行時需要：(1) 提高聯邦所得稅 69%、(2) 提高薪資稅 95%、(3) 削減聯邦支出 106%，或是(4) 削減社會安全和醫療保險福利 45%，才能真正解決問題。但這些單一政策選項跟本不可能實施。如果改採複合「雞尾酒療法」，則需“同時”將所得稅提高 17%、薪資稅提高 24%、聯邦支出減少 26% 並削減社會安全和醫療保險福利 11%，才能解決現在已經存在的問題。然而，這還是指從 2003 年就開始執行時的情況，拖到 2008 年時，財務狀況只會更加惡化，問題更難處理，聯邦所得稅需提高 74%，薪資稅需提高 103%、聯邦支出削減 115% 或社會安全及醫療保險福利削減 47% 才能達成。<sup>28</sup> 未來世代完全沒有享受到，卻在未被告知、徵詢的情況下，承擔當前世代在過去所累積積欠的債務。所有問題，因為時間延宕，連本帶利增加，將要變得無法解決。

該研究提出時還假設美國榮景持續，沒有重大天災、人禍，經濟環境維持一定景況。小布希政府持續拖延問題，加上對伊拉克戰爭龐大的軍備支出，以及嬰兒潮世代開始退休，在發生金融風暴後，美國國家債務及財政赤字的問題，遠比上述的情況更為險峻。依照美國財政部「不良資產援助計劃」(TARP) 巴洛夫斯基 (Neil M. Barofsky) 預估，如果聯邦機構執行相關計劃都達到預算上限的話，美國政府各項挽救經濟和紓困措施的支出總額，可能會高達 23 兆 7 千億美元。<sup>29</sup> 為解決金融流動的困境而大量舉債，讓原先已經問題百出的美國財政漏洞顯露無疑。

與美國作法類似，面對全球金融風暴，各國政府開始大量舉債以應付經濟危機，然而，大把撒錢以救經濟的作法，雖然可以解決當下的問題，卻不足以讓世界經濟恢復過去的成長率，而債務急遽增加更將會成為未來最嚴峻的挑戰。國際貨幣基金組織公佈的數據顯示，全球 10 個最發達國家的國家債務佔整體經濟比例在 2007 年時為 78%，到 2014 年將會迅速上升至 114%，屆時，這



些國家人民的平均政府債務負擔額將高達5萬美元左右。即使經濟開始復蘇後，各國爲了避免經濟再次陷入衰退，也不可能立即大規模削減政府債務，各國將面臨前所未有的財務危機。<sup>30</sup> 諸如希臘、愛爾蘭、義大利、葡萄牙和西班牙等經濟弱國可能面臨賴帳或是破產，至於美國則可能會利用美元大幅貶值來擺脫債務。

與前述美國情況類似，各國財政赤字攀升，從世代會計的觀點視之，都將要由未來世代加以埋單，幾乎所有發達國家，都有嚴重國家債務的問題，也都面臨人口老化的困境，未來都有面臨財政破產的壓力。以日本爲例，依據日本財務省所公佈的數據顯示，截至2008年12月底，日本國債餘額達681.57兆日元，佔GDP比重早已超過100%。如果將國債、借款、政府短期證券都納入計算，日本政府債務餘額爲846.69兆日元。按2009年1月1日的日本人口數量計算，日本政府向每個日本人平均借了約663萬日元。<sup>31</sup> 各國政府的舉債作法，讓剛出生的嬰兒就要背負著高額負債。

同樣的問題在台灣可能更爲嚴重。

經建會2008年8月公布的人口推估，台灣勞動人口對高齡人口的扶養比目前是7:1，然而，因爲台灣女性的生育率已經降到全球最低的1.12人，勞動人口對高齡人口的扶養比將逐年惡化，估計到了2017年台灣將會成爲老人比例14%的「超級老人社會」，而到2051年每1.5個青壯人口就要養一個老人，問題的嚴重性可想而知。<sup>32</sup> 事實上高齡社會中，老年人花費的健保資源也會逐年增加，佔一成的老年人使用健保醫療支出超過整體的三成，而2009年的健保財務缺口可能就要超過600億了。健保財務狀況會隨著老年人口的增加而更形惡化，未來，醫療照護以及社會福利支出都將不斷持續擴增，然而，退休潮還沒真正到臨，全民健保就已處於長期虧損，嬰兒潮又將如何面對未來持續惡化的健保危機呢？除非健保制度有所變革，否則以人口老化的速度視之，整體健保制度將會面臨破產的命運。





根據勞保局內部精算報告，如果2009年初勞保基金規模有3,118億的話，大約18年後就沒錢維持領年金與一次退休金比例為8:2的模式了。然而，2009年初勞保基金實際上只有2千億，實際上根本撐不了18年。如果符合老年給付資格的人都要提領，勞保需要支出1兆3千億，就目前規模而言，潛在虧損高達1兆1千億。這麼龐大的虧損，即使政府編列再多預算也不可能補起來，未來最有可能的情況是民衆的保障被迫縮減，目前所有承諾也都不可能實現。<sup>33</sup>這是就勞保而言，勞保基金、勞工退休基金、軍公教退撫基金，由政府負責管理的台灣三大退休基金，資金總額超過一兆元；但是由於過去提撥不足，加上管理效率太差，如果以民營方式來計算，早就應該破產了。然而，因為在勞保基金、退撫基金的規定中，都清楚規定：不足額部分由「國庫撥補之」，因此，雖然政府管理基效太差，但還沒有馬上破產的危機。不過，面臨即將到來的退休人口，基金淨值不足則是事實，總有一天要支付的。政治大學風險管理與保險系張士傑教授2005年在〈不確定下的退休基金價值評估：應用隨機及動態監管系統〉一文中估計，如果以過去九年退撫基金平均年報酬率4%來計算，退撫基金最快將在2025年正式破產。如果要以國庫來撥補不足額，高達2.6兆的退休基金潛藏負債，922萬名納稅人每人要支付28萬才能補足。<sup>34</sup>如果仍然維持現有公教退休制度，預計2050年時退休金虧損將達8兆元，除非退輔基金能夠重新調整，否則軍人（2018年）、教育人員（2029年）、公務員（2035年）都將領不到退休金，屆時，將會產生嚴重的社會問題，而政府跟本無力解決這些問題。

即使已經面臨這麼龐大財務負擔，面對金融風暴，台灣政府仍然只能靠著舉債擴大政府支出，以增加流動性並減緩失業問題。據財政部初步估計，2009年度中央政府編列特別預算與總預算、短期借款等舉債總額約為7千億元，累計中央負債為4.26兆元



新台幣，如果加上地方政府累計負債6,250億元，累計全國負債預算數高達4.88兆元。依據國庫署所公佈的資料，截至2008年6月底，台灣中央政府一年期以上未清償債務餘額為3兆6千多億元，如果再加上一年期以內具有自償性質的債務約7千8百多億，則政府債務佔GDP比重已經高達35.36%，即將逼近《公共債務法》的40%上限。但是，這只是表面的數字，根據立法院預算中心的調查，政府還有鉅額的潛藏性負債 (Hidden Liabilities) 未列入計算，保守估計，加上軍公教人員已提供勞務，及政府未來支付公營事業民營化前的月退休撫恤金等，潛藏負債高達8.8兆元。如果再計入政府應支付的勞保、農保、公保、軍保等債務，國債總額高達13.8兆，佔GDP高達81.13%，每位剛出生的嬰孩，就必須為過去政府背負將近60萬元的國家債務。整體說來，台灣的國債壓力比起美國要更為嚴重。

人口老化、嬰兒出生率降低、退休基金無著落、政府高額赤字，都將嬰兒潮世代所欠下的債，轉移到新生代身上承擔。選舉劣質文化造成政客濫開財務支票，終有一天無法兌現這些鉅額債務，「三、四年級請客、七、八年級買單！」連嬰兒潮世代都不見得能享受到政客所畫出來的大餅，更不必提及年輕的一代了，台灣即將面臨恩俸亡國和赤字亡國的雙重危機。<sup>37</sup> 前台大經濟系主任何志欽指出：<sup>38</sup>

嬰兒潮世代退休的財政難題是否能解決呢？可能的解決途徑包括了技術進步、出售政府資產、經濟成長、外人投資、指望父母的遺產、仰賴雇主、延後退休、開放移民，或者削減不必要的政府費用等等，但很不幸的是，這些措施都有其極限。同時，財政危機的真正危險，在於國家可能陷入高債務、高稅率、高通貨膨脹、大量逃稅、資本外逃，以及因人才出走造成的人力匱乏等現象的惡性循環中，不利長期經濟發展。



政府負債持續攀升，個人財富管理持續累積大量資產，未來世代在開始工作時就會發現要為過去政府背負龐大的債務，還要支應退休人口隨時提領過去所累積的投資財富，以及龐大的退休金。就發達國家而言，人口老化讓數量有限的工作人口負擔為數眾多的老人所產生之社會成本，過去所有關於退休養老的假設都將受到嚴格考驗。對青壯工作人口而言，面對沈重負擔，他們必然會質疑有什麼理由要為他們沒有同意的遊戲規則支付如此代價？甚至，當揭露「前人欠債，後人埋單」的事實後，受到啟蒙的青壯工作人口，難道不會希望重新洗牌、拒絕支付前人的負債？「革命」就可以一筆勾消過去的債務，一旦他們當家做主時，這種念頭會產生決定性的力量。這是未來世代和當前世代的鬥爭。

日本經濟的榮枯盛衰也引爆不同世代間的摩擦衝突，一邊是坐享二次戰後經濟起飛成果的戰後嬰兒潮世代；另一邊是生不逢時，好不容易成年準備展開人生黃金歲月，卻正好碰上1990年代日本經濟泡沫化後的「失落的十年」。<sup>39</sup>

失業率偏高引爆日本年輕世代的不滿情緒，進而蘊釀著社會改革。而人口老化的問題無法解決，最後壓垮了自民黨的政權，2009年8月31日選舉結果出爐，民主黨雖然完全沒有執政的經驗，但民衆對自民黨無法解決國家債務和人口老化問題感到無奈，而用選票換下了自民黨。同樣的，其他國家民衆如果知道未來要背負龐大債務，群眾運動及革命呼聲亦將如潮水湧現。

歷史將會記錄，2009年，是「世代鬥爭」正式展開的第一年，也會是美國、日本及台灣社會結構明顯出現嚴重問題的一年。



## 六 台灣所面對的國際金融體系挑戰

政府不是不會破產的，1994年12月6日美國加州橘郡政府投資利率商品交易損失了16.9億美元後宣布破產。面對金融風暴，加州政府因為房地產崩跌，稅收大減，失業率攀升，經濟受到重創，州政府財政告急，幾乎面臨破產命運，2009年初曾經一度付不出薪水，公務員休無薪假。五月中旬加州政府公告拍賣七項房地產籌錢，其中包括大型的體育館、會展中心等，財務吃緊的結果，連受刑犯也只好提早放出，以節約開支。連加州這麼富裕的地區都出現嚴重問題，其他地區可想而知。金融海嘯以來，諸如愛爾蘭、希臘、葡萄牙、西班牙、俄羅斯、英國等歐洲國家因為財政惡化而遭到諸如標準普爾等信用評等公司調降主權評等。許多人認為，因為不斷攀升的財政赤字，美國終將步上英國的後塵，失去AAA主權信貸評級，到時，美國舉債的利息支出亦將大幅增加。

同樣的，台灣政府債台高築、金融體系脆弱，成效不彰的舉債支出，以及國營事業與健保的虧損，各項財政危機，讓惠譽與標準普爾等國際信評公司將台灣的主權評等展望調為負向。標準普爾甚至認為如果這波經濟衰退時間延長，台灣未來四年的經濟可能都是負成長，屆時台灣主權評等可能連降五級，成為亞洲後段班，甚至被中國大陸所超越。<sup>40</sup>

如前所述，2009年累計中央負債已經超過4兆元新台幣，而馬蕭競選政見中愛台12建設預估所需財源規模為3.99兆至4.1兆元，其中政府投資佔3.04兆元，未來平均每年公共建設規模約為四、五千億元，財政赤字亦將隨之擴大，國家債務餘額短期內不可能縮減。以歐美及世銀認定揭露國家債務的標準，必須包含潛藏債務在內，立法院預算中心「98年度中央政府總預算案整體評估報告」統計資料顯示，台灣政府潛藏債務餘額已達8.866兆元，





我國國債已達13.38兆元。倘若加計中央及地方政府特種基金債務，國家債務將突破13.8兆元，債務早已不是政客所宣稱的「仍在舉債上限之內」，而這還沒將因金融風暴增加的消費券支出、其他刺激短期就業方案、未來愛台12建設支出加計進去。

據估計，台灣過去約花費315億蓋了毫無用處的一堆蚊子館，政治人物為求短期選票，亂開選舉支票，全台因而充斥著各式各樣低效能的公共建設，然而，這些都是納稅人的錢，或是向未來子孫預支的債務，是要由全民埋單的。台灣一年各級政府支出約為2.25兆，政府一年只要少花10%（2,250億元），在維持原有財政狀況之下，平均每位納稅人一年可以少繳4.4萬元，可見迷信公共支出創造就業與所得的想法，產生了多大財政上的負擔。<sup>41</sup>而這也是李遠哲說「選舉支票不一定要兌現」的理由所在。

事實上，金融海嘯對台灣財政的衝擊已經浮現，主計處估計2009年歲入預算可能短少一千九百億元，但因財政部陸續推出多項減稅方案，讓稅收無法達到預估值，政府財政赤字更會因而擴大。預估到2009年年底實際短缺可能高達3000億元左右。行政院初步核定99年度中央政府總預算，赤字高達1,891億元，連同債務還本660億元，振興經濟擴大公共建設特別預算，政府99年度的舉債總額將高達4,000億元左右。如果連同計劃中的行政院提出的「八八水災災後重建特別條例」舉債籌措1,100億元，2010年政府債務將增加5,000億元。<sup>42</sup>

過去，台灣民衆的平均租稅負擔比約為20%，目前已經降至13.4%，幾乎是所有經濟發達國家最低的比例。政府負債不斷增加，但稅收卻無法同比例增加，財政問題日益嚴重，未來如果要平衡財政收支只有靠舉債或加稅，然而，在景氣低迷之際還要加稅，在當前的政治生態中是難上加難。

如果把青蛙放到熱水裡，它會馬上跳出來；然而，如果將青蛙放進冷水中用小火慢慢加熱，等牠意識到過熱時，已經來不及



跳出而被煮熟了。冷水煮青蛙的故事，就在台灣財政赤字現象上如實顯現。當債務從1千萬增加到1兆時，大家都看到債務增加10倍，也有危機意識。然而，當債務從5億增加為7億時，雖然絕對數字增加不少，但相對比例較低，社會大眾早就對債務數字麻木了。在還不需要還錢，或是還沒到舉債上限時，人們還可以想像未來會更好。但是，到了本利都要攤還，以及沒有舉債空間時，所有的問題都將浮現。

台灣的國家債務，讓許多允諾的支票，面臨跳票的危機，勞健保、退休年金、全民健保、各項公共建設，成為看得見但吃不到的美景。這些雖然不是龐氏騙局(Ponzi scheme)，但是，如果不謹慎處理，未來可能會有相同的後果！

想像此一無解困局最後的命運！債務不可能消失，要不是賴帳就只能由別人埋單。賴帳意味著未來世代不願意承受過去世代的債務，那就是革命了，也意味著要變更現有政治體制。如果不是的話，又有那個國家願意為台灣埋單、承擔債務？放眼國際，恐怕只有中國大陸有此可能。

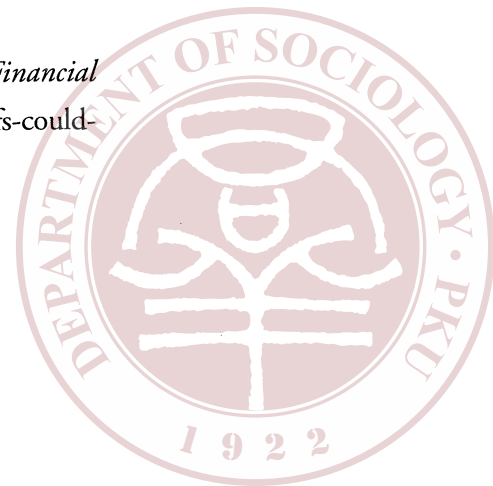
未來，在財務危機的壓力下，要避免政府不致破產將是艱鉅的重大工程，目前看來仍沒有有效解決的可行方案。果真如此，台灣終將面臨「獨立」與「統一」之間的選擇，再也沒有維持現狀的彈性空間了！

## 注釋

- 1 〈2.從華盛頓共識(Washington Consensus)到後華盛頓共識(Post-Washington Consensus)〉, 2007/1/8, <http://faculty.ndhu.edu.tw/~yinkann/files/DE2005Fall/Report2/NDE2.doc>
- 2 〈智庫：西方國家佔全球經濟比重不到一半〉, 《中國評論新聞網》, 2009/06/03, <http://www.chinareviewnews.com/doc/1009/8/6/6/100986611.html?coluid=9&kindid=3830&docid=100986611&mdate=0603135415>



- 3 黃平，〈“北京共識”還是“中國經驗”？〉，《人民網》，2005/10/26，<http://theory.people.com.cn/BIG5/40557/54488/54489/3802568.html>
- 4 <http://sea.ib.asia.edu.tw/conference/Proceeding/%E7%AC%AC%E4%B8%89%E5%A0%B4%E6%AC%A1/3-B-2%20> 李先安&宋興洲-從華盛頓共識到北京共識美中軟權力之構築與在東南亞的競爭.doc
- 5 喬治·索羅斯〈超級泡沫的破裂〉，《經濟觀察報》2009/06/21，<http://www.chinareviewnews.com/crn-webapp/doc/docDetailCNML.jsp?coluid=50&kindid=1077&docid=101000956>
- 6 王建〈中國貨幣流動性過剩之謎待解〉，《中國評論新聞網》，2007/03/28，<http://www.chinareviewnews.com/crn-webapp/doc/docDetailCNML.jsp?coluid=50&kindid=1082&docid=100336990>
- 7 因為中國大陸正處於發展的擴張期，許多問題尚未浮現，投資的真正成本效益也未客觀評估，未來可能會面對不小風險。例如，以高速公路興建為例，原先2004年的《國家高速公路網規畫》預訂在2030年完成8.5萬公里的規畫，結果在各省各自為政，搶建的情況下，到2009年6月底已經完成7.5萬公里，然而，不僅目前真正需求還沒達到如此規模，全年所收的通行費還不夠付貸款利息，加上不同省間不少道路並未聯通，資源浪費可想而知。地方政府等到面臨償還本金時就會知道欠缺成本效益評估要付出多大代價。見黃淑娒〈大陸高速公路建設失控 壞帳風險高〉，《中國時報》，2009/8/9，<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,50501109+112009080900130,00.html>
- 8 Morgan Stanley, “Currencies: How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?” 2007/5/3, [http://www.morganstanley.com/views/perspectives/files/soverign\\_2.pdf](http://www.morganstanley.com/views/perspectives/files/soverign_2.pdf)  
此一數字仍有低估的情況，在2008年5月時，摩根士丹利報告修正主權基金的規模為近3兆美元，預計2012年時就將達到12兆美元。
- 9 〈主權財富基金：現行國際金融體系的必然產物〉，《第一財經日報》2008/05/26
- 10 Lawrence Summers, “Funds That Shake Capitalist Logic,” *The Financial Times*, 2007/7/29, [http://www.ksg.harvard.edu/ksgnews/Features/opeds/072907\\_summers.html](http://www.ksg.harvard.edu/ksgnews/Features/opeds/072907_summers.html)
- 11 “Swfs could change the world’s economy in the next 4 years,” *The Financial Times*, 2007/10/12, <http://ftalphaville.ft.com/blog/2007/10/12/8033/swfs-could-change-the-worlds-economy-in-the-next-4-years/>



- 12 Sam Jones, "State Capitalism: Playing Politics with sovereign wealth funds," *The Financial Times*, 2007/11/5, <http://ftalphaville.ft.com/blog/2007/10/15/8077/state-capitalism-playing-politics-with-sovereign-wealth-funds/>
- 13 成思危〈存量、流量、增量與股市相對規模——順答米阿倫先生的質疑〉, 2003/4/25, <http://www.peopledaily.com.cn/GB/guandian/29/173/20030425/979762.html>; 王建等, 〈佈雷頓森林體系解體催生“虛擬資本主義”〉, 2006/1/22, <http://www.cul-studies.com/Article/economics/200601/3359.html>; 亦見巴曙松〈美元貶值：歷史會繼續還是會轉折？〉收入安迪森·維金(Addison Wiggin)《美元的衰落》2009, 機械工業出版社。
- 14 向松祚〈全球經濟可能步入高通漲高利率時代〉, 2007/09, <http://www.slmooon.com/slpages/200709/2550593320078200535260.htm>
- 15 〈流動性過剩禍起三淵源〉 2007/03/14, <http://www.chinareviewnews.com/crn-webapp/doc/docDetailCNML.jsp?coluid=7&kindid=0&docid=100327546>
- 16 呂鴻〈真正的“泡沫”源頭在西方,而非中國〉,《人民網》2007/05/29, <http://world.people.com.cn/BIG5/41217/5793583.html>
- 17 吳惠林,〈毀金融釀海嘯 別誣自由市場〉,《聯合報》2008/10/11, <http://www.cier.edu.tw/ct.asp?xItem=10076&ctNode=61&mp=1>
- 18 黃文正,〈墨比爾斯示警：金融監管差下波危機7年內爆發〉,《中國時報》2009/07/16, <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,50401217+112009071600185,00.html>
- 19 陳建宏,〈金融海嘯之前因與後果〉, 2008/12/20, [http://www.fin.kuas.edu.tw/download.php?filename=24\\_f6be55ed.ppt&dir=news&title=金融海嘯之前因與後果](http://www.fin.kuas.edu.tw/download.php?filename=24_f6be55ed.ppt&dir=news&title=金融海嘯之前因與後果)
- 20 張庭賓,〈金融危機 如何從通縮演變成通脹〉,《第一財經日報》2009/05/13, <http://www.chinareviewnews.com/doc/1009/6/7/0/100967010.html?coluid=7&kindid=0&docid=100967010>
- 21 成思危,〈華爾街金融風暴對我國的啟示〉,《金融時報》2009/6/3, <http://gold.hexun.com/2009-06-03/118269456.htm>
- 22 〈日本主婦大軍撼動全球金融市場〉,《工商時報》2009/06/27, <http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,11051304+122009062700315,00,focus.html>; 陳家齊編譯〈「渡邊太太」炒匯日圓走貶〉,《經濟日報》2009/05/14, <http://blog.sina.com.tw/timtsaich/category.php?pbgid=31076&categoryid=163536>
- 23 見〈無畏的日本主婦投資團〉, 2009/3/4, <http://luxury.qq.com/a/20090304/000032.htm>





- 24 鄭秉文〈金融危機對世界養老金影響有多大〉，《中國證券報》2009/05/15，  
<http://www.chinareviewnews.com/doc/1009/6/8/8/100968815.html?coluid=7&kindid=0&docid=100968815>
- 25 陳介玄〈制度變遷與產業發展：從工業到金融體制之轉型〉，2005，台中：  
文笙國際金融出版公司，頁9-38。
- 26 保羅·克魯曼〈儲蓄過剩反撲 引爆全球崩盤〉，《中國時報》2009/03/03，  
<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,5040130+112009030300213,00.html>
- 27 〈財富：下一個危機 美國龐大的國債〉，《大紀元》2009/06/11，<http://www.epochtimes.com.tw/60637.html>
- 28 勞倫斯·克里寇夫&史考特·柏恩斯(Laurence Kotikoff & Scott Burns)，  
《世代風暴：人口老化即將引爆新經濟危機？》，2005，台北：左岸文化，  
頁104-106。
- 29 譚悠文〈美政府紓困救市 代價達23.7兆〉，《中國時報》，2009/07/22，  
<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,50401273+112009072200142,00.html>
- 30 〈《經濟學人》警告：西方大量發債成計時炸彈〉，《中評社》2009/06/14，  
<http://www.chinareviewnews.com/crn-webapp/doc/docDetailCNML.jsp?coluid=7&kindid=0&docid=100995086>
- 31 〈美日突破國債警戒線 國民人均負債數萬美元〉，《中國中評新聞網》  
2009/2/19，[www.chinareviewnews.com/doc/7\\_0\\_100891290\\_1.html](http://www.chinareviewnews.com/doc/7_0_100891290_1.html)
- 32 林上祚、張舒婷〈銀領時代65歲退而不休成趨勢〉，《中國時報》2009/07/05，  
<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,50101765+112009070500370,00,focus.html>
- 33 黃天如、唐鎮宇〈勞健保瀕破產 銀領時代地雷〉，《中國時報》2009/07/05，  
<http://news.chinatimes.com/2007Cti/2007Cti-News/2007Cti-News-Content/0,4521,50101765+112009070500261,00.html>
- 34 吳修辰，〈2.6兆退休金黑洞 全民埋單！〉，《商業周刊》，926期(2005/8)，  
<http://www.businessweekly.com.tw/article.php?id=20867>
- 35 楊艾俐、譚士屏〈三、四年級請客 七、八年級買單〉，《天下雜誌》283  
期，2003/9/15。
- 36 駱河，〈談美國的10兆赤字與台灣的減稅政策〉 [http://news.cier.edu.tw/tmail/about\\_3.asp?sno=1432](http://news.cier.edu.tw/tmail/about_3.asp?sno=1432)
- 37 楊艾俐、譚士屏〈三、四年級請客 七、八年級買單〉，《天下雜誌》283  
期，2003/9/15。



- 38 何志欽,〈高齡化社會的省思與挑戰〉,收入《世代風暴》,頁13-16,見頁15。
- 39 吳慧珍摘譯,〈國際先驅論壇報——日本年輕世代醞釀大改革〉,《工商時報》,2009-08-16, <http://news.chinatimes.com/CMoney/News/News-Page-content/0,4993,11050705+122009081600174,00.html>
- 40 〈中國時報:加州破產 阿諾挽救不了〉,《中國評論新聞網》2009/05/26, <http://www.chinareviewnews.com/doc/1009/7/9/3/100979392.html?coluid=9&kindid=3830&docid=100979392&mdate=0526113544>
- 41 楊少強,〈請不要再給我爛建設〉,《商業週刊》1130: 114-8, 2009/7/20
- 42 〈社論:財政「土石流」更可怕〉《工商時報》,2009/08/17

