

MANIAS PANICS and CRASHES

瘋狂、 恐慌 與 崩盤



一部投資人必讀的金融崩潰史

Charles P. Kindleberger

Robert Z. Aliber

查爾斯·金德伯格、羅伯特·艾利柏——著

戴至中——譯

*"More manias, panics, and crashes may plague us,
but reader of this book will at least have been inoculated."*

- Robert M. Solow, Massachusetts institute of technology

每次股市崩盤過程總是驚人的相似，
到底那些「相似」是什麼？

我們將從歷史循環裡，窺得其中祕密！

*A History of
Financial Crises*

www.qitubk.com 奇兔電子書下載

瘋狂、
恐慌與
崩盤

A History of Financial Crises
**MANIAS
and PANICS
CRASHES**

一部投資人必讀的金融崩潰史

Charles P. Kindleberger
Robert Z. Aliber

查爾斯·金德伯格、羅伯特·艾利伯——著
戴至中——譯

推薦序

「金融病毒」能了嗎？ ——向歷史取經

「夫以銅為鏡，可以正衣冠。

以史為鏡，可以知興替。

以人為鏡，可以知得失。」

《舊唐書·魏徵傳》

2020年啟幕，新冠肺炎就肆虐全球，世人飽受其害。由歷史觀之，無論多大多嚴重的瘟疫，總會在一時間之後消失。但無論科學再怎麼進步，醫藥怎麼發達，衛生如何講究，不同的瘟疫總會再出現。在「全球化」已是不可逆的現代，事態可能還會越來越嚴重。

「金融病毒」早已出現

瘟疫看似天災，其實是人禍，因為源頭都是人，而「人無德，天災人禍」區區七個字就可道盡。瘟疫是一種病毒，得病者才會中毒，雖然已是全球化，但不大可能全人類都中毒，可是已讓全球人人自

危、惶惶然不可終日，若有更毒且人人無法除外的「毒品」，豈不更可怕？不幸的是，「金融」就可能是這樣的一個東西。由「金融危機」、「金融風暴」、「金融海嘯」早已是人人琅琅上口，可以印證人類早就認同了呢！

其實，早在一千多年前，唐玄宗開元時期的宰相張說，在其七十歲時就在〈錢本草〉這篇僅二百餘字的文章中，已經講得很明白了。他寫道：

「錢，味甘，大熱，有毒。偏能駐顏，采澤流潤，善療饑寒，解困厄之患立驗。能利邦國、污賢達、畏清廉。貪者服之，以均平為良；如不均平，則冷熱相激，令人霍亂。其藥，采無時，采之非理則傷神。此既流行，能召神靈，通鬼氣。如積而不散，則有水火盜賊之災生；如散而不積，則有饑寒困厄之患至。一積一散謂之道，不以為珍謂之德，取與合宜謂之義，無求非分謂之禮，博施濟眾謂之仁，出不失期謂之信，入不妨己謂之智。以此七術精鍊，方可久而服之，令人長壽。若服之非理，則弱志傷神，切須忌之。」

張說將金錢比作藥材，其「味甘、大熱、有毒」。錢讓人有飯吃、有衣穿、有房住，保證人們的生存，故其「味甘」。但對錢的追求要有度、要講道，否則便會讓人變成瘋狂，挖空心思斂財，導致「大熱」成了金錢的奴隸。錢是有藥性的，服過量便會產生副作用，會「中毒」，使一些貪婪的官員最終鋃鐺入獄，甚至喪命。他也告訴世人，「一邊積攢，一邊施財，可稱為道；不把錢當珍寶，稱為德；獲取和給予適當，稱為義；不求非分錢財使用正當，稱為禮；能廣泛的救濟眾人，稱為仁；支出有度歸還有期，稱為信；得到錢又不傷害自己，稱為智。」如果能用「道、德、仁、義、禮、智、信」這七種方法精煉金融（錢）為藥材，將可長久服用，使人延年益壽。如果不是這樣服用，就會消滅情志、損傷精神。

｜ 善惡同在的神祕貨幣

在一千多年前金融還不是那麼發達的時代，張說已經感受到金融的魅力與魔力。在衍生性金融滿坑滿谷，金融產業已可說是百業之首的二十一世紀今日，金融（貨幣）更為神祕莫測，已故的一九七四年諾貝爾經濟學獎得主海耶克（F. A. Hayek）在一九九二年就這樣說：

「貨幣，或者說我們平常所使用的『金錢』，是所有事物當中最難理解的東西。」貨幣不僅讓專家學者感到苦惱，道德家們對於貨幣的猜忌也幾乎沒有一刻鬆懈。貨幣好比是萬能工具，誰掌握了它，誰就有力量，能夠以最不著痕跡的方式，實現或影響最多種類的目的。對於這個萬能的工具，海耶克舉出兩個讓道德家猜忌的理由：一是，雖然一般人一看就明白許多別的財富項目被用來做了些什麼事，但是我們通常無法分辨使用貨幣究竟給自己或別人帶來什麼具體的影響；二是，即使在某些情況下，貨幣所造成的影響可以分辨出來，然而貨幣雖然可以用來行善，也同樣可以用來為惡。因此，對於有錢人來說，金錢之功用在於其萬能；但對於道德家而言，正因為金錢萬能，所以金錢更不值得信任。而且，經由巧妙的運用貨幣，進而取得的巨大利益，看起來一如商業買賣，和體力付出無關，也看不出有什麼其他的功德。

｜ 政府獨占貨幣並不適當

海耶克嚴厲的指責說，沒有貨幣，延遠的自由合作秩序就無法運行；但貨幣幾乎自始就遭到政府無恥的摧殘，以致它竟然變成延遠的人類合作秩序當中，干擾各種自動調適過程的主要亂源。除了少數幾個幸運的短暫時期，整個政府管理貨幣的歷史，簡直就是一部詐欺和矇騙的歷史。在這方面，海耶克已經證實，政府自己比任何在競爭的

市場裡提供各種貨幣的私人機構，都來得更不道德。

海耶克的嫡傳弟子，已故的台灣中研院院士蔣碩傑終其一生都認為「貨幣是交易媒介」，是「流量」，不是「存量」，也不是商品，而金融機構是「資金橋樑」或是「金融中介」，他希望各國央行嚴控貨幣數量。不過，當今世人扭曲貨幣的本質，將「交易媒介」的「信用」這種內涵掏空，於是所謂的「衍生性金融商品」大量湧現，人們在「槓桿原理」的催眠下大肆進行「金錢遊戲」，大演「五鬼搬運」和「金蟬脫殼」戲碼，於是金融泡沫、金融風暴乃一再出現，而且越演越烈。

可以這麼說，自人類創造了「貨幣」以來，「五鬼搬運」就越來越方便，投機炒作勾當也越見熾熱，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。高伯瑞無奈的告訴我們：「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《12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，當二〇〇八年全球金融海嘯達到最高潮，各國政府進一步競相使用QE（量化寬鬆）政策下，好似平息了風暴，但質疑聲一直不斷，而更大的金融風暴正蓄勢待發，也是專家們持續接力發出的警告。畢竟政府以政治手段解決危機看似有效，其實只是將病症掩蓋，甚至是累積負能量，不久之後會迸發更大風暴，也就是說，從歷史中得到的是負面教訓。

｜金融風暴為何出現？

其實，金融風暴、經濟大衰退之所以一再出現，大多是金融業失職、政府官商勾結推波助浪，以及政府錯誤紓困政策的結果。蔣碩傑院士早年明說的「五鬼搬運法就是金融赤字」，已指明金融機構以各種方式將錢搬給少數有權有勢者。金融機構原本扮演「資金橋梁」或「金融中介」的角色，右手接受民間的存款，左手將這些存款貸放給能力高、從事「實質生產」的業者。

這種金融體系不但無趣，規模也不大。例如，在二十世紀美國股市興起的一九六〇年代，金融和保險業合計只占不到GDP的四%，但

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，金融和保險業占了GDP的八%。而且更有規模巨大的公司，吸收社會中頭腦最好的人才，他們讓金融業光鮮亮麗，其背後的證券化過程，使貸款不再專屬於借方，而是繼續轉給其他人。這些人把貸款細切、分割，並把個人的債務整合成新資產，像是次級房貸、信用卡卡債、車貸等都進入金融體系中。結果使風險倍增、金融體系弱化，終而慘遭崩解，進而危及各產業，延禍全人類。

二〇〇八年全球金融海嘯的教訓，並未讓金融業回到正軌。在衍生性金融繼續創新下，金融業掌控的權力更大，其塑造的政府官員、監管機構、執行長，甚至很多消費者的想法和心態，能力更為誇大。在二〇〇八年之後，行政部門的決策多為金融業帶來龐大利潤，且造成房屋所有人、小公司、勞動者和消費者的損失。金融業已成經濟成長的阻力，而非催化劑；其成長使企業和整體經濟社會都受到損害。

Ⅰ 嚴防「金融化」演變成「金融詛咒」

二十一世紀的今天，已是金融家在對企業發號施令，在金融市場創造財富已成為目的，而非把金融市場當成工具，以達成共享經濟繁榮的目的。金融思維已在企業根深柢固，公司也開始運作得像銀行，只要搬動現金，就能比以前賺更多錢；光是從單純的金融活動，就能產生五倍於二次大戰戰後時期的收入。

有專家已警告說，我們的金融體系已無法對實體經濟發揮作用，而且成為一種經濟疾病，早在一九七〇年代，「金融化」（financialization）現象就浮上檯面，如今已不知不覺緩慢影響全人類。它經由金融、保險、房地產三大火紅產業，在規模與權力上大幅

擴張。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」（finance curse）也就到來了。也就是說，金融不但是病毒，而且毒性更強更烈。

在「金融創新」已是不可擋的潮流下，二〇一三年諾貝爾經濟學獎得主羅伯·席勒（Robert Shiller）的「將優良道德融入華爾街文化」不失為一帖良藥，這也是一千多年前唐朝張說告訴我們的用「道、德、仁、義、禮、智、信」精煉貨幣之道。除了這帖難煉的藥方之外，還有什麼妙藥呢？唐太宗的「以史為鏡」——向歷史取經，也是一條明路。那麼，這本美國史上最著名的金融歷史學家查爾斯·金德伯格（Charles P. Kindleberger）一九七八年著作，長銷四十餘年，如今由金融名家羅伯特·艾利柏（Robert Aliber）增補第七版的《瘋狂·恐慌與崩盤》（*Manias, Panics, and Crashes: A History of Crises*）巨著就是不可錯過的一本書。

｜ 頂級金融學家聯手打造的金融危機史鉅著

本書剖析從古至今的每一場重要的金融危機，幫助投資人整理出這些危機的共同特性，是所有投資人必讀的一本金融崩潰史！

金融市場常常偏離理性運行軌道。本書在梳理分析四百年來全球金融危機史實的基礎上，闡述了金融危機的模式、規律、起因和影響，以及金融危機中的非理性因素，研究了金融危機中金融機構和金融行為的相互作用，指出投機瘋狂、市場恐慌和崩潰的不期而遇，及其最終的規模與當時的貨幣市場和資本市場的機構關係密切，總結了歷次金融危機的教訓。本書記載了金融業的興衰、金融危機的輪迴，閱讀本書，讀者可以得到重要啟示。

二〇〇三年七月去世的金德伯格，從歷史觀念闡釋西方金融危機產生的原因、過程及整治之道，對一九八七年十月紐約股市崩盤及美國揮之不去債務危機，更有詳細的解說。本書第一版於一九七八年出版，概述了市場發展的模式以及金融危機演變的五個階段。而艾利柏在二〇〇五之後修訂的版本中探討了自一九八〇年代初以來涉及四十多國的四次危機，並表明其銀行體系的內爆並非來自「不良行為者」的決定，而是國際社會功能失調的症狀——貨幣安排。

本書以十五個章節的大篇幅詳細整理超過四百年的金融危機史，透過理解瘋狂、恐慌對於金融市場的影響，帶給現代投資人和政府重要的啟示。特別在第十五章中詳述「歷史啟示」，並在「結語」中以中國經濟危機為主題，作者行文於二〇一五年，當時便已觀察到，中國遇到日本在一九九〇年代初相同問題，那是金融泡沫崩盤，讓日本經濟失落至今，而五年後的現在，中國經濟已崩壞，成為全球經濟危機引爆點，世人宜未雨綢繆才是！這本二〇一五年修訂的版本，不只增補了迄二〇一五年的情況，還提供對未來的警示作用，期盼讀者們、特別是決策官員能獲取「正面教訓」，讓金融病毒轉化為良藥！

吳惠林

中華經濟研究院特約研究員

前言

金融危機的解答

查爾斯·金德伯格（接下來以CPK稱呼）是一位讓人如沐春風的同事：他心思細膩、反應敏銳、具有好奇心、個性鮮明，最重要的是他充滿朝氣與活力。他這些特質在《瘋狂、恐慌與崩盤》中處處展現無遺。我認為CPK在開始勾勒本書時，是本著撰寫自然史的精神，如同達爾文透過蒐集、觀察和分類生物樣本，歸納出自然的普遍法則，完成他的著作《小獵犬號航海記》（*Beagle*）那般。比起《小獵犬號航海記》中的齧齒動物、鳥類和甲蟲，《瘋狂、恐慌與崩盤》的優勢在於，它們有當代人物的說詞相伴，有時深具洞見，有時則廢話連篇。身為經濟史學家的CPK，他的風格是有趣生動，他會去獵捕有趣的東西來學習，而不是去追逐按部就班的議程。

所以，如果他還在世，他將會歷經二〇〇八年的房地產泡沫、風險累積、金融恐慌，以及接續而來的財富大蒸發和所導致的經濟衰退，然而我們則頂多是剛從中掙脫出來。對CPK來說，整個故事業已完備：規模龐大，範圍遍及國際，牽扯到滿坑滿谷的新影子銀行機構（編按：影子銀行不是銀行機構，但是又發揮著銀行的功能。它們為次級貸款者和市場富餘資金搭建橋梁，是次級貸款者融資的主要中間媒介）、金融衍生商品和金融實踐。而且天曉得，在此之前、期間和

之後，還產生了大量的說法。

當然，CPK是受過學術訓練和經驗豐富的經濟學家，他很快就發現金融危機中的模式、規律及因果關係。特別引起他注意的是那些似乎直接或間接與事件連接在一起的「非理性因素」。就這點來看，這只是一種娛樂，隨著觀察「行為與制度」的相互作用，CPK對這個故事產生了興趣。瘋狂、恐慌與崩盤的發生和最終的規模，取決於當時的貨幣與資本市場的制度。

CPK不可能一開始就知道，金融危機到頭來會有多麼的永無寧日。在第一版發行後的四分之一個世紀裡，出現了前所未見的銀行亂象、匯率波動和資產泡沫。在後續的版本中，總會有新的素材需要消化。雖然CPK曾為我們的一位德國朋友所稱的「萬物變質定律」（Das Gesetz der Verschlechterung aller Dinge）所吸引，但CPK寫這段歷史，不可能僅僅要揭示人類不理性行為的結果，財富的增加、便利且迅速的通訊，以及國家與國際金融體系的演進，也扮演了不可或缺的角色，因此爾後由羅伯特·艾利伯加以論述，並補綴在第十三章裡。然而，這個CPK在經濟史中發現的主題，似乎永遠不會過時。

CPK關注的重點還包含「新金融架構」的形式、國內和國際最終放款人與其監管。另外，他肯定會對聯準會在危機期間所採取的行動，感到著迷——或許還會感到欣慰——聯準會不僅是銀行體系的最終放款人，而且幾乎是整個經濟的最終放款人。他也可能對他曾經的學生馬里歐·德拉吉（Mario Draghi）領導歐洲央行時所採取的創新應對措施，感到欣慰。那些致力於改革（或至少改變）這一體系的人，應該多思考一下這本書中所透露的啟示。

這項啟示非常普遍，而且最適用在不理性或可壓倒理智計算的脈絡之中。CPK是天生的懷疑論者，與教條主義者恰好相反。他不相信牢不可破的智識體系，無論它的擁護者是自由市場主義者，還是社會計畫主義者。事實上，他認為在面對令人惶恐的證據時，死守僵化的

信仰是一種更危險的非理性形式，特別當它由掌權者所實踐的時候。假如CPK這種包容式的懷疑精神，能更被當權者所接受，國際經濟就會更加安全。受到啟發，我尤其會想到，目前有關「華盛頓共識」（Washington consensus）的討論，以及自由浮動匯率和放任式資本市場的利弊。

任何讀過這本書的讀者都會清楚的認識到，在全球範圍內流動的大量流動資本，有可能會溢出這個容器。書中迴避了一個問題——因為它完全超出了本書的範圍——那就是關於會計的部分：各種形式的自由資本流動，有什麼社會效益，與貿易收益類似嗎？身為經濟學家，CPK的專長包括國際貿易、國際金融和經濟發展等領域，所以應該也對風險與收益之間需要一些務實的平衡考量有感。希望本書的持續更新再版，將有助於傳播他這種思想開放的習慣。

隨著第七版的更新，艾利柏（另一位作者）所強調的是，不同國家幾乎同時發生信貸泡沫，這很可能會是互相關聯的事件，很可能是在回應共同的變局。若說美國、英國、愛爾蘭和西班牙所出現的房貸泡沫只是獨立擲骰子的反映，似乎說不通。艾利柏說明了，在這個資本很容易跨境移動的世界裡，這些事件是如何透過經常帳戶而傳導到國際。艾利柏認為，在浮動匯率制的世界裡，跨境投資的流動與隨之而來銀行危機之間有因果關係，且進行了分析和驗證，現在已形成完備的研究模式。對於這樣的論述，身為國際經濟專家的CPK應該能贊同。

艾利柏也點出一個更複雜的問題，有因果關係的信貸泡沫是不是會有接連的幾「波」。假如是的話，它對未來國內外金融監管制度的設計，就有重要的意涵。第七版現在遠遠超出自然史的範圍，加入政策指導的意義。

在我看來，艾利柏的版本還保留CPK的基本定位，但也幫CPK的摸索生物樣本的過程中賦予一點的秩序。更多的瘋狂、恐慌與崩盤，

或許會使我們染疫，但本書的讀者至少是打過預防針了。

羅伯特·索洛
(Robert M. Solow)

導 言

我何其有幸，在查爾斯·金德伯格教授推出本書前四個版本後，繼承且更新這本書的任務。《瘋狂、恐慌與崩盤》的第一版在一九七八年發行，比二次世界大戰後，第一場重大的全球銀行危機早了四年；比一九三〇年代的大蕭條晚了四十多年。在第一版發行前（金德伯格教授於麻省理工學院任教時），教授就對銀行危機週期性規律發展的成因，有了三到四年的思考與討論。大型國際銀行對墨西哥、巴西、阿根廷等開發中國家放貸，使得這些國家外債以年均二〇%的數字往上衝高，幾乎是該國GDP增幅的三倍。最後這些外債的成長過快、難以支持。金德伯格教授所關心的是，當放款方意識到應該要減緩對這些欠債國家的貸款時，會有怎麼樣的調整。催生出《瘋狂、恐慌與崩盤》的觀察是，一九二〇、一九三〇年代以及大蕭條期間，金融市場的不穩定。在一九七一年八月的一個歷史性的週末，美國財政部宣布放棄「美元－黃金掛鉤」的固定匯率後，世界便走向浮動匯率制，也使金德伯格擔憂這很可能會是金融市場不穩定的來源。

金德伯格教授的研究路徑，奠基在證券、房地產的價格波動，以及隨後出現的崩盤歷史之上，並引述約翰·斯圖爾特·彌爾（John Stuart Mill）、華特·白芝浩（Walter Bagehot）、阿弗雷德·馬歇爾（Alfred Marshall）等人的研究成果。他將上述這些學者的研究按照金

融循環分成三階段——先是**房地產和證券的價格上漲**，再來是**價格觸頂**，隨後是**價格崩盤潰堤**。金德伯格教授的研究路徑延續海曼·明斯基（Hyman Minsky）的說法，強調信貸供給的改變是順週期的：**信貸供給能增強大景氣的擴張，信貸減縮則會加重後續崩盤的可能**。明斯基是從國內經濟的脈絡來看銀行危機，金德伯格則把視角擴展到國際經濟的視野上；他甚至認為，俄亥俄州的銀行倒閉導致了德國漢堡和北歐的信貸緊縮。

《瘋狂、恐慌與崩盤》第一版後更新的三個版本，各是接續在一波波的銀行危機後。銀行危機通常與貨幣危機連袂發生，此時欠債國的貨幣匯率急跌，導致這些國家還不起貸款。第二版是在一九八九年發行，出版前幾年，墨西哥等十餘開發中國家剛爆發債務危機：國內貨幣貶值、大量銀行破產等。貸款給這些國家的銀行均蒙受虧損，美國數家大銀行也損失慘重，連帶著有數百家美國銀行和儲蓄機構在同一時間倒閉。第二波銀行危機出現在一九九〇年代初的日本，當時證券和房地產的價格暴跌。同時，芬蘭和瑞典也經歷金融危機；資產和貨幣價格下跌，大量的銀行破產倒閉。第四版則是在二〇〇〇年問世，那不久前則是亞洲金融危機：依舊是欠債國的貨幣價格快速貶值、大量銀行破產倒閉。

我在籌備第五版時，自己設下的一道約束：不對第四版的任何重大主張做更動。且我會在很多章節中，添用文字專框的形式來加入當代的例子佐證。一九九〇年代的股市榮景，造就了安隆（Enron）、MCI世界通訊（MCIWorldCom）和其他多家公司，此時公司的管理階層在便宜信貸唾手可得的誘惑下，採取了顯而易見的腐敗作為（大量借貸）。當信貸以極快的速度增加，如伯納·馬多夫之輩便興旺起來，因為他們很容易透過新借的資金來清償之前的債務利息。可是當信貸供給變緩時，某些人就會應聲破產，因為他們再也無法依賴新貸款的現金來償還欠債利息。放款方忘了問自己一個問題：「假如停止

放款給那些人，那些人要去哪裡生出現金來付給我們？」

米爾頓·傅利曼（Milton Friedman）、高特福來德·哈伯勒（Gottfried Habeler）和其他的同行經濟學巨擘分別在一九五〇和一九六〇年代提出贊同浮動匯率的立論，而金德伯格教授卻是當代少數持反對意見的經濟學家。撰寫第六版時，金德伯格教授加入新觀點：「跨境投資流入增加」及「證券市場和貨幣價格上漲」存在著系統性關係。第六版則有一個文字專框來介紹冰島二〇〇二到二〇〇八年的經驗：大量的跨境投資流入導致克朗的價格急漲，股價更漲了九倍之多。跨境投資流入導了冰島國內信貸供給大舉衝高，冰島人民大量購買股票。冰島的經濟一片榮景，該國的貿易逆差衝高。在二〇〇八年九月的雷曼兄弟公司倒閉，跨國銀行貸款凍結，冰島股市應聲而落，下跌超過九成，克朗貶值五成以上。

在過往三十年來，幾乎每場銀行危機都關係到，跨境投資流入驟減，導致該國貨幣快速貶值。每個經歷銀行危機的國家之前，都曾經歷經濟榮景。隨著跨境投資流入放緩，這些榮景便轉為衰敗。

第七版其中一個論點則是，從一九七〇年代起，貨幣、證券和房地產的價格劇烈波動，正是由跨境投資流入的變動而來。跨境投資流入增加會導致證券與貨幣的價格走高和經濟榮景。十九世紀，各國施行金本位制時（貨幣與黃金掛鉤），就發生過銀行危機。當各國貨幣不再以黃金定錨後，這些危機就更頻繁更嚴重了，因為跨境投資的流入可回饋在證券價格飆漲和經濟榮景上。美國房地產在二〇〇二年後劇烈衝高，就是一例，這樣的榮景，就是接續在外國資金大量追買美元證券之後。

「銀行危機的起源是，跨境投資流入衝高」這樣的看法挑戰了主流觀點，主流觀點認為，二〇〇八年的銀行危機是由美國國家金融服務公司（Countrywide Financial）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）、北岩銀行（Northern Rock）等的任性行為所導致。事實上，這是央行和監

管機關錯把危機的症狀誤認為成因。這些銀行透過買入優質債券和次級債券創造出信貸；當信貸條件更加擴張時，他們就會買進更多的抵押貸款。而「**信貸供給衝高**」就是在「**跨境投資流入增加**」以及「**國內貨幣價格上漲（升值）**」之後出現的。

本書在二〇一五年付梓之際，主流的關注課題是，希臘何時會脫離歐元區（European Monetary Union）。二〇〇八到二〇〇九年所展開的全球金融危機，席捲了美國、英國、西班牙、愛爾蘭、冰島、葡萄牙和希臘等國。冰島復甦得很快，較早脫離風暴。二〇一五年初，除希臘以外的這些國家，其經濟成長率都以一到二%的速度增長。只有希臘的失業率仍超過二五%。雅典五年的財政撙節，並沒有使希臘經濟的國際競爭力增加。

浮動匯率制的一個優點在於，一國的貨幣貶值可能有助於該國快速從金融危機中復甦，就像冰島一樣，因為隨著國家競爭力增強，國內商品與服務的需求也會增加。儘管愛爾蘭沒有自己的貨幣，但與希臘相比，愛爾蘭的經濟相對較快從銀行危機中復甦；因為愛爾蘭的成本與價格要下跌更為靈活。

浮動匯率制的一個頭號特徵是，與金本位制相比，以不同幣值來計價的同類證券，在利率上的差異更大。一國利率調整的主要動機是，央行想透過貨幣政策來實現國內物價水準和就業目標。一國與貿易夥伴在利率差上的變化，會影響大量跨境投資的流入。這些資本流動會導致那些支付較高利率的借款方增加負債。在愛爾蘭和西班牙，那些借款方投資房地產，而且在希臘，政府還是頭號借款方。當愛爾蘭和西班牙的流入減緩時，房地產價格就會急跌，很多房地產買家的放款方，便就此倒閉。當希臘的流入減緩時，政府就無法兼而支付它所購買的國內商品與服務，以及即時償還外債。很多北歐國家為避免希臘退出歐元區所帶來的一系列政治影響，便持續提供貸款給希臘，導致希臘的金融危機持續延長。

十九世紀的故事是，當各國將本國貨幣與黃金掛鉤時，銀行危機就發生過了。而在走向浮動匯率制後的數十年，故事則是，銀行危機發生的頻率和狀況比之前更加頻繁與慘烈。當央行不必將本國貨幣匯率與黃金平價掛鉤時，由於利差和匯差的關係，跨境投資流入會更加劇烈。這些資金的流入會帶動經濟榮景，而成為調整過程必備的一環；最終，一家或多家放款方體認到，借款方的欠債太多或增加得太快，就會放緩跨境投資的流入，如此一來，危機便會隨之而至。

羅伯特·艾利柏

1

金融危機：永無寧日

一九七〇年至今，商品、貨幣、債券、股票和房地產等資產波動之大，可說是前所未見。銀行危機（金融危機）就有過四波。隨著數個國家的房地產和證券價格大幅下跌，貨幣貶值，三到四個、甚至更多國家的大量貸款機構同時倒閉。經歷過銀行危機的每個國家，隨後也經歷經濟衰退，這是因為隨著證券和房地產價格的大幅下跌，家庭財富減少，加上銀行自身資本的枯竭，它們變得更加不情願提供信貸。始於二〇〇八年的「大衰退」（Great Recession）是繼一九三〇年代「大蕭條」（Great Depression）以來最嚴重、最全球性的衰退。

第一波銀行危機出現在一九八〇年代初，當時墨西哥、巴西、阿根廷和其他十個發展中國家外債超過八千億美元。**第二波**發生在一九九〇年代初，席捲了日本和兩個北歐國家——芬蘭和瑞典；挪威也於幾年前經歷過類似的危機。始於一九九七年中期的亞洲金融危機是**第三波浪潮**，最初，泰國、馬來西亞和印尼被捲入其中，隨後韓國、俄羅斯、巴西和阿根廷也受到影響。事後看，一九九四年底墨西哥總統換屆期間，銀行危機那時已衝擊到墨西哥，預告了東南亞之後三十個月的危機（因為這些危機前幾個月的先決條件就極為類似）。**第四波**始於二〇〇八年九月，當時美國政府支持的兩家大型抵押貸款機構房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）破產，旋即數日後雷曼兄弟（Lehman Brothers）破產，這些貸款機構的崩潰，源自美國房地產

價格自二〇〇七年初開始大幅下跌的反應。接著，英國、西班牙、愛爾蘭和冰島也捲入了第四次浪潮；一年後，希臘和葡萄牙等國國債急挫，危機隨之引爆。

每一波銀行危機（金融危機）爆發之前，都會出現大規模的跨境投資流入，經歷這些投資流入的國家，他們的證券和房地產價格會上漲。而且這些國家的外債在危機降臨前幾年也會明顯增長。此外，這些國家的國內債務也會以高於利率兩到三倍的速度增長。通常這些國內借款方用這些錢來購買房地產——住家和商用房地產。然而，第一輪跨境債務衝高，是因為一九七〇年起，國際（跨國）銀行爭相借錢給墨西哥和其他發展中國家政府部門和國有企業，他們的美元欠債快速成長。而日本是一九九〇年代初第二波銀行危機的關鍵國家，一九八〇年代的下半期，日本房地產和股票價格上漲了五、六倍。與此同時，芬蘭、挪威和瑞典的證券和房地產價格雙雙衝高。第三波跨境債務激增始於一九九〇年代初，牽涉到墨西哥和其他幾個拉美國家，以及泰國及其東南亞鄰國。約莫從二〇〇三年到二〇〇六年底，美國、英國、西班牙、愛爾蘭和冰島的房地產價格開始急劇上漲。

總部位於雷克雅維克的幾家銀行收到冰島大規模的跨境投資流入，可擴大對冰島家庭和企業（包括許多它們擁有的企業）放貸規模。總部設在斯德哥爾摩和曼谷的銀行，也在外國金融中心出售借據，籌措資金，所得資金就可用於國內貸款的放貸，因為其成本會低於在國內市場出售借據的成本。這些國家的跨境投資流入使得這些國家的外債規模和國內借款者的負債衝高。即便如此，總部設在許多國家的銀行還是會在外國金融中心銷售自家的借據，來增加國內貸款；所以在某些情況下，這些國內借款者的貸款以外幣計價，因此這些借款者承擔匯差風險。這些國內借款者因為債務增加的速度太快，恐難支撐；類似的是，這些國家的外債增加速度也快到難以支撐。最後，多家放款者開始謹慎起來，因為借款者的債務增加的速度遠超過收

入。當一群借款者的欠債一年增加兩到三成，雖然還可以透過新債還舊債，及時支付預定利息。但最終他們增加欠債的能力會放緩，等到一家或多家再也沒有夠多新貸款的錢來對未清償貸款付息時，「審判日」就會降臨。接著就是房地產和股票的價格下降。此外，當債務增長率放緩時，貨幣匯率就會下跌，而且往往是急劇下跌。

當房地產價格下跌時，家庭是第一個蒙受損失的群體，因為他們的房屋——大多數家庭擁有的最重要資產——的市場價值下降了。一旦家庭拖欠他們的抵押貸款債務，損失就會落到銀行和其他放款方。如果這些放款機構破產，虧損將回到放款方（銀行）的存戶和其他債權人身上。除非政府進行干預，替他們擋下虧損。一九九〇年初期日本的房地產和股價暴跌，眾多銀行和金融機構倒閉。一九九七年中，泰國的房地產和股價重挫，觸發全東南亞的貨幣和證券價格下跌，接續而來的就是衰退。美股價格在二〇〇一到二〇〇三年間跌掉四成，美國的金融機構並沒有顯著的倒閉潮，而且接踵而至的衰退也只是短暫且輕微的。

從一九七〇年代起，各國貨幣的匯率走勢區間比之前沒有以黃金平價（編按：美元與黃金掛鉤，兩者之間是以三十五美元換一盎司黃金，有固定匯率的依據）的時期要大得多，這沒有什麼特殊的，令人驚訝的是，浮動匯率制下的貨幣匯率與貨幣長期平均匯率之間的偏差，比黃金平價時，要大得多。一九七一年八月，美國棄守從一九四四年布列敦森林協定（Bretton Woods）以來確立的每盎司三十五美元的黃金固定匯率，往浮動匯率靠攏。修訂版的可調整固定匯率制在一九七二年的史密森協議（Smithsonian Agreement）中確定，努力保持到一九七三年初就失敗了，最後按照預設採用浮動匯率制。在一九七〇年代初，主流觀點認為，德國馬克和日元的價格可能會上漲一〇到一二%，因為這兩個國家的通膨率在前幾年都低於美國。

另一個令人詫異的點是，德國馬克和日元的匯率在一九七〇年代

的大部分時間裡都比預期上升得快也多；卻在一九八〇年代的上半葉，兩國貨幣匯率急跌，儘管不到一九七〇年代初的程度。一九八〇年代初，墨西哥披索、巴西克魯塞羅、阿根廷披索，以及其他許多開發中國家的貨幣匯率更是跌了三、四成，甚至更多。一九九二年最後六個月，芬蘭馬克、瑞典克朗、英鎊、義大利里拉和西班牙比塞塔的價格下跌了三分之一以上。墨西哥披索的匯率在一九九四年底，總統交接期間下跌了將近五成。類似的是，在一九九七年的亞洲金融危機期間，泰銖、馬來西亞令吉、印尼盧比和韓圓等亞洲大部分的貨幣價格都急跌。在一九九九年開年時，歐盟（European Union）的十一個成員國採用了新貨幣歐元，初期歐元價格一下子就跌了三成，後來二〇〇二年時則漲了五成。在二〇〇一年的頭幾個月，阿根廷披索的價格跌超過三分之二。在二〇〇八年的最後幾個月，冰島克朗的價格下挫了五成。

貨幣價格的變化比各國之間通膨差異的變化要大得多。各國貨幣價格的「超漲」（overshooting）和「超跌」（undershooting）幅度之大，超過任何時期。

此外，商品、證券、股票和房地產的市價，相對於其長期平均價格的變化也比以前大得多。一九七〇年代商品價格的上漲可觀：黃金的美元價格從一九七〇年代初的每盎司四十美元上漲到十年後的近千美元；一九八〇年代末的價格是四百五十美元，一九九〇年代末是兩百八十三美元。二〇一二年秋季，價格來到近兩千美元。而油價在一九七〇年初一桶二·五〇美元，一九九〇年代末為每桶四十美元；一九八〇年代中期，油價為十二美元，一九九〇年代伊拉克入侵科威特，油價漲至四十美元。二〇〇八年夏初，油價來到近每桶一百五十美元，隨後跌至五十美元以下，又升至每桶八十至一百一十美元的區間。

一九八〇和一九九〇年期間，銀行倒閉數比先前的幾十年要多上許多。這些倒閉有多起是孤立事件：紐約市的富蘭克林國民銀行

（Franklin National Bank）和德國科隆的赫斯特銀行（Herstatt AG）都是在一九七〇年代初貨幣價格波動導致鉅額損失而破產。曾是法國最大銀行和國有企業的里昂信貸銀行（Credit Lyonnais），為躋身一流國際銀行，快速增加其信貸規模，導致三百多億美元的壞帳損失，最後全讓法國納稅人埋單。不過，大多數銀行和其他金融公司倒閉，大多是起因於金融環境急劇變化的系統性衝擊所造成的。一九八〇年代，三千家美國儲蓄貸款協會和其他儲蓄機構相繼倒閉，讓美國納稅人賠掉超過一千億美元的損失。最初，它們之所以倒閉，是因為相對於長期利率來看，短期利率衝高。美國的通膨持續的預期落空後，這時產油州和產糧州的數百家銀行就倒了。

一九九九年年初，當日本房地產和股票價格下跌時，日本大多數銀行都倒閉了；他們所遭受的虧損是他們原始資本的好幾倍，而且這些銀行全被政府接管，以確保存戶不會虧錢。同樣的是，一九八〇年代早期，墨西哥和其他發展中國家發生債務危機，其國內的大量銀行因為壞帳和貨幣價格而破產，因為國內借款方（銀行）以美元計價的債務所虧損的貸款加起來很大，有部分原因是來自於貸款的貨幣貶值時，它們就蒙受了龐大的虧損。同樣的狀況，發生在芬蘭、挪威和瑞典的許多銀行上，房地產和股票市場的價格經歷過去四、五年的大幅上漲後，於一九九〇年代前半期急劇下降，最終導致這些銀行破產的命運。墨西哥大多數的銀行在一九九四年底倒閉，那時墨西哥披索的價格跌了五成。同樣的，泰國、馬來西亞、南韓和其他多個亞洲國家的銀行倒閉，大多也在一九九七年的亞洲金融危機，香港和新加坡則是例外。在二〇〇六年接近尾聲時，美國、英國、愛爾蘭和其他多個國家，房價急跌，金融機構損失慘重，導致政府不得不大舉投資銀行，好讓它們保持營業，存戶不受虧損。到了二〇〇八年，美國頂尖的投資銀行大部分都陣亡，或是被迫尋求合併。二〇〇七年九月時，英國政府把本國最大的抵押貸款放款方北岩銀行「國有化」，還成了蘇格蘭皇

家銀行（Royal Bank of Scotland）的頭號股東，因為英國對該行挹注鉅額的新資金。愛爾蘭政府對該國最大的六家銀行大手筆投資，努力防止它們關門。冰島的三家大銀行遭到了政府接管。美國最大的抵押貸款放款方美國國家金融服務公司（Countrywide Financial）遭到美國銀行（Bank of America）收購，後續美國銀行又收購美國最大的投資銀行之一——美林證券（Merrill Lynch），但後來美國銀行卻必須靠美國財政部挹注大量資金來維持營運。出於同樣的理由，美國政府也大舉投資花旗銀行（Citibank）。荷蘭政府也無可避免，不得不對保險—銀行企業集團荷蘭國際集團（ING）出手，提供了大筆的資金。

這些銀行危機起因於房地產價格驟降、證券價格急跌與貨幣快速貶值。以多項指標的角度來看——包含銀行損失總額占GDP的比例、銀行損失總額占政府支出的比例，以及銀行損失對經濟成長、失業率和產出缺口的等影響——銀行危機的代價極高。

為數龐大的銀行倒閉、匯率的大幅波動和證券價格泡沫三者之間有系統性的關聯，而且也跟全球經濟環境的快速變化息息相關。一九七〇年代是通膨加速的十年，美國的物價水準在承平時代的持久上漲是歷來最大。由於當時很多人都秉持著「黃金是通膨的良好避險工具」的信條，導致黃金價格持續衝高，其漲幅比起當時的美國與世界的物價水準高出數倍。到一九七〇年代末，價格上漲成了很多投資人買入黃金的理由，而金價也在投資人追捧中屢創新高。

一九七〇年代後期所盛行的看法是，美國和世界的通膨率會加速。有些分析師預料，金價會來到一盎司兩千五百美元。

這時，債券和股票等資產價格的波動幅度比之前要大得多。一九七〇年代，隨著商品（編按：黃金）價格的不斷升高，債券、股票資產則不斷下跌，美國債券及股票的實質報酬率都呈現負數。

墨西哥、巴西、阿根廷和其他開發中國家的未償還外債激增，從一九七二年的一千兩百五十億美元，增加到一九八二年的八千億美

元。花旗銀行總裁說：「國家不會破產」。多數銀行認為，政府擔保是絕對安全的。這時，這些國家的借款方的償債紀錄優良。但後來一九七九年十月下旬，聯準會採取了收緊貨幣政策，美元債券利率衝高。黃金（的美元）價格在一九八〇年一月觸頂，然後隨著通膨預期反轉而開始下跌。至此，美元的價格衝高，持續上漲了五年。美元債券的利率急漲，意味著墨西哥和其他開發中國家的借款方無法按時償還本息，出現大量的違約（因為它們要支付的利息衝高，而且再也無法依賴新貸款的錢來對未清償貸款付息）。再者，隨著通膨率下跌，美國證券與債券等資產價格衝高，一九八〇和一九九〇年代的實質報酬率超過年平均一五%。

一九八〇年代，日本經濟極其繁榮，房地產和股票等資產價格大幅上漲。《日本第一》（*Japan as Number One: Lessons for America*）成了當時東京的暢銷書。日本各家商業銀行存款總額、貸款總額和總資產等指標增長，遠遠超過美國及歐洲的商業銀行。隨著房地產與股票等資產價格的上漲，大量持有這兩種資產的日本銀行，其資本也一飛衝天。世界前十大銀行中，有七、八家是來自東京或大阪。一九九〇年代初，日本的房地產泡沫和股市泡沫先後破滅，短短幾年間，許多首屈一指的日本銀行和金融機構垮掉、破產、合併或無力償債，僅能靠著政府的保障，勉力維持營運。這是一個關於狂熱/瘋狂（mania）和崩盤（crash）的故事，不過其中沒有恐慌（panic），因為日本存戶相信，政府與納稅人會承擔虧損掉的銀行貸款。

芬蘭、挪威和瑞典的情形與日本類似，但較不劇烈。一九八〇年代中後期，他們也因大規模跨境投資流入推動其國內資產價格（房地產和股票）大幅上漲，而後，約莫與日本同一時間，芬蘭、挪威和瑞典等國也歷經了銀行破產危機。

一九九〇年代初，積極申請加入北美自由貿易協定的墨西哥，當時被視為經濟增長「奇蹟」。墨西哥中央銀行採取了嚴格緊縮的貨幣

政策，其年通膨率從一四〇%降到四年後的不到一〇%，在當時真的是不凡的成就，比十年前美國控制通膨的降幅要成功得多。與此同時，墨西哥上千家國有企業推行民營化改革，商業管制大為放鬆。

債券的高報酬率，以及較好的投資獲利前景，讓大量跨境投資湧入墨西哥市場。投資人預判，墨西哥將成為美國、加拿大等市場的生產汽車、洗衣機和其他成品的低成本基地。同樣的，外資的湧入使的墨西哥披索不斷升值，墨西哥貿易逆差攀升到GDP的七%，外債總額則來到GDP的六成。

一九九四年，墨西哥總統大選，政府換屆及相關的政治影響，導致外資流入急降，墨西哥政府苦苦支撐披索匯率水準數月後，無力支撐，披索暴跌。披索的貶值造成了墨西哥的借款方在美元負債上大幅虧損，連帶著幾年前剛完成民營化的銀行也不得不宣告倒閉。

一九九〇年代的上半葉，泰國、馬來西亞、印尼等國房地產與股票價格衝高，這些「小龍經濟體」似乎很可能會仿效台灣、南韓、香港、新加坡等「亞洲四小龍」先前的經濟成功。這些國家的低成本優勢吸引大量來自日本、歐洲和美國的資金，這就很像之前美國和其他國家大力投資墨西哥的情形一樣。一九九六年的秋冬，泰國銀行（國內放款方）發現借款方無法按時償還貸款，出現大量壞帳虧損，國外放款方拋售泰國債券。很快的，泰國中央銀行走上與三十個月前的墨西哥中央銀行相同的路：沒有錢支撐泰銖價格。一九九七年七月泰銖急跌，跨境投資流出，周邊國家貨幣也跌超過三成。印尼盧比價格更是跌超過八成。只有港幣和人民幣是例外。如果按照市值標準衡量，除了香港和新加坡之外，東南亞的其他銀行實際上都已經破產。

銀行危機蔓延至俄羅斯，盧布大幅貶值，一九九八年夏季，俄羅斯的銀行體系也面臨崩解。投資人開始有所提防，他們拋售以各種外幣計價的風險證券，買進相對安全的美元國債，這種避險行為使風險證券和美元國債的報酬率出現倒掛，導致了當時美國最大的對沖基金

公司——長期資本管理（Long-Term Capital Management）的崩解。

一九九〇年時，那斯達克交易的總市值僅是紐約股票交易所的一一%；一九九五年為一九%，二〇〇〇年則為四二%。那斯達克股票總市值年均增長率在一九九〇至一九九五間增加三〇%，一九九五到一九九九年則是四六%。幾家那斯達克的上市公司最終也都變得跟微軟和英特爾一樣成功，股價飆升。若以為所有在那斯達克上市的公司全都像微軟一樣成功的，簡直是癡人說夢，因為這意味著，公司獲利對GDP的占比必須要高出過之前的兩、三倍之多。

一九九〇年代納斯達克市場泡沫

美國的證券交易有櫃檯市場（over - the - Counter）和交易所市場兩大體系所組成。交易所市場買賣，主要在紐約證券交易所（NYSE）進行。一般狀況是，新公司的股票起初會在櫃檯市場交易，之後這些公司會選擇在紐約股票交易所掛牌上市，因為他們相信在交易所市場交易，可取得較大的市場與估值。不過還有是有些成功的公司是例外，例如：微軟（Microsoft）、思科（Cisco）、戴爾（Dell）、英特爾（Intel）等跟一九九〇年代資訊科技革命有關的公司它們選擇不在紐約股票交易所把股份掛牌，因為它們相信，比起紐約股票交易所使用以公開喊價的方法來交易股票，在櫃檯市場電子化交易股票要更勝一籌。

一九九〇年代下半葉，股市不斷上漲與美國經濟繁榮有關，失業率下降，通膨率持續走低，經濟成長率與生產力雙雙加速。一九九〇年美國出現歷來最大的財政赤字，到了二〇〇〇年卻產生出歷來最大的

財政盈餘。實體經濟的優異表現助長美股不斷飆升，進而刺激投資和消費的支出，推動經濟成長。

二〇〇〇年美國股市開始下跌，接下來三年下挫了四成，那斯達克市場跌幅達八成。

美國房地產價格是二〇〇二年開始上漲，房地產價格長期上漲，部分是因為物價水準上漲，部分則是名目國內生產毛額增加。另外，房地產價格上升也反映出土地的價格上漲。而聯準會推出低利率是因為美國經濟放緩，想進一步刺激經濟成長，這時房價上漲，上漲幅度是物價水準的三倍。房價上漲主要發生在美國的十六州，這十六州的經濟總量占美國GDP的五成。

房地產價格急漲推動了營建業的榮景，房屋開工量達到了一年兩百萬件，這個數字足足比人口自然成長與房屋災損的需求多了約五十萬件。這多出來的五十萬件是投資人為追求房地產獲利而生的數字。

二〇〇七年後，美國房地產價格急跌，抵押貸款擔保證券（MBS）價格潰堤，專家們仍以美國市場為中心，試圖從監管失靈、銀行業者貪婪或新金融工具過度開發等角度來解釋危機，卻忽略其根本原因。

過去三十年來，各國都發生過多次的金融危機，而且各自都有自身的中央銀行。我們無法跨時期對不同時期的危機進行比較，但有一條結論是不會錯的：金融危機的規模與程度業已超越過去。

本書的主題之一是，同一時期發生在不同國家的資產泡沫（房地產和股票）事件有著相同的起因。一九七〇年代，開發中國家對外的欠債急增，因為大型國際銀行持續放貸給這些國家，這些銀行相信，商品的價格會繼續上漲，這些國家的經濟成長會持續下去，而其政府的歲收也會水漲船高。二〇〇二年，美國、英國、愛爾蘭、冰島、西班牙、南非等國家房價急跌，房地產泡沫與後續的崩盤緊密相連，絕非各自獨立。可以觀察到，各自這些國家房地產的價格上漲，都是從跨境投資流入和國內信貸供給雙雙快速增加所接續而來。這些的不同國

家市場有其獨特的一面，次級抵押貸款市場似乎就是美國獨有的。信貸供給快速成長導致了抵押貸款的需求急增，而大過了優級貸款的供給，抵押貸款經紀商也帶動了次級抵押貸款的供給大增。

第二個主題是，為期三十年的四波銀行危機是不相干事件的機率很低。各國的銀行危機都是以信貸供給衝高為前導。其中幾次銀行危機為隨後向另一組國家借款方提供的信貸激增奠定了基礎。一九八〇年代初，發展中國家的金融危機產生了連鎖反應，導致日本房地產和股票價格在一九八〇年代後半期上漲了三倍多。東京在一九九〇年代初的銀行危機導致流入泰國、馬來西亞和印尼的跨境投資增加，進而導致這些國家的房地產和證券價格上漲，以及貨幣價格實質走高。當泰國和鄰國經歷銀行危機時，資金又流入美國，導致美元升值，美國的貿易逆差增加了一千五百億美元。

跨境投資流入導致證券價格節節升高，彷彿把證券賣給外國人所拿到的錢是俗稱的「燙手山芋」，很快就以節節上漲的價格從一群投資人流向了其他投資人。再者，除非主管機關以干預來限制這樣的上漲，否則該國的貨幣價格就會走升。而且甚至到了這時候，貨幣價格常常還是實質上漲。

第三個主題是集中於信貸資金來源，以及一國貨幣主管機關（各國的中央銀行）與商業銀行及其他民間部門放款方間的關聯。每次銀行危機後，政府都會對金融機構（如雷曼兄弟公司、全美金融公司、北岩銀行等）施加更為嚴格的金融監管，好像這些機構是危機的始作俑者，而非受害者。事實上，雷曼兄弟公司等問題機構只是配發信貸資金的管道，它們通過購買信貸資產（次級抵押貸款）創造出更多的信貸資金，而這一切，只有在寬鬆的貨幣環境下才能實現。

｜ 瘋狂與信貸擴張

金融危機越頻繁，相關著作越豐富。一九二〇年代末發生美國股市泡沫、隨後的股市崩盤和大蕭條（Great Depression），一九三〇年代便出現大量關於這個主題的書籍。緊接著二戰結束後的幾十年期間，關於危機的書籍則相對較少出現。本書的第一版是在一九七八年發行，美股價格在一九七三和一九七四年下跌五成後，在接續十五年的牛市裡，股價則有三倍的漲幅。股價急跌和美國衰退導致了賓州中央（Penn-Central）鐵路、好幾家大型鋼鐵公司和為數眾多的華爾街券商破產。當時紐約市政府差點因欠債而破產，最後是靠著州政府相救，才度過難關。其他人感受不到這次崩盤，除非你是其中一家倒閉銀行的長官或股東，或者是紐約市的市長。

在第六版發行前的一九九〇年代後期，美國房地產的價格急跌，投資銀行和四百多家商業銀行倒閉，美股的網路公司泡沫自爆。在英國、愛爾蘭和西班牙等國的銀行，約莫是在同一時間倒閉。而第七版籌備時，全球經濟正從二〇〇八年的大衰退中復甦，歐元區則因經濟成長疲軟、銀行危機持續不斷，仍深陷其中，苦苦掙扎。這時，中國在經濟成就耀眼了三十年後，也儼然瀕臨著金融瓦解。

每一次信貸供給的衝高都是全球性的，因為總是牽涉到四、五個或更多的國家參與其中。此外，從家庭財富增長的絕對值來判斷，信貸供給的衝高似乎正變得越來越大。

談二〇〇八年金融危機的著作

美國的投資銀行和商業銀行在二〇〇七、二〇〇八和二〇〇九年崩解，導致了三群不同的作者寫出為數眾多的著作來談銀行危機。**有很多是出自記者之手**，包括吉蓮·邵蒂（Gillian Tett）所寫的《愚人金》（*Fool's Gold: How Unrestrained Greed Corrupt*

ed a Dream, Shattered Global Markets, and Unleashed a Catastrophe)。安德魯·羅斯·索爾金 (Andrew Ross Sorkin) 出了《大到不能倒》(Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves)。羅傑·羅溫斯坦 (Roger Lowenstein) 著有《華爾街末日》(The End of Wall Street)，賈斯汀·福克斯 (Justin Fox) 寫了《理性市場的神話》(The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street)，史考特·派特森 (Scott Patterson) 出版了《財務工程師》(The Quants; How a New Breed of Math Whizzes Conquered Wall Street and Nearly Destroyed It)。市場不理性的主題也在約翰·卡希迪 (John Cassidy) 的《市場如何失靈》(How Markets Fail; The Logic of Economic Calamities) 裡受到了探討。麥可·路易士 (Michael Lewis) 的《大賣空》(The Big Short: Inside the Doomsday Machine) 所聚焦的幾位個人早早就意會到房市有泡沫，而賣空抵押貸款的相關證券，獲得不得了的收益。接下來有蘇珊·麥奇 (Suzanne McGee) 的《追逐高盛》(Chasing Goldman Sachs: How the Masters of the Universe Melted Wall Street Down ... And Why They Will Take Us to the Brink Again)，以及沃夫岡·穆喬 (Wolfgang Munchau) 的《瓦解年代》(The Meltdown Years: The Unfolding of the Global Economic Crisis)，查爾斯·莫里斯 (Charles R. Morris) 的《萬億美元大瓦解》(The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash)，詹姆士·葛蘭特 (James Grant) 的《泡沫年代》(Mr Market Miscalculates: The Bubble Years and Beyond)，查爾斯·賈斯帕里諾 (Charles Gasparino) 的《完售》(The Sellout: How Three Decades of Wall Street

t Greed and Government Mismanagement Destroyed the Global Financial System），貝瑞·瑞卓爾茲（Barry Ritholt）的《紓困國家》（*Bailout Nation: How Greed and Easy Money Corrupted Wall Street and Shook the World Economy*），以及卡崔娜·凡登·霍薇爾（Katrina vanden Heuvel）和《國家》（*The Nation*）編輯群的《瓦解》（*Meltdown: How Greed and Corruption Shattered Our Financial System and How We Can Recover*）。

有些著作是出自學者之手。首先之一是理察·波斯納（Richard Posner）的《資本主義的失敗》（*The Failure of Capitalism*）。羅伯·席勒（Robert J. Shiller）出版了《次貸解方》（*The Subprime Solution*），喬治·艾克羅夫（George A. Akerlof）和席勒合寫了《動物本能》（*Animal Spirits*）；此書有某幾章是聚焦於二〇〇八年的危機。賽門·強森（Simon Johnson）和郭庚信著有《十三個銀行業者》（*13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*）。拉古拉姆·拉詹（Raghuram G. Rajan）寫了《金融斷層線》（*Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*），約瑟夫·史迪格里茲（Joseph Stiglitz）出版了《失控的未來》（*Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*），納西姆·尼可拉斯·塔雷伯（Nassim Nicholas Taleb）出了《黑天鵝事件論》（*The Theory of Black Swan Events*）來批評學術對市場效率的一些成見。湯瑪斯·索爾（Thomas Sowell）則撰寫《房市興衰》（*The Housing Boom and Bust*）。十五位優秀的經濟學家合寫《斯夸姆湖報告》（*The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*），提出超過三十條金融監管體制改革建議。阿瑪·拜德（Amar Bhidé）寫了《做出判斷》（*A Call for Judgment*）來整合現代金融和古典經濟學，末日博士魯比尼（N

ouriel Roubini) 和史帝芬·米姆 (Stephen Mihm) 出了《末日博士危機經濟學》 (*Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*) 。

第三組著作是出自「圈內人」之手，也就是原先待過銀行或政府的個人。有一群圈內人是待過銀行的。羅倫斯·麥唐納 (Lawrence McDonald) 寫了《雷曼啟示錄》 (*A Colossal Failure of Common Sense: the Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*) 來談他的前東家。由前銀行業者轉任記者的威廉·柯恩 (William D. Cohan) 出了《紙牌屋》 (*House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*)，另一位前銀行業者亞力士·波拉克 (Alex Pollock) 則發行了《興與衰》 (*Boom and Bust: Financial Cycles and Human Prosperity*)。財務分析師喬治·庫柏 (George Cooper) 寫了《金融海嘯》 (*The Origin of Financial Crises*)。

這些著作大部分都是以美國為主軸，而忽略掉或是一語帶過其他國家的房市上漲和崩盤。不過，**談冰島危機的著作有三本**——英國記者羅傑·博耶斯 (Roger Boyes) 的《冰島瓦解》 (*Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*)，一家垮掉的銀行考普森 (Kaupthing) 前資深銀行業者艾思格·強森 (Asgeir Jonsson) 的《為什麼是冰島》 (*Why Iceland?*)，以及同一家銀行前英國負責人艾夫提爾·阿曼·索沃森 (Eftir Armann Thorvaldsson) 的《資產凍結》 (*Frozen Assets: How I Lived Iceland's Boom and Bust*)。再者，在崩解後上台的冰島政府所成立的冰島特別調查委員會 (Icelandic Special Investigation Commission) 出版了《冰島銀行崩解成因》 (*Causes of the Collapse of the Icelandic Banks – Responsibility, Mistakes, and Negligence*)，作者有帕里·海

恩森（Pali Hreinsson）、特里格維·根納森（Tryggvie Gunnarsson）和希格麗德·班尼迪克多提爾（Sigridur Benediktsdottir）。

美國眾議院所成立的兩黨十人金融危機調查委員會（Financial Crisis Inquiry Commission）舉行聽證會，而聯準會前主席艾倫·葛林斯潘（Alan Greenspan）和前財政部長羅伯·魯賓（Robert Rubin）都曾在聽證會前作證。金融危機調查委員會的報告在二〇一〇年發行（可參見www.fcic.gov/report）。

這些著作的書名和副標表達出了共同的主題——貪婪、市場失能、華爾街腐敗，以及政府與監管機關管理失靈。還有更多的貪婪。

大多著作都沒有解釋危機爆發的原因，也沒有解釋為什麼牽涉到的國家是這些而不是那些呢？冰島的問題是不是受到美國牽連，或者受影響國家的問題是不是存在著共同因素？在新的千禧年開年不久後，是銀行業者變得更貪婪？還是受到其他事件的激發？

再者，這些著作的焦點通常是微觀的，集中在理性的失敗和貸款方無法預見借款方債務增加的後果。資產泡沫——大多數資產泡沫——是一種貨幣現象，是信貸供給快速增長的結果。商品和服務價格的過快上漲是由貨幣供給的快速增長造成的，這一觀點已被接受——以原理來說「通貨膨脹始終是一種貨幣現象」。而對應來說，「房地產泡沫向來都是信貸現象」。

本書是第七版，是第一版問世後四十年出版的，期間的三十年正好是全球金融市場最紛亂的三十年。以貨幣亂象的角度來說，它並沒有良好歷史先例，可供殷鑑。

十大金融泡沫

- ①一六三六年，鬱金香球莖泡沫。
- ②一七二〇年，南海泡沫。
- ③一七二〇，密西西比泡沫年。
- ④一九二〇年代後期，股市泡沫（一九二七到一九二九年）。
- ⑤一九七〇年，墨西哥和其他開發中國家銀行貸款衝高。
- ⑥一九八五到一九八九年，日本房地產和股市泡沫。
- ⑦一九八五到一九八九年，芬蘭、挪威、瑞典在的房地產和股市泡沫。
- ⑧一九九二到一九九七年，泰國、馬來西亞、印尼和其他好幾個亞洲國家房地產和股市泡沫；一九九〇到一九九四年，墨西哥在的跨境投資流入衝高。
- ⑨一九九五到二〇〇〇年，美國的櫃檯股市泡沫。
- ⑩二〇〇〇到二〇〇七年，美國、英國、西班牙、愛爾蘭和冰島房地產泡沫。

框中所論及的瘋狂事件，最早牽涉到十七世紀荷蘭的鬱金香球莖事件。另外兩起瘋狂事件則是發生在拿破崙戰爭的尾聲，一起在英國；一起在法國。十九世紀的瘋狂事件與銀行危機，經常發生在擴展基礎建設投資之後，好比說運河和鐵路。在一九二〇到一九四〇年間，銀行危機頻傳。過去三十年來，股價的漲幅大於之前的任一時期。框中的十起瘋狂事件，有六起都發生在這段時期。房地產和股票的價格急漲，通常是一起發生的，部分原因是許多在股票交易所掛牌的公司

都持有高額的房地產。

瘋狂事件雖劇烈但並不頻繁發生；兩百年來只有美股發生過兩起。瘋狂事件幾乎都是發生在景氣循環的擴張階段，因為瘋狂事件的相關激情會助長支出增加。在瘋狂期間，房地產上漲，股價飆升或商品價格飛漲等各種瘋狂都會刺激消費和投資，推升經濟成長。經濟名嘴預測經濟成長會長長久久，有些觀點甚至會宣稱衰退告終，並宣告傳統的景氣循環變得不合時宜。更快的成長會誘使投資人和放款方變得更樂觀，證券和房地產的價格也會漲得更快。

好萊塢與全球銀行危機

二〇〇八年的全球金融危機，兼而帶來了紀錄片與好萊塢驚悚片。查爾斯·佛格森（Charles Ferguson）的《黑金風暴》（*Inside Job*）拿下了二〇一一年奧斯卡最佳紀錄片獎。佛格森訪問了貨幣交易員、學界的經濟學家，甚至是紐約市的女士來談她的客戶和貨幣交易員的花費習慣。佛格森還造訪冰島，訪問好幾位當地人。佛格森的故事是交易員腐敗，危機則是起因於太多的貸款流向次級借款方。

電影《大到不能倒》（*Too Big To Fail*）是改編自羅斯·索爾金一書，他描述監管機關和大銀行之間的關係。花旗銀行和美國銀行之所以能繼續經營下去，出自於美國政府及時干預。

瘋狂與經濟的激情相關，尤其是大型的瘋狂；公司前景日益看好，投資支出因信貸充裕而激增。在一九八〇年代的下半葉，日本的產業公司想要向東京和大阪的友好銀行借多少錢都行；錢看似「免

費」（在瘋狂時，錢向來都是看似免費），日本人兼而掀起了消費與投資狂潮。日本人買下了上萬件的法國藝術品。大阪的賽車場企業家為梵谷的〈嘉舍醫生肖像〉（Portrait of Dr Guichet）砸下了九千萬美元，這是當時歷來對畫作所砸下過的最高價格。三井房地產株式會社為紐約的艾克森大樓（Exxon Building）砸下了六億兩千五百萬美元，即使起初的開價是五億一千萬美元；三井想要靠為辦公大樓砸下歷來最高價而登上《金氏世界紀錄大全》（Guinness Book of World Records）。一九九〇年代的下半葉，美國資訊科技業和生技業能獲得沒有上限的風險基金，因為風險投資家相信，等這些公司的股票上市，他們就能獲得巨額回報。

在這些激情的時期裡，日益增多的投資人會希望能透過房地產和股價上漲，取得短期報酬。房屋未開工，就被搶購一空，因為投資人預判房屋完工後，就能以高價售出，賺取其中價差。

這時，意外發生了：可能是有公司破產或政策改變導致股價暫停上漲。很快的，那些靠借錢來購買大部分資產（股票和房地產）的投資人，一下子就成了困頓的賣方，因為借貸所支付的利息比房地產的租金收入還高。隨著這些股價跌到低於買進價格，此時買家就「溺水」了——融資買股所欠下的金額高過它現有的市價（資不抵債）。他們被迫在困頓之中賣出，導致股價急跌，崩盤與恐慌隨之而來。

一個國家歷經多年瘋狂般的經濟行為後，其經濟情勢有如需要維持前進動能的年輕單車騎士，假如單車無法保持動能繼續前進，騎士就會變得不穩定而翻車。這可類比成，假如股市停止上漲就會下跌，而不是在較高的區間保持不變。在瘋狂的期間，房地產和證券的價格會上漲，一旦停止上漲後就會立刻下跌，不會有平原區或「中間地帶」。資產價格下跌會煽動投資人的悲觀情緒，使得價格進一步滑動，這時金融體系都會陷入「困頓」之中。投資人爭相在價格更進一步下跌前出售，這時恐慌已然形成。住宅、大樓、土地、股票、債券

等資產價格崩盤，跌至價格觸頂時的三、四成。大量銀行破產，經濟成長放緩，失業率急增。

這些瘋狂即使細節上有所差別，但其模式卻非常規律。商品、房地產或股票的價格上漲帶起投資人的激情；家庭財富增加，消費支出攀升。有種感覺是，「我們從來沒碰過這麼好的時候」。接著證券價格觸頂、下跌。有的時候，銀行危機不是以證券價格急漲為前導，而是以一群或好幾群借款方的債務急增。

本書的主題之一是，瘋狂和恐慌的循環，導因於信貸供給的正循環變化，經濟狀況好的時候，信貸供給快速增加；經濟狀況差的時候，信貸供給萎縮。信貸供給萎縮常會觸發貨幣和證券的價格走跌。投機瘋狂時，證券、房地產、貨幣或商品等資產的短期價格和長期價格，可能會出現不相稱的狀況。一九七〇年代初，油價從一桶二·五美元，漲到該年尾時的一桶三十六美元，許多投資人開始預測，油價可能會漲到一桶八十美元。在經濟擴張的期間，投資人會變得樂觀積極，熱中於追逐未來可能獲利的機會，而放款方也會變得更願意承擔風險，主動放出更多貸款。理性繁榮轉變為非理性繁榮，經濟激情形成，投資和消費支出隨之雙雙增加。一種「上車的時候到了，免得列車離站」懼怕獲利機會消失的情緒在發酵。證券價格不斷上漲，投資人在預判短期的資本利得下，不斷加大購買這些證券的占比，而且這些買進有大到不得了的占比是透過信貸來完成的。

本書中所分析的銀行危機都是國際性的，規模和程度廣大，因為它們要不是涉及數個不同的國家，就是同時發生或具有因果關係。

「泡沫」這個詞，意指瘋狂/瘋狂階段（投機瘋狂）的證券或貨幣價格上漲，這樣的上漲狀況，無法運用經濟基本面的變化來解釋。一九八〇年代下半葉的日本，以及一九九〇年代初到中期的某些亞洲國家，房地產和股票所發生的價格衝高，就是依循泡沫的模式；由於房地產和股票價格不斷上漲，導致投資人爭相買入，而投資人爭相買入

的行為又刺激價格進一步上漲。在一九七〇年代後期，黃金的美元價格和白銀的美元價格急漲，也是一種瘋狂，但同期，原油的價格上漲則不是；差別在於，黃金和白銀的許多買家是預判兩種貴金屬的價格會繼續上漲而買進的。而石油的買家則是擔心同業聯盟的行動和波斯灣的戰事會打亂石油供給而買進。

龐氏融資、連鎖信、傳銷騙局、泡沫、瘋狂

龐氏融資、連鎖信、泡沫、傳銷騙局、瘋狂這些用詞，其內涵都有些重疊，意指金融行為的模式無以維繫，因為證券在現今的價格與遙遠未來日期的預判價格不相稱。**龐氏騙局**通常會以打著「保證支付一個月三〇%、四〇%或五〇%的利息」的旗幟撞騙的方式呈現；擬訂這些騙局的人向來都宣稱，自己發現了新的祕密公式，所以能賺到這些高報酬率。他們會在頭幾個月支付保證過的利息，但到了第四或第五個月，騙子收到的資金便不足以支付前批投資人的利息，他們便會攜款潛逃或坐牢。柏尼·馬多夫所經營的龐氏騙局是歷來最大的，他分派報酬是一〇到一二%之間，而且非常穩固。這個騙局運行十五年之久，久到足以在龐氏騙局經營排行榜上奪下榜首。

連鎖信是傳銷騙局的一種形式；方式是讓寄給某人一封信，信上要求他寄一美元（或十美元或一百美元）給傳銷騙局頂端的人名，並在五天內把相同的信寄給五個朋友或熟人，並保證他每「投資」一美元，就會在三十天內回收到六十四美元。

傳銷騙局通常會以證券、化妝品或飲食補充品為銷售商品，那些銷售商品的人可以均分銷售的佣金收入，而且實際上這個銷售鏈僅在銷售人員之中循環，透過不斷尋找新的銷售人員來賺取

業績提成。

泡沫是指進行資產（房地產或證券）投資時，會預判房地產或證券未來能以更高價賣給別人；「比傻」這個詞就是用來暗示，每一個買家向來都在找下一個能讓自己把股票、公寓或棒球卡給賣給他的人。「泡沫」這個詞所暗示的是，當價格漲勢停止，很可能、確切來說，就會迎來下跌。

瘋狂這個詞是在形容狂買的模式，通常價格上漲會伴隨著交易量增加；這時投資人會不顧一切的買進。

連鎖信和傳銷騙局鮮少產生總經上的後果，只是牽涉到一部分孤立的經濟區塊，也就是那些加入這個騙局的投資人。

實際上，瘋狂幾乎每次都和強勁的經濟擴張有關，但經濟擴張並不必然會導致瘋狂。所以，瘋狂與經濟擴張兩者之間的關聯，值得投入更多的研究。

有些經濟學家對「泡沫」的使用提出質疑，因為它意味著極不可能或難以置信的非理性行為；反而，他們試圖從符合經濟基本面變化的角度來解釋，房地產和股價的快速上漲。對他們來說，那斯達克在一九九〇年代會發生股價衝高，是因為投資人認為，他們試圖買進的公司能複製微軟、英特爾、思科、戴爾和安進（Amgen）的可觀成功。這些公司可能會有一、兩家能複製這些成功，但要它們全部做到，不可能，因為這將意味著獲利占GDP的份額，將上漲至前所未有的水準。

政策意涵

「瘋狂出現」所點出的政策課題是，政府該不該試圖去節制價格

上漲，以降低銀行危機接踵而至的機率或慘烈度。每個大國都指定央行來當「最終放款人」（lender of last resort），來降低流動性短缺炸開成償債危機的機率。由於投資人爭相索回現金，流動性短缺就會導致證券的價格下跌，一些銀行和其他放貸機構在證券價格下跌之前就可能陷入破產。這時候，誰來充當「最終放款人」，援助各國來穩定貨幣的價格，降低貨幣價格急跌的機率。一旦流動性短缺導致貨幣價格大幅下跌，將引發大量以外幣計價債務的借款人破產。

在危機期間，許多原本狀況良好的公司也會突然變成破產，因為少數放款方倒閉，常會導致證券價格下跌和經濟趨緩。當證券價格急跌時，由政府提供穩定的公共商品來干預，或許是好事。在銀行危機期間，證券價格急跌的幅度很大，也很迅速，這個時候「最終放款人」能帶來金融穩定，或是減緩金融不穩定。不過政策兩難在於，假如投資人事先知道，政府會在證券價格急挫時，出手馳援，那投資人在買進證券時，就會比較不提防，危機可能就會更頻繁出現。

「最終放款人」在應付崩盤或恐慌上的機制上，充滿了模稜兩可與兩難。對於英格蘭銀行（Bank of England）在一八二五年銀行危機中的行為，湯瑪斯·賈普林（Thomas Joplin）評論道：「有時規則和先例不可打破，有時卻是不可信守，才安全。」打破舊規則建立新制度，應視情況而定。在這種狀況下，干預是藝術，而不是科學。把國家向來都該干預或國家絕不該干預當成普遍的規則都是錯。在干預的智慧上，相同的問題一再出現，如美國政府在一九七九年該不該救助克萊斯勒公司（Chrysler），紐約州在一九七五年該不該拯救紐約市，聯邦主管機關在一九八四年該不該拯救大陸伊利諾銀行（Continental Illinois Bank）。（大陸伊利諾銀行雖倒閉了，但銀行的存戶受到保全，因為投保了政府所資助的存款保險。）類似的事發生在，霸菱銀行新加坡分行的惡質交易員尼克·李森（Nick Leeson）透過隱藏帳戶來進行違約的期權合約交易，掏空銀行的資本，造成銀行倒閉，英格

蘭銀行在一九九五年該不該拯救霸菱銀行？每當有一群借款方、銀行或其他金融機構蒙受這種龐大的虧損、很可能被迫關門時，問題就會出現：當面臨這些情況時，政府真的應該出手嗎？一九九四年底的墨西哥金融危機，是由美國來擔任「最終放款人」。而一九九八年的俄羅斯金融危機，受到美國和德國政府敦促，最後則是由國際貨幣基金組織（International Monetary Fund）來擔任「最終放款人」。二〇〇一年初，阿根廷爆發金融危機，那時美國或國際貨幣基金組織都不願意擔任「最終放款人」。

在查爾斯·金德伯格的《蕭條中的世界——一九二九至一九三九年》（*The World in Depression, 1929–1939*）中，提到，一九三〇年代的蕭條之所以既廣又深且長，是因為沒有國際「最終放款人」。那時的英國在一次世界大戰中氣力放盡，無法履行一九一四年英鎊金本位制的承諾，加上一九二〇年代的經濟復甦夭折、搖搖欲墜，無法擔任國際「最終放款人」。那時美國雖有能力，卻不願意承擔。當時很少有美國人思考過「擔任國際最終放款人」這個問題（國際最終放款人的責任會在第十三章分析）。

在瘋狂與恐慌之中，貨幣扮演重要的角色，接續會在後面的章節中詳加探討。貨幣派認為、至少是一方貨幣派的看法：假如貨幣供給穩定或固定，瘋狂就不會發生。不過很多瘋狂都跟信貸成長衝高有關，但有些不是；貨幣供給穩定或許會降低瘋狂的頻率，但不太可能把它掃進歷史的灰燼中。在一九二〇年代的下半葉，美股價格的漲幅遠超過於貨幣供給的成長率。而且類似的是，在一九九〇年代的下半葉，那斯達克股價漲幅也高過貨幣供給的成長率。有些貨幣派會加以區分，「真」銀行危機是由貨幣基數或強力貨幣萎縮所造成，「偽」銀行危機則不是。貨幣基數有所變化的銀行危機，應該要跟貨幣基數沒有顯著增加的危機區分開來。從一九七〇年代起，房地產和股票的價格衝高，有很多都是起因於跨境投資流入；當這些流入放緩時，就

發生了銀行危機。

本書的第一版所討論到的最早瘋狂，出現在一七一九到一七二〇年的南海和密西西比泡沫。而這個版本所分析的最早瘋狂，則是劣幣危機（Kipper-und Wipperzeit；那是在三十年戰爭爆發時所發生的貨幣危機〔一六一九到一六二二年〕），以及受到諸多討論的一六三六到一六三七年「鬱金香瘋狂」。當時，在荷蘭共和國（Dutch Republic），鬱金香球莖的交易確實形成一種瘋狂，那時大家認為，外來品種的鬱金香很難栽種，但一旦培育順利——它們的價格就會大幅下降。早期的危機歷史研究多來自歐洲。本版所探討最近的一次危機則是在二〇〇八年，就是美國、英國、愛爾蘭、西班牙和冰島的次貸危機。之前人們更關注十九世紀英國的金融危機，有兩個原因：一是，倫敦當時是國際上舉足輕重的金融中心；另一，以英國金融危機為題的研究撰述較多。不過，十八世紀與英國相齊名的金融中心阿姆斯特丹，卻因文獻難以取得，而遭到小覷。

從一九七〇年代中期以來，信貸供給一波波衝高、銀行危機接連出現，在在顯示出，這些事件比過去更具系統性風險（全球化影響）。經歷過信貸供給衝高、房地產和證券價格急漲的國家大部分，也經歷了熱錢的困擾（跨境投資流入的增加）。這些流入導致貨幣和證券價格上漲，各國都會經歷一段經濟榮景，並誤以為「現在光景再好不過了」。但因為貨幣價格上漲，物價上升的壓力便比金本位制時來得小。然而，為因應榮景所引發的通膨壓力，許多國家的央行都調升了利率，此舉卻把更多的錢從海外吸引過來。

隨著通訊和運算的科技不斷創新，跨境投資流入的成本也不斷降低；投資人為了獲得預期中的小幅增量回報，將資金轉移到境外金融中心。此外，在離岸金融市場上，還有大量以美元計價的流動資金，所以當金融或經濟前景樂觀時，投資人可以利用這些資金加碼，也就是會再吸引跨境投資湧入。

銀行危機與貨幣危機

過去四十年的危機，均有一個獨特的層面：九成以上的銀行危機都跟貨幣有關，而且每場貨幣危機都跟銀行危機有關。在一九五〇和一九六〇年代期間，沒有顯著的銀行危機和貨幣危機是跟國家維持匯率的能力有關。因為市場參與者通常會斷定，國家應該讓貨幣貶值，以提高國際市場競爭力，且避免貿易逆差對GDP占比太高。

從一九八〇年代初起，各場貨幣危機多半牽涉到一國無法償還以美元或其他某種外幣來計價的欠債有關；在這些案例中，負債方通常是政府，有時候則會是該國的商業銀行，銀行通常會在國際金融中心銷售自家的借據來籌錢，以便能增加國內的放貸。統計資料中呈現的模式在於，跨境投資流入增加，向來都伴隨著貨幣升值和貿易逆差，除非貨幣價格受到央行干預，趨勢才會反轉。

貨幣「超漲」這個詞是指，該國貨幣市場價格高於長期均衡匯率。也就是說，貨幣價格對長期均價過度調整，來回應跨境投資流入的增加。而且大規模的跨境投資流入，也會導致該國的證券價格上漲。

一開始，一國的借款方對欠債付息不會感到負擔，因為錢全部會以新貸的資金來支付。接著，突發事件發生，導致放款方變得審慎，對審查發放較為嚴格。跨境投資流入下降，導致欠債國的貨幣貶值，這時，縱使央行出面以干預貨幣貶值，也於事無補。因為該國的某些借款方，再也無法依賴新貸的錢來對支付欠債利息。

就貨幣價格和欠款方的付息能力來看，貨幣危機實質上就是跨境投資流入減少的體現或後果；以欠債國的狀況來看，該國的貨幣貶值，要以外幣來支付的利息就會增加。而銀行危機也是同樣的狀況，當跨界資金流入減低，欠款方就再也無法借到新的貸款，這時支付欠債付息的能力就會降低。

危機一波波襲來，反映出跨境投資流動極為猛烈，讓人反應不及；跨境投資流入降低通常會同時席捲到一群欠債國，這時，放款方就想把曝險部分降低。

| 本書結構安排

第二章提出了一個實證模型：投機瘋狂、信貸（用）擴張、金融困頓（貸款困難、無法還款），最後危機爆發，以恐慌和崩盤告終。模型的理論基礎來自於「過度交易」（over-trading）、「劇變」（revulsion）和「信用驟停」（discredit）等古典經濟學觀點——這是由古典經濟學家包括亞當·斯密（Adam Smith）、約翰·斯圖爾特·彌爾（John Stuart Mill）、努特·維克塞爾（Knut Wicksell）和爾文·費雪（Irving Fisher）等人所使用的經濟學詞彙，而後海曼·明斯基（Hyman Minsky）進一步發展成這個模型。他主張市場經濟中，金融體系不穩定、脆弱，易爆發危機。若用明斯基的模型來解釋，美國和西歐早期的危機、日本一九八〇年代的後期資產泡沫，以及美國、英國、愛爾蘭、西班牙和冰島在二〇〇二到二〇〇七年的房地產泡沫，都有很強的說服力。因為這些危機每一次都伴隨著信貸擴張、房地產價格上漲。

第三章的重點，在於經濟擴張的瘋狂階段，其中心課題是，證券

和房地產市場是否理性，或瘋狂到底是市場的穩定因素還是非穩定因素？——證券和房地產市場的投資人對價格的預判，究竟是根據資產的價格上漲來評估，還是憑藉它的盈利能力？另外，還會對不同歷史背景下觸發瘋狂的外部事件進行研究，這些事件包括戰事發生和結束、農業豐收和歉收、新市場的開發和新能源的供給，以及不同創新的擴展——鐵路、電力和電子郵件等。也會說明，近期的一種特殊震撼，就是日本、北歐、某些亞洲國家、墨西哥、俄羅斯和冰島等國出現的金融自由化或稱鬆綁。鬆綁管制不僅導致了國內貨幣的擴張，也導致了外國金融中心借款的增加，從而為國內貸款和投機性投資提供了資金。那些投資人的投機標的，有大宗商品、農地、城鎮建地、鐵路、新銀行、貼現商號、股票、債券（國內外都有）、熱門股、企業集團、購物中心和辦公大樓等。適度的投資不會對經濟造成顯著的損害，而且能自行消退，雖然散戶會遭逢虧損。但問題是，若同時牽涉到兩樣以上的投機標的或同時波及多個市場時，才會危及金融穩定，例如：農產歉收時，鐵路或土地投機瘋狂，或是房地產和股票同時泡沫。

第四章則是分析經濟瘋狂和市場恐慌時的貨幣面表現。經濟榮景或市場恐慌通常受到貨幣事件觸發——例如：重新鑄幣、發現貴金屬，複本位制下的金銀比價改變，某股票發行出乎預期成功，大量債務轉換而導致利率急降，或是貨幣基數急速擴張。像生產創新一樣，金融創新也會震撼金融體系，導致過度投資。在美國、英國、愛爾蘭、西班牙和冰島等國的房地產榮景期間，金融部門快速擴張，在證券化的創新之下，抵押貸款的需求隨之快速增加，便導入了抵押貸款擔保證券（MBS；也就是針對眾多以信託持有的抵押貸款，來替利息和收入本金買保險）。利率急漲或許會誘使一些投資人把錢從銀行和儲蓄機構抽走，如此一來，銀行和儲蓄機構就受到壓縮、需要縮減規模，銀行所持有的長期證券價格，就會下跌。

這個版本的著重討論的問題是，如何管理貨幣機制來避免瘋狂與泡沫。從一九七〇年代起，房地產的價格衝高，大多都是起因於信用擴張，也就是屋主和房地產開發商的信貸快速增加。央行的貨幣管控可限制貨幣和信貸的增長，但資金的流入會讓國人興起購買房地產和證券的瘋狂。貨幣是公共財，但貨幣調控卻礙於黨派之見。再者，要對銀行加以監管很難，為規避監管，新機構會不斷發展出來。貨幣學派認為，過去大部分的循環金融困境都是起因於對貨幣調控失當。而且這樣的錯誤既頻繁又嚴重。不過，第四章所提出的主張是，即使貨幣供給根據經濟需求進行調整，貨幣調控也確實確保特定借貸者群體的信貸增長速度，但回顧過去，可以發現這種增長速度似乎也過快了。當政府生產出一定數量的公共財——貨幣時，公眾可能會轉而生產出許多與貨幣相近的替代品，就像律師發現稅法中的新漏洞幾乎與堵住舊漏洞一樣快。貨幣從硬幣到紙幣、匯票、銀行存款和金融票據的演變，就能闡明這點。在「貨幣供給量必須保持固定」這點，貨幣學派或許是對的，真正犯錯的是，去相信固定或限制貨幣供給量，就可保障信貸供給不會增加得太快。

第五章的重點擺在銀行危機的國內狀況。更提出一個重要的問題：瘋狂能不能靠道德勸說和喊話等官方示警來阻斷。過去大量證據顯示，這是做不到，而且甚至有許多危機都是接續著原本要防堵它的示警而來。聯準會（Federal Reserve Board）的前主席艾倫·葛林斯潘曾在一九九六年十二月時聲明，他認為美國股市是「非理性繁榮」。當時道瓊工業指數是六千六百點；道瓊後續觸頂時是在一萬一千七百點。葛林斯潘發言時，那斯達克是一千三百點，四年後的五千多點觸頂。知名的私人銀行業者、聯準會創建者之一的保羅·華伯格（Paul M. Warburg），在一九二九年所發出的類似示警，也沒有辦法減緩股市的攀升。此外，本章還會討論，導致經濟瘋狂的轉折事件，例如：金融機構遭到披露或謠傳破產、虧空，或是貼現率急升等。事件發

生，房地產和證券會交互影響，導致價格下挫，衝擊到流動性，爆發崩盤危機。

第六章則是討論瘋狂對國內消費的影響。家庭財富與社會財富衝高，便導致消費無度。為展現經濟實力，馬來西亞、杜拜和其他地方，全都蓋起了「世界最高樓」（但在建造大樓的技術上，各自都必須仰賴外國公司。）一九八〇年代，日本人熱中於法國藝術品的買賣——因為其他的日本人都在進口法國藝術品。錢看似「免費」，彷彿經濟的基本定律再也不適用。

第七章專門分析詐欺事件。泡沫自爆往往是在泡泡中成形的欺詐和詐騙曝光。詐欺和腐敗是奠基在錯誤的消息和資訊不對稱上，詐欺人可能會偽造、歪曲事實，或牽扯到不當披露，以牟取暴利。詐欺行為出自個人，也出自群體。柏尼·馬多夫所經營的「龐氏騙局」是歷來最大的之一；投資人賠掉的金額，超過兩百億美元。冰島有些公司會以收購的方式「掌握」銀行的控制權，再透過貸款掏空銀行，來滿足消費與投資所需。一九八〇年代，美國許多儲蓄機構倒閉，加上垃圾債券泡沫，讓美國納稅人付出了超過一千億美元的代價。一九九〇年代，安隆、MCI世界通訊、泰科（Tyco）、動能（Dynergy）和阿德菲（Adelphia）等前科累累的腐敗公司一一破產。事後發現，美國很多大型的共同基金機構為他們提供資金支持。

瘋狂期間所發生的濫權、瀆職或貪污一經披露，通常會爆發崩盤和恐慌。一項推論是，詐欺是對經濟榮景財富欲望（或純粹的貪婪）的反映；史密斯想要與瓊斯互別苗頭，為趕上瓊斯而從事詐騙行為。隨著貨幣體系捉襟見肘，金融機構就會失去流動性，不成功的騙局似乎就要暴露，捲款潛逃的誘惑變得不可抗拒。

第八章的主題則是，十七到二十世紀上半葉，經濟瘋狂和危機的國際傳播；兩個、三個、四個或更多國家在同一時間經歷了類似的泡沫症狀。這裡出現了兩種相抗衡的敘事方向。一種敘事方式，牽涉太

陽和月亮的比喻，認為投資瘋狂在一國點燃（而且常常是大國），然後「照向」鄰國或貿易夥伴，因此影響多國。另一方向則假定，這些國家是受到相同的衝擊或創新影響。加上各國之間有很多可能的聯繫，包括貿易、證券套利、資本流動、央行的黃金儲備或其他國際儲備資產有所變動，以及投機客的瘋狂或失望情緒的傳染等直接影響。信貸供給量衝高，有的是在國內，有的是在全球，進而牽涉到兩、三個以上的國家。危機有的是在國內，有的是在國際的。差別在哪？例如：一九〇七年的紐約市場恐慌是否引爆了義大利協會銀行（Società Bancaria Italiana）崩解，是不是由於銀行緊縮銀根，影響到巴黎，而巴黎的壓力傳導到了義大利杜林？其中有根本上的模糊性——一個金融中心銀根緊縮，可能吸引資金，也可能流失資金，端看利率上升所帶來的預期。當預期（貨幣政策）沒有彈性，就不怕有危機或貨幣貶值，那麼調高貼現率，則會吸引海外的資金，有助提升流動性；當緊縮貨幣政策的預期有彈性，則會導致價格下挫、公司破產或貨幣貶值，那麼這時調高貼現率就會產生熱錢外流、資金出逃。這種兩難在經濟學上十分常見。商品漲價可能會引發兩種不同預期：一會導致消費者預判價格下跌而延後購買，或是在漲價前，請先消費。也就是說，即使人們預期貨幣政策沒有彈性，能即時做出反應，但反應存在時間差，這時危機仍可能爆發。還有一個複雜但並非不尋常的觸發機關會導致金融危機，那就是經濟榮景時，銀行突然停止海外放貸。德國和奧地利就曾在一八七三年發生過這樣的情形，那時經濟重返榮景，導致外流的錢減少，而助長了傑·庫克公司（Jay Cooke）在美國的金融困境。一八九〇年的霸菱銀行也遇上類似的情狀，當時英國在阿根廷遇上麻煩，不得不回收在南非、澳洲、美國和拉美等國的資金。一九二〇年代，在紐約的股市榮景，致使美國投資人降低購買德國和拉丁美洲國家債券的意願，繼而造成了這些國家陷入蕭條。阻斷海外信貸投放可能引爆別國經濟蕭條，繼而使本國的經濟增長。

| 一九八〇年以來的四波銀行危機

第九章討論的是，從一九八〇年代以來的四波銀行危機，以及接連幾波的關係。這四波危機為各自獨立事件的機率很低。第一波銀行危機出現在一九七〇年代的墨西哥和其他開發中國家，這些國家的政府與國有企業經歷信貸擴張，貸款衝高。第二次銀行危機，則出現在一九八〇年代中後期日本的房地產泡沫，那麼開發中國家的債務危機和日本的房地產價格衝高，是否有所關聯？第三波銀行危機出現在一九九〇年代中期的泰國、馬來西亞、印尼、俄羅斯和其他開發中國家，第四波銀行危機則是出現在美國、英國、愛爾蘭、冰島和西班牙的房地產市場，而希臘和其他地中海國家的政府債務則是第四波的延續。每一波危機都源自於信貸成長快速，如果沒有信貸的快速增長，房地產價格就不可能出現飆升，無論是對整體而言，還是對特定的借款人群體而言，都是如此。這一章要說明這幾波危機之間的關聯，最起碼是第一和第二、第二和第三波間有著系統性關聯。一九七〇年代，對墨西哥和其他開發中國家的信貸供給衝高，可說是自成一格。當這些信貸流動大幅放緩，這些國家的貨幣就迅速貶值。但日本銀行（Bank of Japan）所抵抗的壓力則是，日圓的價格在一九八〇年代下半葉上漲，而導致日本的貨幣供給快速增加。但日本央行為了穩住日圓升值，不斷增加貨幣供給。一九九〇年初，日本的房地產和股價崩跌，日圓迅速升值，日本的企業迅速增加對東南亞生產設施的投資。除非被阻止，不然這些國家的貨幣會升值，房地產也會跟著不斷上漲。到了一九九七年，曼谷和其他亞洲首都的股價和房地產價格開始走跌，由於亞洲借款人償還了他們的外國貸款，資金一時大量湧進紐約，亞洲貨幣急貶。

牢獄之災與金融裁罰

安隆是一九九〇年代經濟榮景的代表；該公司把自己從配管線、分送天然氣的經銷商，轉型為交易天然氣、石油、電力和寬頻，以及擁有水力系統和發電系統的金融公司。安隆管理層認為為持續獲利、維持股價，一九九〇年代後期開始，他們運用（資產負債）表外的融資工具來獲取資本拓展公司；他們還會在財報上做假，好製造他們利潤成長的假相。安隆的倒閉，更引發了安達信（Arthur Andersen）的倒閉，在這之前，安達信可是全球最受尊敬的會計師事務所。

MCI世界通訊曾是全美成長最快的電信公司。為顯示高利潤持續成長，經理人們宣稱數十億美元的開銷應該被視為投資。傑克·格魯伯曼（Jack Grubman）曾是（花旗集團的單位）所羅門美邦（Salomon Smith Barney）的智者之一，他也加入推廣MCI世界通訊股票的行列之中。亨利·布洛傑特（Henry Blodgett）是美林的證券分析師，在獲知MCI世界通訊財務詐欺後，仍向投資人推廣；事發後，美林被裁罰，支付了一億美元。為了閃避受審，其他十家投資銀行支付了十四億美元。紐約證券交易所（New York Stock Exchange）董事長兼首席執行官，在外界得知他的薪酬超過一·五億美元後不久辭職；紐約證交所既是股票交易的場所，也是監管機構，但擔任受監管公司的經理，又擔負交易所的董事，可決定薪酬方案，這很明顯存在利益輸送問題。另外，許多國美大型共同基金也對上市公司提供造假資訊（提供過時訊息），無動於衷。

這一連串的事件之後，銀鐺入獄的人數遠勝以往，至今還有許多人等著受審。安隆的六名高層經理人入獄服刑、安達信經手

安隆帳目的合夥人鄧鐙入獄、而MCI世界通訊的兩名財務高管也坐了牢。電視、時尚名人（和前股票經紀商）瑪莎·史都華（Martha Stewart）以股份交易案遭到起訴，並以妨礙司法，獲判有罪而入獄五個月。

第十章是第七版裡新增的章節，主要說明歐元危機，更精準來說是愛爾蘭和西班牙的房地產和銀行危機，以及希臘和葡萄牙的主權債務危機。

更大的問題是，一個或幾個成員國是否會認為加入歐元區的成本過高。希臘就是一個典型的例子，失業率超過二〇%，經濟連續五年負增長。在危機開始時，希臘的財政赤字超過GDP的一〇%，貿易逆差佔GDP的一〇%，政府債務佔GDP的一四〇%。歐盟的強國強烈反對希臘離開歐元區，因此，應對的政策就是希臘的國內通縮和勾銷政府債務。另外好幾個國家則是經濟成長疲軟，他們的債務對GDP的比值如此之高，以致於它們無法採取更為擴張性的財政和支出政策。他們把管理貨幣政策的權力讓給了歐盟央行，放棄匯率調控經濟的政策自主權。

更廣泛的問題是，儘管美國和英國的銀行業危機要嚴重得多，但歐元區國家的經濟成長率仍遠低於美國和英國。歐元區國家出現了一種令人費解的癱瘓狀態，失衡太大無以為繼，但降低失衡的唯一調整手段是，降低成本較高國家的物價和成本。歐洲央行採取一系列的擴張政策，經濟成長速度仍非常緩慢，而希臘的失業率依然居高不下。不知何故，這不應該是它的樣貌。現在，監管機構又希望增加對銀行的資本規定。

第十一章，我們將審視國內危機管理。第十一章會討論國內對危機的反應範圍，以及政府兩種截然不同的管理策略：一是政府採取不

干涉的立場，讓經濟自行調整，另一是主動干預，採取各式各樣的措施。那些相信市場是理性的人，往往喜歡不干涉的方式。他們認為，讓經濟經歷通貨緊縮和公司破產的煉獄，才能擺脫繁榮時期的錯誤和過度行為，這對經濟是有益的。另一觀點則認為，應該干預經濟，干預的方式有增加休假、減少銀行工時、發放消費券、提供負債保障、發行公債、提供存款保險，和成立特別機構，像是美國在一九三二年的重建金融公司（Reconstruction Finance Corporation）和義大利在一九三三年的產業重建研究所（Istituto per la Ricostruzione Industriale）。義大利的文獻將此過程稱為「搶救」銀行和公司；一九七四到一九七五年時，英國則把挽救頻臨倒閉的銀行稱為「救生艇」行動。

第十二章的焦點是國內最終放款人的政策選擇應該是？——該不該有這樣的放款人，這個放款人應該是誰，以及它應該怎麼運作。關鍵問題是「道德風險」——如果投資人確信最終放款人會來「紓困」，他們自力更生的能力可能會被削弱。儘管最終放款人對投資人會有不良的作用，但另一方面，最終放款人的存在確實能夠防止市場恐慌，挽救即將崩潰的體系。假如，有最終放款人存在，那它該去救誰？圈內人？還是圈外人和圈內人一起救？在清償危機時出手？還是欠缺流動性，就出手？通常，償債能力的差別就在於恐慌的範圍和存續時間。這些都是政治問題，尤其是在聯邦存款保險公司（Federal Deposit Insurance Corporation）用光資金來紓困倒閉的銀行，如果最終放款人資金不足，能否立法增資，這個政治問題就會浮現出來。在一九九〇年代的日本，這個課題尤其嚴峻。當時，日本股市泡沫破滅，揭開了銀行、信用合作社和其他金融公司各種房地產的不良貸款，日本政府思考由納稅人扛下多少負擔而大傷腦筋。假如不讓納稅人吃虧，債券和股票的持有人就會蒙受巨大虧損，這些證券價格若進一步下跌，會帶來更大的經濟損失。在這樣的脈絡下，尤其麻煩的是日本

在一九九〇年代的僵化狀態——決定要怎麼應付危機的反應很慢，行動則更慢。

國內最終放款人必須因應的一個關鍵課題在於，要不要對無力償債的銀行提供信貸。按照白芝浩的學說，對於欠缺流動性但有能力償債的機構，國內最終放款人應該要供給無限的信貸，但對於無力償債的機構，則不該供給信貸。一家銀行是否有償債能力，與他持有的證券和貸款的價格有關。在危機期間，現金為王，證券的潛在買家會銷聲匿跡；非得等到證券價格大跌，才能誘使他們掏出現金。即使出售的價格很低，持有這些證券的銀行在評估自己投資組合價值時，也必須使用出售價格，即使這些價格相對於這些證券的最基本收入而言特別低。

第十三章的重點擺在國際最終放款人對穩定全球金融的角色上。國際上並沒有任何一個國家或機構有義務穩定全球貨幣。成立於一九四〇年代的國際貨幣基金組織，藉由條約式制度來降低各國管理貨幣價格的機率，以藉此從生產出口品中獲得競爭優勢。但國際貨幣基金組織顯然違背初衷，不時就化身為一、兩個大國的代理人，冠冕堂皇的進行匯率操控。

第十四章是第六版增加的新章節，主要描述二〇〇八年所展開的信貸危機。當時，美國政府拒絕援助雷曼兄弟。二〇〇八年二月時，美國財政部和聯準會力促摩根大通（JPMorganChase）收購貝爾斯登（Bear Stearns），接受摩根可以把高達兩百九十億美元的「有毒證券」記在聯準會的帳上。貝爾斯登的股東一股拿到了十美元，而且有許多股東都是貝爾斯登的員工，這個價格後來被視為留才獎金。在九月的第一週，房利美和房地美遭到了美國財政部接管。它們是美國最大的兩家抵押貸款擔保機構，兩家的市占率在住宅抵押貸款市場占了五成以上。假若兩家機構都破產了，股權持有人就等於是賠掉了所有的錢。最後看起來美國政府實際上採取了「大到不能倒」的政策，這些機構

將繼續經營下去，儘管它們的所有權將發生巨大變化。

接著，人們的注意力轉向是否應該「拯救」雷曼兄弟——否則它將以數十億美元的損失關門。美國政府官員聲稱，他們並沒有法定權限來救雷曼——但不妨稍微想像一下，他們或許可以延緩雷曼關門，直到獲得權限為止。貝爾斯登在二月近乎崩解後，最少主管機關（政府）就該訂出一些應變計畫，以適切回應房地產和證券價格的進一步下跌。在危機之初，市場把「不救雷曼兄弟」的決定視為政策的重大改變，但雷曼關門過了一天後，當時世界最大的保險公司美國國際集團（AIG）發生擠兌事件，而使「大到不能倒」的政策復活。儘管如此，投資人仍感到恐慌，風險較高資產的利差大幅擴大，就是明證。

最後，**第十五章**試圖回答兩個問題：第一個問題是，過去四十年裡，國際經濟為什麼會出現這麼多的經濟動蕩？第二個問題是，一個國際最終放款人是否會有所作為？國際貨幣基金組織（IMF）在一九四〇年代成立時，就是要擔任國際最終放款人、填補體制真空。當時的觀點是，如果有一個國際最終放款人，一九二〇和一九三〇年的金融危機可能不會那麼嚴重。過去三十年裡發生的大量危機，引發了這樣一個問題：IMF做為金融危機國家本國貨幣的供應者，是否鼓勵了國家財政政策的揮霍。金融體制需要有最終放款人，來避免資產價格崩盤演變成全面恐慌。但必須避免陷入另一錯誤，需要最終放款人這一觀點，應該與借款方一旦過度放貸，就會得到「救助」的觀點區分開來看。例如，從長遠來看，讓大家不確定紐約市是否應得到幫助，以及由誰來提供幫助，或許就是適當的政策，即使最終仍會提供幫助，只要還是讓人對是否會得到幫助，始終存在疑問即可。這是一個巧妙的技巧：為了防止不必要的通貨緊縮，最終還是會伸出援手，但總是保有「不確定」援助是否會及時到來，或根本不會到來的態度，以便讓其他投機者、銀行、城市或國家有所提防。回想一下雷曼兄弟破產事件，政府可以要求某家企業併購雷曼兄弟（就像併購貝爾斯登公司

一樣），或直接接管他，從而避免雷曼兄弟倒閉，帶來系統性恐慌。但政府沒有這樣做，這就像伏爾泰的《憨第德》（*Candide*）中，為了「殺雞儆猴」而砍掉一位將軍腦袋的情景。也就是說，為了「鼓勵」他人不要想著依靠最終放款人，或許有必要祭出手法（當然不是真的砍頭），因為若非如此，經濟體系很可能就會付出非常昂貴的後果。

第四波的銀行危機是不是從一九七〇年代開始的連續危機的尾聲？還是接續房地產價格崩跌後，因應銀行倒閉一連串的措施，反倒為第五波打下了根基？在後記中，我們會總結出一些美國金融體系的改革提議，並提問：假如在二〇〇〇年就採行在二〇一〇年所採行的改革措施，二〇〇二年後的房價飆漲是否就不會上演？

後記中，我們會聚焦在中國正在歷經的房價飆漲狀況。中國從一九八〇年代初以來的經濟成就耀眼；有三、四億人躋身中產階級。房價一飛沖天，還不斷創新高，但與此同時，卻有一千萬到一千五百萬套的閒置空房。高房價、高空屋率，不免讓我們想起偉大的尤基·貝拉（Yogi Berra）所說過的話：「它貴到沒人住得起！」中國房價衝高是獨有的本國事件，而非受到跨境投資流入所引起的，這點跟其他國家不同。

高層的回憶

聯準會兩任主席提供了他們對二〇〇八年美國銀行危機的反思。**艾倫·葛林斯潘**是聯準會從一九八七到二〇〇六年的主席；他的著作是《我們的新世界》（*The Age of Turbulence: Adventures in a New World*）（企鵝出版社[Penguin Press]）。從二〇〇六到二〇一四年，**班·柏南克**（Ben Bernanke）接任聯準會主席。二〇一二年三月時，他在喬治華盛頓大學發表了四場演講；

該書名為《柏南克的四堂課：聯準會與金融危機》（*The Federal Reserve and the Financial Crisis*）（普林斯頓大學出版社 [Princeton University Press]）。

亨利·鮑爾森（Henry Paulson）則是美國從二〇〇六到二〇〇九年的財政部長，他的大作是《峭壁邊緣》（*On the Brink; Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*）（商業加 [Business Plus]）。蒂莫西·蓋特納（Timothy Geithner）接續了鮑爾森，擔任二〇〇九到二〇一三年的財政部長，並寫了《壓力測試》（*Stress Test; Reflections of Financial Crises*）（王冠 [Crown]）；蓋特納在之前當過紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank）的總裁。

戴理德（Alistair Darling）是英國從二〇〇七到二〇一一年的財政大臣；他的回憶錄是《絕處逢生》（*Back from the Brink: 1,000 Days at Number 11*）（大西洋出版社 [Atlantic Press]）。從二〇〇六到二〇一一年，謝拉·巴爾（Sheila Barr）是聯邦存款保險公司的董事長；他的書名是《當機立斷》（*Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*）（自由出版社 [The Free Press]）。

這些作者都各自從自己的角度說了當時的「故事」，而且顯而易見的是，各自都試圖從「好的方面」來呈現。在銀行危機形成時，各自都掌管關鍵機構；而且在危機前，他們各自都多年與政府有所牽連。鮑爾森當時擔任高盛（Goldman Sachs）的董事長，蓋特納和巴爾則在華府任職。這些決策者各自所講述的故事，學者可以拿來與證券市場和貨幣價格變化做比對、或者與政策變化與房價漲跌做對比。

這些學者想問一個問題：這些決策者何時意識到系統性危機正在形成？或何時看穿危機前幾年，美英兩國房價暴漲的狀況可

能與二〇〇八年銀行危機的來源相關？另一個問題則是，這些決策者有沒有制定相關措施，來應對股市和房市的崩跌？

某一位學者或許會問：這些主事者是否熟知華特·白芝浩的經典之作《倫巴德街》（*Lombard Street*），以及他對於流動性危機和償債危機的區別。而我也想問，那些人當中有沒有任何一位讀過第一、第二或第五版的《瘋狂、恐慌與崩盤》。

2

解剖典型危機

Ⅰ 歷史與經濟學

歷史學家是把每次事件視為獨一無二的；而經濟學家則是從資料中尋找模式，認為事件與事件之間存有系統性關係。歷史重視事件本身，經濟則注重規律的普遍性。景氣循環是市場經濟的標準特徵，投資支出增加會連動家庭所得和GDP成長率提高。總體經濟側重於解釋GDP成長率在長期趨勢成長率的循環性變化，以及為什麼這些趨勢成長率在一些國家會比其他國家高。

本章將介紹一個解釋銀行危機的經濟模型，而最終導致危機的投機瘋狂階段則會在後面幾章來闡述。這種危機模型涵蓋了榮景和隨後的蕭條，並以瘋狂（狂熱）的偶然性和隨後的事件為中心。該模型與那些關注經濟擴張和收縮的模型不同，基欽（Kitchin）的庫存循環是三十九個月，尤格拉（Juglar）的廠房和設備投資循環是七或八年的週期，庫茲涅茨（Kuznets）的二十年循環，則是著重於住宅興建的起落。在十九世紀的前面三分之二，危機是以十年的間隔規律發生（一八一六年、一八二六年、一八三七年、一八四七年、一八五七年、一八六六年），此後便較不規律（一八七三年、一九〇七年、一九二一年、一九二九年）。

■ 經濟模型

海曼·明斯基（Hyman Minsky）所發展出的模型有助於解釋美國、英國和其他市場經濟體的銀行危機。明斯基所著重的是，信貸供給改變是順循環；當經濟處於榮景時，信貸供給就增加，成長率放緩時，就減少。在經濟擴張時，投資人就變得比較樂觀，他們會向上修正各種投資獲利可能的估計，且變得更加渴望借款。與此同時，放款方對個別投資的風險評估和本身的風險規避都有所下降，變得比較願意放貸，包括之前認定為風險太高的投資。

當經濟放緩時，投資人就不再樂觀。放款方也隨著貸款虧損增加而變得不願意放貸，尤其要是這些虧損直接導致它們的資本減少。

明斯基認為，經濟擴張期間信貸供給的增加和隨後的供給下降，導致了金融安排的脆弱性，也增加了發生銀行危機的可能性。他的模型繼承古典經濟學家的傳統，包括約翰·斯圖爾特·彌爾（John Stuart Mill）、阿弗雷德·馬歇爾（Alfred Marshall）、努特·維克塞爾（Knut Wicksell）和歐文·費雪（Irving Fisher），他們也聚焦在信貸供給的變動上。明斯基追隨費雪的觀點，高度重視負債累累的借款人的行為，尤其是那些為了從價格上漲中獲得短期利潤而購買房地產、股票或大宗商品的借款人。這些投資人預判，自己所買證券的價格上漲步調會大大超越融資買股所要支付的利息。不過當經濟放緩時，他們所購買的股票價格會下降，大多數的投資人終將成為苦惱的賣家。

明斯基認為，導致危機的事件始於「置換」（displacement）或創新，也就是，總體經濟體系的外源性衝擊。如果衝擊足夠大且普遍，它將影響經濟中至少某一個重要部門的獲利預期，從而改變社會整體經濟前景。在高獲利預期的投資機會出現之後，投資人會借款投資，接著，投資擴張會帶來經濟成長的增速。快速的經濟成長，則會激發更加樂觀的投資情緒。「日本第一」或「東亞奇蹟」或「新美國

經濟」或「間歇泉之虎」這些稱呼——都是對經濟前景的樂觀情緒所致。曲調總是一樣的，儘管不同國家的語言不同。

這種衝擊的性質會隨著投機熱潮而異。一九二〇年代美國受到的衝擊是汽車生產的迅速增加、公路的發展、全國大部分地區的電氣化，以及擁有電話的家庭數量大幅增加。一九八〇年代，日本所受到的衝擊則是，金融自由化和日元持續升值，大量投資人將其美元資產轉為日元資產，造成日本市場貨幣和信貸供給急劇增加。

日本銀行房地產貸款迅速增加；此前，它們為提供房貸的能力受到監管。而一九八〇年代，北歐國家受到的衝擊是金融自由化，即允許本國銀行在外國金融中心借款，且用這些錢來增加國內貸款。一九九〇年代，亞洲國家也遭遇了外部衝擊，新興市場資產受到追捧，來自美英等發達國家的退休基金損失慘重。一九九〇年代，美國市場也遭受資訊技術革命和低成本通信工具普及等多重衝擊。

二〇〇二年，美國房地產市場的外部衝擊是「證券化」，就是將房地產抵押貸款打包，發行抵押擔保證券（CMOs）和擔保債務憑證（CDOs），這些金融創新是用以籌措大量資金，來滿足房地產融資的需求。而二〇〇〇年冰島的外部衝擊是銀行的民營化，這迅速增加從外國銀行借款的金額，讓它們能夠增加放款給國內家庭和企業。有時，外部衝擊是指，戰爭爆發或結束，農作物豐收或歉收，或一項影響廣泛的發明，例如運河或鐵路等。此外，另一衝擊是貨幣政策在預判之外的變化，就像是聯準會在一九七九年十月曾出手急減信貸供給。

如果外部衝擊大而普遍，預期獲利的實現至少會對GDP的增長有所貢獻。一九八〇年代初，美國企業的獲利占GDP的三%；一九九〇年代末，這一比例上升到一〇%。與一九九〇年代網路公司榮景有關的股價大幅上漲，部分原因是企業獲利急增。

在明斯基模型中，信貸供給擴張會助燃熱潮。在銀行業出現之前的十七和十八世紀，個人信貸或賣方融資助長了投機熱潮。而銀行業

發展起來後，貸款增加，在十九世紀的頭幾十年裡，銀行藉由發行更多的紙幣來增加信貸供給，隨後又透過增加企業和其他借款人的存款餘額，來增加信貸供給。此外，還成立了新的銀行，它們增加市占率的努力，導致了信貸的迅速增長，因為老牌銀行通常不願意接受市占率下降。一九七〇年代，歐洲的銀行開始進犯美國銀行的地盤，對墨西哥、巴西和其他拉美國家的政府放貸。

對銀行和其他信貸提供方的信貸管制，是一個重要的政策問題。通常，一國政府為控制信貸投放的不穩定，會對銀行的某部分貸款業務，進行嚴格管制。所以，銀行則會成立可以承作這些貸款的子行，或是由控股公司來承作這些貸款。此舉導致主管機關雖成功管控受監管銀行的信貸供給，但非銀行來源的信貸供給增加仍常常導致投資熱潮。

如果家庭對商品和服務的需求增加，那麼最終價格就會上升，如此一來，更高的獲利就會吸引更多的投資和更多的公司。隨著投資增加導致經濟成長的速度加快，繼而誘發額外的投資，正向回饋便就此形成。

明斯基指出，在這個階段可能會產生「激情」（euphoria）。投資人購買商品和證券，是預期這兩者的價格會上漲，希望從中獲利。主管機關就算意識到有些不同尋常的事情正在發生，也會以「這次不同」來解釋。聯準會前主席艾倫·葛林斯潘在一九九七年發現，美國生產率大幅提高，在此事的一年前，他首次擔心美國股價會因「非理性繁榮」而過高。生產率的提高意味著企業利潤將會增長，而與企業利潤提高的狀況相比，股價的飆漲似乎並非不合常理。

明斯基的融資三分法

基於借款人預期現金流收入和債務償還的關係，明斯基將融資分為對沖型融資（hedge finance）、投機型融資（speculative finance）和龐氏型融資（Ponzi finance）三種。對沖型融資中，企業的預期現金流能支付貸款本息後仍有餘。投機型融資中，企業的預期現金流只能支付利息，償還本金只能依靠新貸款。龐氏型融資中，企業的預期現金流連利息都無法支付，必須出售資產或借新債來償還貸款本息。

明斯基的假設是，當經濟放緩時，公司獲利就會下降，對沖型融資的公司會淪為投機型，而投機型則會轉為龐氏型。

明斯基使用「龐氏型融資」這個詞是在紀念卡羅·龐茲（Carlo Ponzi）。一九二〇年代初，他曾在波士頓郊區經營小型的「準銀行」，或說是一家吸收存款的公司，他許諾存戶，存滿三個月後，可以獲得三〇%的月息。而到了第四個月，這個允諾就失效了，龐茲因此入獄。

現在龐氏型融資是通稱之詞，意指金融模式無以維繫。只有在能拿到新貸款的現金時，借款方才能履行承諾，對未清償貸款支付利息。起初有許多存戶都對高利息大為開心，而讓利息收入再滾進去；老話一句，他們是在「以利滾利」。在許多的龐氏騙局中，利息都很高，常常是一年三〇到四〇%，所以制度要延續下去，就必須靠新的錢持續流入，而且得是加速度般的流入。只有在提領的現金少於流入的新錢時，制度才能長久運作。

這個過程延續下去，就會演變成亞當·斯密和當代經濟學者所稱的「過度交易」。不過這個詞不夠精準，因為它包括對證券或大宗商品價格上漲的猜測，以及「過度使用槓桿」去投機。投機是指，買賣股票是為了賺價差。這種樂觀情緒，會導致人們對經濟增長和企業利

潤增長更加樂觀。

一九九〇年代後期，華爾街證券分析師預測，美國企業利潤將連續五年以每年一五%的速度增長。因此，放款方所蒙受的貸款虧損，會因證券價格上漲而下降，如此一來，放款方會變得樂觀而去調降最低頭期款和最低保證金的規定。即使銀行貸款在增加，在債務對資本或股權的比率上，許多借款方的槓桿或許仍會下降，因為房地產和證券的價格快速上漲會導致它們的淨值增加。

其他企業和家庭看到別人賺大錢，就會形成有樣學樣的狀況。

「沒有比看到自己的朋友變有錢，更影響腦袋與判斷的事情了」。除非看到變得更有錢的不是朋友。更類似的狀況是，銀行會因為不願把市占率拱手讓給其他放款方，而拚命提供貸款給投資人。越來越多的企業和家庭便會開始參與爭搶高獲利投資。這時，似乎賺錢再容易不過了。對資本利得的投機從正常、理性的行為導向了所謂的「瘋狂」或「泡沫」。

「瘋狂」一詞強調非理性；「泡沫」則是預告某些證券的價格最終會下跌，而且會大幅下跌。泡沫這個詞是指資產、證券或商品的價格顯著上漲，而且無法以「基本面」來解釋，此時資產或證券的未來價格都是依照近期飆漲的價格來預估。而價格小幅偏離其基本價值往往被稱做「擾動」（noise）。在本書中，泡沫是指一群借款人的債務，以每年二〇%或三〇%的速度增長，而且持續兩年、三年或更久。任何有先見之明的人都知道，這種價格的持續上漲難以為繼，崩盤不可避免。

二十世紀的瘋狂（狂熱），大部分集中在房地產和股票上。一九二〇年代，佛羅里達的東南部有房地產狂熱，而在一九二〇年代的最後三年，美股是前所未見的瘋狂。一九二〇年代的後期，美國的房地產價格也顯著上漲，雖然沒有股價那麼快。一九八〇年代的日本，大量對房地產的投機需求導致了股市的榮景，因為許多在東京股票市場交

易的公司擁有大量的房地產，所以房地產漲，股價也跟著漲，這些公司就像擁有大量房地產的共同基金。一九九〇年代初，亞洲國家的狂熱既涉及房地產，也涉及股票，於是房地產價格的上漲推高了股價。

美國一九九〇年代後期的泡沫，集中在股票上，雖然矽谷和其他好幾個地區的家庭財富增加導致了房地產價格衝高。一九七〇年代的油價衝擊導致了德州、奧克拉荷馬州、路易西安納州和其他產油區的房地產活動急增。類似的狀況發生在通膨的一九七〇年代，穀物的價格快速上漲，而導致了愛荷華州、內布拉斯加州、堪薩斯州和其他中西部農業州的地價衝高。

| 國際傳播

明斯基關注的是，一國在信貸供給上的順循環變化。從歷史上看，激情常常是透過多個管道之一從一國傳播到另一國。日本在一九八〇年代的資產泡沫，顯然衝擊了南韓和台灣，因為這些國家的企業都是日本供應鏈的一環，並出口到日本的企業。日本經濟高速成長時，韓國和台灣經濟也高速成長。此外，日本房價飆升也對夏威夷的房地產價格產生了巨大的影響，夏威夷之於東京，就像邁阿密之於紐約；數十萬日本人為了在陽光下休閒娛樂，而去夏威夷旅遊，隨著日本人買下高球場、飯店和第三間住宅，該州便經歷了房地產榮景。

套利（arbitrage）是危機國際傳導的重要管道之一——一國某種商品價格發生變化時，透過套利投資人的交易，其他國家的類似商品，也會出現相應的變化。因此，蘇黎世、貝魯特和香港的金價變化與倫敦金價變化密切相關。同樣的，一個國家某種證券價格的上漲，會導致其他國家相同證券價格，幾乎產生相同變化。兩種互為替代的證券，其價格也會相互影響，這就是所謂的「水漲船高」。

跨境投資流入構成了一國與他國之間的第三條紐帶；外國資金大量流入搶購本國證券會導致證券價格的上漲。除非貨幣採用固定匯率制，否則資本流出國的貨幣將面臨貶值風險。

此外，不同國家的金融市場條件之間會有心理連結，一國投資人的樂觀情緒會影響其他國家的投資人變得更加樂觀。一九八七年十月十九日，除了東京以外，幾乎所有國家的股市都同時暴跌，其中的同時性，已經很難用套利、GDP變化和跨境投資流入的原因來解釋。

信貸市場在一國的條件變化，常會對他國產生回音效果的影響，即使金本位的模型是，黃金若大量輸入，會增加貿易順差國的貨幣供給，使其出現信貸擴張，同時減少貿易逆差國的貨幣供給，使其出現信貸收縮。實務上的觀察是，一國的信貸供給增加，會由其他國家的信貸增加接續下去，因為第二國的投資人，或許會因為海外的資產價格與獲利走高，而要求更多信貸，以便能買進預判價格會上漲的資產和證券。換句話說，貨幣基礎減少導致緊縮效應，可能被投資需求增加帶來的擴張效應所抵消。

隨著榮景持續，利率、支付速度和商品價格水準都會不斷提高。

「圈外人」購買證券或房地產意味著，是那些持有這些資產的「圈內人」把它賣出，並獲利了結；假如圈外人是買家，那賣家必然是圈內人。圈外人在每一刻所購買的房地產或股票，必定是靠圈內人賣出來平衡，而且通常價格是越墊越高。一九二八年時，紐約股票交易所的買賣市值是以三六%的年增率增加，而在一九二九年的頭八個月，年增率則是五三%。類似的是，在一九八八年時，在那斯達克交易的股票市值，增加了四一%，而在後續的十五個月，市值則是翻倍。就連車已加速，投資人仍爭相上車。只要圈外人買進比圈內人賣出要來得熱中，證券的價格就會上漲。

當買家買意消退，而賣家轉為熱絡時，「金融困境」的不安期，就會接續而來；這個詞所反映的是，企業無法履行它的債務承諾。對

整個經濟來說，這相當於許多企業和散戶投資人覺察到，是時候要提高流動性——增加所持有的現金。房地產和股票的買家所持有的資產價值正在減少，於是他們開始把房地產和股票賣出，這時價格會急挫。有些高槓桿的投資人或許會應聲破產，因為價格跌幅大到使證券和房地產的市值跌到低於他們的欠債金額；有些屋主或許會陷入「抵押貸款倒掛」。有些投資人則繼續持有證券，因為他們相信，價格下跌只是暫時打個隔。

證券價格或許會反彈，因為會有人去撿便宜，起碼是一陣子。東京在一九九〇年代有四次「熊市漲勢」；各次都牽涉到超過兩成的股價上漲。有些投資人相信股價跌得太過，想要趁還「便宜」時率先買股。

但隨著價格繼續下跌，越來越多的投資人意識到，價格止跌反彈的希望渺茫，必須在股市繼續下跌前撤離。因此，很多投資人爭相賣出股票，**最終演變為資本潰逃**。

引發危機的具體信號可能是一家銀行或一家公司的破產，可能是試圖用不誠實的手段逃避困境的投資人，其欺詐行為被揭露，也可能是證券或商品價格的大幅下跌。搶購潮導致價格下跌，破產增加。清算有時是有序的，但也可能升級為恐慌，因為投資人意識到，只有少數人能在價格略低於峰值的情況下賣出。

「劇變」（revulsion）一詞在十九世紀被用來描述資產泡沫破滅這種情形，而大宗商品、證券和房地產的價格不斷下跌，不確定性變高，銀行在基於這些抵押品，發放新貸款時變得謹慎。在十九世紀早期，這種情況被稱為「信用驟停」（discredit）。

「過度交易」、「劇變」和「信用驟停」都有一種陳腐過時的味道，它們生動的描繪了投資人樂觀情緒的消退時的樣態。人們的反感和懷疑可能會導致恐慌（或者用德國人的話說，「關門恐慌」），因為投資人會在大門砰然關上之前蜂擁而入。恐慌會越演越烈，不過當

股價低到連禿鷹投資人，都想進來分一杯羹，購買流動性較差的股票。或是當政府透過停止交易或限制最大跌幅來抑制股價下跌，或最終放款人現身喊話，說服投資人時，投資人可能就會恢復信心。

信貸供給下降或許反映出，放款方對借款方的償債能力沒有信心，或者即使現今有能力償債，但從現在起算的一星期或一個月後，未來也不見得有能力償債，因為經濟疲軟，會使資產和證券的價格隨之下跌。當動能持續向上的假象破滅，證券和房地產的價格下跌時，「現金就成王」了。

對於最終放款人該不該提供流動性來躲避「恐慌及房地產和股票的價格崩跌」，這個爭論超過了兩百年。那些反對最終放款人供應流動性的人主張，知道有這樣的信貸就等同於鼓勵投機。那些贊同最終放款人的人比較憂心的則是，要應付眼前的危機，並降低流動性，危機炸開成償債危機而觸發慘烈衰退的機率，就如同二〇〇八年展開的那次一樣。沒有國際級的最終放款人是因為，並沒有世界政府或任何世界銀行有資格來擔任這個角色，因為它將會擁有無限的能力來增加貨幣供給。而且，國際貨幣基金組織也不符合它的創辦者對最終放款人的預期。

信貸來源與股票和房地產的價格上漲

貨幣經濟學的一個基本命題是，貨幣量增加應該會跟財貨價格水準的對比百分比漲幅有關。該命題導出了兩個問題；一是貨幣量增加為什麼不會也導致證券和實質資產的價格上漲，第二是證券和實質資產的價格能不能在貨幣量或多或少固定下顯著上漲。證券和房地產的價格衝高大部分都是從信貸供給增加所接續而來，而信貸供給增加高大部分都跟銀行擴張貸款有關，所以與

銀行信貸增加對應的就是銀行負債以活期存款和定期存款的形式增加。但其中有例外——荷蘭的鬱金香球莖在一六三〇年代的價格上漲是跟球莖的賣家對買家的信貸增加有關，靠的是接受買家的借據或付款保證。

在一九九〇年代的下半葉，美股的價格快速上漲並非是跟信貸供給增加有關。但在一九二七到一九二九年的時期，美股的價格上漲就是跟券商對股票買家的信貸供給增加有關；券商繼而則是以向銀行所借來的錢來替對股票買家的貸款融資。

房地產的價格急漲等於全都是跟信貸供給增加有關，尤其假如這些熱潮是牽涉到所建造的新屋和商用結構體顯著增加的話。

在每場銀行危機後，近乎舉世皆然的政策回應都是，個別的放款方行為失當，購買了太多的風險貸款，就像是雷曼兄弟和全國金融。這些行號是金融中介或中間人，假如貨幣條件擴張，就會買進較多貸款，假如這些條件緊縮，就會要借款方償還貸款。

模型的效度

明斯基模型的有效性遭受批評，主要可以分為以下三類：一是認為各場危機的獨特性，無法用單一普遍模型去涵蓋。二是，模型應該隨著經濟環境變化而改變。三則是，否認資產價格泡沫的可能性，相信效率市場的論點，認為市場價格已經充分反映所有資訊。

第一類批評者認為，每一場危機都是一套獨特環境的產物，或者說，銀行危機之間存在著如此巨大的差異，應該把它們分成不同的種類，因為他們各有自己獨特的特徵。在十九世紀的前三分之二和二十世紀的最後三分之二時間裡，銀行危機頻仍發生。按照這種觀點，每

一次危機都是獨一無二的，是一系列特定歷史事件的產物——這些事件發生在一八四八年和一九二九年左右，可以從本書中所記錄的不同危機的歷史記錄中推論出來。

每一場危機都有其獨特的特徵——衝擊的本質、投機的標的、信貸擴張的形式、騙子的巧妙手法以及引發跳船的事變本質。但如果借用一句法語短語，「某件事改變得越多，本質就越保持不變。」（the more something changes, the more it remains the same.）實際上，每一次銀行危機發生前的兩年、三年或更長的時間裡，借款人的債務成長率每年都超過了二〇%——這種過高的成長率，無法持續太長。

更有意思的是，有人建議將「危機」分類為商業、工業、貨幣、銀行、財政和金融（在金融市場的意義上）的亞種，或分為地方、區域、國家和國際的類別。許多分類法都採用這種方法。這種觀點本書不接受，因為我們的焦點放在國際金融危機的關鍵要素上——投機、信貸供給增加、證券和房地產或商品的價格上漲、借款方的欠債快速增加等。我們的目的在於，驗證明斯基模型是否能為危機的廣泛特徵，提供了洞見（模型的有效性）。

第二類批評認為，明斯基模型的核心是「信貸擴張不穩定」。但現今情形已大相徑庭，經濟體制出現一系列結構性變化，小公司轉成大公司、工會的力量增強、銀行經營模式轉變和通信手段革新等。阿爾文·漢森（Alvin Hansen）聲稱，明斯基模型在十九世紀上半葉是適用的，但後來制度結構發生巨大變化，不能再解釋現況。建立在市場不確定性、商品投機、「過度交易」、銀行過度信貸、交易員和商人心理學基礎上的理論，確實適用於「重商主義」和現代資本主義的早期商業階段，但隨著十九世紀的推移，實業巨頭已成為儲蓄和投資尋求利潤回報的主要管道。

漢森是凱恩斯景氣循環模型的頭號闡述者，尤其是對於居高不下的失業率，在經濟活動下降上，對於家庭或企業儲蓄增加以外的任何

解釋，他都想要淡化處理。漢森強調，儲蓄和投資之間的重要性，但這並不反對下述觀點，即「信貸供應的變化會對證券價格和經濟活動產生重要的衝擊」。

起初都是借款方的欠債增加得比對欠債所要支付的利息快上許多。類似的是，在二十一世紀頭十年的中間幾年，冰島、西班牙和愛爾蘭的對外欠債也是衝高。

一九八〇年代初，墨西哥、巴西、阿根廷等十多個發展中國家的金融崩潰的狀況，與明斯基模型相稱；這些國家的外債增加得比對貸款所要支付的利息快上許多，這樣的模式是無法維持下去的。一九八〇年代的日本，房價和股價飆升，隨後的下半年暴跌，在當時，投資報酬率比貸款利率高三到四倍。而一九九〇年代後半期，泰國、香港、印尼和俄羅斯的繁榮和隨後的蕭條，都呈現出相同的現金流模式：借款者的債務增加得比他們所需支付的利息快上許多。同樣狀況也發生在冰島、西班牙和愛爾蘭等國上，在二十一世紀頭十年中期，他們的外債也是大為衝高。

本書則提供了這些批評者所想要的一些研究。效率市場觀的缺點在於，證券和貨幣的價格急跌常常使許多投資人措手不及，並導致大量的破產。

第三類批評是，泡沫化是不可能的，因為市場價格總是反映經濟基本面，而證券價格會大幅下跌，通常反映的是，政府或央行的「政策轉變」。持這種觀點的人認為，證券價格的飆升是羊群行為、積極回饋或從眾效應的結果——是追隨聰明的圈內人的傻蛋。這些批評者認為，模型是「設定錯誤」，也就是說，理論沒有考慮現狀，需要更深入研究才行。這本書裡提供了這些批評者一些觀點。認同效率市場的學者應該會注意到這個無法解釋的現象：股價暴跌、貨幣貶值經常讓許多投資人措手不及，導致破產。

| 明斯基模型的應用

明斯基模型可以很容易應用在國家貨幣市場上，能夠解釋德國馬克、瑞士法郎、日元、歐元和其他國家貨幣曾出現「超漲」和「超跌」的狀況。自一九七〇年代起，各國貨幣價格相對於長期均衡或平均價格的變動幅度很大，因此一些國家的央行進行了貨幣政策的干預。貨幣交易儘管讓一些銀行和工業企業蒙受了巨額損失，但為許多大型國際銀行帶來收入和利潤。

一九七〇年代，墨西哥、巴西、阿根廷等國爆發信貸危機，對外國銀行貸款以年均三〇%的速度遞增，外債總規模以年均二〇%的速度遞增。銀行貸款的期限一般為八年，而且利率浮動，是按照倫敦銀行同業拆款利率（LIBOR）的明訂加碼來訂定。十年間，平均利率為八%，雖然呈上升趨勢，但同業拆款利率的加成卻呈下降趨勢。也就是說，借款人從新貸款中獲得的資金大大超過其未償還貸款的利息，因此他們在及時償還債務方面不會造成負擔或困難。

這些投資流入往往導致這些負債國家貨幣升值，這是調整過程的一部分，以確保其貿易和經常帳戶逆差的增長與資本帳順差的增加相匹配。不可避免的是，因此可以預見，在未來某個時候，來自新投資流入的資金收入將會下降；其結果是，負債國家貨幣將會貶值。投資流入的持續下降意味著，這些國家最終將需要貿易順差，這樣它們就可以賺到一些錢，用來支付外國債權人的利息。當放款人停止發放新貸款時，這些借款人中的大多數人都無法償還貸款。這些違約造成放款人二千五百億美元的損失，表面上是貸款的市值減損了，實質上是把利率調降到低於市場水準。放款人沒有問過這樣一個問題：「如果我們停止借錢給借款人，他們將從哪裡獲得現金，來支付我們的利息？」

一九八〇年代期間，日本房價和股價飆升；這個國家經歷了經濟榮景。如果不使用槓桿，房地產投資人每年可獲得三〇%的收益，如果

使用槓桿，則可獲得更多的收益。商業公司體認到房地產投資的利潤遠高於製造鋼鐵、汽車或電視機的利潤，因此他們也購買了房地產。房價漲幅遠遠大於租金收入的漲幅；在許多情況下，淨租金收入下降到低於貸款買房的利息。有些借款人靠著所持有的房產貸款，且拿這些貸款來支付利息。一九九〇年初，即將上任的日本央行（Bank of Japan）總裁指示，銀行要限制房地產貸款的成長。一旦房地產的貸款增長放緩，那些需要新貸款來支付未償貸款利息的公司和投資人，就無法再支付利息。這時他們會出售房地產，價格隨之下跌，而且往往是急劇下跌。

冰島「完美」泡沫的大戲

擁有三十萬人的冰島，是本身就有貨幣（克朗）的最小國家。在二〇〇二到二〇〇七年間，其房價翻了一倍，其實這沒有什麼了不起，不過股價卻上漲了九倍。二〇〇二年時，冰島三家銀行所持有資產的價值是該國GDP的一五〇%，到二〇〇七年，這些資產的價值，則是冰島GDP的八〇〇%（八倍）。再者，冰島在二〇〇七年的GDP比二〇〇二年時高了二〇%（兩成）。冰島的銀行業盈利居世界之冠。後來二〇〇八年九月，房市泡沫化；冰島克朗貶值超過五成，股價暴跌九成，陷入經濟衰退。以冰島的標準來看，算是慘烈，但以其他國家的標準來說，則不算嚴重。因為冰島這麼小，泡沫化的金融過程與大國相比，較容易發現。泡沫化大戲是在一九九八年時展開，市場導向的政府開始推動銀行民營化，最後在二〇〇二年完成。很多貿易商、企業家透過收購銀行股份進入金融行業。

二〇〇二年時，外國資金大量買進冰島的證券，克朗因此升

值。這些外國資金來自美國、英國、愛爾蘭、西班牙、南非和澳洲等國。這時，民營化的冰島銀行開始把本身的借據賣給倫敦、蘇黎世和其他外國銀行中心的銀行，再把資金借給冰島的家庭與公司。以歐元、瑞士法郎和日圓計價的存款轉換成了克朗，而導致克朗快速升值。在克朗快速升值之下，冰島的貿易餘額從小幅順差轉為逆差，逆差赤字占GDP一度超過二〇%。不過冰島政府財政赤字不高，退休基金持有大量克朗證券，克朗證券能供給的量有限，加上外國資金大量投入克朗證券，便推高了價格。

冰島銀行對冰島公司的股票所持有的量相對不大，但隨著股價上漲，銀行持有這些股份的獲利和資本，便雙雙增加。另外，銀行放貸的步調幾乎就跟資本增加得一樣快，也就是說，隨著股市大漲，向銀行借款用來買股票的人也大增。由於銀行持有大量的冰島股票，隨著股價年漲六五到七〇%，這些股票價值也日益龐大，銀行的資本跟著水漲船高。冰島每年增加近三〇%的外債，流往冰島的錢比冰島居民要付給外國債權人的利息多了三、四倍。同樣，家庭和公司的國內債務也在迅速增加，這些借款者可以很容易的用新貸款的錢來支付未償貸款的利息。

在跨境投資流入的早期階段，擁有冰島銀行的企業家開始借錢給冰島企業家，這些企業家用這些錢來購買英國和北歐其他國家的公司和銀行。冰島的銀行在倫敦和歐洲其他地方的分行銷售借據，所拿到的錢則放款給冰島銀行的歐洲分行。這些分行銷售借據所取得的錢，有些則是由總行用支付其債務的利息。

在這個階段當中，金融圈有的議論是，雷克雅維克會成為新的境外金融中心，就像是蘇黎世、香港或盧森堡。

冰島銀行的盈餘主要來自於他們所持有的冰島股票價格飆漲。這些公司的盈利將繼續增長的前景，支撐了股價日益高漲的局面——至少在一段時間內是如此。由於家庭財富的增加，讓冰

島經歷了一場消費熱潮。

二〇〇八年九月中旬，雷曼兄弟倒閉時，冰島的銀行無法在外國市場上借款，於是再也籌不到錢來支付外債利息，加上股價停止上漲，有些借款方再也拿不到現金來還銀行錢，造成冰島銀行的虧損一飛沖天。最後，銀行倒閉，遭冰島政府接管。

美國在二〇〇〇年後的國際金融局勢與一九七〇年代的墨西哥、巴西和阿根廷的情況非常類似。在很長的一段時間裡，美國經常帳逆差占GDP的比重超過六%。這些國家的經常帳逆差大到無以為繼，而且必須靠新貸款拿到錢來償還外債利息。也就是說，美國外債的償債能力無法支持下去。但差別在於，美國經常帳戶出現赤字，是因為外國央行希望加碼持有美元證券；如果他們對這些證券的需求減少，美元匯率和美國的經常帳赤字就會下降。

這本書研究的是金融史，而不是經濟預測。但跨境投資流入的一系列激增和房地產價格的飆升表明，銀行沒有從早先的瘋狂和崩盤中吸取教訓。他們仍然沒有意識到，假如再也無法拿到新貸款的錢，欠債的借款方要用來支付利息的金錢來源就會是主要的問題。

3

投機瘋狂

■ 市場的理性

「瘋狂」（狂熱）一詞意味著與理性失去聯結，或是集體的歇斯底里。與理性失去聯結，反映出投資人、放款人、借款人、銀行和金融監管機構未能認識到，崩盤總是狂熱的終點。經濟史上充斥著運河、鐵路、住宅和商業地產建設以及股價的狂熱。經濟理論假定人都是理性的，因此狂熱不會形成。不過理性與現實顯然是脫節的。本章的重點聚焦在投資人對特定類型的證券或資產的需求大增，下一章則是集中於信貸供給增加。

「理性預期」的假定是，投資人對經濟變項的變化反應時，彷彿是向來都充分覺察到其中各變化的長期意涵，要麼是因為他們具有洞察力，要麼是因為他們擁有超人般的遠見。於是「消息盡在價格裡」的老話所反映的看法就是，各市場的價格都會立刻且充分的變化來回應每則訊息，所以不會「有錢留在桌上」——所以市場參與者沒有一個會賺到超額報酬。而且想必沒有一個人會蒙受到大幅虧損。

拿理性預期的假定來對照適應性預期的假定，也就是特定證券或資產在未來不同日期的價格是近期價格的擴展，看法中所隱含的假定是，證券價格的變化會有「趨勢」。「趨勢是朋友」的老話，所反映的是，假如價格在漲，它就會續漲。對照之下，「理性預期」觀點的

主旨在於，對下週和下個月的預判價格會判定今天的價格，等同是從對未來的預判中倒頭來回顧現下的看法。也就是說，今天在現貨市場上的金價，便是以期貨市場所透露出的預判金價為準，所看的金價是未來兩、三年或更久到期的期貨市場價格；現貨價格由遠期預期價格按照一定利率（通常是無風險政府債券利率）貼現得出的。美國與加拿大的利率水準不同，這一差異會導致美元兌加幣匯率水準出現變化，而美元兌加幣現在的匯率水準是由兩種貨幣的未來預期價格的利差貼現而來的。

假如政府透過減稅來刺激消費和投資，依照「理性預期」觀點，就代表投資人會立刻意識到，今天財政赤字增加代表明天的稅率會提高，所以在預判預估的稅額會增加下，他們就會增加儲蓄的金額。

說投資人是理性的，意味著什麼呢？第一種假定是，大多數的投資人在大部分的時候，都能理性行事。第二種假定則是，所有投資人在大部分時候都理性行事。第三種是，市場中的每一個參與者都握有相同的情報、相同的消息、相同的目標，並採用相同的經濟模型。第四，每個投資人都會理性行事。

對於投資人行事及回應證券與商品價格變化的方式，包括黃金在內，這些假定各有不同的意涵。在假定大部分的投資人在大部分的時候都是理性行事上取得共識，比在各投資人一直都是理性行事上取得共識要來得容易。主張是頻繁處在兩派極端立場之間，一是秉持沒有投資人是真的理性，另一派則是堅稱所有的投資人向來都很理性。哈利·強森（Harry G. Johnson）按照理性的不同假定，將經濟學家分成兩群：一為較年長的經濟學家，另一則是對一九六〇年代的國際貨幣改革感興趣的年輕經濟學家，以下是他的描述：

兩邊的差別可以歸結成以下的立論：年長那群的經濟學家的傾向是「浮動匯率制度並不是以我們預期的方式運作，因此理論錯了，世人是非理性的，而我們要重拾理性的論調，我們只能透過各國政府間

的合作來恢復固定匯率制。」，年輕的一群則傾向說：「就像大部分的市場那樣，浮動匯率制度應該是可以理性運行的；假如沒有理性運作，那我們應該是對它應當如何運作的理解有缺陷；若要達成理解，我們就必須更賣力去鑽研理性最大化行為的理論，以及實證後的成果」。第二種觀點目前正廣泛傳播，並透過（較年輕的）網絡在智識上落實。

理性只是一種對世界運作的假定，而不是世界實際的樣貌。長期來看，「投資人是理性的」是一個有用的假設，用卡爾·波普（Karl Popper）的話來說，這一假定「富有創造性」，因為它能用來說明不同市場上價格變化的規律。也就是說，若假定投資人是理性的，便可以以這個假定框架來分析經濟課題。舉個例子來看，在理性的假定之下，某一商品的現貨價格會與未來一、兩個月後的期貨價格一樣，而且還會反映出包含這一、兩年的「倉儲成本」價格；否則就會出現一個有利可圖且相對無風險的套利機會。

拉格納爾·努爾克斯（Ragnar Nurkse）總結他對一九二〇年代法國法郎和德國馬克價格變化的調查，他認為，外匯市場的投機行為一直在破壞穩定。米爾頓·傅利曼（Milton Friedman）斷言，不穩定的投機行為不會發生——或者至少不太可能持續下去——因為在價格上漲時買進，在價格下跌時賣出的投資人會「高買低賣」，但這樣做，他們會賠錢，最後他們要麼倒閉，要麼改變策略。傅利曼的觀點是，既然破壞穩定的投機者無法生存，破壞穩定的投機就不會發生。所以，採取這種會導致巨大損失策略的投資人，最後一定會破產。

儘管有時描述並不準確，有時描述過於誇大，但在歷史記載中，經常可見對不穩定投機的描述。以下是從上述文獻中摘錄的片段：

狂熱……土地投機……盲目熱情……金融狂潮……狂亂……投機發燒……迅速致富的慾望氾濫……一廂情願……投資人沉迷……視而不見……大家充耳不聞或視而不見……活在愚人樂園裡的投資人……

輕信……過度自信……過度投機……過度交易……貪得無厭……瘋狂……一窩蜂搶擴張。

在談論十五到十八世紀的歐洲日常生活時，費爾南·布勞岱爾（Fernand Braudel）用了「瘋狂」（crazy）與「激情」（passion）兩詞，這也表現出布勞岱爾對當時人們對香料、時裝、知識以及購置土地的興趣。

一八六六年五月的黑色星期五，倫敦金融公司福倫格尼（Overend, Gurney）的負責人被稱為「一臉精明的呆瓜」。白芝浩說：「這些損失造成的方式魯莽又愚蠢，會讓你認為在倫敦城隨便找一個孩子來放貸，都會比他們做得好。」

克拉芬（Clapham）在描述一八九〇年的霸菱銀行時，以一種典型的英式口吻輕描淡寫：「他們在考慮這些企業或它們的預期投資人時，並不够冷靜或明智，（而是）遠遠超出了審慎的限度。」

以亞當·斯密（Adam Smith）對南海泡沫的評論為例：「在為數龐大的經營者當中，他們擁有龐大的資本配息。」因此，自然可期的是，在事務的整個管理上，蠢事、疏忽與揮霍應該會很盛行。他們惡劣無度的短線炒股操作人盡皆知，（一如）公司職員的疏忽、揮霍與貪污。

最後，則是通常很克制的阿弗雷德·馬歇爾（Alfred Marshall）這樣描述：

「魯莽交易之惡，向來都是四處蔓延……，當謠言與銀行的信用聯繫在一起時，他們就會瘋狂拋售手上所持有的銀行的票據；他們的信任盲目，他們的不信任更是無知又激烈。這樣的衝搶往往會導致原本可能有能力償還債務的銀行一夕倒閉。一家銀行的倒閉，引起大家的恐慌，進而延燒到別家銀行，拖垮其他真正穩固的銀行。當火勢從一間木屋蔓延到另一間木屋，就連防火建築也會被烈焰吞沒。」

| 個人理性，市場非理性

瘋狂有時與「非理性」或烏合之眾的心理（mob psychology；如，暴民心理）有關。理性的個體與非理性的群體之間的關係是複雜的，可以做出許多區別。第一種可能狀況是，在暴民心理中，一個「集體思考」指的是，市場上幾乎每個參與者都在同一時間改變自己的觀點，並做為「群體」中的一員行動。或者，第二種，做為持續過程的一部分，不同的個人在不同的時間改變他們對市場未來發展的看法；一開始大多數人是理性的，逐步與現實脫節，過程是緩慢形成的，隨著時間發展，就越來越快。第三種可能的情況是，不同群體的交易者、投資人和投機者的理性是不同的，隨著證券、貨幣或大宗商品價格的上漲，這些群體中越來越多的人陷入歇斯底里。第四種情況是，所有的市場參與者都沒有認識到「合成謬誤」（fallacy of composition），即個體群體的行為有時與群體中每個個體行為的總和不同。第五種則是，面對突發事件時，對數量的估計會影響市場反應的性質，尤其是在突發事件與市場反應兩者之間有時滯時，這一影響特別明顯。最後一種，投資人和其他市場參與主體可能未考慮到特定或關鍵資訊，或者刻意隱瞞了自己不想採用的訊息，都會導致投資人選擇錯誤的模型，而錯誤的模型也會導致非理性狀況。此外，欺騙和貪婪也會導致非理性，我們將在第七章進行討論。

暴民心理或歇斯底里是對理性行為的偶爾偏離。有些經濟模型強調了示範效應（demonstration effect），這導致史密斯夫婦透支消費——至少在一段時間內——因為他們想要跟鄰居瓊斯夫婦比較（編按：作者舉例）。另一個是杜森貝里效應（Duesenberry effect）：史密斯夫婦和瓊斯夫婦都是在收入增加時，增加消費支出，而在收入下降時，都不願減少支出。當人們支持贏家，在政治行為上，會產生「從眾效應」（bandwagon effects），同理，當人們拋棄輸家時，行為

上就會產生「棄船而去」的現象——儘管船正在下沉，最理性的老鼠會先閃。法國歷史學家古斯塔夫·勒龐（Gustave LeBon）在《烏合之眾》（*The Crowd*）一書中就討論過這個主題。查爾斯·麥凱（Charles MacKay）在審視南海泡沫時，曾提到在一七二〇年八月的第三認購名單中，有銀行業者買了價值五百英鎊的南海股票，並說：「當其餘的世人一窩蜂時，我們在某種程度上就必須仿效他們。」二〇〇八年時，時任花旗集團主席的查克·普林斯（Chuck Prince）說：「只要音樂還在，你就得一直跳舞。」

明斯基在他對市場「激情」的討論中，強調了這種非理性的一種溫和形式。在較早期時，這種一波波的樂觀過頭或許是以「太陽黑子」或是金星或火星行經天際的路徑來解釋，在明斯基的構想中，這些樂觀浪潮始於一種「置換」或衝擊，導致投資人、企業和銀行放貸者的樂觀情緒上升。對經濟持續繁榮和利潤增長的預期，促使投資人購買風險更大的股票。在這種更為樂觀的環境下，銀行發放的貸款風險更大。但這種樂觀情緒會增強，而且或許會變成自我實現，直到它演變成瘋狂為止。

一九七〇年代的金價衝高

在一九七〇年的一月一日，黃金的市場價格低於每盎司四十美元，到了一九七九年的十二月三十一日，價格來到九百七十美元。一九三四年至一九七〇年間，以每盎司三十五美元的黃金平價，將黃金與美元掛鉤，黃金市場價格和黃金平價之間的差異非常小，差價主要是反映交易成本。一九七〇年代初，黃金與美元之間的聯繫正式被打破，黃金似乎變成「只是另一樣商品」，就像是石油、豬五花或雞蛋，可以在商品交易所自由交易。（很明

顯的，黃金的歷史與除白銀以外的幾乎所有其他商品都有很大不同；很少有人寫過關於豬肚或雞蛋的貨幣史）。一九七〇年代是通膨加速的十年，儘管不是線性的；一九七三年，金價升至每盎司二百美元，隨後跌至一百一十美元，隨後飆升。

投資人有一句老話是：「黃金是通膨的良好避險工具」；在過去四百年裡，如果用一系列商品做為衡量價格標準，黃金的價格（購買力）在長期內是固定的（雖然短期並不是）。對照之下，在一九七〇年代，黃金價格的上漲幅度比同期消費物價漲幅高很多。在這個通膨的環境中，石油、銅、小麥和其他主要商品的價格都在漲，但比起金價，還是差得遠了。

一九七〇年代後期，投資人會以黃金市價從週一到週二的漲幅來推斷或預估週五的市價；若預判週五能以更高價賣出，他們就會在週三購買黃金。不過有些買家意識到金價上漲可能很快就會結束，所以希望自己可以在價格下跌前獲利了結。一場「比傻大賽」就此展開。

一九九〇年代尾聲，黃金市價來到一盎司逼近三百美元左右的價格，「黃金是通膨的良好避險工具」這句老話似乎再度奏效；從一九〇〇年以來，金價約與美國物價水平漲幅相當，上漲了十五倍。

二〇〇八年之後，黃金的美元價格飆升，因為一些投資人認為，隨著銀行倒閉，國家貨幣有可能變得一文不值；一些投資人想要安全的保值手段。或許一些投資人認為，中央銀行在應對銀行破產時增加信貸供應時，會採取可能導致通脹的政策。

黃金市價在二〇〇八年後衝高，探究原因，是因為有些投資人相信，隨著銀行倒閉，本國貨幣會變得不值錢的機率增高；而有些投資人則是想要購買黃金保值。更有些投資人相信，隨著央行增加信貸供給來協助銀行免於倒閉，它們所依循的政策，會引發

通膨。

對於這種非理性的上漲，不時強調實質利率過低的爾文·費雪（Irving Fisher）和努特·維克塞爾（Knut Wicksell）提供了另類解釋：在經濟擴張時，消費者物價會跟著上漲，但一旦消費物價漲得太快，就會導致實質利率就下降。放款方若忽略掉實質利率正在下降，就會產生「貨幣幻覺（money illusion；編按：是指人們傾向去認定貨幣的名目價值，而非實際價值。也就是說，金錢的面額數字〔名目價值〕常被誤認為其購買力〔實際價值〕，其實因為通膨的關係，貨幣的實際價值會隨之改變）」。（這裡的難題是，要解釋為什麼市場參與者有的會有貨幣幻覺，有的卻沒有，而且就直覺反應，放款方應該比借款方理性，因為當銀行和其他金融機構倒閉時，他們可是損失慘重）。不過在這種預判獲利可期和實質利率較低的環境中，理性的投資人會大量買進股票或房地產（費雪和維克塞爾的解釋，有效描述了名目利率與實質利率在一九七〇年代的關係變化；實質利率隨著物價水準上漲而下降，反映出投資人未能即時估計物價水準的上漲）。

這個模型依賴於一個特殊假設，就是兩群市場參與者對貨幣幻覺的敏感度有系統性的差異。

利率太低往往只是普遍現象中的特例，就像是金融創新的定價情形。起初這些創新想要透過壓低價格的「犧牲打」，來打入市場，但低價又會導致需求過剩。或者，晚進市場人可能會為了提高市占率，冒不當的風險來降低售價。有著名的一個例子是，一八七〇年代初，最顯赫的銀行業者傑·庫克（Jay Cooke），是最後一位力挺北太平洋（Northern Pacific）鐵路的人。其他的例子包括羅傑·考德威爾（Roger Caldwell）在一九二〇年代後期的市政債市場，美國銀行的柏納德·馬可斯（Bernard K. Marcus）在一九二〇年代的房地產抵押貸

款，以及一九七〇年代初，富蘭克林國民銀行的米歇爾·辛多納（Michele Sindona）。

創辦美國國家金融公司的紐約肉販安傑羅·莫茲羅（Angelo Mozilo）希望自家公司成為美國最大的抵押貸款放款方，為了這個目標，他必須增加市占率。他祭出的手段是，比競爭對手更低的利率，而且降低放款門檻，放貸給一些申請貸款遭拒的借款方。

投機通常包括兩個階段。第一階段是理性投資，家庭、企業、投資人對外部衝擊的反應是有限且理性的；第二階段是非理性投資，資本利得在投資交易中的地位越來越重要：「最初的要求只是獲得高利息，但這很快就退居次位，而原本排第二位的要求（通過出售本金來獲得高額利得），則升級成為首要目標。」一八三〇年代，美國的投資人買土地，起初是為了耕作更多的高價棉花，此後購買土地則是為了地價上漲的預判獲利。到了一八五〇年代，農戶和種植戶對土地是耕作與投機並兼。平時，他們買的地比他們種的地多，以此來對沖他們種的地價格下跌；在經濟繁榮時期，這種或多或少合理的基礎被拋棄了，農場被大量抵押來購買更多的土地，而這些土地又被抵押出去，這樣他們就可以購買更多的土地，從預期的土地價格進一步上漲中獲利。一九三〇年代英國鐵路的繁榮也經歷了兩個階段：第一個階段是在一八三五年之前，那時鐵路項目還沒有出現泡沫；第二個階段是在一八三五年之後，那時鐵路項目出現了泡沫。平時，他們購買的土地會比耕作的要多，以便為地價下跌避險；經濟繁榮時，這樣較為穩健的作法，就會遭到捨棄，換以大量抵押農田來買進更多土地，繼而把它抵押出去，這樣就能再買更多的土地，以便從土地增值中獲利。

英國在一八三〇年代的鐵道榮景也有兩階段：一是在一八三五年之前，鐵路投資並不是泡沫，另一則是在一八三五年之後，那時的鐵路投資就是了。在第一階段，創辦人將其股票賣給地方商會、貴格教派的資本家（Quaker capitalist）、精明的蘭開夏郡商人（Lancashire

businessmen）。這些投資人既是商人又是產業家，他們都期待著從鐵路投資中獲益。此時，起初五%到一○%的付款，以及後續隨著建案進行所追繳的付款，這些人都能支付。到了第二階段，專業的公司推廣人員有很多是只對迅速獲利感興趣的無賴，他們引誘來了不同階級的投資人，包括婦女和教士。一八七○年代早期，奧地利首都維也納的土地投資也出現同樣的情形。最初人們購買土地是為了進行建設，但後來，購買土地純粹為了投機行為，僅為了未來能高價出售土地。

伊爾斯·明茲（Ilse Mintz）指出，一九二○年代紐約出售外國債券的過程分為兩個階段：這些債券在一九二四年和道斯貸款之前是健康的（道斯貸款引發了經濟繁榮），之後就變差了。在一九七○年代初，向墨西哥和巴西提供的貸款，是根據對借款者的信用狀況的實際評估；但此後銀行想要增加他們貸款，以致於較少去關心所融資案件的品質。美國對次級貸款的需求在二○○四年後衝高，是因為信貸供給大於優質信貸需求，所以放款方必須處心積慮去找更多的借款方。

在二○○三到二○○六年的佛羅里達房地產熱潮中，投機者經常是針對還在興建的建物來交易分隔公寓的預購權。有一名炒家還因此設立了「分隔公寓炒作」的網站。

目標和過程在本質上有所反轉，目標最終變成了過程。放款方變得對過程一頭熱，而沒能領略到遊戲結束後的問題，要怎麼還款？也就是，當再也沒有新的貸款可用時，借款方要怎麼付息？起初，垃圾債券市場或許理性，但隨著垃圾債券的供給衝高，借款方的信譽則或多或少在持續下降。二○○七年展開的美國房產潰堤，所受到的關注有很多是，落在「次級抵押貸款」的違約上，新抵押貸款的市場占比，從二○○四年的八%增加到二○○五和二○○六年的二○%，因為優質抵押貸款少到滿足不了想要買進更多抵押貸款的放款方。

在南加州，靠著二胎抵押貸款的活躍市場幫忙，近期完工和沒蓋完的房子以節節高升的價格從這人賣給另一人。房市在一九八一年時

觸頂，接著崩解，價格跌了四〇%。波士頓在一九八五和一九八六年有分隔樓房「瘋」；有六成的買家打算賣屋。分隔樓房市場在一九八八年轉趨疲軟，模式類似於芝加哥在一九八一年的「獨立公寓瘋」。二〇〇三年時，類似的熱潮和淪落則發生在芝加哥的公寓市場上。

以兩階段的角度來分析，表示有兩群投機者：圈內人和圈外人。圈內人藉由抬高價格來破壞穩定，然後在最高點或接近最高點時把股票賣給圈外人，圈外人的損失必然等於圈內人的利得。強森指出，每個非穩定性的投機者必定都有穩定性的投機者來對應。但專業圈內人起初是靠誇大上揚來造成不穩定；這些圈內人所奉行的格言是「趨勢是朋友」。在早期階段，這些投資人被叫做「旁觀者」；到了比較近期，他們則被稱為「動量投資人（短線客）」。買高賣低的業餘圈外人是受激情影響的受害者；「比利時牙醫」在一九九九和二〇〇〇年買進阿根廷公債時，是為了增加利息收入。他們虧損後，便回歸正常職業去，再為五或十年後的另一次揮霍而存錢。

與一八六九年黃金恐慌的證據相稱的假設是，古爾德（Gould）和費斯克（Fisk）先是拉高金價，然後在高點賣出，方式則與非穩定性的投資相稱，雖然賴瑞·溫默（Larry Wimmer）不認同投機造成不穩定。兩群投機者的可用消息有所不同，在早期階段，古爾德（Gould）試著說服美國政府，調降美元的價格是好事，靠的是拉高黃金的「折現」或溢價，來提高穀糧價格，而圈外人投機者在操作時，所依據的預期則是源自過去的表現，美國政府會試圖壓低折現，所以美鈔會以南北戰爭前的平價，再度兌換成黃金。九月十六日時，圈外人棄守了這項預期而採用古爾德的觀點；他們買進黃金，使價格走揚。九月二十二日時，古爾德從身為格蘭特（Grant）總統姊夫的合夥人口中得知，圈外人原本看對了，他的計畫並不會受到採用；於是古爾德便賣出。圈外人遲遲才看出自己錯了。結果就是一八六九年九月二十三日黑色星期五的股價崩解。

另一個案例是「地下號子」（bucket shop），牽涉到兩批投機者、圈內人和圈外人。從證券交易委員會宣告這種作法為非法業務起，這個詞就近乎從語言中消失了，但開電話投機公司的男男女女，都是承襲自那些開地下號子的人。地下號子在小說裡有描述過；經典畫面就呈現在克莉絲汀娜·史戴（Christina Stead）絕妙的《萬國之屋》（*House of All Nations*）裡。地下號子裡的圈內人接受大眾下單來交易證券，卻不執行這些單，因為他們假定圈外人的賭注是錯的。而地下號子則有避險的優勢。假如圈外人「買低賣高」到頭來不小心做對了，地下號子的經營者就會撤守，並潛逃到巴西。在《萬國之屋》裡，朱爾·貝第永（Jules Bertillon）則是在一九三四年，逃往了拉脫維亞。

李奧納多·狄卡皮歐與《華爾街之狼》

近期的好萊塢電影《華爾街之狼》（*The Wolf of Wall Street*）就是在演電話投機公司。李奧納多·狄卡皮歐（Leonard Di Caprio）演的是狼；靠著把雞蛋水餃股賣給紐華克、澤西市和皮奧里亞的牙醫，他過上充斥酒色、私人噴射機和自有遊艇的高檔生活。李奧納多和他的手下會設立或買下名字動聽的空殼公司，如「融合生物計量」（Fusion Biometrics）這種公司名。起初他們持有全部的股份；然後他們把少數的股份以稍高的價格賣給對方，等有了實績來證明價格是天天和週週都在漲，他們就力推牙醫、殯葬業者和那些擁有洗車場的人來下單。最終他們把股份全數賣給了這些投資人。他們的伎倆或本事就是靠著操縱價格上漲來把很多的股份賣給大眾。而且等到沒有更多股份好賣了，他們就停止買進股份，等某一位好騙的牙醫試著把股份賣掉並實現獲

利，以便能拿到錢來買法拉利時，這時股價就會一洩千里。

地下號子演進成了地下金融公司（電話投機公司），他們以保證迅速獲利的承諾，來哄騙這些不明究裡的投資人。地下金融公司的業主自設公司；起初他們對這些公司持有近乎全部或全部的股份。第一澤西證券（First Jersey Securities）的勞勃·布倫南（Robert Brennan）持有並經營一連串的地下金融公司，或是與之有關的公司；公司名字一直換，但騙局向來都相同。他們的同夥把非常小、沒什麼人知道的公司，力推到股價上漲；一旦股價在上漲，他們就吹捧價格漲得有多快，然後用電話行銷，在全美各地的小鎮銷售股票。

大科學家以撒·牛頓（Issac Newton），他提供了圈外非穩定性的投機者買高賣低的另一個例子。他在一七二〇年的春天表明：「我能計算天體運行，但不能計算出人的瘋狂。」四月二十日，他以七千英鎊賣掉了南海公司的股份，獲利百分之百。後來瘋狂的傳染病，在那年春夏瀰漫了世界，使他在近乎市場高點時買進了為數更多的股份，並賠了兩萬英鎊。許多經歷過類似災難的人都很難掙脫「非理性」的標籤，牛頓痛苦萬分，試圖將這段經歷拋諸腦後，至此，他再也不能忍受聽到南海的名號。可是當每個參與者的行為都看似理性時，圈內人和圈外人的激情投機，或許也會導致瘋狂與恐慌。試想「合成謬誤」，就是整體有別於部分的總和。每個人的個體行為都是理性的，或者假如其他許多個人沒有以相同的方式來行事的話，也會是理性的。如果有投資人領先他人進出得夠快，他或許會表現得不錯，就像圈內人，普遍就是如此。卡斯威爾（Carswell）引述了南海泡沫理性參與者的話：

「超出真實資本的額外走升只會是想像；不管是再怎麼粗略的算術，一加一都絕不會是三·五，因此所有的虛值遲早一定會是某甲或

某乙的虧損。要防止自己受累，唯一的方法必定就是及早賣光，好讓魔鬼去抓殿後的人。」

「魔鬼會抓殿後的人」、「趕快逃命」、「die Letzen beissen die Runde」（「狗咬落後的人」）是「比傻理論」的變體，並且是恐慌的配方。可類比的是，在人潮擁擠的劇院中，有人大喊失火的情形類似。連環信也一樣，不可能無限擴張下去，也不是所有人都能及時抽身，只有少數人能在價格暴跌前賣出。連環信騙局的早期參加者都認為自己是理性的，但事實並非如此。

經濟學概論中所示範的標準「蜘蛛網」與「合成謬誤」密切相似，需求和供給在聯繫時有時間差，而不像拍賣是同時發生，拍賣會在各個時刻清空市場。「置換」是由改變經濟或金融環境、拓展眼界及扭轉預期的事件所構成。在這樣的案例中，一些投資人的理性預期，未能考慮到其他投資人產生類似反應的力量。當物理學家、數學家或學校教師出現短缺時，許多年輕人就會進入研究所，準備從事其中一種職業；不過當他們完成學業時，可能會有「過剩的」個人在這個領域的職業培訓。在人才供給衝高後，就業機會便突然變得匱乏。但只有在醞釀很長的一段時間後，供給過剩才會變得為人所知。在回應咖啡、糖、棉花或其他某種商品的短缺時，也有類似的情形。價格急漲是在回應起初的需求衝高，但隨著新的供給出現，價格將會以更快的速度下跌。

在瘋狂和恐慌的歷史中，充滿了對外部衝擊，做出破壞穩定的「蜘蛛網」反應的例子。當巴西在一八〇八年對英國的商品開放市場時，曼徹斯特在幾週內送到該市場的商品比當地在前二十年所消費的還多，包括溜冰鞋和暖床爐，就如克拉芬（Clapham）所述，十九世紀的經濟學家在解釋商品瘋潮（commercial madness）時，也曾提到這一案例，證明是十九世紀的經濟學家對商業一窩蜂的公認實例。在一八二〇年代，西班牙殖民地獨立所觸發的榮景有，貸款給拉丁美洲的

新政府，投資礦業股，以及對這些國家出口；投資衝高證明是過剩。

「需求是突然就來，突然就停。但太多人在行動時，卻彷彿是它很可能會持續下去。」

在一八三〇年代，蜘蛛網式波動的週期是兩年。「等本身的貨物進到市面時，各個商人對於其他商人會引進來的數額都無從得知。」

在一八五〇年代在加州發現了黃金之後，美國也出現了同樣的情況：

在一八四九年發現黃金後，對加州的蘊藏量懷抱異常與不當的預期，這不只是在美國如此，在這個國家英國也是。無庸置疑的是，保持過高的期待，無疑助長了美國危機所帶來的災難。當時，倫敦和波士頓等地反覆聲明，每月有六條或最多八條中型輪船的貨物，就可滿足當地需求；但事實上，每月都有十二到十五條大型輪船，從東方滿載各式各樣貨物駛入港口。

另一個有些牽強的例子與根瘤蚜蟲有關，根瘤蚜蟲在法國毀掉了許多葡萄園，導致葡萄酒的生產減少，與之對照的是，一八八〇年，公司上市熱潮興起，英國的釀酒廠一家接一家公開發行上市。其中的阿瑟健力士公司（Arthur Guinness and Co.）是以一百七十萬英鎊買下，以三百二十萬英鎊賣出。「發行成功就像是鳴槍起跑；到一八九〇年十一月時，另有八十六家釀酒廠公司首次對大眾發行了新股。」

在一次世界大戰的尾聲，英國曾有榮景。當時英國商人認為，德國的戰敗會摧毀德國在煤、鋼、船運和棉織品上的優勢。這時英國果然迎來經濟繁榮，工業資產、船隻、股票、甚至是房屋的價格出現了快速上漲，許多企業合併，併購案都能順利通過貸款完成，但隨著一九二〇年夏天至一九二一年夏天的煤礦工人大罷工，殘酷的現實終於到來。

還有三起案例游移在理性邊緣。第一起是在前文中所論及的「示範效應」，意指個人習慣了特定的收入水準，在收入下降時，便發現難以適應減少支出。在勞動力供給理論中，所對應的就是「供給曲線

後彎」，表示提高工資或薪水，不會增加勞動力的供給，而降低工資卻會導致勞動力供給的減少。在經濟史的著作中，這個原則叫做「英國佬受得了很多事，但受不了薪資水準下降二%」。約翰·斯圖爾特·彌爾則是這麼說：

這樣的起落從非理性的投機開始，以商業危機結束，迄今為止，隨著資本的增長和工業的擴展，其頻率和劇烈程度都沒有減少。人們常說，這是競爭加劇的結果，但我寧可說是利潤率和利率偏低，使資本家對平常情況下的安穩經商收益不滿意。

復辟尾聲和七月王朝開端的法國，就是在一八二六到一八三二年間，那時，投機蔚為風潮，儘管「對於不義之財，法國人向來都覺得不信任」。不過，地主靠資產賺取二·二五%到三·七五%的報酬；實業家嘗試靠固定投資賺取七%到九%的利潤，比長期利率高出二到四個百分點。原物料的商人和投機者尋求報酬的區間是二○%到二五%。查爾斯·威爾森（Charles Wilson）曾說道，荷蘭人在之前就從商人轉變成了銀行業者（而遭指控閒散與貪婪）；他們養成投機的習慣是因為，阿姆斯特丹的利率跌到了二·五%。公共債務在一八二二、一八二四年和一八八八年的大規模轉換，導致了利率的下降，促使英國投資人購買更多的外國證券。安德烈亞德斯（Andréadès）曾談到，「當利息走低時，英格蘭商界無法接受生活方式被降級，便捨棄尋常的生意，而轉趨較為有賺頭、但也較有風險的業務……投機導致災難，而且終歸必定是由央行來承擔」。

一九七○年代，銀行對墨西哥和其他開發中國家大量放貸的榮景，是接續一九七○年美元證券的利率急跌之後，因為當時聯準會採取了較為擴張的政策。銀行有高度的流動性，正尋找有吸引力的借款方，便找上了墨西哥、巴西、阿根廷和另外十個開發中國家的政府和政府所屬企業。一九六○年代是美國大型銀行加速國際化的十年，它們快速增加了外國分行的數目。由於商品價格上漲快速，墨西哥、巴

西和其他大部分開發中國家的名目和實質所得，都以高於趨勢的速度在成長。到了一九八〇年代初，商品價格則是急跌，以回應美元證券的利率衝高，然後這些欠債國家的名目和實質所得便下跌。銀行是否該預見到，商品價格下跌是無可避免？

第二起「理性邊緣」案例所牽涉到的是，對一項沒指望的投資堅持到底，寄託改善，或是沒能在情境改變時，採取類型明確的行動。可以注意到紐約倉儲證券公司（New York Warehouse and Security Company）、肯卡氏公司（Kenyon, Cox & Co.）和傑庫克公司（Jay Cooke and Co.）會在一八七三年的九月八日、十三日和十八日倒閉，就是因為對與它們有關的鐵路公司（分別為密蘇里州、堪薩斯州和德州，加拿大南方 [Canada Southern]，以及北太平洋）放貸。因為柏林和維也納的投資人停止買進美元證券，這些鐵路公司無法透過出售債券，來取得完成建造所需要的資金。類似的是，在一八二八年泡沫漲大的股市上，美國投資人對於買股票的興趣高漲，而停止買進德國債券，雖然紐約的銀行與投資公司還是持續對德國的借款方短期放貸。當你騎在老虎身上或抓熊尾時，也似乎是理性的——至少一段時間內是。

為避免遺漏，我們來看一下克里米亞戰爭期間的情況，漢堡許多銀行對瑞典的銀行大量放貸，以支持當時他們到俄羅斯的走私；戰爭結束後，漢堡的銀行卻沒能取消這些貸款。瑞典的銀行便把錢用來投機造船、工廠和礦業，這使漢堡捲入了一八五七年的世界經濟危機。

第三起理性邊緣案例是，心存理性但卻是錯的模型。在另一個領域中，最有名的例子就是法國的「馬其諾防線心理學」，或許有人會覺得這不是不理性預期的案例，比較像是「未分配時間差」。「龐茲認為：『當人的目光緊盯著一樣東西時，就跟瞎了沒兩樣。』」或是白芝浩談馬爾薩斯（Malthus）：「一旦對一項事物第一印象很深，事後，就幾乎沒有一個人可以擺脫得了它。」在一七六〇年代，直到七

年戰爭結束為止，商品價格下挫並沒有傷到漢堡的商人。因此，在一七九九年拿破崙戰爭仍在繼續的時候，他們對價格下跌毫無準備，因為價格下跌是隨著一七九八年對拿破崙大陸封鎖的滲透而來的。另一個例子是一八八八年建成銅業聯盟的法國資本家，這個聯盟是在一八八〇年代早期的鋼鐵、鋼軌鐵路、煤炭和糖業卡特爾形成後出現的，它們深受南非鑽石辛迪加集團和西班牙羅斯柴爾德（Rothschild）集團，壟斷水銀業成功事件的影響（請注意，有許多經濟學家與分析師曾用石油輸出國組織 [Organization of Petroleum Exporting Countries] 在一九七〇年代成功調漲石油價格，來推斷出在其他原材料和食品業中，價格也能被操控在較高水準上。）到一八九〇年時，法國財團擁有六萬噸的高價銅，加上可買進更多的合約，舊礦場得以重啟，到處都在進行碎料回收加工，就在這時，銅的價格卻開始暴跌。銅價在一八八九年從八十美元崩解到三十八美元，差點葬送了這些企業。在由巴黎的銀行保障下，法蘭西銀行（Bank of France）不情願的預支了一億四千萬法郎，才使它們獲救。

以鬆綁或自由化為形式的金融創新往往令人震撼。在一九七〇年代初，羅納德·麥金農（Ronald McKinnon）帶起了對「金融抑制」的智識攻擊，（金融抑制指的是，把開發中國家的金融市場從全球經濟中區隔開來，以便於發放貸款、對外貿易，以及促進大企業的發展，代價則是抑制 [管制] 其他企業的發展）。麥金農這一訊息特別吸引已經受到芝加哥自由主義學說影響的拉丁美洲國家。一些國家解除了對金融系統的管制，隨之而來的是新銀行的迅速發展和信貸供應的激增，接著是通貨膨脹：隨後，一些新銀行倒閉。麥金農的結論是，放鬆管制過程中的幾個步驟應該謹慎的分階段進行。

在一九九〇年代初，相同的問題再次出現在波蘭與前蘇聯。當時兩國對「計畫經濟轉移到市場經濟時，究竟該快還是慢」，展開激烈的辯論。從計畫經濟向市場經濟的成功過渡，似乎取決於社會主義經

濟中的個人對資本主義制度安排的記憶程度。波蘭對市場經濟的記憶遠比俄羅斯深刻；但對俄羅斯而言，多年的社會主義和腐敗，已經抹去了俄羅斯市場制度的記憶。要過渡成功，這樣的記憶比解除管制的速度和國營壟斷的民營化還重要。

查理·龐茲的騙局，仍存在於地拉那

東歐在一九九〇年代初從計畫經濟過渡到市場經濟，意味著金融結構再也不受監管。企業家——其中一些人曾是阿爾巴尼亞的軍人——創辦了承諾高回報率的公司，每個月三〇%。這些國家的民眾在國營銀行累積了很多貨幣和存款，但這些存款的利率極低。這些新成立金融機構所保證的高報酬率，吸引了民眾。多家不同「銀行」的競爭，使保證利率居高不下。

有些阿爾巴尼亞人把住家賣了，以換取現金來存入這些銀行的帳戶，然後向相同的買家租房；存款的「利息收入」遠高於對相同住房所須支付的租金。公寓的買家通常是擁有和管理存款銀行的企業家。離鄉背井的阿爾巴尼亞人從紐約、芝加哥和法蘭克福寄錢給地拉那的親人，讓他們把錢存入這些新銀行。有些阿爾巴尼亞人因此停止工作，因為存款的利息收入比他們的工資和薪水要高得多。

唉，好得令人難以置信。

純粹不理性的案例，有兩種情況：**一是**社會把希望寄託在與當前經濟環境無關的事件上，**另一則是**，社會完全忽略它不願考慮的事情。一八七三年五月一日在維也納舉行的世界博覽會開幕後，許多奧

地利企業預期商業活動會增加，因而進行了大量投資；他們的流動負債大大超過了流動資產，導致面臨嚴重的財務困難。每一屆世界博覽會的目的，都是為了增加商業活動，所以對設施會有顯著的投資，以容納那些來訪的人。銀行的信貸拉撐到極限。從大宗商品、土地、股票和債務轉回貨幣的過程是進行式，融通票據鏈能擴展到多遠就多遠。儘管如此，給他們提供貸款的公司和銀行仍然堅持著，等待著博覽會的開幕，因為他們認為，或者至少是希望，來自參觀者的收入增長將足夠大，這樣投資將被證明是有利可圖的。當博覽會開幕時，營業額增加令人失望，市場就在五月初崩潰了。

「認知失調的案例」就是對牴觸的證據加以抑制的實例。試想貝恩（J. W. Beyen）對一九二〇年代的尾聲，德國沒能限縮來自海外的短期借款的分析。他表示無人面對這些危險，就連德國財長沙赫特（Schacht）也是，並補充說：「意識遭到『抑制』不會是第一次，也不會是最後一次。」這這些例子顯示，儘管假設理性會被大家普遍使用，但市場在某些情況下，甚至在市場的每個參與者都相信自己的行為是理性的情況下，也會以非理性的方式行事。

丨 外部衝擊

置換是一些改變了眼界、改變了預期、改變了預判的利潤機會和投資人行為的外部事件或衝擊。油價衝高是置換。預判之外的貨幣匯率貶值也是，雖然這樣的下調大部分都在預判內，不過因為主管機關在改變貨幣匯率時，向來都會落後。金融監管改變是置換，尤其是把對特定群體借款方的限縮貸款給自由化。衝擊必須夠大，才會對經濟前景產生影響。每一天的事件都會對前景產生一些變化，但很少有重大到足以構成衝擊的變化。

戰爭是一個重大衝擊。有些危機是發生在戰爭的開始或結束的時候，或在戰爭結束後不久發生，足以使一些期望被篡改。以開始來說，最顯著的例子就是一九一四年八月的危機。戰爭結束時的置換則包括一七一三、一七六三、一七八三、一八一六、一八五七、一八六四、一八七三和一九二〇年的危機。再者，曾有一連串令人印象深刻的危機，是在戰爭結束的七到十年後，久到足以讓在原本的危機結束時所形成的預期落空；其中包括美國的一七二〇、一七七二、一七九二、一八二五、一八七三年，以及一九二九年。

影響深遠的政治發展或許也會改變預期。一六八八年的光榮革命催生出了公司上市的榮景。到了一六九五年，股份公司有一百四十家，總資本為四百五十萬英鎊；超過八成是在之前的七年成立的。到了一七一七年，這些公司的總資本額達到兩千一百萬英鎊。一七二〇年七月的《泡沫法案》（*Bubble Act*）禁絕在沒有國會明示准許下成立新的股份公司，限制一直持續到一八五六年。雖然這項立法正常來說被解讀為，是對南海公司過度投機的反應，但卡斯威爾堅稱，正是南海公司的努力才促成了《泡沫法案》的通過，由於國王和國會都試圖壓制南海公司的競爭對手，他們擔心隨著投機泡沫的進一步滋長，競爭對手可能吸引走南海公司急需的資金。

類似的事件還有很多，包括法國大革命、恐怖統治、執政政府和法蘭西帝國時期，以及拿破崙戰爭本身，都屬外部衝擊，它們都導致了一七九二到一七九三年和一七九七年市場的大規模變動，這也導致歐洲及其他地區的英國和殖民地商品市場的建立與關閉。在法國，類似的政治事件是一八一五年的復辟時期、一八三〇年七月的君主立憲、一八四八年的二月革命和一八五二年第二帝國的建立。在英國，外部衝擊事件則是一八五七年五月的印度籍英兵叛亂，以及隨後發生的印度武裝革命，這些事件都曾導致倫敦金融市場陷入困境。這些事件是一九三一年九月的弗高登騷亂（Invergordon）的先例。當時有一

群英國水兵為了新國民政府頒布要對他們減薪而罷工，這被歐洲大陸視為英國海軍的反抗，促使英國決定停止英鎊與黃金掛鉤。

戰爭、革命、復辟、政權更迭和叛變，多半是來自體系外；它們不在尋常那組能以或然率分布來塑形的風險事件之列裡，因此符合「黑天鵝」的資格。要把貨幣和金融的轉移，描述為外生變量比較難。但不當的再投資、亂改複本位制下的金銀比、節省政府收入而進行的轉換，出人意料的將投資人的注意力轉移到其他方面、新放款在超乎一切預判下證明成功——這些也是置換。

在前文中所論及一六一九到一六二三年的劣幣危機，是得名自兌幣商的行為，他們拿著來自不斷增加的鑄幣廠生產的劣幣（在成色上動手腳），試圖從淳樸的農民、店主和工匠那裡換取良幣。劣幣快速散播的各邦，直到日常交易的鑄幣變得不值錢為止。

與後來兩起德國的重新鑄幣相對照。一七六三年時，普魯士的腓特烈二世（Frederick II）用信貸在阿姆斯特丹買了白銀來做新鑄幣之用，以取代在七年戰爭期間貶值的正幣。在發行新貨幣之前，他把流通舊貨幣回收，而引爆了通縮危機和貼現票券鏈崩解。過了一百多年，在普法賠款後，德國主管機關發行新貨幣，但為保護各方利益，這次發行在舊貨幣退出流通領域前就開始了。在三年間，流通的錢幣從兩億五千四百萬塔勒（七億六千兩百萬馬克）增長了三倍。結果就是商品價格上漲。

美國在一八九三年的危機是肇因於一八九〇年的《謝爾曼白銀法案》（*Sherman Silver Act*）威脅到黃金的兌換性。英國在一八二二、一八二四、一八八八和一九三二年的債務轉換也是，雖然最後一次與房產榮景有關，但並未導致危機。在法國，隨著貨幣供應的擴張，一八二三年以後也開始討論將五%的統一公債進行轉換，由於投資人不願溢價購買統一公債，導致公債利率下挫。對於轉換的目的，三個銀行業者各有不同的想法：羅斯柴爾德想要賣更多公債；葛雷夫赫

（Greffuhle）（和烏夫哈 [Ouvrard]）希望把投資人吸引到運河上，拉菲特（Laffitte）則想要確保產業的發展。當時，由於政治上的阻礙，該立法未能獲得通過，市場也最終放棄了統一公債保持溢價的目標。利率的急降引發了投機機會。政府以民間的錢來興建運河，而且在法國，沿著羅亞爾河、隆河和塞納河就能看到鐵路榮景的微光。但主要的投機標的則是蓋在大城市裡和周圍城市——圖盧茲、里昂、馬賽、勒阿弗爾等。奧諾雷·德·巴爾扎克（Honoré de Balzac）在一八三〇年所寫的小說《賽查·皮羅托盛衰記》（*César Birotteau*）就是以這段經歷為靈感；他所敘述的悲慘故事是，香水商受到慫恿，借錢去買了瑪德蓮鄰近的建地，結果三年後，建地價值只剩四分之一。

前文曾提到拿破崙戰爭、普法戰爭和第一次世界大戰後，透過貸款補償軍人、支付戰爭賠款的成功案例。每一次證券的成功發行，在認購者超額認購和迅速溢價的狀況下，都會吸引借款方、放款方，特別是投資銀行家的參與。一八一九年的霸菱貸款是「英國銀行所承攬的首筆重要外國貸款」，導致法國、普魯士、奧地利，還有後來脫離西班牙獨立的美洲殖民地政府，迅速發放了一系列貸款。提耶爾（Thiers）公債引起法國的銀行機構對得到外國貸款的強烈渴望，這種渴望又受到了一八八八年沙皇俄國貸款轉換的進一步刺激，後者拯救了德國投資人。但在一九一七年革命後，它卻將法國投資人送上了絕路，一九二四年的道斯貸款（Dawes loan）讓美國投資人打開眼界，高興接受外國貸款。提耶爾公債的認購數量是發行額的十四倍，而道斯貸款則是十一倍。比倍數規模更為重要的是，投資人對它的態度。羅森伯格（Rosenberg）是以轟動來形容一八五四和一八五五年的三筆法國貸款，因為這三次貸款的超認購倍數分別達到兩倍（四百六十八億法郎對原計畫的兩百五十億法郎）、四倍（二十一億七千五百萬法郎對比發行五億法郎）和五倍（三十六億五千三百萬法郎對七億五千萬法郎。但在奧地利和德國，當一八五〇年代的投機風潮盛行

時，聯合信貸（Credit Anstalt）新股發行的認購額，達到原計畫的四十三倍，很多人通宵達旦排隊認購股份。而當布朗斯維克銀行（Brunswick Bank）在一八五三年五月發售兩百萬塔勒時，三小時總共就募到了一百一十二倍。

近期的重大「置換」有銀行和金融機構鬆綁、衍生商品（原先就以遠不算大的規模存在）、共同基金，以及避險基金、房地產投資信託（REITS）、銀行流通貸款和抵押貸款的有價證券、私有公司首次公開發行（IPO）等。

金融機構鬆綁，是助長一九八〇年代的日本資產價格泡沫的主要原因，尤其是在該十年的下半期間。每一家日本銀行都關注自家資產規模和存款規模的增長，每一家銀行都希望將資產規模做大，這意味著每家銀行都要努力使自家的貸款規模增長得比其他銀行快。

一九二〇年代的科技革命是一系列的外部衝擊——汽車產量急增、美國大部分地區電氣化、電話系統快速擴張、電影院數量增加。投資衝高。類似的是，一九九〇年代有重大的科技資訊革命，尤其是在該十年的下半時期。風險投資公司，尤其是舊金山灣區的風險投資公司，是許多有想法的工程師的熱切的資金提供者。接著在較後期的階段，這些公司獲得了「夾層融資」（mezzanine financing）。下一個階段是由包括美林、摩根士丹利和瑞士信貸第一波士頓在內的主要投資銀行，安排的首次公開募股（IPO）。當這些公司準備向公眾出售股票時，投資銀行會為這些公司安排「說明會」；企業家會去拜會共同基金和退休基金，以及其他資金池的經理人。依照需求，投資銀行會把股份定價在十九、二十三或三十一美元，或許還會出售一到兩成的公司流通股。通常，股票在第一天交易結束時的價格是IPO價格的三到四倍。

股價在第一天交易時「飆漲」，就是在打廣告，股價只會上漲，而且往往是非常快。在一九九〇年代後期，極高比例的新股發行在首

日交易，都經歷過大幅度的股價衝高，這鼓勵了投資人的強勁需求和更多的新股發行。

三本書名幾乎一樣的著作

一九九九年出版了三本書名幾乎一模一樣的著作。^{*}它們的主題也幾乎相同——假如利率維持低檔，而且公司盈餘持續提高，那道瓊股價指數最終就會達到遠高於過往的水準。邏輯無可辯駁，或多或少是阿基米德原理的擴展，亦即假如有夠大的槓桿，他就能移動世界。長期而言，股價水準是在反映三個因素：國內生產毛額的成長率、獲利對國內生產毛額的占比、股價與公司盈餘的關係或本益比。就長期看來，獲利對美國國內生產毛額的占比非常穩定，約為八%，本益比平均則約為一七%。

投資人不斷在買債券和買股票之間抉擇。債券的平均利率約為五%；於是債券的殖利率、利率的倒數就是二十。

那些預測道瓊三萬六千點的人相信，本益比應該要高得多，因為股票的風險並不比債券來得大。

^{*}詹姆斯·葛萊斯曼（James K. Glassman）和凱文·哈塞特（Kevin A. Hassett），《道瓊指數：三萬六千點》（*Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*），（Random House, 一九九九）；大衛·愛里亞斯（David Elias），《道瓊四萬點》（*Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History*），（McGraw-Hill, 一九九九）；查爾斯·柯德雷（Charles W. Kadlec），《經濟大趨勢——二〇二〇年道瓊十萬點！？》（*Dow 100,000: Fact or Fiction*）（Prentice Hall, 一九九九）。

丨 投機標的和過度交易

在二十世紀的最後好幾十年，投資人主要投機房地產或股票；在更早的時期，投機對象更加多樣化。投機名單顯示出這些對象在觀察期間開始時，從少數受歡迎的項目轉移到最後各種廣泛的商品和其他資產及證券的趨勢。這個列表是片面的，但很有啟發性。

這種置換有多大可能導致衝擊，促使個人去為資本利得投資，尤其是短期利得？假定非穩定性的投機可以發生在諸多平常理性的個人身上。然後假定有一衝擊，這些個人會誤判它的影響。衝擊有很多，但只有相對低的比例會導致投機瘋狂。

有一個問題是，在「過度交易」達到十足的面向來導致危機前，是否很可能牽涉到兩個以上的投機標的，好比說房地產和股票。試想有好幾種情況是，投機牽涉到兩個以上的標的。

一七二〇年的南海和密西西比泡沫是相關的，是由英國和法國的貨幣擴張所推動，支持了大量的投機活動。從英國南海公司和劍刃銀行的證券，到法國密西西比公司和約翰·勞（John Law's）銀行證券，投機活動迅速蔓延到其他企業、商品和土地；許多其他的風險投資都是騙局。這家南海公司之所以失敗，是因為它試圖根據一七二〇年六月通過的《泡沫法案》對約克建築（York Buildings）、光亮綢（Lustrings）和威爾斯銅業（Welsh Copper）提告，以壓制競爭對手的投機行為。投機從一個對象蔓延到另一個對象，使價格普遍上揚，這是因為當價格接近最高點時，出售南海股票的投機者購買了銀行、保險股票和鄉村住宅。然後，土地的价格便開始隨著南海股票的价格變動。一七一九年秋天，法國土地價格上漲，投機者開始從密西西比泡

沫中獲利，地價則是在一七一九年秋天走揚。

一七六三年的榮景全然是建立在政府的戰爭開支，以及透過貼現票券鏈來融資的基礎上。德諾夫維爾銀行兄弟（DeNeufville Brothers）的失敗引發了恐慌，他們像許多荷蘭公司一樣出售「商品、船隻和證券」，他們承兌負債達數十萬弗羅林，但他們的現金儲備卻很少超過數千荷蘭盾。

英格蘭在一七六二年空前的乾旱導致乾草短缺，肉類、奶油、乳酪匱乏，以及經濟走軟。一七七二年的危機是由阿姆斯特丹和倫敦投機東印度公司（East India Company）的股票，以及艾爾銀行（Ayr Bank）（道何公司 [Douglas, Heron & Co.]）崩解所引發的。其中牽涉到諸多複雜的細節，包括東印度公司的政治反轉和英格蘭銀行限縮它的信貸，急功近利的新艾爾銀行（承接老牌銀行留下不良貸款）在承兌負債到期時，自作主張的從倫敦借入資金，以及過早賣掉東印度公司的股票，而把自家公司的錢給賠掉的亞歷山大·弗戴思（Alexander Fordyce）在一七七二年七月時跑路。當股價在秋天下挫時，克里弗德公司（Clifford & Co.）倒閉了。這家荷蘭銀行曾為籌設財團，試著推升股價。不過，這些現象只是表面而已。英國大手筆投資房屋、收費公路、運河和其他公共工程，而使資源吃緊。人們將一七七〇年的咖啡價格下挫跟一七七二到一七七三年的金融危機聯繫起來，但威爾森、艾希頓（Ashton）、克拉芬或畢斯特（Buist）都沒有提到這點。

一七九三年，由於幾個原因——鄉村銀行的擴張、更多運河的修建、恐怖統治——以及歉收，大量資金湧入倫敦。一七九九年時，封鎖的緊縮和放鬆導致錢進一步流往倫敦。反之，一八〇九到一八一〇年的危機「有兩個不同的成因：來自投機南美洲所引發的反應，以及對歐陸封鎖的放鬆與緊縮」。一八一五到一八一六年，大量出口產品湧入歐洲和美國，超過當時所能銷售的數量，加上小麥的價格下挫，經

濟便放緩。一八二五年，運河、南美公債以及礦山投資熱同時出現；同期，英國出口商品、紡織業投資、美國的土地出售熱潮以及鐵路建設投資熱潮引發了一八三〇年代中期的危機。一八四七年危機的爆發，則起因於鐵路建設熱、馬鈴薯病以及歐洲大陸革命後的小麥歉收、後豐收等因素。

於是大部分的顯著案例起碼都牽涉到兩個投機標的。正如各國市場相互聯繫一樣，投機活動也與潛在的信貸條件聯繫在一起。但是，當像一八四七年這樣一場由鐵路和小麥等互不相關的發展引發的危機出現時，我們有理由認為，這場危機的起因是偶然的，除非它是由系統性的貨幣條件孕育而成。

在日本和亞洲國家，房地產和股價衝高通常是一起發生。在一些國家，特別是一些小國，房地產公司的市值占整個股票市值的很大比例。當房地產價格上漲時，房地產公司所擁有的財產價值增加，在證券交易所交易的房地產公司的市值也增加。那些出售了房地產股票的投資人則有更多的現金可以投資，而這些現金中的大部分資金可能會投入與房地產無關的公司的股票中。此外，當房地產價格上漲時，建築業務可能會蓬勃發展，建築公司的市場價值可能會增加。當房地產價格上漲時，銀行貸款損失可能低於趨勢水平。這個關係是對稱的；所以當房地產價格下跌時，股票價格也會下跌。

| 投機習性的國家差異

一派說法是，有些國家的投資人投機的機率比他國高。儘管露絲·潘乃德（Ruth Benedict）將太陽神阿波羅（Apollonian）（平衡）與酒神戴歐尼修斯（Dionysian）（縱慾）兩種不同習性的文化區分開來，但這一觀點仍值得懷疑。儘管這個觀點說不過去，但有歷史學家

的意見是，布拉幫人（Brabanter）在十六世紀時表現出強烈的賭性，其居住地安特衛普在一五七六年十一月遭到洗劫和一五八五年遭到毀滅性的圍城後，多達數十萬的人民轉移到聯省（United Provinces）也將這一天性帶到那裡。在荷蘭共和國，存在於銀行業者、投資人、甚至是庶民身上的賭博天性，跟喀爾文教派和馬丁路德教派的儉約與節制有很大的摩擦。有人認為，某些國家的銀行機構為投機活動提供的便利多於其他國家，這種觀點或許是有根據的；加拿大沒有經歷二〇〇八年美國銀行業危機之前的房地產價格飆升。尤格拉（Juglar）宣稱，法國在十八世紀的危機不如英國來得突發與激烈，是因為（在約翰·勞的事情後）法國的信貸較少使用和濫用。另一種觀點把法國的經驗歸因於更為嚴厲的破產法：

在法國，高標準的商業誠信盛行，這也許是因為教育、法律的力量、傳統和現有制度的作用。孩子用數年的辛勤工作來償還父親留下的債務，公證人會拿出自己的錢償還他們其中一員曾經盜用過的公款。他們所做的一切都是為了維護職業操守，不存在任何個人契約，這充分體現了較高的商業誠信標準，而這種標準不可能不對一個民族的繁榮昌盛產生影響。令人驚訝的是，這個國家的士兵以在戰爭中衝鋒而聞名，卻為金融家和商人提供資金，而這些人在他們的方法中體現了保守主義，但事實顯然如此。

這位作家繼續說道：「英格蘭則是危機與蕭條最受到冒險精神和投機推波助瀾的國家。」

有一位歷史學家表示，採礦和牧羊助長好賭心，而奧地利人形成格外好賭的習性，始於一八五一到一八五二年黃金的發現，並兼而表現在賽馬和土地投機上。

一個常見的看法是，美國是「商業與金融恐慌的典型發源地」，想必是因為野貓銀行（wildcat banking）之故。米歇爾·謝瓦利耶（Michel Chevalier）在一八三〇年談到這點時，拿法國的節制來對照

美國的投機（不過他相信，建造運河、鐵路、馬路、工廠和村落就是受到後者所刺激）。在他從美國寄到法國的信裡，第二十五封信就是專門在討論投機：「全民都在投機，而且是對每樣東西都投機。從緬因州到（阿肯色州的）紅河（Red River），美國成了巨大的崗康帕街（Rue Quincampoix）〔密西西比泡沫的華爾街〕。」會造就這樣的情形有部分是寬鬆的體制縱容所致。

但從其他國家的需求面，很容易發現大量相互矛盾的觀點：「法國民族謹慎而節儉，英國民族進取而投機。」「法國所拿出的審慎證明並不等於蘇格蘭的證明；它在信貸上的神經極為敏感、纖細。」

「該國〔英國〕的性格是，每件事都做到過度的……善、惡。」在一八六六年後，新的傲慢控制了德國人，但他們僅在「厭惡股市行騙與投機」上勝過法國人。摩根斯特恩（Oskar Morgenstern，著有《國際金融交易與商業週期》〔*International Financial Transactions and Business Cycles*〕）在法國所發現的恐慌有十起，比美國多兩起，「不出所料，畢竟法國政治的性格就是不穩定」。（他的話是在談「置換」，而不是投機。）不過，來對照法國金融業者的意見，他宣稱「法國人愛錢不是因為它帶來的各種可能性，而是因為它保證的收入」。或者試想兩種觀點，在哈佛－耶魯辯論的層面上，來自一個虛構的法國人和一個一九三一年的英國人：

威廉·貝迪詠（William Bertillion）：英格蘭無異是股票推銷員的耶誕樹。一席花個幾鎊，貴族就會在任何公司的董事會裡保有席位。股民之中還有大眾，且不分瘋子或白癡。上帝啊，我從未聽說過這樣人，除非是比薩拉比亞（Bessambia）的農民，或是喀麥隆的下層人，他們才真正相信他們的信仰吧。太神奇了！英格蘭人竟然只要有任何一種聽起來完全不可能的業務，他們都會照單全收。

史都華（Stewart）：英格蘭是世界的銀行業者。絕非浪得虛名，絕非浪得虛名。他說話算話，所以沒有……美國股市上所見的投

機，也不會出現法國那樣每個阿貓阿狗都試著大撈一票的情形。

各執一詞。投機的習性或許因國家而異。一國的投機金額或許會隨著國人的心情，在得意與消沉間擺盪而變化。

4

信貸擴張：火上澆油

原理一：貨幣供給快速成長與通膨密切相關。

原理二：信貸供給快速成長導致房地產泡沫。

信貸的擴張很容易會造成投機瘋狂（manias）。一般來說，信貸供給的增加大多不會導致投機瘋狂，只是幾乎每場投機熱潮都與向特定借款方提供大量的信貸相關。過去的一百年裡，信貸的供給，部分是靠銀行提供，部分是靠發展新金融工具提供，剩下的部分則是靠跨境投資流入。十七世紀會發生鬱金香球莖的狂熱，是因為球莖的賣家提供信貸給買家。約翰·勞以通用銀行（Banque Générale），也就是後來的皇家銀行（Banque Royale）做為他的信貸來源，南海公司則是透過劍刃銀行貸款。一七六三年時，荷蘭的信貸擴張是靠一個又一個商人的匯票或票據來融資（想想遠期支票）。而一七九三年英國的運河狂熱，則是由許多新成立的鄉間銀行大量放貸給開發運河的企業家而導致的。

在許多案例中，信貸擴張起因於傳統貨幣發展出替代品。在十九世紀前期的美國，匯票成了貨幣替代品（再次想想遠期支票），在美國、中國和英國的三角貿易中取代了白銀。那時候美國大量進口中國商品，中國大量進口英國商品。美國先是向墨西哥買白銀，之後運到中國，替貸款融資；接著中國將白銀運到倫敦，對貸款融資。因為匯

票的出現，美國商人指定以英鎊來為美國從中國進口的商品付款；接著這些匯票會運到倫敦，替中國進口英國的商品融資。使用匯票跨境付款所牽涉到的買賣成本遠低於運送白銀的成本，但這使得白銀留在美國，美國的貨幣供給也沒有下降，意味著在付款給中國時，這項經濟循環就不能停止。

一八五〇年代的全球榮景主要是因為當時發現新金礦，以及英國、法國、德國和美國新設立銀行，紐約和費城的銀行也成立票據交換所，倫敦的票據交換所也快速擴張。隨著票據交換所的擴張，參與銀行買賣時，所需要的信貸數量增加；其中若是收支不平衡，就會靠著買賣票據交換所的「憑證」來解決（在銀行之間使用憑證這種專門的借據，意味著各家銀行為了付款給其他銀行，會減少所持有的鈔票和錢幣數量）。英國在一八六六年的信貸擴張起因於設立多家合作制的票據貼現所來貸款。中歐一八七〇年的榮景是基於法國付給普法戰爭的黃金補償，使德國在奧地利大量設立經紀商銀行（Maklerbanken），奧地利則在德國大量設立營建銀行（Baubanken）。

法國在一八八二年發生的信貸擴張歸咎於許多不同原因，其中之一是來自股票交易所的隔週買賣結算制度。因為這項制度，股票買家只需通報（reportage）就能延遲付款，甚至給買家有多達十四天的寬限期，他們等同是獲得了一項免息貸款（股票購買者提供的貸款價值，可能讓他們為股票支付更高的價格）。相同的還有紐約拆款市場提供更多的信貸，使得一九二〇年代後期的股市融資更熱絡。一八九三年助長美國信貸擴張的是，美國貨幣中提供了白銀做交易；一九〇七年時，信託公司增加貸款的服務，使得信貸數量增加。在第一次世界大戰前後幾年，金本位的發展導致國際信貸數量狂增，使大多的國際貿易能以持有的黃金來融資。另外，美國的分期信貸在一九二〇年代快速增加，助長擁車人數衝高（汽車和其他耐久消費商品更多樣

性，使得以分期付款來購買耐久資產的需求快速成長）。

在第二次世界大戰後，可轉讓存款單（CDs）的發展助長了信貸增加。一八七〇年時，奧地利的銀行發展出新金融工具：借據（The Cassenscheine）來支付利息；對這些金融工具的需求增加，連帶著信貸供給跟著增加，當然支出也增加。在一九五〇和一九六〇年代，美國的大型銀行開始實行負債管理，但是銀行的貸款其實是透過在銀行同業市場中借貸，而不是把存款或借據賣給公司行號與家庭。使得銀行在增加貸款時，需要更積極實行債務管理。

在一九七七到一九八二年間，「銀行信貸」在科威特擴張，是以一種獨有的形式發生。科威特當時是以遠期支票在股票交易所（Souk al-Manakh）交易股份和房地產。這些流通支票最終使第納爾這種貨幣，增值相當於近一千億美元，遠高於該國的國內生產毛額。因此買家所開出遠期支票的金額非常高，甚至高於他們的銀行存款；這些股份和房地產的賣家常常祈禱他們收到的支票能夠兌現。一九八二年七月時，其中有些支票就跳票了。

這些例子顯示，信貸擴張是因為金融市場的參與者長期試圖降低交易成本和貨幣持有成本。各事件所發生的形式或許看似偶然——以匯票替代白銀來付款給中國，或者儲蓄習慣在歐洲貨幣市場的發展（因為利率價格上限阻止美國的銀行提高紐約和其他美國城市活期存款利率）。新型態信貸工具的發展是屬於內部系統，有時候是因為科技的轉變，有時候是因為法規的轉變，使得貨幣擴張快速。

在經濟榮景期間，貨幣供給增加，現有的貨幣存量更有效的運用於購買房地產和證券等經濟活動上。央行官員努力限制和管控貨幣成長，卻因為新出現或相近的貨幣替代品出現而抵銷。這樣的努力有悠久的歷史，包括恢復硬幣法案，以及戰爭後的金本位制度。主管機關努力要取得對貨幣供給較大的管控權，因此停用金屬等級較低的貨幣，起初是把銅換成白銀，接續又是白銀換成黃金。央行想要壟斷貨

幣鈔票的發行；政府起初是限縮，然後是消滅私人、鄉間和公司發行貨幣鈔票的權利。在一八四四年的《銀行法案》（*Bank Act*）後，立法和慣例限制了銀行的貨幣供應量，並延續到聯邦準備體系，把規定落實到活期和定期存款上（如一九一三年的《聯邦準備法案》（*Federal Reserve Act*），然後是存款單，後續則是美國的銀行向倫敦和其他境外金融中心的分行借款。過程永無止境，就像是薛西弗斯（*Sisyphean*）；貨幣就是持續在創新，使現有的貨幣供給能運用得更有效率，並發展出相近的貨幣替代品，規避那些針對以銀行存款來增加貨幣供給的法律規定。

一九六〇年後期，由於美國的銀行在倫敦和其他境外中心所產生的美元存款並無利率上限、準備規定和存款保險費，同時閃避聯準會和聯邦存款保險公司所實施的監管，使得歐元的資本市場激增。美國的銀行在境外分行存款，所付出的成本低於這些銀行總行存款所要的成本，因此境外分行可以負擔得起比總行更高的利率。監管套利案就是絕佳的例子。在一九七〇年代，美國的股票券商發展出貨幣市場基金，產生的資本或借據可以代替銀行存款，且全由券商來付息，儘管不受美國政府的任何機關承保或保障。（在二〇〇八年的金融危機期間，這些資本的持有人得到了「白吃的午餐」——資本獲得美國政府保障，以降低任何人為了讓政府來保障資本而試圖把財富從貨幣市場基金移往銀行的機率）。

大家都來借錢吧!

一九七七年時，二十四歲的山姆·葛溫（*Sam Gwynne*）受雇於克里夫蘭信託公司（*Cleveland Trust Company*）（後續則在美國信託公司 [*AmeriTrust Company*]）擔任外勤貸款專員。

在銀行待了不到兩年，他就跑了二十五國，並且是四位專員中，唯一國際貸款金額達一億五千萬美元的專員。

克里夫蘭位於蓬勃的美國工業城市，有為數眾多的大型製造業公司，向國外出口工具機和其他的貨物。克里夫蘭信託的管理高層想要維持與俄亥俄州及中西部公司的長期關係，以免遭到總部位於紐約、芝加哥和舊金山的美國大型銀行進犯。花旗銀行、大通和美國銀行則想要善用自身能力來為美國企業的外國顧客提供融資，以便從這些美國企業上取得更多美國國內的銀行業務。

克里夫蘭信託想要增加它的外國貸款，一個原因是要盡可能快速拓展資產，以免貸款業務受限於克里夫蘭都會區，儘管有一些貸款專員跑去拜訪了東西岸以及匹茲堡、底特律和聖路易的潛在客戶，克里夫蘭信託仍想要保護與俄亥俄產業行號的關係，以免遭到美國其他城市較大銀行的競爭威脅。

山姆·葛溫的任務是要在所有拜訪的城市裡找到有吸引力的客戶。這些客戶八九不離十之前各自都受過其他三、四十家美國銀行的貸款專員，以及加拿大、日本、英國和其他外國銀行的貸款專員拜訪。克里夫蘭信託則可以提供現金給曾遭到多家美國和外國放款方駁回的客戶，當克里夫蘭信託找到有吸引力的客戶時，為了籌集資金，就會在銀行同業市場或境外資本市場上銷售本身的借據。在信貸循環的擴張時期，放款方會主動尋找借款方；有些放款方努力提高市占率，較成熟的放款方則是捍衛市占率。

| 貨幣學派v.s.銀行學派

貨幣理論史中，貨幣學派和銀行學派這兩派持續在爭論——要如何管理貨幣供給的成長。貨幣學派的擁護者力倡要強力限制貨幣擴張，以避免物價水準上漲。銀行學派的信徒則相信，只要貨幣供給增加，生意買賣也增加來相應，通膨率就不會提高。又因意識形態與經濟分析上的差別，在一八九〇年代也劃分出了硬貨幣學派與民粹派——前者所關切的是通膨，後者則是相信只要貨幣供給增加沒有快過於經濟活動增加，物價就不會上漲。在管理貨幣供給的成長上，這兩派看法的爭論持續了三百年。

貨幣學派想要以簡單的規則來把貨幣供給成長率固定在一年二%、四%或五%，就跟現今的貨幣學派很像。凡納（Viner）簡明討論了十九世紀的爭議：

貨幣學派也傾向銀行信貸影響較小，甚至否認紙幣以外的其他形式貨幣會影響物價，或是如托倫斯（Torrens）的案例所稱，存款的波動是密切受到現鈔發行的波動所左右。他們也對簡單的自動規則有所嚮往，卻發現一點都不適合規範銀行普遍的信貸業務。他們也反對任何擴展來立法管控銀行體系。

貨幣學派和銀行學派都不太關注非銀行信貸的擴張。創立於一六〇九年的阿姆斯特丹銀行（Bank of Amsterdam）憑著貴金屬存貨來發行提貨單或現金券；起初這些現金券的量是相等於貴金屬存貨的量的——一比一，所以阿姆斯特丹銀行沒有擴張信貸；後續到了十八世紀時，為了在第四次英荷戰爭期間拯救荷蘭東印度公司（Dutch East India Company），該行增加了貸款。商人把存貨與現金存於在阿姆斯特丹銀行——阿姆斯特丹銀行也是維塞爾銀行支付匯票的所在地（Wisselbank在荷文中是Wechsel，在德文中是Wechsel），以支應所開出的匯票。貴金屬存貨使得阿姆斯特丹銀行在產出錢幣時能賺到鑄幣稅——也就是錢幣的購買與產出之間的利潤，另外，該行對存貨所支付的利息較低，也是另一個獲利原因。

一六一四年時，阿姆斯特丹自治市成立放款銀行（Huys van Leening），使商人能有效率的自籌信貸，雖然那時候它還並不是活躍的放款方。商人所籌辦的這種信貸導致票據增加過頭；票據鏈在一七六三年因為一位商人沒錢支付到期票券而斷掉時，德諾夫維爾銀行銀行也就倒閉了。

瑞典的中央銀行（Riksbank）成立於一六六八年，創立兩個部門，仿效阿姆斯特丹銀行的匯兌銀行（Bank of Exchange）（Wisselbank）及放款銀行（Bank of Lending）（Liinebank）。這兩個部門的出現預告了英國在一八四四年的《銀行法案》，這也是兩個學派的折衷方案；**發行部門**（Issue Department）代表英格蘭銀行被指名發行持有的英國政府債務，它們憑著錢幣和金銀的存貨來產出紙鈔；**銀行部門**（Banking Department）則以發行部門所產出的紙鈔承作貸款與貼現。成立發行部門使貨幣學派獲得勝利，該學院批評了一七九七年的黃金標準（英格蘭銀行辯解是，這些貸款並未導致通膨率上升，因為他們為貿易增長提供了資金）；成立銀行部門的勝利，則是屬於那些相信信貸擴張有助於為經濟復甦初期提供資金的人。

貨幣學派的看法正確的是：信貸擴張最終會導致通膨；銀行學派的看法正確的是：在經濟擴張的開始需要增加信貸供給。在貼現金額限制於與實際商業買賣的關係上，貨幣學派的看法成了眾所周知的「實質票券學說」。生意買賣的量越大，貼現的範圍就越大，貨幣供給的量就越大，最終通膨率就越高。**信貸擴張一旦開始，政策的中心問題就是：擴大信貸行不行得通？以及是否能設停損點，以及這樣的限制能不能由自動規則（Automatic rules）來判定。**

核心課題在於，定義貨幣比估算有效的貨幣供給來得容易。華特·白芝浩寫道：「英格蘭的主事者並不.....喜歡貨幣的問題。在準確定義貨幣是什麼上，他們無所適從：知道要怎麼算，但不知道要算什麼」。

事實在於，貨幣主管機關每次在穩定或管控某種量的貨幣時，不管是絕對或預先決定的成長率，在激情的時期都會產出更多的貨幣和近似貨幣的替代品。以流動證券的角度來說，假如貨幣的定義為固定，激情或許會導致信貸以超出定義範圍的方式「貨幣化」；貨幣的流速（流速是定義為總支出或國民所得除以貨幣供給）就會增加，即使以傳統方式定義的貨幣數量是保持不變。爭論點在於，貨幣定義為M1，等於貨幣加上活期存款；M2，等於M1加上定期存款；M3則包含M2加上高度流動的政府證券。

過程看似無窮無盡；把任何M1加以固定，在經濟榮景中，市場都會創造出新形式的貨幣和近似貨幣的替代品，以便避開限制。英國的雷德克里夫委員會（Radcliffe Commission）在一九五九年時宣稱，在已開發經濟體是由「多家廣泛的金融機構」和「許多貨幣的替代品是高度流動的資產，但被當成貨品來持有，只有在實際的付款時才會知道其價值」。委員會力薦要針對這些廣泛的金融機構擬訂嚴峻的管控。「除了當成終極招數外，這樣的前景不受歡迎，主要不是因為它的行政責任，而是因為新金融機構的進步成長會不斷脫離主管機關的掌握」。

經濟學家為了哪些證券該被納為「貨幣」爭論了兩百多年。有一派看法是與經濟活動的變化最有相關性的證券。但是經濟活動計算起來相對有難度，和經濟活動最相關的證券或許會隨著時間改變，而且因國家而異。「在常見的用語中，銀行貨幣意指流通的紙鈔——『紙幣』。可是有些作者」在對貨幣的計算中「納入了支票和本票，甚至還有貸款和存款」。

約翰·斯圖爾特·彌爾把「貨幣爭論」整理得一針見血：

在任何時刻，個人的購買力都不是以口袋裡實際的錢來計算，無論我們所謂的錢是金屬還是紙鈔。它所包含的第一是財產裡的錢；第二是銀行裡的錢，以及其他所有應付和見票即付的錢；第三是他恰好

擁有的各種信貸。

有一種取向是在計算貨幣供給時，把證券全部納入。但在理論上，問題就是彌爾所點出的——家庭、公司和政府在某個時間能動用的信貸有多少？金額肯定有別，因為取得信貸有賴於滿足特定的條件，而在激情的時期家庭和企業都更能滿足這些條件。銀行和其他放款方常替企業和家庭擴充信貸額度，但對於任何時刻在額度內可用的信貸金額，借款方就必須滿足明確的規定。

讓我們想想，在一九六〇、一九七〇和一九八〇年代，倫敦和其他境外銀行中心的美元存款快速增長因為這些地區的存款利率較高，不像紐約和美國其他城市的存款利率在法規上較為受限。

這些存款的利率提高了，銀行賣出這些境外存款，把資金用來承作美元貸款，對象有美國和非美國的公司，以及任何一家美國營業處來的各級政府。公司向倫敦的境外銀行借入美元資金，也許會把這些資本用在美國，一如在紐約或美國的其他某個城市借入美元資金。那在倫敦和其他境外銀行中心所產出的美元存款到底該不該納為美國的貨幣供給呢？（該）

房屋淨值信用額度是近期的金融創新；銀行和其他的放款方提議借款給屋主，金額或許是等於房屋淨值的八、九成，或是在某些案例中高出一點點的金額。（在較早期時，用房屋來當擔保品的貸款叫做二胎抵押貸款；房屋淨值信用額度代表潛在的借款。直到屋主動跟銀行劃清界線為止，二胎抵押貸款都是實際的貸款。）取得房屋淨值信用額度意味著屋主要縮緊褲頭，因為有可能你正在還的錢是三、四十年前滾出的負債，甚至負債金額高出於屋主的收入平均。

比特幣與貨幣供給

近期的一項金融創新就是比特幣。比特幣的吸引力在於付款不會以白紙黑字或電子記錄的形式留下紀錄。一旦某人開了比特幣帳戶，就只有他自己知道密碼能進入屬於他自己的付款帳戶。

只有在其他人也有比特幣帳戶，以及知道這些帳戶各自的位址時，才會發現自己的比特幣帳戶有用。比特幣只會產出一百萬枚。而某人支付美元、瑞士法郎或日圓，以取得比特幣。從美元的角度，起初持有者或許會以固定的價格賣出十萬枚比特幣；等賣出全部的單位後，比特幣的價格就會隨著美元和其他幣值上漲或下跌。

比特幣只會產出一百萬枚的成功，導致威利·薩頓（Willie Sutton）、查理·龐茲和柏尼·馬多夫的仿效，並產出自有版本的電子貨幣。

接著比特幣的產出就會如同棒球卡。何納斯·華格納（Horus Wagner）的卡只有一張，但絲毫阻止不了任何公司產出更多的棒球卡、足球卡、板球卡、冰球卡或電影明星卡。

問題是出在，比特幣帳戶的持有人無法確定，十萬美元或一百萬瑞士法郎的帳單必須以多少比特幣來付。比特幣跟其他貨幣比起來，更像是一種騙局。

家庭的購買力無法輕易推斷成國家的購買力，因為個人的信貸金額增加，不見得會減損別人可用的信貸金額，而是要看銀行機構和激情範圍。就像一位小說家所寫到的信貸：

美妙的信貸！現代社會的根基。誰說這不是互信、無限依賴人為保證的時代？這是現代社會的獨具條件，使整個國家能立即看出報上軼聞的重點和意義，用這句話來看土地和礦場的投機者：「我在兩年前一文不值，現在我手握有兩百萬元。」

這番歸納在於貨幣替代品的歷史發展，而導致信貸金額和總支出的增加。只要試想匯票、拆款、金本位就好，當然名單裡還包括：紙鈔、銀行存款、票據交換所憑證、專門銀行（例如banques d'affaires [商業銀行]、Maklerbanken或Baubanken）的負債、信託公司的負債、可轉讓存款單、歐洲貨幣存款、分期信貸、信用卡，以及可轉讓支付命令帳戶。

｜ 債務品質

信評機構成立就是為了評比借款方的債務品質——公司、政府，甚至是家庭。明斯基發展出了分類法來評比公司的債務品質；他的三分法是基於在現金從營業活動流向借款方和預估償還債務時間上的關係。當公司在營收上的現金多於預定償還所需要的現金時，稱為「避險融資」；當公司在營收上的現金夠多，公司能對債務及時付息時，稱為「投機融資」。通常公司會需要借款來取得現金，以支付到期部分或全部的貸款。當公司在營收上的現金沒有多到足以及時支付所有的利息時，被稱為「龐氏融資」。牽扯到龐氏融資的公司不是需要借款，就是需要出售資產，來取得現金付息。（龐氏融資和投機融資的這種分法可對比公共財政文獻中所使用的分法，一方面是「基本財政餘額」，牽扯到政府稅收和其他收入的關係，另一方面是不含支付利息的總付款。有基本財政赤字的政府必須增加欠債，以籌措眼前支付利息所需要的一切資金）。

明斯基強調以債務「品質」來計算信貸結構的脆弱度；「投機」和「龐氏」的用詞就是著重於脆弱度上。用詞的意涵在於，要是沒有「奇蹟」，企業或許就無法償還預定的債務。把債務高樓承包出去來為有風險的事業融資，本來就會不穩定。加州、內華達州和亞歷桑納

州的住宅買家使用次級抵押貸款，就是在賭房地產的價格會快速上漲，憑著房屋淨值提高來借款，將籌來的錢支付買進房地產所產生的債息。放款方與屋主下了相同的賭注，許多屋主和放款方卻也都輸掉了這些賭注。

前一章中的模型強調，在經濟激情的時期，債務的量會增加，因為放款方和投資人變得不規避風險，更願意承作風險極高的貸款。在經濟趨緩的期間，有很多公司會經歷到營收不如預期，結果就是某些屬於避險融資組的公司淪為投機融資組，某些屬於投機融資組的公司則轉為龐氏融資組。

麥可·米爾肯的德崇證券與「垃圾債券」

一九八〇年代發展出的「垃圾債券」也被視為一項偉大的金融創新——也就是未受過任何一家大型信評機構評比的公司債券。與那些獲得信評機構評為「投資級債券」的利率相比，這些債券的利率普遍要高出三、四個百分點。垃圾債券有很多都是「殞落天使」——公司在發行時的經濟狀況較有利，然後接受了信評，而一連串的出包導致信評下降，最終成了最低的投資級，而再出包一次，信評機構就會把公司移往非投資級或投機的評比。

監管的主管機構會禁止許多金融機構持有低於投資級的債券，一旦跨過這道門檻，這些銀行和保險公司就必須把這些債券賣掉，這時這些債券的利率就會急漲。

銷售垃圾債券的人會告訴買家，買多元組合的垃圾債券，就會有「白吃的午餐」——因為就算當其中一檔或多檔債券借款方破產時，以債券的利息收入足夠來彌補破產的虧損。

在一九七〇和一九八〇年代時期，當時的第三級投資銀行德崇證券（Drexel Burnham Lambert）開始發行垃圾債券——在上流的圈子裡則叫做高收益債券。這項創新的擘畫者是麥可·米爾肯（Michael Milken）。發行這些債券的公司必須支付高利率來吸引買家；許多公司發行垃圾債券是為了取得現金來槓桿融資；公司的高層主管常會試圖購買公司所有公開交易的股票。或者A公司發行高收益債券以獲得現金來收購B公司，然後B公司發行垃圾債券來獲得現金收購A公司。

沒有爭議的事實就講到這裡；有爭議的是，米爾肯的承銷買賣有些違法或有些違背倫理。有政治評論員說道：購買垃圾債券的公司有很多都是信用合作社和其他的儲蓄機構與保險公司；其中一些企業的經理人和業主把德崇證券當成了承銷商來籌款，使他們可以買下各類公司的所有權與控制權。有恃無恐的儲蓄機構依賴的是美國政府的存款保障；它們祭出了高利率，並用賣出存款的錢來買進德崇證券承銷的垃圾債券。

透過德崇證券來發行垃圾債券的公司約莫有半數破產，結果就是儲蓄機構蒙受了大幅虧損；為高收益債券提供市場的機構都破產了，使美國納稅人賠掉了數百億元。但是弔詭的是這一切卻都合法。

在像是預言的著作裡，亨利·考夫曼（Henry Kaufman）對各種債務的增加都有所抨擊——包括垃圾債券在內的消費者、政府、抵押貸款和公司；考夫曼主張，債務品質是隨著債務的量增加而下降。優秀的投資銀行業者暨拉扎德（Lazard Frères）美國辦事處的負責人菲力克斯·羅哈定（Felix Rohatyn）則把美國稱為「垃圾債券賭場」。

話雖如此，比起傳統債券的持有人，垃圾債券的持有人起碼有一陣子所賺到的利率要比傳統的債券高得多。

在一九八〇年代後期和一九九〇年代初期的經濟趨緩時，發行垃圾債券的公司很多都破產了。新的研究顯示，垃圾債券的持有人平均賠掉了三分之一的錢，而且這些債券每年額外三、四個百分點的利息收入，並不足以彌補債券違約的虧損。

垃圾債券發行方倒閉的為數眾多，而且和明斯基的分類法相符：起初在發行時，這些債券有許多是屬於投機組。當美國的經濟陷入衰退時，這些公司的現金收入就下降，債券就轉為龐氏組。要避免違約，它們的確必須靠著經濟奇蹟。

這是一餐非常昂貴的「白吃午餐」，米爾肯坐了牢，並繳了大筆罰款。繳清罰款後，他出獄時的身家仍有好幾億美元。

匯票是對未來付款的要求，是賣方提供買家融資的一種形式。賣家為買家提供九十到一百二十天的信貸，然後賣家再把匯票以低於面額的折扣價賣給銀行，回報則是銀行為賣家提供現金，或者在十九世紀則是銀行存款，甚至匯票常常是直接用來付款。一旦賣家收到買家的匯票，賣家也會把匯票轉給別人，各收票者會把名字添加在票券上，就跟在支票上背書很像。背書是保障的形式；有些票券上的背書人有五到十個，萬一起初開立票券的公司付款時違約，任何在支票上背書的人都要依法負責付款給票券的持有人。「票券現在就是錢。」艾希頓說，即使背書人中有某幾人信用可疑，票券還是會像紙鈔一樣流通。在十九世紀的前期，有些小到十英鎊的流通票券上就出現過五、六十個名字。

因地區而異而有不同的付款方式。在十九世紀的前期，紙鈔在蘭開夏（Lancashire）不受大家喜歡，反而錢幣和匯票是當時所使用的主要貨幣。在一八五二到一八五七年的經濟擴張期間，由於匯票在付款上的使用量增加，即使對錢的需求增加，英格蘭銀行的流通鈔票仍少

了九百萬英鎊。雖然倫敦五家銀行的現金存款從一千八百萬英鎊增加到四千萬英鎊，不過根據紐馬其（Newmarch）在當代的估計，流通匯票的平均量則從六千六百萬英鎊擴張到了兩億英鎊。

起初匯票開立是與明確的買賣連結，而且各筆票券的金額都搭配上賣出的確切價值。在一七六三年的瑞典，卡洛斯（Carlos）和克拉斯·葛利爾（Claes Grill）對倫敦的林德格倫（Lindegren）由於不能立即確定特定船運與貨物，而在公司需要付款給賣家時才開出票券，在這之後賣出商品和開立票券間的聯繫便漸漸放寬了。公司或個人的信貸逐漸與特定的買賣劃分，票券則成了「融通票據」或本票——借據。

有些經濟學家堅決反對「融通票據」，因為它的風險較高，價值也比自償的商業票券還要低。在票券到期時，開立票券的公司會支付現金給持有人，不過在市場價格下挫時，商品的買家不一定有現金來結算債款，他們賣出商品也不一定能獲利，這時較高品質的商業票券優點遭到了誇大。因此在計算信貸的品質時，檢視債務金額與借款方的收入或財富比率會更有意義。

信貸類票券如富蘭克林所說：

在商業上非常方便；因為用它更容易計算出很大筆的款項，貨運起來更輕便，儲存時的空間也較小，因此在旅行和貯存時安全性更高，另外信貸票券在其他方面也備受重視。銀行客戶來源是當時的紳士、商人和出色交易員……這為票券賦予了信用；所以在英格蘭，它的價值絕不低於錢，而且在威尼斯和阿姆斯特丹，普遍來說更是如此。

在英國，票券樂觀的被覺得「價值絕不低於錢」，可是當票券跟錢一樣好時，它的效率就很明顯了。在十九世紀的前期，一直有所爭論，匯票是「錢」、「支付手段」還是「購買力」。貨幣學派的成員認定只有紙鈔的供給需要管控，匯票和銀行存款的量則沒有需要加以

管控或限制。比起借款方的財富或收入，當借款方開立匯票的未清償價值（=債務比率）變大時，很可能會出現問題。在激情的時期，這樣的問題常常發生，而且開出的匯票會在匯票鏈中具有連帶關係。亞當·斯密把它形容為正常的商業作為，但很容易做過頭而使信貸供給增加。霍特里（Hawtrey）宣稱，體系遭到濫用是在一八六六年的倫敦危機前，以及一九〇七年的紐約危機前；並表示，融通票據之惡在於：「當真正長期儲蓄無法建構固定資本，只好從投資市場取得」。一七六三年發生倒閉潮，當時阿姆斯特丹的德諾夫維爾銀行的失敗，在倫敦和阿姆斯特丹的影響較輕微，但是在漢堡和柏林卻產生恐慌，這一切的發生歸咎於沒好好了解匯票鏈。在替匯票背書的銀行鏈中，假如有一家銀行倒閉，鏈就會崩解，而且會拖垮未清償借據與資本比率相對低的公司。

融通票據使資本有限的交易員能一到期就回購，借到高額的錢，因此這些短期貸款常變為較長期的貸款。在金本位中止的期間，也就是拿破崙戰爭開打的十九世紀初期，並不需要去擔心信貸擴張對英鎊價格的衝擊。「投機瘋狂」卻在這段時期強烈影響貨幣學派，法蘭西斯·霸菱（Francis Baring）爵士知道有營業員的身家不到一百英鎊，所容許的貼現卻是五千英鎊到一萬英鎊。一八五七年，倫敦的會計師約翰·波爾（John Ball）通報，知道有公司資本不到一萬英鎊，債款卻達九十萬英鎊，並宣稱大家都是這樣做的。在相同的期間，漢堡的舍弗勒（Schäffle）通報，有人是資本不到一百英鎊，未清償額度卻是四十萬英鎊。

長期資本管理公司在資本是五十億美元時，就借了超過一千兩百五十萬美元。它的槓桿率是二十五比一，遠高於其他大部分避險基金十對一的比率。不過（沃斯 [Max Wirth]，著有《貿易危機的歷史》

〔*Geschichte der Handelskrisen*〕）表示，在一七六三年的榮景期間，很多公司都是以資本的十到十二倍來投機。在匯票鏈崩解之前，雷曼

兄弟的槓桿超過了三十比一，而且在各季接近尾聲時，雷曼會把一些證券轉移給分行，以便在季報中降低槓桿率。

融資或融通票據可能會導致信貸擴張過頭。票券供應鏈中不時會加入假名，好讓供應鏈顯得比較有信譽。再者，這樣的票券會開出很怪的金額，以顯示出這是一般的商業買賣。但是夜路走多，總是會遇到鬼，有些票券因為被索取不實賠償（例如在美國的放款遭到阻斷後，就由開給荷蘭和美國銀行的德國銀行來提出），使得銀行都知道這是偽裝成商業票券的融資票據。

｜ 信貸風險證券化

在二〇〇二到二〇〇六年間，投資銀行創造出了新的抵押貸款擔保證券（MBSs），證券化（房貸風險轉化成證券）助長了美國的房地產價格衝高；將一堆屬性類似的抵押貸款各自組成信託，向投資人要求本金與利息；投資銀行也推出新的資產擔保證券（ABSs），以索討各筆的抵押貸款擔保證券。

抵押貸款擔保證券的流動性遠高於交付信託的個別抵押貸款，還提供了讓公司分散個別抵押貸款信貸風險的方法，由於這些優點，抵押貸款的信貸供給增加，利率也就隨之下降。

信用卡債務和學貸也受到了證券化，與抵押貸款擔保證券的優點相同——借款方能分散信貸風險，而且證券的流動性較高。

｜ 金融業拆款

在一八八二年法國崩盤前，投資人為了擴張資本，使用拆款來為購買的股票融資。融資狂熱裡最經典的就是拆款，銀行放貸給股票經

紀商，讓他們有一天的錢可以「調度」（在法文裡叫reports）。股票經紀商把錢用來為所持有的庫存股票融資，而這一日貸款還能逐日展延。

總聯（Union Générale）是巴黎的銀行，在一八七八年由工程師尤金·邦塗（Eugène Bontoux）所創立。他曾與羅斯柴爾德（Rothschild）共事，後來離開並在奧地利、塞爾維亞和東南歐與羅斯柴爾德競爭。在一八七五年時期，較早創辦的總聯並不成功，當時法國因為鐵路的擴張和興建蘇伊士運河而開始繁榮，但榮景在一八八一年十二月開始削弱，隔月便開始崩盤。布維爾（Bouvier）法律事務所雖然很感興趣，身為天主教徒的邦塗（Bontoux）是因為放款方犯錯才失敗，還是老牌的猶太銀行和新教銀行對入侵者看不順眼而故意「做掉」他，但最後布維爾是以蘇格蘭所裁定的「證據不足」作結。

尤金·邦塗的總聯起初是以兩千五百萬法郎為資本額，在一八七九年的春天增加到五千萬法郎，在一八八一年一月再增加到一億法郎；第三次增加規劃在一八八二年一月，要把資本募集到一億五千萬法郎，但是其實到位的資本只有四分之一。在各次增資時，投資人都必須支付高於面值五百法郎的價格到銀行準備，以回應股票的市價上漲。這些價格分別是二十、一百七十五和兩百五十法郎。股份是登記在買家的名下，即使他們對所購買的股份還欠了四分之三的面值，擁有的二十萬股仍有半數左右都還在交易市場上流通。

在巴黎和里昂，證券交易是以每兩週結算的方式進行辦理。這些來自銀行、基金（caisse）以及個人戶的購買方要先付一成保證金，並向股票經紀人（源自法文agent de change）或從在拆款市場上借錢的經紀商借九成。銀行和基金可能會青睞專門交易的經紀商操作特定股票，於是乎像是總聯和羅亞爾里昂銀行（Banque de Lyon et de la Loire）以及其他家在榮景期間創立較不成功、較不可觀的銀行，就能間接支撐自家的股票。當股價變化不大時，投機者都是小賺小賠，經

紀商付出和收到的錢便相對少；假如股價上漲，有些投機者就會把錢從市場抽走，然後需要投入的資金就更多。假定投機者以一百法郎買一股，那就需要付十法郎保證金，並借九十法郎，若投機者以一百一十法郎把股份賣掉，抽走他的二十法郎（十法郎資本與十法郎利潤），被抽走的二十法郎中，有十一法郎會由新的投機者支付，九法郎則必須是向拆款市場來借。隨著股價上漲，拆款的利息（taux des reports）就會提高來吸引新錢。拆款的利息從一八八〇年底的四%到五%，提高到一八八一年春天的八%到一〇%，並在一八八一年秋天達到頂峰的一二%。

當股價下跌時，為了遵守保證金的規定，投機者所需要的錢會比較多。假如投機者以一百法郎買一股，再次下跌十法郎，跌價跌到了九十法郎，投機者就必須多籌出九法郎來遵守一成的保證金規定。假如投機者在之前就虧超過規定，而且沒有補足須追繳的保證金，經紀商就會把投機者的股票賣掉。假如價格下滑到低於九十法郎，放貸的經紀商、銀行與個人都會賠錢。隨著狂熱增速，總聯的股票從一八八一年三月的一千兩百五十法郎，來到了十二月十四日的頂峰三千零四十元，但困難的時期隨之而來，一八八二年一月十日的報價是兩千九百五十法郎，一月十六日是兩千八百法郎。一月十九日的價格是一千三百法郎。因投機者無法籌出規定需要的保證金，經紀商在當天虧了一千八百萬法郎，等到一月三十一日的月底結算時，則是虧了三千三百萬法郎。

羅亞爾里昂銀行的崩解更是令人驚嘆，股價一度從一八八一年十二月十七日的頂峰一千七百六十五法郎，來到了十二月二十八日的一千八百八十一法郎，雖然努力支撐自家股票，股價仍來到一八八二年一月四日的一千零四十法郎，一月十日的六百五十法郎，最後一月十九日關門那天僅剩四百法郎。崩解的信號是一八八二年一月四日宣布邦塗獲准在的里雅斯特（Trieste）成立海事信貸銀行（Banque de

Crédit Maritime) 那天，出奇招反而自作自受。

持有羅亞爾里昂銀行股份的賠錢投資人把總聯的股份給賣掉，高槓桿投機加上銀行與私人信貸透過拆款市場來循環，最後銀行、基金、經紀商、個人和企業在幾天內股價崩解。不過在股市崩解之前，經濟活動就開始下降，並不是因為貨幣供給改變，而是因為在股市的高峰，所以里昂的商人紛紛去投機總聯股票想賺到一點甜頭。絲商、製布商、實業家、零售商、乾貨商、雜貨商、肉販、有固定收入的人以及門警、鞋匠，有很多資本從一般的事業轉向了股市，投入證券和拆款市場。

在一九二九年美國股市崩盤時，有出現一些相似於法國銀行在五十年前崩解時的特徵，如股價觸頂、投機和經濟活動下降。更多的錢被用來支撐高水位的股價，而可用於經濟活動的錢則變少；另一點是，隨著股價觸頂，除了紐約以外的銀行，「全部」的活期貸款從一九二六年底的不到二十億美元，兩年後增加近四十億美元，至一九二九年十月四日超過六十六億美元。保證金信貸廣泛，券商規定股票買家要付一成現金，只能借貸剩餘的九成。同時紐約的銀行，經紀商貸款從一九二八年底的十六億美元，下降到了一九二九年十月四日的十一億美元。

股市崩盤，使紐約以外的銀行把資金從市場上取回，因為投資人怕股票交易所會像一八七三年時那樣關閉，從而凍結他們日常流動的貸款，不過這個階段，紐約的銀行稍微增加經紀商貸款的數量。和這狀況類似的是，在一八八二年一個以法國荷蘭銀行（Banque de Paris et des PaysBas）（法國巴黎銀行）為首的銀行集團直接給總聯貸了五筆共一千八百億法郎的貸款，以羅斯柴爾德銀行為首的另一群，則給總聯貸出了八千億法郎，好讓他們度過一月底的結算，並讓總聯有時間來訂出付款制度。在兩場危機中，有許多經紀商、客戶和（在一八八二年時）銀行與基金破產。貨幣市場的銀行放寬了調整幅度，但在一

八八二年的巴黎，大家並沒有辦法把總聯救起來。

在一九三〇年代，保證金買股在美國遭到了聯準會的監管限制，把保證金控制在不超過五成。金融機構卻能避開這項監管，監管是對有組織的股票交易所施行，包括紐約股票交易所，但沒有芝加哥商業交易所（Chicago Mercantile Exchange）所經營的標普五百指數期貨（S&P五〇〇），它的保證金是控制在投機者期貨合約部位價值的一成。而套利者把這兩個市場的價格聯繫起來，使它們等同是一個市場。投機者以一成的保證金在芝加哥買進標普五百指數的期貨合約，等同是以一成的保證金在紐約買進股票；當芝加哥的期貨合約價格上漲時，套利者就會賣出期貨合約，同時買進一籃子支配指數公司的股票。

在一九八七年十月十九日的市場崩解過後，一些人支持由聯邦準備理事會與證券交易委員會單一機關監管芝加哥和紐約市場，有些人提出要加強期貨市場的保證金規定，有些則提出要全面禁止股票的期貨交易。

| 金本位

第三個例子是以金本位為代表，在固定貨幣的基礎上擴張信貸，它關係到央行持有以英鎊和美元計價的流動證券。金本位開始於第一次世界大戰前，有時候被認為是一九二二年根據熱那亞會議（Genoa Conference）的建議，或是受到國際聯盟（League of Nations）黃金代表團（Gold Delegation）的關係才出現。這項創新受到了英格蘭銀行行長蒙塔古·諾曼（Montagu Norman）的強力支持，他試圖讓外國增加持有英鎊證券，以紓解英國的收支不平衡，而且相對於所持有的英鎊計價短期證券，外國持有的黃金並不多。一九一三到一九一四年的

放款榮景是靠央行增加手上所持有的英鎊、法國法郎和德國馬克計價的證券來融資。

就如同使用鈔票和匯票付款比錢幣成本更低，只要金融狀況穩定，持有擁有龐大資本市場的國家的有價證券會比持有貨幣性黃金要來更有吸引力。這些證券在買賣中使用起來比較容易，不需要運送、防護與化驗。藉由在倫敦或紐約銷售債券，然後以所賺到的錢買進以英鎊和美元計價的短期證券，國家就能增加持有的國際準備資產。由於英國或美國的貨幣主管機關不太可能讓外國增持自家貨幣計價的流動證券當理由來加強信貸結構，因此這些買賣造成了信貸擴張。

使用金本位的國際放款或許跟黃金交換標準一樣有著不穩定的狀態，尤其當國家從外國借黃金當作資金來幫國內貨幣擴張。在十九世紀時期，美國的公司和州政府在經濟上揚期間到倫敦借錢，順便為進口融資並提高美國銀行體系的黃金存底，以黃金買賣有助於商品與服務的轉移，而黃金貸款能使借款方可以在擴大信貸供給時，不造成放款國家的信貸減少。

｜ 信貸不穩定與大蕭條

在老舊的觀念裡，造成狂熱和崩盤是起因於信貸供給不穩定。艾文·韓森（Alvin Hansen）在寫《商業週期》（*business cycles*）一書中，對「早期概念」（early concepts）進行了全面考察，且在其中一章裡，論及十九世紀中期的經濟學家——約翰·斯圖爾特·密爾和阿爾弗雷德·馬歇爾等人時，將章節，命名為〈信心和信貸〉。韓森相信這些看法已經變得不合時宜，因為它們忽視了大型公司對投資與儲蓄的決定。為信貸不穩定賦予重要性的理論流傳到了二十世紀，霍特里跟庇古（A. C. Pigou）都是這派的典型經濟學家，庇古的著作《產

業波動》（*Industrial Fluctuations*）（一九二七年）裡有一章就是在談恐慌。不過矛盾的是，約在一九三〇年代發生大蕭條時，信貸不穩定的理論始被忽視。

米爾頓·傅利曼和安娜·史瓦茲（Anna Schwartz）的研究中，貨幣學派對大蕭條的看法得到闡述。他們認為在一九三〇年代的早期，經濟活動急降是聯準會在政策上犯錯的結果，這讓他們聚焦在一九二九年八月到一九三三年三月的貨幣供給下降。在一九二八和一九二九年蕭條展開時，他們就會將問題指向貨幣供給有沒有增加，從一九二九年八月到一九三〇年十月貨幣供給下降了二·六%，他們認為此時應該增加貨幣來抵銷經濟的疲弱。傅利曼和史瓦茲堅信，一九二九年十月的股市崩盤跟工業產出的降幅毫無關係，而且大蕭條是美國國內政策造成的後果，和國際的跨境投資流入、貨幣價格變化、歐洲和其他國家的通縮只有薄弱的連結。這個對大蕭條的看法在美國風行了很長的時期。

彼得·特明（Peter Temin）從凱恩斯主義的角度挑戰貨幣學派的這個觀點。他問：支出下降是起因於貨幣供給下降，還是貨幣供給下降是起因於支出下降？他使用複雜的計量經濟學來推算出來龍去脈。特明主張一切是集中在實際的消費與預測的消費水準誤差了多少，從中要明訂消費、所得、財富，以及預測消費的「正常」趨勢，這些都有可能影響而造成誤差。此外，他也檢視美國貨幣供給改變的時機和美元證券的利率變化，假如支出增加是使得貨幣供給增加的原因，那利率就該上漲；假如貨幣供給增加是導致支出利率上漲的原因，則利率就該下跌。既然利率是在一九二九年崩盤後急跌（除了因為投資人認為市場違約風險升高，而使高風險債券的利率上漲外），他便斷定支出下降是造成貨幣供給下降的原因。特明還檢視了實質貨幣餘額（公眾持有的名目貨幣量除以消費者物價水準），在他的分析中，實質貨幣餘額一九二九到一九三一年呈上升趨勢，上升幅度從一%到一

八%不等，這取決於採用哪一個貨幣供應量做為分析指標，狹義貨幣（M1）還是廣義貨幣（M2），以及所採用的是批發物價指數還是消費者物價指數，且年均值也進一步影響了走勢；若把每月的數字拿來看，並把M1和M2加以平均而以基準年和物價指數的百分比來顯示，假如把淡旺季的影響減到最少，從一九二九年八月到一九三一年八月，貨幣供給增加了五%。因此特明認為並沒有證據表示股市崩盤和英國在一九三一年九月脫離金本位制，是因為貨幣供給的變化造成了大蕭條。

即使特明強烈挑戰了貨幣學派的看法，他的分析卻沒有為大蕭條來源提供解釋。有一位分析師宣稱，股市崩盤使銀行對借款方限額供應信貸，因此是在沒有減少貨幣供給時，開始了大蕭條。另一位表示，股價急跌減損了名目財富與家庭支出；不說白的是，因為財富的實質價值下降，所以造成消費下降。

但是這些主張都忽視了工業生產在一九二九年的下跌速度，而且它是在股市崩盤前的四、五個月就開始了。工業生產從六月的一二七下挫至九月的一二二，十月的一一七，十一月的一〇六，十二月的九九；汽車生產從一九二九年三月的六十六萬輛到八月的四十四萬輛，十月的三十一萬九千輛，十二月的九萬兩千五百輛。下跌幅度實在太大，而無法從美國的貨幣供給量變化來解釋。

目前對工業生產下跌最好的解釋，反倒是信貸供給不穩定，以及購買汽車和其他耐久財的信貸供給減少，因為有許多信貸都轉向股市。隨著股價在一九二九年的前十個月上漲，資金流向了拆款市場；拆款量從一九二八年十二月底的六十四億美元，上升到一九二九年十月初的八十五億美元。再者，紐約的銀行和總部設於美國其他城市的銀行變得更加提防股市投資人其他借款方。當股市崩盤時，信貸體系便突然凍結，而且因為進口價格急跌，使得進口融資貸款也急降。

貨幣學派和凱恩斯學派的爭論忽略了信貸供給不穩定與銀行體系

的脆弱度。市場因為許多商品價格下跌，造成許多借款方對貸款違約，使得銀行體系癱瘓，生產與價格皆受到負面的衝擊。這就解釋了一九二九年大蕭條在早期的狀況。但是這看法多半遭到忽略，除了明斯基和亨利·賽門斯（Henry Simons）外，這位芝加哥的經濟學家認為，大蕭條是由商業信心下降所造成，並透過不穩定的信貸體系改變了流動性，從而影響了銀行增加放貸的意願下降。

賽門斯的觀點發表在《自由社會的經濟策略》（*Economic Policy for a Free Society*）裡，當時賽門斯是因為強烈受到第二次世界大戰後，一九三〇年代的大蕭條所影響，他力薦銀行存款要有百分之百的貨幣儲備，以防止大眾持有貨幣的意願改變，所引發的存款變化，因此要努力壓制體系中的其他信貸供給。他提議限縮掛帳信貸和分期付款，以及把政府的債務限制在不計息的貨幣和長期的債務（理想上是永久性債款）。賽門斯力倡金融財富全部以權益的形式持有，沒有固定的貨幣性合約，所以只有銀行能創造有效的貨幣替代品。賽門斯擔心社會的投機風氣，以及短期的非銀行借款與放款，會使社會的商業信心被影響。

賽門斯建議要限制貨幣與金融證券的性質，與自由派作風的傅利曼（Friedman）迥然不同，傅利曼認為讓市場自行判定不同類型金融證券的需求與供給。他認定管控貨幣供給的成長會阻礙主要的景氣循環，並不需要去害怕信貸機制的不穩定。即使賽門斯的積極提議是理想的（對這點有很大的疑慮），但它是烏托邦式（理想但虛構），並不實際。儘管如此賽門斯以不穩定的短期借款與還款來判定體系發展趨向，則是與明斯基觀點類似。

在過去的十幾年中，對於貨幣、銀行和經濟不穩定的關係，還有另一派觀點受到矚目，那就是新奧地利學派，他們想要全面解除對貨幣與銀行業務的管控。這群人是由英國的弗里德里希·海耶克（Friedrich Hayek）、德國的羅蘭·沃貝爾（Roland Vaubel）以及美國

的李察·丁布雷克（Richard Timberlake）、李蘭·耶格爾（Leland Yeager）、羅倫斯·懷特（Lawrence White）、喬治·賽爾金（George Selgin）所帶領，試圖廢止主動的貨幣政策。任何的銀行、公司或人都容許去發行「貨幣」；他們相信，市場會自己決定哪些公司發行的是良幣，公司們會以競爭方式，使自己的貨幣受到接納，所以良幣會驅逐劣幣。懷特能捍衛立場憑藉的是，在一七七二年的艾爾銀行倒閉之後，一八四四年的《銀行法案》就落實在蘇格蘭的銀行，從那一刻起便不再受到政府監管，一八四五年的《銀行法案》也就此誕生。

在這段時期當中，領頭的商業銀行累積太多次要銀行的鈔券，假如他們認為任何一家銀行發行的紙幣供應量增長過快，他們就會準備將這些紙幣兌換成較有價值的硬幣。大銀行充當著非正式的貨幣供應控制者的角色，但對於「良幣驅逐劣幣」的看法，有多次的歷史經驗顯示不支持——一七四五到一八三五年的英格蘭鄉間銀行，一八三〇年代的密西根野貓銀行，最近則是拉丁美洲和東亞銀行鬆綁。

一九七〇年代的全球通膨起因於美國、歐洲和日本的擴張貨幣政策，因為它們龐大的收支盈餘，導致所持有的國際準備資產和貨幣供給迅速成長。在一九九〇年代的中後期，央行所持有的國際準備資產迅速增加，三年後，法國的經濟學家巴斯卡·布蘭克（Pascal Blanqué）在文章中寫到了美國的信貸泡沫。在類似的看法中，葛瑞希耶拉·卡明斯基（Graciela Kaminsky）和卡門·萊茵哈特（Carmen Reinhart）則是指責國外大量印鈔，以及美國持續的收支赤字。

主要的問題在於，央行能不能抑制住信貸供給的不穩定並減緩投機狀況，以避免危險擴大出去。假如貨幣主管機關為貨幣供給或流動性制訂某種防火牆機制，或者直接聚焦在利率上，信貸供給上揚和後續的股市下跌是不是就能受到抑制甚至全面消除？目前沒有方法能預測，若是央行在政策上維持固定的貨幣供給，限制貨幣市場的流動性，或者在激情的投資出現徵兆時，調高貼現率，就能防止狂熱轉化

成危機，但是即使是經濟學家也無法仔細管控這個實驗。然而經由歷史證明，不同的貨幣政策對榮景會有所抑制，但並不能完全消除。

一八三九年，英格蘭銀行無視於危機的逼近，沒能提早調高利率，股市遭到慘烈攻擊。事實上，大家普遍認為這次危機就是造成一八四四年《銀行法案》的原因之一。在一八五〇年代初期，黃金過剩導致了利率在一八五二和一八五三年下降，雖然利率沒多久就提高，但還不足以阻止一八五七年的慘烈危機。流通的匯票數量隨著貼現率上升而增加，隨著貼現率下挫而減少，而不是對相反方向的政策變化做出反應，創建票券的投機看似沒有因為貼現率提高而被抑制。一八五〇年代中期有人提議：英格蘭銀行應隨其儲備金的變化改變貼現率，使大眾對於未來可預期什麼有清楚的概念——艾默·伍德（Elmer Wood）則建議英格蘭銀行標示出沒把握的交易。一八六三和一八六四年時，英格蘭銀行把利率調高了兩次而來到九%，或許有延緩但沒有阻止一八六六年的崩盤。法國在一八六四年完成了清算；英國在那年則有兩次大規模整頓，但也只讓通貨緊縮延緩發生。一八六九年七月時，奧匈國民銀行（National Bank of Austria-Hungary）把利率調高但提高得太晚，而沒有閃避掉一八六九年秋天的崩盤，並成了維也納在一八七三年大崩盤的恐怖前兆。雖然奧匈國民銀行在一八七二年再度調高了貼現率，沃斯還是認為貼現率太低。在類似的狀況下，紐約聯邦準備銀行在一九二九年八月九日，相同時機，相同缺失，卻把貼現率從五%調高到六%，而避開了危機。

一八七三年時，英格蘭銀行把貼現率改了二十四次，避開了五月在奧地利和德國與九月在美國所遭逢的金融危機。十一月時，貼現率調高到了九%，以防止德國把放在倫敦的法德補償款給提走。這究竟是針對危機可能性的成功微調，還是僅僅是增加了對短期資本流動的敏感性，我們無法從次要來源來判斷。

在一九〇七年的恐慌中，預備性的擴張波及到紐約市外的銀行，

使得紐約的放款金額不明，再加上紐約的銀行在倫敦大量借款——假如結合了前文中所討論過的兩種擴張方法，我們就能把外埠銀行在紐約放款跟金本位畫上等號。既然美國沒有央行，就不可能斟酌的提高利率。美國的借款導致倫敦黃金出口和利率上升，英格蘭銀行則勸市場別進一步接受美國的融資票券，因為這樣會對穩定狀態構成威脅。這番言論放緩了榮景，但沒能阻止一九〇七年三月的「富人恐慌」和十月的全面恐慌。

假如央行官員無所不能、無所不知，他們或許能靠管理利率和準備金庫存來穩定信貸供給，就能修正信貸無窮擴張所造成的供給不穩定。但「個別信貸的擴張並沒有受到積極的限制」。

央行的發展就是要對信貸供給成長與不穩定加以管控。從獲利導向的私人銀行演變成央行是一項不凡的成就。一八二五年時，私人銀行與央行有了分工的共識；倫敦和各省的私人銀行業者是替榮景提供資金，英格蘭銀行則是「替危機提供資金」，但是這樣英格蘭銀行便不能自給自足。在一八三七年後就沒有央行的美國，紐約的各大銀行皆是左支右絀，它們因為營利的角色間接助長信貸供給的不穩定，也因持有外埠銀行存款，假如銀行存款被國外提走，信貸供給會更不穩定。在私利和公利上，短期擔心的資金獲利和長期擔心的金融穩定有所衝突，沒有人下令紐約的銀行應該為了公共財負責，這麼做對銀行不見得有好處。這是一個普遍的政治與商業問題，**問題集中在公共利益該由誰來打點。**

二〇〇八年銀行危機的信貸來源

二〇〇八年的銀行危機在美國、英國、愛爾蘭和西班牙，起因於房地產的價格下跌，而冰島的銀行危機主要是起因於股價下

跌。這些國家在銀行危機之前，各自經歷了三、四年的證券價格急漲和投資流入量急增，導致該國的貨幣價格上漲。在二〇〇一年後主席葛林斯潘擴張聯準會因為擔心未來股價下跌會導致美國經濟急速趨緩。好在隨之而來的衰退不大，而且投資流入量增加，加上低利率政策助長了美國的房地產價格上漲。在二〇〇二年後，房屋大量建設，儘管美國的貿易逆差增加，美國的成長率照樣衝高。接下來的美國因為跨境投資流入增加，使得房產的出現榮景，以及貿易逆差增加。建築業就業率的增加多多少少抵銷了進出口生產商品的人力減少。外國對美元證券的需求在二〇〇六年底遲緩下來，美元的價格開始下跌，房地產價格來到頂點後也開始下跌，營建就業下降，出口生產就業則增加了。

5

臨界階段： 泡沫即將破滅

｜ 預期改變

導致銀行危機的一系列事件的標準模型是，一次衝擊引發了經濟擴張，進而演變為經濟繁榮，然後產生了激情；股票和房地產的價格快速上漲，上漲的速度快過GDP的增長。接著，股票價格上漲的步伐就會暫停。少數精明或幸運的投資人會出售部分股票，將投機性收益存放在安全的保值商品中。股票和房地產價格上漲的放緩，可能會促使其他人採取更為謹慎的作法。隨著股價開始下跌，危機很可能隨之而來。這種模式具有生物學上的規律性。接續而來的或許是恐慌，然後是崩盤。十九世紀中葉英國主要銀行家奧佛史東（Overstone）伯爵看到了類似的模式，華特·白芝浩引用他的話：「平靜，進步，信心，繁榮，興奮，過度交易，震盪，壓力，停滯，以默許告終。」奧佛史東列出了在金融危機或他所說的震盪前，激情（euphorica）有五個階段。

理性預期理論假設，投資人的預期或多或少會隨著每次衝擊的發生而變化，投資人會立即看穿每次衝擊對房地產、股票和大宗商品長期均衡價格的影響。對照之下，金融史的洞見是，「預期」有時候改變慢，有時候改變快，因為各群人會意會到，有時候是在不同的時

刻，有時則差不多是同時，眼下預測遙遠未來的價格有別於早先對相同這些價格的預估。

投資人心態從信心到悲觀的轉變，加劇了信貸市場的不穩定，因為一些放貸機構最終認識到，借款方的債務相對於他們的收入而言過於龐大。放款人降低了從借款方購買更多借據的意願。借款方透過減少支出來適應他們對未來的新看法，一些借款公司可能出售部門和營運單位，來獲得現金以償還貸款，這樣他們就有現金來支付利息和減少債務。放款人意識到他們有太多的風險貸款，他們從風險更大的借款方那裡，尋求未償貸款的償還，當貸款到期時，他們不願再繼續放貸，於是他們提高了新貸款的信用標準。

金融困頓的時期可能持續幾週、幾個月甚至幾年，也可能集中在幾天之內。一九二九年美國股市崩盤後的經濟低迷持續了四年，直到一九三三年三月一個新的、更干涉主義的政府上台。在一九九〇年一月股票價格開始下跌之後，日本陷入了十多年的經濟蕭條；這個國家的家庭財富大幅減少。相比之下，韓國在一九九九年初就從一九九七年底的經濟衝擊中復甦。一九九七年年中香港主權移交，並在亞洲金融危機爆發時，成為中國的經濟特區；在接下來的五年裡，房地產價格下跌了四〇%到五〇%。

美國在二〇〇八年和二〇〇九年經歷了家庭財富的急劇下降；房地產價格下跌超過三〇%，股票價格下跌近五〇%。二〇〇六年底，房地產價格開始下跌，二〇〇七年全年和二〇〇八年上半年，經濟增長雖有所放緩，但仍呈現正增長；二〇〇八年第三季度是GDP水平下降的第一個季度——在那之前，增長率或多或少每個季度都有所放緩。然後，二〇〇八年九月雷曼兄弟（Lehman Brothers）的破產引發恐慌和崩盤；信貸體系凍結，私人借款方支付的利率與美國國債利率之間的利差飆升。倫敦銀行同業拆款利率相對於聯邦基金利率上升了五百個基點，傳統的利差為十至二十個基點。信貸供給限縮和家庭支出減少，便導致了

美國GDP的急劇下降。

政府是否應該進行干預，來緩和經濟週期？政府政策在「預期」的形成中扮演關鍵角色。政府能否透過削弱在激情時所形成的「預期」來擋下銀行危機？在股票和房地產價格開始下跌後，政府該不該試圖去節制股票、房地產和商品跌價的衝擊？

貝爾斯登、房利美與房地美、雷曼兄弟

從二〇〇二年開始，美國房價異常上漲，大量房屋供應過剩，出現調整的首批跡象之一是，從二〇〇六年最後幾個月開始，抵押貸款經紀商破產數量激增；這些公司是向房屋的買家收購抵押貸款的「中間人」和批發商。這些經紀商為所要收購的抵押貸款訂出條件，然後把抵押貸款賣給投資銀行，由它把條件類似的抵押貸款組成信託，以當成擔保品來發行抵押貸款擔保證券（MBS）。假如在抵押貸款申辦後的頭十二或十八個月，借款方停止按月付款，投資銀行就保有權利來把任何抵押貸款「返還」給經紀商。由於借款方未能按期償還貸款，投資銀行便將這些抵押貸款退還給經紀人，並要求他們歸還貸款。無法償還貸款的經紀人破產了，而投資銀行則被卡在數百億美元的抵押貸款裡。

那些借錢買房的人違約，加上抵押貸款經紀商的破產，以致抵押貸款可獲得的信貸供應急劇下降。購房的步伐放慢了。那些因預期未來銷售大好而建造房屋的房地產開發商，房屋無法賣出，庫存大幅增加。

某些地區市場的房價在二〇〇五年底達到頂峰，在二〇〇六年底達到全國水平。二〇〇七年房價下跌了近一五%，導致新屋開工數量急劇下降。

第一個主要的受害者是貝爾斯登（Bear Stearns）；它管理的兩家槓桿對沖基金公司，都遭遇了重挫，這些基金的投資人都損失了大部分資金。然後，在二〇〇七年八月中旬，美國最大的抵押貸款機構美國國家金融服務公司（Countrywide Financial）遭遇擠兌。與此同時，英國最大的抵押貸款銀行北岩銀行（Northern Rock）也遭遇擠兌。這兩家公司都在努力增加他們在抵押貸款市場的市占率，他們都依賴商業票據市場來獲得超過三〇%的資金，來購買抵押貸款。實際上，美國國家金融服務公司和北岩銀行都透過在商業票據市場出售短期借據，來獲得用於購買更多抵押貸款的部分現金；這些借據的買家是那些擁有多餘現金的公司。

美國國家金融服務公司被美國銀行（Bank of America）所救，美國銀行最初先藉由購買優先股來從事資本投資，隨後才收購了美國國家金融服務公司。北岩銀行則得到英國央行的救助，剛開始是提供資金流動性；隨後，英國政府也收購北岩銀行的股份，成了它的業主。

接下來引人矚目的發展是，貝爾斯登在二〇〇九年三月時遭到了兩次擠兌，一次是股東的擠兌，另一次是那些持有貝爾斯登固定價格債權的人的擠兌，他們不情願或不願意在他們所持的貝爾斯登債權到期時，再購買新的債權。聯準會協助摩根大通收購貝爾斯登，同意若發行這些證券的公司出現違約，將同意接受貝爾斯登所持有高達二百九十億美元品質成疑的證券。

房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）這兩家政府支持的大型企業承擔了美國住房抵押貸款逾五〇%的信貸風險，它們在二〇〇八年九月第二週被美國財政部「國有化」。普通股的持有人等於是賠掉了所有的錢。優先股的持有人也陣亡了；許多銀行之所以購買這些優先股，是因為這些優先股可以被視為它們所要求的第一級資本的一部分。因此，房地美和房利美破產，會導致持有房地美和房利美優先股的銀行資本下降。

在房地美與房利美遭到美國財政部接管的三天後，雷曼兄弟破產了，因為美國政府決定，「不救雷曼」。美國財政部和聯準會的官員說，他們沒有權限來救雷曼。其實再努力一點去試，他們或許就能找到權限。或者在取得救雷曼的法定權限時，他們可以提供一些臨時的金融援助，好讓雷曼避免破產。

決定「不救雷曼」觸發了過往一百年來最大的美國信貸危機；信貸利差一飛沖天。雷曼是商業票據市場上的大型造市商；雷曼一關門，就大舉打亂了這個市場，由於短期融資要依賴在這個市場上賣出借據的公司，而陷入嚴重困境。為數眾多的公司在買進長期證券時，錢都是依賴短期籌資。它們發現，要為到期的借據再融資變得困難，且成本昂貴。

標準的說法是，「不救雷曼」的決定，反映出政府官員擔心，「紓困」有錢的銀行業者會讓大眾很火大。他們——就像兩百年前的官員和分析家一樣——相信挽救一家大公司會鼓勵未來十年、二十年、三十年的高風險金融行為。但背後也有一些故事。一是雷曼的李察·傅德（Richard Fuld）與時任美國財政部長漢克·鮑爾森（Hank Paulson）之間有很深的個人恩怨；之前鮑爾森是高盛的龍頭。傅德據說備受高盛嫉妒。

接著在九月十四日星期二，也就是雷曼兄弟倒閉的第二天，聯準會向美國國際集團（AIG）提供了八百五十億美元的貸款；這筆貸款給了聯準會選項來買下美國國際集團七九·九%的股票。美國國際集團雖然擁有銀行，但主要是保險公司，該保險公司的一家子公司發了數十億美元的信用違約交換（CDS）來為買家提供保障，假如所持有的債券有些違約了，該子公司就會確保交換的持有人全身而退。有些持有雷曼債券的投資人向美國國際集團的子公司買了信用違約交換，以便在雷曼對它的債券違約時把損失降到最低。美國國際集團的子公司賣信用違約交換的動機是，要向信用違約交換的買家收取權利金。

怕的是假如投保的債券掛了，美國國際集團會沒有足夠的現金，來付給信用違約交換的持有人。「大到不能倒」的學說重現。令人擔心的是，假如美國國際集團關門，其他許多金融機構就會發生擠兌，劇烈搶奪現金則會導致其他許多公司倒閉。

房價下跌和銀行貸款損失的相互作用不可避免，但可以預料，儘管並非所有在危機期間遭受打擊和倒閉的公司名字都可以被預測到。然而，美國國家金融服務公司、北岩銀行、華盛頓互惠銀行（Washington Mutual）靠著在批發市場上借入短期資金，來迅速增加他們的市占率，因此受到負債擠兌的影響，便遠甚於幾乎全然是依賴存款的錢來買入抵押貸款的放款方。而為了應付擠兌，這些銀行就必須在潛在買家匱乏之際把證券賣出，因為放款方會進入「現金至上」的模式。但由於潛在投資人也啟動了「現金至上」的安全模式，這一行為只會導致更大的市場恐慌。

很多家庭和企業為了獲得比政府提供保險的銀行存款更高的收益，而持有貨幣市場基金，但這時，他們會變得謹慎，不停變賣貨幣市場基金，抽回資金。

主要的問題是，美國房價的下跌是否可以預測，以及有多少後續的發展是可以預測的，以應對房價下跌。在二〇〇二年後的四年間，美國房地產的市值近乎翻倍。再者，房地產的市值增加大部分都是發生在占美國國內生產毛額五成的十六州內。因此，這十六州的房地產市值都增加了三、四倍，而導致新屋開工數衝高。供給過剩的未售出房屋在增加；有很多都是由預判這些房地產會以更高價賣出的投資人所購買。

到了某個階段，房價將不可避免的停止上漲，然後開始下跌。隨著房價下跌，數百萬套房產的淨值將會下降。數百萬的家庭將陷入「抵押貸款倒掛」的狀況——他們在抵押貸款上所欠的金額，將超過他們房屋的市值。數百萬人會丟下這些房地產，而把虧損留給放款

方。

丨 示警有用嗎？

有一項建議是，假如政府相信股票和資產的價格太高，而且自認比投機者要懂，那就該彙整知識或發布本身的預測。讓這些知識眾所皆知，政府或許就能讓投資人的擔心或害怕平息下來。很多政府官員對經濟和金融前景，有自己的看法，但這些看法可能時常相左，互相矛盾。必須由總理、央行總裁或財政部長親自出面闡述其政策看法，並形成共識，才能統一成「政府觀點」。

聯準會主席葛林斯潘在一九九六年十二月評論股價時，曾對「非理性繁榮」加以示警。這段發言顯然是在示警。但示警遭到了投資人忽略。

有觀點認為，政府官員的聲明在抑制樂觀情緒方面，可以發揮很大作用，不過，就歷史紀錄顯示，這種觀點無法獲得支持。有的狀況，或許「提點一句」就足夠了，但在另一些情況下，這些警告可能不足以預先阻止股票價格的上漲。當股票和資產價格以每年二〇%到三〇%的速度增長時，投資人和投機者會把政府官員的示警聽進去的機率不高。

歷史上第一次出現這樣的示警是在一八二五年。雖然許多作家把一七二〇年七月的《泡沫法案》看成羅伯特·沃波爾（Robert Walpole）和國王喬治二世（George II）對投機的示警，但該立法的主要目標是，壓制南海公司的競爭對手，因為其他的泡沫正在吸走南海公司想要和需要的現金。《泡沫法案》在一七四九年經過強化後，不論是行騙，或創立正當事業都變得困難，直到十九世紀才廢止。

在十九世紀，銀行主管機關開始對投機榮景示警。一八二五年春

天時，首相坎寧（Canning）、財政大臣、利物浦伯爵、法蘭西斯·霸菱爵士和《蘇格蘭人報》（*The Scotsman*）的麥克拉赫（W. R. McCulloch）對投機過頭加以示警。但示警卻助長了危機，最後危機無可避免。在一八二五年十二月的恐慌和崩盤中，利物浦伯爵沒有拯救投機者，因為他在九個月前就說過不會出手。一八三七年時，貿易委員會主席普雷特·湯姆森（J. Poulett Thomson）痛批投機風氣盛行，但這次不同於一八二五年的是，投資範圍僅是在英國，未跨進海外。

一八三七年秋天，投機風氣跨過了英吉利海峽，蔓延到比利時和法國，其政府機關企圖抑制投機，禁止通報票據與股票的價格。他們的努力徒勞無功；投機風氣突破了交易所的狹隘框架，連非專業人士都涉入其中，例如：收租者，甚至是「婦女和外國人」。列日、韋爾維耶和安特衛普的商會譴責股市投機。比利時國王拒絕為原本擬成立的工業互惠銀行（Mutualité Industrielle）發放營業許可。經濟放緩後，投機熱度也隨之下降，但這個結果並不是示警所致。一八三九年七月時，法國下議院的拉馬丁（Lamartine）發言反對投機，而且特別針對鐵路擔保證券的過度投機示警。

唯一表示正式譴責投機或許會有效的是，對一八五七年的危機加以評論的法國觀察家。一八五六年三月時，內政部長對特定的騙徒採取了法律行動。拿破崙三世皇帝向《理財人員》（*Les Manieurs d'Argent*）的作者德韋禮（O. de Vallée）祝賀，裡面嚴正談到可疑的金融作為。參議院通過了法律；法蘭西銀行把貼現率調高一〇%，拿破崙三世則在十二月十一日的《箴言報》（*Le Moniteur*）上發表信函，指出政府只會為那些非人為的天災提供支援。端木松（d'Ormesson）表示，投機的熱度衰降了，一系列對一八五七年危機的示警，達到效果。但羅森伯格（Rosenberg）斷定，這些警告來得太遲了。

一八六九年奧地利國民銀行（Austrian National Bank）採取措施壓制投機行為，結果仍導致「大崩盤」，而且四年後（一八七三年）依

舊迎來另一次危機。在一八七三年二月時，議員愛德華·拉斯克（Eduard Lasker）揭發普魯士政府和所屬商業部跟鐵路特許業者的勾結醜聞。在削弱投機情緒上，他的示警和披露並沒有帶來顯著的效果。

較為及時的示警是，一八八八年《經濟學人》（*The Economist*），曾連續刊登多篇關於阿根廷土地債券的文章。《經濟學人》在四月時寫道，「該債券……或許會……違約。就在當下，普萊特河兩岸的房地產全都拉出高漲的價格，但一旦發生金融困局，這些房子將很難脫手」。接著在五月時寫道，「可輕易想見的是，房地產的『榮景』崩解，一定會慘烈折損阿根廷土地債券的價值」。結果證明示警無效。

比較令人難忘的是保羅·沃伯格（Paul Warburg）有如預言的論調。他是庫羅公司（Kuhn, Loeb & Co.）的合夥人，聯邦準備體系的創辦人之一，在一九二九年二月時對美國大眾示警：美股的價格太高了，讓人不禁聯想起一九〇七年的恐慌；在他發表聲明之前，聯準會主席也發表了類似的聲明。結果是，投資人稍微暫停，但接著股價再次上漲。前文曾提及，聯準會主席葛林斯潘在一九九六年十二月對美股價格過高的「非理性繁榮」，提出示警。一九九九年八月，聯準會把貼現率提高〇·二五%後，葛林斯潘再次聲明，聯準會設定利率時，是考慮到高股價的狀況。股市再次忽略警訊。

儘管有這些示警，若房地產和股票的價格仍續漲，那示警儼然就是缺乏可信度。經濟預測人員或許知道，或者起碼是自認知道房地產和股票的長期平均價，但他們預測市場價格何時將跌向長期平均水平，而非遠離平均水平的能力有限。羅傑·貝伯森（Roger Babson）在一九二八年時把客戶的股票賣出，隨後股價續漲超過一年，他儼然成了傻蛋。

發出示警訊號的適切時間是一個複雜的問題。假如政府想要示警

發揮效果，它們就要「夠早」發出聲明，以防止那些過度的激情期，或晚到崩盤期前，讓示警聲明可信。聯準會的某任主席有一個比喻是這樣的：主管機關不願「在派對正熱的時候，就把派對上的酒杯端走」，因為這樣會引起眾怒。

冰島的花言巧語與謀財害命

二〇〇六年二月時，哥本哈根丹斯克銀行（The Dankse Bank）的拉斯·克里斯汀森（Lars Christiansen）撰文抨擊，冰島的股價過高，即將急轉下跌。冰島銀行家的反應是請冰島商務部資助一項研究課題，邀請美國經濟學家腓特烈·米希欽（Frederic Mishkin）和冰島的經濟學家崔格維·賀伯特森（Tryggvi Herbertsson）來研究冰島的金融體系。他們研究的主題是「冰島的金融穩定」，而他們得出的結論是冰島的銀行處在穩定的金融局勢中。約莫一年後，冰島商會祭出第二份研究；作者之一是長期居住在倫敦的美國經濟學家李察·伯茨（Richard Portes），之二是另一位冰島經濟學家腓特烈·馬爾·鮑德森（Fredrick Mar Baldursson）。研究中證實了前一年股價穩健的報告，即股票價格是合理的。

冰島商會是冰島銀行業者協會（Icelandic Bankers Association）幕後的代言人，冰島銀行業者協會則由三家冰島銀行所把持。

就如同每個買家對應一個賣家一樣，每個悲觀主義者也對應一個樂觀主義者。但有些樂觀人士是暗樁，把自己的名義或無知租給遊戲中本錢雄厚的玩家。

冰島政府以操縱市場為罪名，把冰島土地銀行（Landsbank

i) 的前行長西格勇·阿納森（Sigurjon Arnason）定罪。該行的另外兩名最高主管也以操縱市場起訴，其中一人被宣告無罪。格里特利爾銀行（Glitnir Bank）和考普森銀行（Kaupthing）的前行長也是以操縱市場定罪。

操縱市場有五十七種不同的樣態。其中一種是租用一個重要的名字來幫助行銷。另一種則是用銀行本身的錢來買自家的股票。

現代的傳統是，央行會透過貨幣政策來調節消費者物價水準或其他物價水準的指數；「通膨目標化」成了新的格言。政策上的問題是，央行官員該不該忽略房地產和股票的價格上漲，即使它遠高於長期的平均價，並僅僅聚焦於商品價格水準或商品與服務的價格水準。企圖光靠聲明來說服投機者通常是徒勞無功的。

假如市場上的商品與服務符合央行的控制目標，而股票與資產的價格則遠高於它們對可維繫水準的看法，央行就會遇到兩難。再者，複雜的是，假如股價上漲跟跨境投資流入有關，貨幣就會升值，這往往會限制本國商品價格上漲。

| 金融困頓

困頓（distress）是與銀行危機相連而廣受討論。這個詞並不精準：一層意義是受苦的狀態，另一層是危險的情勢。商業困頓是反映第一層意義，金融困頓則是第二層。商業困頓代表價格、經濟活動與獲利下降，以及許多公司破產，或是正在破產的路上。個別公司的金融困頓則是指，它蒙受了顯著的虧損，而且有並非微乎其微的或然率是，它會沒有足夠的現金來照議定的時程對債務付息。二〇〇八年最後

幾個月的信貸恐慌，導致了汽車銷售量急跌，通用汽車（General Motors）和克萊斯勒雙雙破產。

一個經濟體的金融困頓（財政困難）具有前瞻性意義，意味著需要經濟調整；公司可能處於破產的邊緣，銀行異常巨大的貸款損失，或許意味著公司可能需要額外的資本。美國政府擬訂了七千億美元的問題資產救援計畫（TARP）來調度金錢，以強化銀行和其他金融公司的資本狀況；美國政府等同是購買了這些銀行各自新發行的優先股。美國政府不願指出哪些銀行最迫切需要額外的資本，因此要求為數眾多的銀行把新發行的優先股賣給美國財政部。

許多投資項目陷入停滯，因為開發商無法獲得完成建設所需的資金。可以觀察到，各個建築工地上有許多施工吊車，但都處於停工狀況，因為開發商無法借到額外的資金，將項目完工。

很多字詞可以描述狂熱走向崩潰的狀態，例如：不安、憂慮、緊繃、緊俏、壓力、不確定、條件看壞、脆弱。較生動的措辭，如：市場醜陋下跌，或雷雨般的氣氛。另外，人們還會使用氣象學詞語：

「再次感受到暴風雨前的壓迫氣氛。」或運用地質學詞彙：在一八四七年恐慌的前兩年，奧佛史東伯爵曾寫信給朋友諾曼（G. W. Norman）（一九二〇年代英格蘭銀行行長蒙塔古·諾曼的祖父）：

「我們的眼下沒有現金了，只有些微預告性的地動在我們的腳下。」地震的比喻也受到米歇爾·謝瓦利耶所運用，他從美國寫信談到了傑克遜（Jackson）總統與美國第二銀行（Second Bank of the United States）衝突：「信貸崩解比最恐怖的地震還可怕，無論歷時多短。」

另一位法國作家曾論及「災難即將到來的預感」。德國的形容則是：

「在一七八二年秋天危機來臨前的市場，像是拉滿弓，一觸即發」。

投資人可能會越來越容易意識到限制，如各種上限規定，好比說，根據一八四四年的《銀行法案》，英格蘭銀行規定了鈔票發行上限。一八九三年，美國財政部規定，最低須保留一億美元黃金做為貨

幣發行的準備。一九二四年，法蘭西銀行規定了對財政部透支的最高限額。一九三一年六月，聯準會的道斯計畫（Dawes Plan）限制兌換黃金的額度。一九三二年二月《葛拉斯—史迪格法案》通過前，美元可自由兌換黃金。此外，投資人認為，一國的未償還外債對GDP比率達六〇%，該國即處於金融困頓，當這個比率高出很多時，就是指一國的「冰層很薄」。若政府債務對GDP的比率超過六〇%，就會被視為太高。就如財政大臣一八五七年時所論及，限制會令人興奮：

現在當你訂出限制時，無庸置疑的是，那道限制的存在必定會使警報升高，只要它在危機時刻讓人感到它的存在，就一定會引起恐慌。民眾感受到危險襲來時，就會開始計算在陷入商業困境時，資金剩下多少得去尋求援助，而且不管你用什麼方式把限制固定下來，無論是靠《國會法案》（*Act of Parliament*），還是如湯瑪斯·圖克（Thomas Tooke）先生（銀行學派的領袖）所提議的靠某種慣例，或者如法國是靠政府對法蘭西銀行斟酌行事，無庸置疑的是，在危機的時刻，限制必定會使警報升級。

二十年後，一位法國官員表達了同樣的觀點，他為法國央行應保持約三分之一活期負債的特別準備金這一傳統辯護，雖然這沒有硬性的法律要求：「但畏懼固定與絕對的限制……是不智的。」限制超漲或許有心理上的含義。一九二四年三月時，雖然精明的銀行業者知道，法國的貨幣供給小幅增加並不危險，但大眾已逐漸把法國央行對法國財政部的預支款天花板，視為經濟健全度的指標。如某位部長所說，在對本身貨幣的信心上，法國接近彈性的上限了。

困頓的成因與症狀緊密相關，無法分開觀察。導致困頓的原因很多，例如：利率的急升、一級借款方與次級借款方的利率不同、貨幣貶值、企業破產增加，以及資產價格見頂等，這些現象相互關聯，由信貸機制超載運轉、超出正常後，放款方採取避險措施，主動收緊信貸的結果。

十九世紀，買家可以支付部分保證金購買新發行股票，其餘款項可以未來補足的制度，加劇了金融困頓。一八二五年和一八四七年的英國，以及在一八八二年的法國都發生過類似的事件：有些股票買家並沒有足夠的現金來支付餘款，他們均仰賴將賣出股票獲利來支應。湯瑪斯·圖克（Thomas Tooke）以「嚴峻」來形容一八二五年的這種困頓，因為追繳現金付款，迫在眉睫，但股票的盈餘前景，卻遙遙無期。而一八四七年一月英國的金融困頓更是誇張，當時鐵路股票一個月要求支付的現金，總計達六百五十萬英鎊。

在一七二〇年的六、七、八月，南海公司不斷嘗試透過發行新股票來募集現金，但這種連鎖信的融資方式，很快就被看穿。一八八一年時，巴黎證券交易所銷售超過了一百二十五支的新股，總市值達五十億法郎，而當時的法國每年的儲蓄總額，約估二十億法郎。這還不算是瘋狂上市的年代，一八八〇年代後期的英國和一九二〇年代後期的美國，曾出現過這樣的上市狂潮，但當時兩國案例都不需要增加儲蓄，因為當時認購股份，不是動用現金，而是拿私人持有的股份交換。

當股價如投資人預期持續上漲，而且成為實現獲利的基礎時，投資人會用力買進，這時，股價下跌，必定會陷入金融困頓。因為此時其中一些投資人會出現「負利差」的狀況，因為買進股票或資產時，所借資金的利率超過這些買賣這些股票的獲利；這些投資人預判能把股票或資產的價格上漲，當成新貸款的擔保品，以提供所需要的現金來支付利息。所以當股價停止上漲時，就無法償還貸款利息，這些投資人就會陷入困頓。

不歸日

在一九四〇年代後期，馬寬德（J. P. Marquand）撰寫的《不歸點》（*Point of No Return*）是當時美國最暢銷的小說。書名中所隱含的概念，可以輕易修改為「不歸日」（Date of No Return），冰島的銀行危機，發生在二〇〇八年，約莫是雷曼兄弟倒閉的時候。冰島的銀行倒閉是因為，它們再也無法向大型國際銀行借到足夠的錢來付息給放款方。在二〇〇八年的七月四日，假如這些外國銀行停止放款給冰島的銀行，那麼冰島的銀行幾乎肯定說是，隔天就會倒閉。類似的狀況也發生過，在二〇〇七年的七月四日，當時假如外國銀行停止放款給冰島的銀行，冰島的銀行肯定會在一、兩天內關閉。新貸款的供給斷炊意味著，冰島克朗的價格會急跌，導致以歐元或瑞士法郎計價的債務負擔大增，很多借款人還不出來，不得不違約，不僅是外債，連國內貸款也還不起。

外國銀行若越早緊縮放款給冰島的銀行，冰島的銀行違約的機率就越低。話雖如此，但二〇〇五年春天之後，冰島各家銀行出現違約的可能性已經增高，因為當時冰島克朗的價格偏高，外債負擔也十分嚴重偏高。

這裡出現一個問題：「冰島的銀行既然老早就踏上不歸路，已經沒有回頭的時候，那為何放款方還繼續增貸給冰島？」而類似的是，國際貨幣基金和經濟合作發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development）為什麼沒能體認到，冰島的危機無可避免、機率很高，或者甚至發生的或然率大過五成？

不歸日的問題可以套用來分析美國在二〇〇八年九月的銀行危機。那場危機並不是天災或晴天霹靂，突然打擊到美國的金融市場的。事實上，在那場危機爆發之前，已經有一系列徵兆，當時導致債務之高，已經無以為繼。

二〇〇六年底到二〇〇七年，美國的房地產價格開始下挫，金融困頓籠罩著整個次級抵押貸款市場。次級抵押貸款的特點是，購屋人拿出的頭期款經常不到房屋總價的一成，而且在某些案例中，購屋人從第一天擁有的房屋，就是負資產，那是因為抵押貸款的金額太高了；當房價開始下挫，這些借款方立刻就陷入了「抵押貸款倒掛」（upside-down mortgages）——未歸還的抵押貸款遠高於房屋價值，這時的金融困頓的回應就是「叮噹郵件」（jingle mail；編按：指的是當抵押貸款金額遠大於房屋價值時，房主直接拖欠貸款，並把房屋鑰匙交還給放款銀行，銀行家稱之為叮噹郵件）——等同於把房地產的鑰匙寄交給放款方。

困頓也可能是肇因於該國的資金流出增加——例如：農業歉收、進口需求增加，境外金融中心提高利率吸引國內資金等。這樣的情況下，國內信貸市場的信貸供給就會萎縮，這是因為銀行體系準備金減少所致。

資金流出是困頓發生的潛在風險；一八七二年，倫敦貨幣市場曾陷入困頓，當時法國向普魯士支付賠款，意味著德國央行收購了大量以英鎊計價（能輕易兌換成黃金）的貨幣市場證券。同樣的，一九二五年四月之前也有資金流入倫敦，因為人們預期英鎊的價格將升至戰前的黃金平價；一旦英鎊再次與黃金掛鉤，這些存款的所有者，就會有適度的動機把它們留在倫敦。由於擔心資金可能會離開倫敦，使英國央行在制定利率政策畏首畏尾的、處處受制。在一九二六年底，法國央行成功穩定貨幣後，為了限制法國法郎的升值，又收購龐大的英鎊餘額；法國人或許會用這些餘額的部分或全部來買黃金的機率成了討價還價的籌碼，而增加了英格蘭銀行的緊張感。

金融困頓的本質是喪失信心。接下來會發生什麼事情嗎？隨著經

濟失衡得到修正，人們開始對未來比較有信心，還是轉而產生銀行擠兌、恐慌和價格崩解呢？

詹姆斯·吉本斯（James S. Gibbons）簡明的觸及這個問題：

當正派的商人盡了全力失敗後，被逼到角落，流露出絕望的神情時，銀行管理人員並不總是無動於衷。他們知道籠罩著市場的危險。信貸大肆擴展；大眾的興奮之情，熱到令人高度憂慮，只需要有一起「大咖」倒閉，就會使「巨大的泡沫」爆掉。誰知道這是一個泡沫？誰知道壓力的最高點不會是今天到來，而且水位不會明天就開始消退？然後事情就逐漸回到舊有的軌道，信心重現，並證明壓根就沒有泡沫要破裂？

丨 困頓會歷經多久？

金融困頓可能會像一八六六年的法國、一八七三年和一九〇七年的英國那樣消退，或者緊隨其後，產生恐慌。一九七九年，邦克·亨特（Bunker Hunt）壟斷白銀市場的努力失敗、一九八四年伊利諾大陸銀行（Continental Illinois Bank）的破產，以及一九九八年長期資本管理公司（Long-Term Capital Management）的崩潰，都引起了美國的極大關注。

在一九八二年八月後，金融困頓有過很長的時期是來自，過度貸款給墨西哥、巴西和其他的開發中國家，以及路易西安納州、奧克拉荷馬州和德州等州的儲蓄機構過度貸款給採礦業，他們預判油價會漲到一桶七、八十美元以上。一九八〇年代末，美國的銀行和儲蓄機構倒閉後，美國清理信託公司（Resolution Trust Corporation）收購了數百億美元的房地產，這些房地產原本都是抵押貸款的擔保品。最終，這些房地產會被拍賣，但所拍賣的價格有不確定性，這點壓低了它們

的價格。

在二〇一〇和二〇一一年，佛羅里達州的西岸有一個反常之處是，許多住宅房產用不到營造成本的價格，就能購買到，因為銀行在法拍程序中接收了這些房地產的所有權，但迫於監管壓力，銀行會低於營造成本的價格賣掉房子，雖然價差的虧損會導致銀行的資本被掏空（對於在法拍中所收購的房地產，銀行不該持續持有超過好幾個月，這是一個看似無害的監管，如何使銀行的資本問題雪上加霜的絕佳例子）。

同樣的，一九九〇年代，東京也歷經一段很長時期的困頓；在任何的「按市值計值」的測試中，大多數日本大型銀行都破產了，可是它們並沒有經歷到國內存戶的任何擠兌狀況，因為日本存戶認為，政府不會聽任任何一家銀行倒閉。事實上，日本政府對這些倒閉機構並沒有確定的政策，這點是造成困頓的原因：政府會關閉這些倒閉的銀行，還是會以有利的條件為它們提供新的資本？

一九八七年十月十九日星期一的股價急跌，最後證明是修正，而不是恐慌，因為它並沒有散布到美國的其他市場，雖然除了日本外，其他國家股價都有近乎同時的急跌。那時，困頓歷經了好幾週，投資人等著看股價下跌，會不會顯著衝擊到其他的市場。

一九九八年夏天，長期資本管理公司（LTCM）與俄羅斯的銀行體系的崩潰同時發生，當時俄羅斯盧布大貶，導致長期資本管理公司的獲利模式失準，大賠倒閉。長期資本管理數百億的衍生商品合約，像是期貨和選擇權等，其中隱含著很高的槓桿。由於它的槓桿非常高，長期資本管理公司更近乎像是不受監管的銀行。長期資本管理公司被視為「非常聰明」的金融機構：最高幹部中有兩位金融方面的諾貝爾獎得主。起初長期資本管理公司被看成賺錢機器，懂得利用在價格上的偏離獲利。例如：三十年期的美國國庫債券交易得很廣，但二十九年期的債券就比較沒流動性，所以二十九年期的債券在利率上比

三十年期的債券高得不多。長期資本管理買進價值數億美元的二十九年期債券，同時做空金額或多或少相同的三十年期債券，從利差中獲利。以二十九年到期債券和三十年到期債券的利差不大，但這個小數目和數億美元部位的乘積就很大，而且非常有賺頭。

有些大型銀行是長期資本管理公司的主要放款方，而且這些銀行也仿效它一些投資組合部位。長期資本管理公司和這些「追隨領頭羊」的銀行，當時主導了部分此類證券的市場。

一九九八年春天時，長期資本管理公司做多新興市場的債券，同時做空美國國庫債券來避險。隨著投資人對俄羅斯的金融前途日益憂慮，新興市場債券價格隨之下跌。聯準會以加大貨幣寬鬆來回應，使美國國庫債券的價格上漲。長期資本管理公司「避險」的兩隻腳都賠錢，侵蝕了它的資本基礎。隨著這些新興市場債券的價格下跌，長期資本管理公司便落入了俗稱的「進退維谷」；假如它把任何所持有的個別證券賣掉，價格就會進一步下挫，它的淨值就會下跌得更快。

聯準會擔心的是，假如長期資本管理公司倒閉，資本市場就會有很長時期的不確定性、困頓，該公司在期貨、選擇權和其他衍生商品上的部位會鬆動，債券價格則會進一步下挫。聯準會亮出了「肌肉」，說得精準點，就是以監管的肌肉來威脅，以誘使身為長期資本管理公司放款方（大型銀行）把對長期資本管理公司的某些貸款轉換成該公司的股權，而這樣債股交換的結果則是，這些成群的銀行收購了長期資本管理公司九成的持份。

錢去了哪裡？

美國人的金融財富從二〇〇八年危機前七十四兆美元的高峰，跌到了二〇〇九年第二季的六十三兆美元；下跌大部分都是起因於

房地產的價格下挫。

錢在消失前是從哪來？

泡沫的特徵就是，房地產和股票的價格上漲異常到無以維繫。投資人用借來的錢買房地產。房地產的每個買家都有賣家；房地產的買家大部分都是用借來的錢付款。賣家把支票存進帳戶；他們或許會用其中一些錢來買其他的證券。過程就跟個人買股票類似，差別在於比起房地產，借錢購買股票，金額較小。

房地產和股票的這些賣家會把賣出所得停泊在銀行和債券上。錢並沒有消失，但錢的所有權從買家換到了賣家手上。

當一些為購買房地產而借貸的人出現貸款違約時，銀行資產的價值就會下降，銀行資本也會相應下降。如果銀行資產價值急劇下降，銀行資產的價值，可能會下降到低於其存款負債的價值。在早期，存款人會爭先恐後的把錢從銀行取出來；由於有政府擔保的存款保險，被保險存款的所有者，就不會爭先恐後的去領錢，擠兌的可能性就會變小。但是銀行體系可能會萎縮。

金融困頓之後的崩潰或恐慌，可能會在幾週內立即發生，也可能會推遲幾年。約翰·勞（John Law）的體系在一七一九年十二月達到觸頂，並在一七二〇年五月崩解——從輝煌到災難經歷了五到六個月。在一七二〇年的南海泡沫中，瘋狂的音符在四月底響起，市場的難看下滑則在八月發生，而崩解則是在九月的頭幾天降臨。一七六三年，困頓是在三月形成，阿姆斯特丹的德諾夫維爾銀行倒閉而引爆實際的危機，則是發生在七月。英格蘭銀行在一七七二年初調高貼現率；艾爾銀行在五月時縮減業務，但太遲了。弗戴思（Fordyce）在六月十日潛逃，六月二十二日這一消息在英國引爆恐慌；阿姆斯特丹後

續的困頓，則持續到十二月克里弗德公司（Clifford & Co.）倒閉為止。

從一七八九到一八一五年，危機主要是由個人的災難性事件所主宰，例如：路易十六在一七九三年一月被送上斷頭台（人頭落地幾乎向來都是災難），法軍在一七九七年二月從威爾斯西南尖端的費什加德登陸；一七九九年突破歐陸封鎖等。這些情況造成的金融困頓時期都很短，因為恐慌幾乎是立刻就到。而在一八〇九到一八一〇年時，反挫是肇因於歐陸鎖國加劇，以及對巴西的出口過度交易，市場壓力從一八〇九年中慢慢攀升，到一八一〇年中開始迅速惡化，一八一一年一月則是企業破產的高潮。

一八四七年一月，要求進一步支付鐵路股份認購費用的呼聲，為緊張局勢埋下了種子，穀物投機活動在五月見頂，八月崩潰，十一月引發恐慌。一八六六年的危機是一八六四年棉花價格暴跌的延遲結果，那一年棉花價格暴跌給法國帶來了恐慌。

英國在一八六四年有兩次「臨界時刻」，一次是一月的真正危機，跟棉花的價格崩解有關，另一次是在第四季。英國在看待這段時期時，往往比較著眼於投機擴張對貼現的影響，以及一連串操作自身股票，以便為投資人財富灌水的情況。

金恩（W. T. C. King）曾寫過一個故事，提到一個名叫亞伯特·高德默（Albert Gottheimer）的人，使用亞伯特·葛蘭特（Albert Grant）這個假名，創建英格蘭土地動產信貸（Credit Foncier and Mobilier of England）最終獲得，或者可以說是募集到一百萬英鎊的資本。

在榮景和「配息競賽」的高峰期，貼現公司歐福倫格尼公司在一八六五年七月轉型成一家上市公司，導致股票在十月的溢價是百分之百。為了反應，英格蘭銀行把貼現率從三%調高到七%；崩盤直到一八六六年五月才發生。英國的金融困頓歷經了七個月，從一八六五年

十月到一八六六年五月，法國的金融困頓則歷經了近三十個月。

金融緊縮、危機和恐慌的時期（在美國）是發生在秋天，當時西部產糧區的銀行向東岸的銀行借了大筆的錢，以便讓穀糧業者融資來向農戶購買穀物。史博拉格（Sprague）曾論及，一八七三年的危機在九月降臨是因為收成提早，危機爆發一貫是出乎商界預料，以及一八七三年的危機，並非例外。季度的通貨緊縮周所皆知，然而難題在於它出乎預料。從一八七二年九月到一八七三年五月，通貨「緊縮過頭」，造成鐵路只能借入短期資金，而不是發行債券，這可視為困頓的徵兆，接著季度緊縮，便引爆了崩盤。

困頓或許會延續下去，或者它或許會以本身的韻律來擺盪。通用聯盟銀行（the Union Générale）在一八八二年崩盤前出現過三段不同的財務困境，分別在一八八一年的七月、十月和十二月。一九〇七年十月的恐慌雖在預期之中（雖然史博拉格指出，它的確切時機不可預見），但在其爆發前七個月也曾出現「富人恐慌」。當時聯合太平洋（Union Pacific）的股票，是最常被用來當成擔保品的證券，這場危機中，下滑了五十點，後來，市場很快就從打擊中恢復過來。對應這波打擊，紐約市在六月時發行四%的債券，但以失敗告終（這些債券要發行兩千九百萬美元，而投標的只有兩百萬美元），不過得到很快恢復，同樣事件也出現在七月的銅市崩盤，及八月的標準石油公司（Standard Oil Company），但不是市場每一次遭受打擊都能很快恢復，十月的尼克伯克信託公司（Knickerbocker Trust Company）的倒閉對市場影響巨大。困頓，從一九二九年六月一直持續到十月的最後一週。

日本的金融困頓是在一九九〇年代展開的，整整持續了十年又延續到下個十年。日本的企業均不願縮編或做其他必要的調整，來將成本降至低於現有的營收；在先前的四十年中，這些企業的營運虧損和投資，都是靠新銀行貸款的錢來融資。日本的銀行極不願停止承作新

貸款，連對在任何的「按市值計價」測試中，都被視為破產的企業也是；監管主管機關也不願關閉銀行，即使它業已破產。在傳統上，日本連金融虧損風險都會「社會化」；日本社會寧可把這些虧損，分散到納稅人身上，也不要把關閉倒閉企業的相關調整成本加諸在員工身上。

在一九九〇年代末和二〇〇〇年，阿根廷經歷了很長時期的困頓，之後它的貨幣就在二〇〇一年一月崩解了。一九八〇年代末，阿根廷遭受了兩年的惡性通膨。卡洛斯·孟年（Carlos Menem）總統的上台，政府將新的阿根廷披索與美元掛鉤，其匯率是一阿根廷披索兌一美元；與此同時，阿根廷採行了貨幣發行局制，意味著只有在所持有的美元增加時，央行才會增加披索負債的供給，或多或少是非常嚴格的應用貨幣學派的學說。

一九九〇年代期間，阿根廷政府的歲入稅收低於開支，財政赤字的填補，有部分來自政府把所屬企業民營化的所得，有部分是靠借款。一九八〇年代的惡性通膨，大幅降低阿根廷政府的債務，所以投資人便去購買以美元計價的阿根廷政府債券，因為政府的債券看起來像信用良好；最初，政府的債務對該國國內生產毛額的比率很低。隨著阿根廷政府債務對該國國內生產毛額的比率提高，政府在銷售新債券時，必須支付的利率就提高了。在該十年接近尾聲時，阿根廷出現衰退，因為在它股市榮景期間，隨著美元的價格上漲，披索的價格也在同一時間上漲，而且相較於出口，阿根廷的進口增加了，所以經濟活動則是放緩，阿根廷的財政赤字增加，因為相對於開支，它的稅收下降了。

巴西是阿根廷的主要貿易夥伴，所以巴西的貨幣雷亞爾價格在一九九八年一月貶值時，加重了阿根廷的衰退。遭遇到的政策問題是，阿根廷要如何既減少財政赤字，又維持一阿根廷披索兌一美元的既定平價。（阿根廷並沒有既定的繳稅傳統，因此稅率偏高，收到的稅卻

少，政府的薪水往往偏高，政府官員的績效卻低。）增稅和削減政府開支的努力導致了一連串的政治問題；當經濟不振時，阿根廷的國民極不願多繳稅。這個國家正緩慢地邁向災難。最後，阿根廷的貨幣急貶，政府拖欠外債。

假設貨幣主管機關收緊信貸以提高投機成本。當大宗商品價格與證券市場同時上下波動時，貨幣政策的方向應該是明確的。但當股價或房地產或兩者都大幅上漲，而大宗商品價格穩定或下跌時，主管機關就會面臨兩難。聯準會在一九二〇年代就碰到了這樣的兩難；紐約聯邦儲備銀行總裁班哲明·史壯（Benjamin Strong）曾在一九二五年和一九二七年兩次為合適的政策而苦惱。決策者無法一石二鳥，或者說得比較精準，他們無法以一項政策工具來達成兩項政策目標，或者更好的比喻是，假如兩個目標沒靠在一起，要同時命中很難。也就是說，為了削弱房地產的榮景，而採取信貸緊縮，很可能會導致經濟擴張停滯。

聯準會前主席葛林斯潘在一九九六年十二月談到「非理性繁榮」時，就是擔心美國的股價太高或漲得太快。聯準會證明不願調高利率來削弱股價上漲，因為經濟成長和就業會受到負面衝擊。一九九九年時，聯準會變得擔心（執迷於？）千禧年問題，美國的電腦系統很可能會崩解，因為有這麼多軟體程式都沒有考慮到二〇〇〇年的過渡問題。在當年的最後好幾個月，聯準會為貨幣體系提供了充沛的流動性，以閃避千禧年末過渡的任何相關問題，而在此同時，必須有去處的錢，便導致了股價進一步上漲。

｜ 危機來襲

念邏輯的學生都討論過，甲所扔出的濕爆竹掉到乙的腳上，然後

乙把它扔給丙，丙扔給丁，以此類推，卻在王把它扔到癸的臉上後爆炸了。要怪誰才對？是遠因甲，還是近因王？**任何危機的近因都是信貸與投機擴張，遠因則是某起事變澆熄了體系的信心，而誘使投資人賣出商品、股票、房地產等來增加所持有的錢。**近因或許微乎其微；破產，自殺，跑路，詐欺遭到披露，某些借款方的信貸遭拒或看法的某種改變而導致大部份的市場參與者賣出。價格下挫、預期反轉、價格下跌的步調加速。所到的地步是，投資人用借來的錢來買股票和房地產，而價格下跌很可能會導致追繳更多保證金或現金，逼得投資人賣出股票或房地產。隨著價格進一步下挫，銀行的貸款虧損增加，使一家或多家交易公司、銀行、貼現商號或號子倒閉。信貸體系儼然搖搖欲墜，搶奪流動性的競賽就開始了。

要找出最初的賣家，困難度很高，無法將危機歸咎在他們身上，陰謀論無所不在。一九二九年危機中，約瑟夫·甘迺迪（Joseph P. Kennedy）爵士或伯納德·巴魯克（Bernard Baruch）等做空可能是個人行為，但一八八二年尤金·邦塗事件，則完全是猶太新教聯盟一手炮製。或者在一七二〇年的四到六月間，湯瑪斯·蓋伊（Thomas Guy）以超過六週出清了五萬四千英鎊的南海股票，一次所賣出的股份從未值超過一千英鎊（他把身家用來捐助倫敦的蓋伊醫院 [Guy's Hospital]，時至今日，這家醫院還被視為「對南海泡沫最好的紀念」）。

有人會跟風賣出。有時候這會是個外國人。例如在一八四七年時，這位法國人（根據自桑德斯 [S. Saunders]，引述自伊凡斯 [Morier Evans]），著有《商業危機的歷史》〔The History of the Commercial Crisis〕把多餘的小麥買光，並在六月和七月時把它送到英國，以遠低於當時盛行市價的價格賣出，使它從每夸特九十六先令下挫到五十六先令（一夸特等於八蒲式耳），而引發了為數眾多跟玉米貿易有連結的企業破產。這種故事並不普遍。通常會是因為天災，

例如：一八四六年激烈的風暴毀掉了小麥收成，加上愛爾蘭和歐陸的馬鈴薯疫病，小麥的價格從一八四六年八月的四十六先令，上升到一八四七年五月的九十三先令，到了一八四七年七月，有利的天氣和收穫良好的前景，才使價格下滑。進口小麥和麵粉會從一八四六年的兩百三十萬夸特，上升到一八四七年的四百四十萬夸特，是《玉米法》（*Corn Laws*）的廢止，助了一臂之力；以這樣的總額來說，七萬夸特是微乎其微的比例。雖然一八四六年時，法國的小麥收穫是百年來最少的（馬鈴薯收穫匱乏使問題雪上加霜）；一八四七年時，收穫則是百年來最多的。但當時普遍情形是這樣的，英國的小麥已經投機過度了。

一派看法是，一八九〇年的霸菱危機是來自於德國投資人拋售阿根廷債券，而且他們也在兩年前停止買進這些債券，原因有三，一是當時市場上瀰漫著不安的氣氛，二是擔心阿根廷匯率不穩，三則是因為德國國內的榮景導致他們賣掉包括俄羅斯債券在內的外國債券，轉而投資自國。德國人賣出阿根廷債券所助長的是困頓，而不是危機，因為英國投資人後來收購了更多的阿根廷債券。一八八八年十一月時，布宜諾斯艾利斯下水道及水廠公司（Buenos Aires Drainage and Waterworks Company）三百五十萬英鎊的發售失敗，使霸菱覺得非得透過承兌信貸來放款給阿根廷不可。一八九〇年時，原料價格下跌，意味著阿根廷政府沒有錢來償還這些應付貸款。在困頓兩年後，一八九〇年十一月的霸菱危機爆發，原因是英格蘭銀行對霸菱兄弟示警，要求限制它的承兌水位（在一八九〇年的夏天達到了三千萬英鎊），同年十月，紐約危機爆發，十一月，四百萬英鎊承兌匯票到期，霸菱銀行無法增發融資，也無法獲得短期拆借資金，不得已出售證券資產，危機隨之爆發。

新消息或許會引爆崩盤，例如，有消息指稱，巴黎一里昂一馬賽鐵路，遭披露要花費三億法郎，而不是預估的兩億法郎。更重要的

是，大量進口鐵路材料造成龐大的收支平衡逆差，加上一八四六年的農作物歉收和一八四七年的豐收，更加劇市場動盪。美國的葛蘭傑（Granger）運動，引發了美國在一八七三年的穀物價格崩解。葛蘭傑的行動與現今的環保人士作法類似，早在一八六〇年代後期和一八七〇年代初，他們就以行動人士的身分開始立法，要以禁止差別運費來管控跨州運輸，成立監管委員會，並訂定最高運費。接著，發行了巨額鐵路證券設立一堆「多餘又荒唐」的企業，像羅克福德、羅克島和聖路易一線鐵路等，這些企業股票起初以面值來銷售，然後跌到六美分，樂觀前景畫下了句點，觸發了投資人爭相拋售。

有時候危機的「意外」爆點，是出自於一樁沉船事件。一七九九年時，利率區間在一二%到一四%，糖價比護送艦隊突破歐陸封鎖前的峰值低了三五%。此時英國商人在要航往特塞爾的巡防艦路汀尼號（Lutine）上載運了一百萬英鎊，企圖去援助阿姆斯特丹的危機。船在風暴中沉沒於荷蘭的海邊，使危機緩解的希望破滅。在一八五七年的紐約危機期間，就在費城、辛辛那提和芝加哥極為困頓的時候，從巴拿馬開往紐約的汽船中美洲號（Central America）傳來了逾期的訊息，貨物中包括兩百萬美元的黃金。兩天後得知船滅頂了，而且沒有投保。

意外或許會引爆危機，但為了防止危機發生所設計的行動或主管機關為實現其他目標所採取的行動，也會觸發危機。福克斯威爾（H. S. Foxwell）在一八〇八到一八〇九年的危機中說得很好：

完全拒絕「通融」向來被認定為危險。單獨行動則容易引起他人排斥，尤其是對中央銀行來說，確實如此。央行在一七九五和一七九六年所使用的權宜之計，我指的是按比例給予貼現……（在試圖縮小流通上）這必然對市場造成了慘烈的壓力，且製造出恐慌的風險……所以面對這群小型、管理不善的機構（鄉間銀行），央行要為它們的償債負責，卻不敢要它們解釋，以免有觸動信貸普遍崩解的危險。

福克斯威爾一針見血的點出了兩難。不施加懲戒會讓信貸市場擴張到危險的地步；施加懲戒或許會把泡沫戳破並誘發崩解。

戳破泡沫

每個泡沫的本質是，它最終會被戳破，然後，就像小朋友的氣球一樣，突然就會洩氣。日本房地產和股價的泡沫，被當時即將上任的日本央行行長戳破，一九九〇年初，他指示，銀行限制房地產貸款得相對於總貸款的增長。房地產貸款成長率下滑，意味著一些投資人和公司再也不能夠從新貸款中，獲得足夠的現金來支付舊貸款的利息，所以他們非得出售一些房地產不可。但就算是沒有這條命令，其他事件也會把泡沫戳破。

一九九〇年代末的美國股市泡沫，曾在二〇〇〇年遭到聯準會戳破，當時聯準會撤回了部分為防範千禧年問題所提供的流動性。聯準會的作法是傾向提供更多的流動性，來適應預判的問題。

由於「蔓延效應」，許多亞洲國家的泡沫都在一九九七年破裂。一九九七年七月二日，泰銖貶值像是一個號角，首先敲磚。當時亞洲各國（台灣和新加坡除外）都因貿易逆差，需要去向海外借錢來填補。亞洲企業熱中借美元，因為美元利率較低。一九九七年七月，泰銖突然貶值，使外國借款人意識到，如果他們不繼續提供外幣貸款，亞洲國家將更無法維持其本國貨幣匯率的穩定。資金流入下降引發了自我實現的預言。

應對危機的政策往往會遇到時間差。面對外部現金枯竭時，調高貼現率或許會誘使回流。在倫敦金融城的民間傳說中，英格蘭銀行把

貼現率提高到一〇%，就能「把月亮上的黃金吸過來」，但產生這樣的結果要花多長的時間？在一八四四年的《銀行法案》中，銀行和貨幣學派就這個問題進行了辯論，他們認為要麼暫停該法案，要麼讓銀行充當最終放款人。一八二五年和一九三六年，經濟榮景的投機導致黃金外流與金融緊縮。有一派解讀是，在英格蘭銀行遲遲才調高貼現率，以便靠鼓勵證券需求來努力降低負債前，榮景就破滅了。因此，通貨緊縮加上商品價格下跌便產生了危機，促使英國央行改變作法，來降低利率。銀行學派相信，提高貼現率會產生立即的貨幣流入。另一方面，貨幣學派的兩方之一也相信會有立即的流入，而以奧佛史東伯爵為代表的另一方則認為，提高貼現率只會在時間差後產生影響，需要一個最終放款人來填補這個缺口。

霍特里指出了商業銀行和內部傳導機制之間有時間差，而依照時間差：

銀行業者或許會採取適當的措施，但由於行動緩慢，照樣會引起恐慌：或許他們真的檢查了省時的危險……終止新訂單的壓力……然而，對新信貸的需求和現金的流失，照樣不會減弱。結果可能是銀行業爆發恐慌情緒，他們並不了解自己所採取的措施（即清理老訂單儲備）明顯無效的原因，絕望的認為很難將自己從破產的邊緣拉回來，因此儘管債務人處境窘迫，他們仍然得回收貸款，從而引發了自己和客戶的一連串的破產。

事實上，沒有什麼金科玉律能把信用期限控制在一定範圍內。

除了貼現政策的時間差與錯誤，主管機關在困頓的早期階段，可能會因輕率的行動，引爆恐慌。一八三六年夏天，美國銀行不斷增加向英國股份銀行的承兌貸款額度，使英國央行拒絕貼現任何由合股銀行署名的票券，並特別下令利物浦代理行在英國的七家美國銀行中，不要為三家所謂的「威字頭銀行」（威金斯 [Wiggins]、威德斯 [Wildes]、威爾森 [Wilson]）重貼現任何票據。這一「看似惡

意」的舉動，也立刻導致恐慌。後來英格蘭銀行反轉政策，在十月時跟「威字頭銀行」舉行了冗長的會商；英格蘭銀行在一八三七年的第一季對「威字頭銀行」擴展信貸，但也防止不了「威字頭銀行」在那年的六月時倒閉。英格蘭銀行此舉是為了削弱信貸金額擴展得太大。但信貸很微妙；預期變化之快可以一下子就扭轉。

以銀行或一群銀行擠兌為形式的恐慌，通常是由少數的存戶所啟動，如同俄亥俄州、馬里蘭州和羅德島州在一九八〇年代所發生的事。然而，股市的恐慌往往是由大資金的內部投資人或機構投資人（如共同基金、養老基金和保險公司）拋售造成的，而且有好幾家是依循類似的程式交易演算法。

富蘭克林國民銀行的擠兌是由其他銀行點燃的，特別是地處紐約且擁有大量資金的銀行，他們拒絕富蘭克林的遠期外匯合約、或借給聯邦基金、或購入富蘭克林國民銀行發行的的大額定期存單，除非是以很高的利率成交。這種高利率要求反映了他們對富蘭克林國民銀行的不信任。類似的是，一九八四年伊利諾大陸銀行出現的危機，讓其他大銀行在存款到期時不願續存，致使其在聯邦基金市場和境外金融中心同時出現資金枯竭。小額存款人的利益可受聯邦存款保險公司的保護，而大銀行則不然。在一九八七年秋天的股市崩盤中，倫敦股市的大賣家——波士頓的富達共同基金集團（Fidelity group of mutual funds），在十月十九日紐約證券交易所（New York stock Exchange）開盤前，其賣出的委託單被傳到紐約，所以到紐約市場開盤交易時，已經累積了大量的賣出單。富達的賣單是對其共同基金持有人贖回的回應，而非對其自身頭寸的回應，儘管該公司可能希望在未來贖回的預期以及股價進一步下跌之前籌集現金。

一九九七年七月亞洲金融危機爆發初期，國際貨幣基金組織的笨拙，引發了印尼許多銀行的擠兌。國際貨幣基金組織說服印尼政府接管或支持十五家大型私人銀行，實際上就是為它們的存款提供擔保。

但剩下的大約五十家私人銀行當時落得無間地獄、陷入擠兌，存戶爭先恐後在銀行倒閉前去把資金提領出來。

| 崩盤與恐慌

崩盤是資產的價格崩解，或者是重要的銀行或企業倒閉。恐慌則是「無故的恐懼」（引自以造成恐怖而著稱的潘神 [god Pan] ），恐慌可能發生於股票市場或從流動性較差的資產向較好的資產（如貨幣和債券）突然轉換的過程中。但在這個過程中，大眾相信政府不會破產，因為它們向來都能印更多的錢。金融危機或許會牽涉到其中的一項或兩項兼有（崩盤、恐慌），順序不一。南海公司和劍刃銀行（Sword Blade Bank）的股票崩盤，差點拖垮了英格蘭銀行。一九二九年紐約股市的崩盤和恐慌，對大宗商品和房地產市場都產生了負面影響，信貸市場的凍結導致收入、就業和產出大幅下降。但貨幣市場並沒有出現恐慌；利率並沒有上升，因為聯準會提供市場流動性。一八九三年時，由於市場對美國在面臨白銀價格壓力的情況下，繼續保持金本位制度的能力缺乏信心，導致短期利率上漲、銀行倒閉和股價下跌。

金融體系存在一個連鎖反應的機制。債務通縮循環會牽涉到，證券和商品的價格不斷走低，導致銀行貸款擔保品的市價降低，迫使放款方開始收回貸款或拒絕新貸款；因為價格在下挫，企業想要出清商品和庫存，換取現金，這又導致價格進一步下跌，造成越來越多的企業倒閉。投資人賣掉證券，企業推遲還款，不再投資，讓價格再次下挫，也導致擔保品市價隨之下跌。如果企業倒閉意味著，銀行會蒙受貸款虧損而倒閉。銀行一倒閉，存戶便會抽回資金，這點，在存款保險制度建立之前，更是嚴重。

存戶抽走資金，意味著銀行就必須收回更多貸款或賣出更多股票。企業、產業行號、投資人、銀行需要即期現金，在這樣的情況之下，風險最高的證券以任何價格都賣不掉，這迫使它們要賣掉風險最低的證券，以便把損失降到最低，這樣一來，這些證券價格又會不斷走低。銀行或許會暫時扶助有麻煩的企業、公司和投資人，希望價格能再次上漲，使殘破的信貸筏船重新出航。銀行的稽核單位或許會在企業垂死之際放水，以成本而不是市值來為貸款和證券估價，延長貸款期限或向拖欠的借款方發放新貸款，讓它們有能力支付一些利息。但等到企業破產發生，不良貸款就必須快刀斬亂麻了。這時，價格、清償力、流動性和對現金的需求都是息息相關的——在德文裡叫Bargeld，在法文裡叫numéraire（現金）。正如史博拉格所言，家庭、企業和銀行「非常像是一排磚頭，掉一塊就會危及其餘的穩定」。這一比喻是老話一句，仍十分適切。

在恐慌的高峰階段，很難獲得新資金。這時候人們很容易誇大其詞，特別是在一八二五年：

十二月十二日，波宋公司（Pole, Thornton & Co.）即將破產，鄉間銀行可能倒閉的恐慌延燒，倫巴德街的銀行業者坐立難安，週日一起拜會了〔英格蘭銀行〕行長，告知波宋公司若破產，則會引發四十七家鄉間銀行出現系統性風險，導致擠兌發生。

最後，英格蘭銀行批准波宋破產，引發大眾恐慌。當時，人人都在跪求現金，卻怎麼也弄不到錢。《泰晤士報》（*The Times*）談道：「人們不再考慮證券的安全性與獲利狀況，在乎的是其流動性。」

赫斯基森（Huskisson）表示，這就是七十三家銀行倒閉後的真實寫照：短短二十四小時內，英國就從使用紙幣走向以物易物的狀態。

「英國公爵有如在談論滑鐵盧：『它算是一樁該死的好事，這是你一輩子難得看到的擠兌情形』。」為重建貨幣信用，英格蘭銀行靠的是拿白銀去跟法蘭西銀行換黃金，這時，另一件好事發生了，就在（當

時就只有發行）五英鎊和十英鎊的鈔券用完時，英格蘭銀行幸運找到了一批從一七九七年就留在金庫裡的一英鎊鈔券。在政府准許下，這些在十二月十七日發行，並「發揮了奇效」。

一八五七年，紐約中央鐵路（New York Central Railroad）的股價從九十三來到六十一，雷丁（Reading）從九十六來到三十六。豬肉價格從一桶二十四美元下挫到十三美元；麵粉從十美元到五美元。九月時，利率從一五％上升到二四％，賓州、馬里蘭州、羅德島州和維吉尼亞州，有一百五十家銀行在該月的最後四天倒閉。恐慌在十月達到了高峰，一共倒閉了一千四百一十五家銀行，短期拆借利率從六〇％上升到一〇〇％。有時候某一種貸款會報出非常高的利率，好比說，其隔夜拆借利率達到四％，如一八八四年，當時最高信用等級商業票據的隔夜貼現利率到達四・五％到五％；一九〇七年的恐慌來襲時，高峰是五％。而流動性緊縮的頂點，也出現在一九〇七年，當時一家銀行以四十八美元出售哈佛—耶魯橄欖球賽（Harvard-Yale football game）價值一千美元的現金門票，就是想換取現金。在美國股價大舉自爆後，聯準會調低聯邦基金利率，矯枉過正的政策舉動嚴重影響股市，導致抵押貸款再融資的榮景；數以百萬計的投資人以更低的利率來為抵押貸款再融資，將所得的資金來購買車子或其他耐久消費品，甚至出國度假消費之用。聯準會把短期利率調降到一％，而且既然通膨率接近二％，實質的短期利率便為負數。負利率導致房市空前繁榮；紐約、波士頓、華盛頓、邁阿密、鳳凰城、拉斯維加斯和洛杉磯等地房價急漲。懷疑派不禁會想：股價泡沫自爆的通縮效應，是否多半遭到了房市上漲的泡沫所抵銷。

暴雨過後，洪水會隨即消退嗎？或者經濟的繁榮與衰退會從一個市場（國家）擴散至另一個市場（國家）？所採取的抑制措施會無法阻斷恐慌並反轉造成損害嗎？

6

激情與紙上富貴

讓我們回顧一下世界上歷來幾棟最高大樓的誕生日期。紐約的帝國大廈（Empire State Building）高一千兩百五十英尺，是在一九二九年的泡沫頂峰時開工。在一九八〇年代後期，全世界用來興建高聳建築的結構建築吊車可能有八成都在東京。到了一九九〇年代中，這些吊車則大多搬到了上海和北京，接著又移往波斯灣。現在最高樓是阿拉伯聯合大公國的杜拜塔（Burj Dubai），完工於二〇一〇年。

摩天大樓在經濟上有如埃及的金字塔。摩天大樓蓋得越高，防火梯、電梯等不可出租的公設面積就會增加，壓縮到可出租的面積。此外，摩天大樓也必須蓋得更堅固，因為較低樓層必須替大量較高樓層承擔重量。（一般來說，土地成本越高，建造摩天大樓的經濟理由就越充分，不過波斯灣沿岸和馬來西亞與東京和香港不一樣，當地擁有充沛的土地。）

這些動輒八、九十層，甚至超過百層的塔，正是資產價格泡沫的視覺象徵，表現出政府和私人企業競相朝天空伸展以炫富的心態，可以稱為「我的更大」症候群。除此之外，從音樂廳、藝術館擴建、大專院校校園裡的學生活動中心數目中也可見一斑。隨著證券和房地產價格飆升，經濟欣欣向榮時，富裕階層賺飽了錢，更樂意捐獻出資來建造這些文化中心。

高樓的經濟原理讓人想到了美國最著名的銀行搶匪威利·薩頓

（Willie Sutton）談及自己為何選擇幹這行時的說法：「錢就在那裡。」泡沫中的財富激增，容易導致在一般時期會被視為異常的經濟行為出現——浪費財富、一擲千金。

表 6.1 世界第一高樓

排序	高樓	地點	落成年份	高度（英尺）
一	哈里發塔	阿拉伯聯合大公國杜拜	二〇一〇	二七一七
二	台北一〇一	台北	二〇〇三	一六七〇
三	上海世界金融中心	上海	二〇〇八	一六一四
四	環球貿易廣場	香港	二〇一〇	一五八八
五	約翰·漢考克中心	芝加哥	一九六九	一四九九
六	國油塔（Petronas Towers）	吉隆坡	一九九三	一四八三
七	紫峰大廈	南京	二〇〇九	一四八〇
八	威爾斯大廈	芝加哥	一九七四	一四五〇
九	川普國際大廈	芝加哥	二〇〇九	一三八九
一〇	金茂大廈	上海	一九九九	一三八〇
一一	國際金融中心二期	香港	二〇〇三	一三六二

在二〇〇二到二〇〇七年間，商務噴射機的市場一飛沖天，大型灣流噴射機（Gulfstreams）一機難求，必須按照購買順序等候交貨，當時有些急躁的買家甚至願意付好幾百萬美元，以求獲取較高的優先順位。排隊購買的隊伍在二〇〇八年的危機時減少，但在二〇一三年後又開始湧現買氣。

資產價格泡沫和經濟繁榮的關聯也很強。在一九八〇年代後期，東京的暢銷書之一是《日本第一：對美國的啟示》。在泰國、馬來西亞和鄰國的高價房地產和股票崩盤的好幾年前，世界銀行出版過《東

亞奇蹟》（*The East Asian Miracle*）一書。而在美國股市泡沫崩盤和財政赤字的不斷加劇下，有關一九九〇年代的美國新經濟的報導便越來越少。

在房地產及股價上漲與國內生產毛額（GDP）加速成長之間有個反饋迴圈是，家庭財富增加，導致家庭支出的花費水位變高。很多家庭會有儲蓄或財富目標；隨著證券和房地產的價格攀升讓財富的水位變高，人們就會花更多錢在消費財上，包括炫目的住宅（消費支出增加，反映出家庭儲蓄率下降）。第二個迴圈是，從股價上漲到投資支出的水位變高；企業可以用較低的成本向投資人募到現金，而且由於資本成本下降，它們可以進行一些新的投資案。這些投資案因為較沒有賺頭，在資本成本不夠低的時候，通常不會被啟動。企業的「資本成本」跟它的股價是反向變化：股價越高，資本成本就越低，對廠房與設備的新投資就越大。

俗話說：「在經濟活動的變化上，股價是領先指標。」可以印證這句話的是，在過往三場的經濟衰退中，可以透過股價準確預測到六次經濟活動的變化。在一九三〇年代初經濟大蕭條的四到六個月前，美股價格就開始下跌；股價在一九九〇年代的開端啟動下挫後，日本的經濟就開始衰退。

財富變化與消費支出變化之間存在對稱的關係；當證券和房地產的價格下跌，經濟活動就放緩。在經濟擴張期間，企業為應對市值的增加，會借入更多資金。銀行會放寬貸款標準並增加貸款。當資產價格崩跌時，銀行將蒙受貸款虧損，部分銀行甚至可能因資產大幅縮水而被迫關門，或與資本狀況較穩健的機構合併，或者向政府取得資本。美國銀行買下美國國家金融服務公司，是因為在遭到市場重創後，這筆交易似乎像是大特惠，但事實上，美國國家金融服務公司所持有抵押貸款的內含虧損，其實大到假如美國政府沒有出手拯救，最後將葬送美國銀行的企業生命。

證券及房地產的價格上漲與經濟擴張的強烈相關所導出的問題是，這種影響是由資產價格影響到總財富，再影響到經濟整體，還是從經濟整體影響到資產價格？

有好幾個前共產國家在從計畫經濟過渡到市場經濟不久後，便經歷類似龐氏騙局的存款騙局，阿爾巴尼亞就是其中之一。在這段過渡期間，金融監管幾乎不存在，因此出現許多高息攬儲的銀行，動輒保證支付一個月三〇%或四〇%的利率。在這樣的利率下，財富會快速增加，例如要是利率為一個月三五%，那在年初存入一千列克，到年底時總共就會有六萬四千列克。這樣的誘因讓存戶樂於將錢存入讓它不斷增加，而不是把現金從銀行領出來。有些阿爾巴尼亞人因此從活躍的勞動力中退出，就是因為利息滾下去的收入遠高於勞動所得。有些人則是增加支出，因為金融財富成長得非常迅速。

當存款騙局拆穿時，阿爾巴尼亞舉國都為之震怒。隨後經濟活動快速放緩，因為大部分家庭進入了儲蓄模式，以彌補財富的劇烈下跌。

資產價格泡沫幾乎向來都跟經濟熱潮有關，起碼大抵是如此。相反的，泡沫破裂會導致經濟活動不振，並可能帶來大量金融機構的倒閉。金融機構倒閉會破壞信貸的管道，並進一步導致經濟活動趨緩與經濟復甦疲軟。

| 鬱金香瘋狂

在一六三六年的秋天，荷蘭鬱金香的價格漲了數倍之多，而較稀有異國種的球莖價格甚至漲得更多。有些分析師（尤其是篤信經濟理性和市場效率者）質疑，在描述鬱金香的價格上漲時，用泡沫這個詞是否適切。鬱金香球莖有著蜘蛛網狀的生長行為；一種下去，球莖或

許要發育六到八個月才會開始開花，然後各個球莖就會產出許多小球莖。

受影響的不只是異國種的球莖；一般的園藝種鬱金香價格也是一飛沖天，例如一般在所謂行會或商行交易的豪達（Gouda）、史威策（Switzer）或白皇冠（White Crown）。

一六三八年九月後，人們開始熱切的關注鬱金香。由於當時球莖已經種下，以便在隔年的春天開花，所以這些球莖完全無法供人檢驗。不少買家致力砸錢的「貨物」，其實根本是埋在土裡，購買時看不到。一六三六年十二月和一六三七年一月的瘋狂競標，在舉行時也沒有任何品種亮相。

購買球莖的頭期款頻繁牽涉到以物易物的買賣。歷史學家西蒙·夏瑪（Simon Schama）提供了例子：案例一是，一磅白皇冠（在荷文中是Witte Croon，按重量來賣，因為它很尋常）在購買時付了四頭母牛，等交貨時（大概是在隔年六月）再付五百二十五基爾德。其他人支付的頭期款則可能是大片的土地、房子、家具、金銀器皿、畫作、西裝和大衣、馬車和一對灰紋馬等；一株估值為兩千五百基爾德的總督（Viceroy）（稀有），買家支付了大量實物，包括兩拉斯特（一種因商品和地區而異的度量單位，一般在四千磅左右）的小麥和四拉斯特的黑麥、八頭豬、一打綿羊、兩牛頭尊（編按：oxheads，是一種酒桶）的酒、四噸奶油、一千磅乳酪、一張床、一些衣服、一個銀高杯。

鬱金香的價格變化與經濟發展有關。在一六二〇年代期間，由於與西班牙的戰爭在休戰十二年後重啟，荷蘭經濟陷入蕭條，但在一六三〇年代又出現亮眼的復甦。在一六三〇到一六三九年間，荷蘭東印度公司阿姆斯特丹商會的股價翻了一倍，主要是在一六三九年初後，從一六三六年三月的兩百二十九元到一六三九年八月的四百一十二元，然後到一六四〇年時，漲到了五百元。房價在一六三〇年代初是下挫，

但在該十年的中期才「旱地拔蔥」，暴漲。排水工程、西印度群島公司（West Indies Company）和運河的投資衝高。揚·德弗里斯（Jan de Vries）所寫到的trekschuit是由馬來拖拉的駁船運河系統，在一六三六年時上路，在一六四〇年時達到了「發燒」。該專案開發運河兩岸的城鎮，確保隨時可以乘船旅行，不必受風向、天氣限制，會比仰賴風的帆船要更可靠。從阿姆斯特丹到較小城鎮的兩條路線，是在一六三六年決定，一條路線是在萊登和台夫特之間。較複雜的網絡建設，在一六五九和一六六五年時達到頂峰，但德弗里斯把該案連結到鬱金香瘋狂，以及一六二二到一六六〇年間荷蘭經濟的爆炸式成長。

強森納，以色列（Jonathan Israel）寫道，鬱金香瘋狂應該要放在總體榮景的背景下來看，把它看成是「小鎮業者、酒館老闆和園藝人士」的瘋狂，而富人大多靠其他方式來賺錢。這個視角顛覆了彼得·加伯（Peter Garber）的一個論點，那就是「鬱金香瘋狂」可能不存在，因為球莖的價格下跌時，並沒有出現蕭條。一六四〇年代，荷蘭經濟曾一度放緩，一六五〇到一六七二年，豪華住房、民用建築和畫作等資產，上演巨大的成長迸發。不過，一六七二年的法國入侵使畫作市場崩解了。在榮景的高點有過「鐘錶和鐘塔」的瘋狂。在萊登，高塔的頂門上，會裝上了一座大鐘，以確保遊艇準時。

鬱金香球莖的價格下跌導致了經濟活動下降，因果連結則是隨著財富下降，隨著家庭財富的減少，他們不再那麼熱中於消費。

丨 股市與房地產

股市泡沫有很多是跟房地產泡沫相關。這兩個市場間，有三層不同的連結。第一層是在許多國家，尤其是比較小或處於早期工業化階段的國家，房地產公司、營建公司和其他產業的市值是與房地產密切

連結，包括銀行占股市總體估值的比重會相對高。第二層連結是，由於房地產的價值增加而使個人淨資產價值急增時，投資人會去買股票來分散財富；當時分散財富的方式並不多。第三層連結是第二層的鏡像；即那些藉由股市上漲而獲利豐碩的人，會去購買更大、更昂貴的房子，或去購買第二套房子。曼哈頓房地產價格變化也與華爾街股市變化息息相關。

赫默·霍伊特（Homer Hoyt）的《芝加哥百年土地價值》（*One Hundred Years of Land Values in Chicago*）一書，研究了芝加哥房地產五次榮衰循環週期。他指出，美國一九二八到一九二九年的股市表現，與土地、住宅用地、商業房地產的價格走勢相關，幾乎是同漲同跌，而且他更進一步引用一八九〇年四月《芝加哥論壇報》的社論：

在所有榮景崩解的遺跡中，都會發現這樣的操作，就是人在買房地產時，明知價格是虛的，卻願意支付這樣的價格，這純粹是因為知道可以找到更傻的人來來買，最後獲利出場。

芝加哥因房地產繁榮而享有盛譽，以至於在一八七〇至一八七一年戰勝法國、過度沉迷於房地產投機的柏林，被稱為「施普雷河畔的芝加哥」（Chicago on the river Spree）。一八七三年柏林和維也納的房市繁榮與紐約股票市場的價格變化有關。一位作家聲稱，在一八七一年的芝加哥，每四個男人和每四個女人中，就有一个人投資房地產。投機泡沫不斷增長，直到一八七三年夏天才停止。

樂觀情緒從一個市場蔓延到另一個市場，反映出當證券和房地產價格快速上漲時，寡婦和孤兒也會跟風。不用任何特殊技巧，就能賺取資本利得。當資產價格崩解時，股東知道自己有了麻煩而必須減少欠債；那些高槓桿投資人則看出自己的財富跌得比股價還快，所以就賣掉，或是由經紀商和放款方來平倉他們的部位。

房地產的投機者起初不會感受到這種懊悔。他們的債務是期限很長的貸款，而不像是經紀商的逐日貸款，須要求即付。他們有實質的

資產，而不只是紙上的聲索權。大部分都會選擇等待自認即將到來的復甦。

經濟衰退導致房地產投資需求枯竭。然而，貸款的稅收和利息卻照收不誤。霍伊特寫道，房地產市場的投機者正在慢慢的、但不可避免的受到打壓。房地產投機者的放款方蒙受巨大的貸款虧損，尤其是銀行放款方。在一九三三年，芝加哥兩百家銀行中的一百六十三家出現信貸違約。從一九三〇年到一九三三年有四千八百家銀行倒閉，而房地產貸款違約就是最大原因。

霍伊特對股市和房市之間關係的分析，可輕易套用在一九九〇年代的日本。房地產的價格大跌意味著，很多借款方的貸款會違約無法償還貸款。銀行向信用合作社和其他類型的金融公司發放的貸款價值急劇下降，因為這些貸款機構也發放了經常資不抵債的房地產貸款。最後，房地產價值的下降導致銀行資本的急劇下降，因為他們（銀行）擁有大量的房地產。

一九八七年十月，在貨幣主管機關快速增加銀行的流動性來閃避掉信貸短缺後，股市的麻煩就漂亮解除了。五成的保證金規定幫上了忙。可是房地產的慘況卻拉長了。營建隨著大樓完工而放緩，但新開工建案遭到了棄守或延後。辦公大樓的空置率急升，因地點而異，無論是市中心、中城，還是在一九八〇年代的榮景期間在郊區所建的「邊緣城市」。

洛克菲勒中心地產公司（Rockefeller Center Properties, Inc.）將曼哈頓中城的洛克菲勒中心（Rockefeller Center）賣給三井地產（Mitsui Real Estate）後，獲得了十三億美元的抵押貸款。抵押貸款以房地產投資信託基金（REIT）來持有。一九八七年，受託人試圖用短期貸款的現金回購折價出售的債券，以增加信託的收入。收益作為債息支付。一九八九年，隨著房地產市場惡化，受託人借了錢，用信用狀取得現金來償還短期債務。房地產投資信託基金的總裁說：「在當時，這樣

做是明智之舉。」霍伊特的分析表明，在股市崩盤之後，房地產價值將會進一步下滑。經歷漫長慘況之後，房地產投資信託基金崩盤了。

一九九〇年代日本房地產泡沫早在一九五〇年代就萌芽，二戰後，日本名目和實質國內生產毛額雙雙開始急漲，房地產市場的價值急劇下降（在一九五一年時，日本的人均所得回到了一九四〇年的水準）。這時日本出口急增，出口產品從廉價的玩具和紡織品轉向單車和摩托車，然後是鋼鐵、汽車和電子。在一九八〇年代的上半葉期間，日本政府開始鬆綁金融管控，一九八〇年代的下半葉，日本銀行用盡努力來限制日圓升值，卻導致貨幣與信貸供給快速成長。

房地產價格穩步上漲，儘管與去年同期相比有很大變化。由於金融監管影響，一九五〇、一九六〇和一九七〇年代，名目利率都是低於通膨率；銀行存款和其他固定價格資產的實質報酬率常為負。如果將一九五五年六大城市的住宅房地產價格指數設為一百，那一九七〇年代中，就達到四千一百，一九八〇年代則是五千八百；可以看出，房地產的持有人是少數實質報酬率為正的群體。在一九八〇年代期間，房地產的價格漲了五、六倍。在頂峰時，日本房地產的市值是美國房地產兩倍的市值，日本房地產市值對國內生產毛額的比率則高了四倍。

一九四九年，日經股市指數從一百開始，到一九八〇年代初，達到六千。股價在一九八〇年代的下半葉衝高，一九八九年底，達到近四萬點，成交量卻沒跟上，從一九八三年的一千兩百億股到一九八九年，只增加到兩千八百億股。

房地產價格上漲帶動股價的榮景。在東京證券交易所掛牌上市的公司，有很多都是房地產公司，他們在東京、大阪、名古屋和其他幾個主要城市都擁有大量房產。房地產榮景和金融鬆綁，使得營建案日益增多。銀行持有高額的房地產和股票，所以它們的價值一旦上漲連帶著銀行股的價值也會上漲。銀行通常會規定借款方質押房地產來當

擔保品；房地產的價值上漲，意味著擔保品的價值也會上漲，銀行便熱中於承作更多的貸款。與美國和歐洲的銀行相比，日本銀行更想要把規模、總資產提高。他們認為，既然房地產投資的獲利率比生產鋼鐵、汽車和電視的獲利率高了好幾倍，企業當然要熱中貸款來買進房地產。

金融鬆綁造就銀行大量放貸，這在一定程度上是回應美國政府的施壓。由於兩國的金金融監管框架不對等，以致於美國金融機構在東京發展，所面臨的管制較多；而日本金融機構則不然，他們在美國受到的監管較少、發展容易。此外，隨著美國財政赤字增加，美國財政部希望日本金融機構購買美國債券。

日本金融鬆綁進行得緩慢而慎重。尤其是對大額存款利率管制，大額存款門檻從十億日圓（存款期限為三個月至兩年），下降至一九八六年的五億日圓、三億日圓，一九八七年下降為一億日圓（期限為一個月以上），一九八八年又下降為五千萬日圓、三千萬日圓，到一九八九年，降至一千萬日圓。同時，日本銀行不斷下調貼現率水準，從一九八二年的五・五％下調到一九八三年的五％，一九八六年的三・五％（一九八六年的下調是與聯準會和德意志銀行同步推出的）和一九八七年的二・五％。但聯準會於一九八七年中期，德意志銀行於一九八八年，分別開始上調基準利率，日本則直到一九八九年十二月，新任日本銀行行長三重野康上任後，開始改變政策，限縮房地產信貸。於是迎來一九九〇年一月的崩盤。危機爆發當時，銀行醜聞被揭露，銀行與客戶勾結，篡改帳目掩蓋虧損，這些欺詐醜聞，加劇危機的嚴重程度。

當時，日本的樂觀情緒瀰漫。企業對廠房與設備的投資大增。赫曼・卡恩（Herman Kahn）在一九七〇年發行的《崛起中的日本超級大國》（*The Emerging Japanese Superstate: Challenge and Response*）一書中，所描述的願景儼然成了現實。日本的企業正為全球光輝的未來

做準備，隨之而來的是，房地產營建熱潮，數百座的高爾球場拔地而起。東京火車站旁的蓋起一棟新辦公大樓，取名為「太平洋世紀大廈」。

梵谷的〈嘉舍醫生肖像〉與藝術價格

一九九〇年代，日本企業家砸下近九千萬美元，拍下荷蘭後印象派畫家文森·梵谷的〈嘉舍醫生肖像〉。為什麼是九千萬美元？當時，錢（資金）隨手可得，很可能是向銀行借來的。一九八〇年代期間，日本人所購買的法國藝術品，超過一萬件。隨後，這些藝術品大多又從日本出口了，實情是這樣的：一家大型拍賣行以十分之一的價格，把畫作買了回去。一九八〇年代和一九九〇年代初，這些銷往日本的法國藝術品，後來又銷往他國。通常，在日本的第二任藝術品的持有者往往是一家日本銀行。一九八〇年代，對日本人而言，買西方藝術品是一種時尚，買家可以透過持有這些藝術品賺錢，而且日本銀行願意放款。

中國房地產的價格跟中國藝術品（包括歷史藝術品和當代藝術品）的價格之間，似乎存在很強的關聯。

在二〇一四年的佳士得（Christie's）和蘇富比（Sotheby's）拍賣會上，藝術品的支付價格創下歷史新高：很多畫作的成交價遠遠高過拍賣行對得標價所估計的區間。或許是，藝術品的實質報酬率更高吧。令人驚訝的是，當時並沒有人對藝術品的實質報酬率，做出全盤的調查，當然這也是因為媒體關注的是，拍賣會上的價格，而不是平均價格。

股價在一九八九年最後一個交易日觸頂，一九九〇年下跌了三成。股價低谷出現在二〇〇二年，約莫是峰值的二〇%。房地產價格下挫速度較慢，但跌幅幾乎一樣大。

股票和房地產價格下跌的結果是，很多金融機構嚴重虧損，政府暗自出手，讓他們得以維持營業。而少數金融機構獲准（或被迫）關門，雖然沒有存戶蒙受損失。但結果是，銀行成了成千上萬法國畫作的持有人。好幾百座高爾夫球場不得不倒閉。

經濟成長率一落千丈。通膨率不斷下挫，通縮隨之而來。那片撒在甜點上的金箔再也找不回來。企業倒閉意味著，銀行需回收房地產權（擔保品），將它賣掉，套現。這時就造成房地產價格進一步下行的助力，經濟陷入「債務緊縮陷阱」的惡性循環之中。當時的日本，平均以一個月一千家的速度倒閉。政府只好出手救助三大信用合作社。由於金融機構持有大量的外國資產，損失慘重。日本經濟專家將日本接下來十年的問題，概括為「債務、通縮、信債違約、人口結構老年化和金融管制鬆散」。

丨 商品價格、資產價格與貨幣政策

日本銀行調降貼現率引發泡沫危機，尤其是在一九八六年後，加上來自美國和其他工業化國家的壓力，因此日本的物價水準沒有出現什麼變化，部分原因是日圓兌美元的價格，從一九八五年的兩百四十，漲到了一九八八年的一百三十，而導致物價下跌。

央行是否應該關切資產價格，這是一個飽受爭議的問題。大部分的央行官員都選擇以物價水準的穩定，來當成貨幣政策的目標，而究竟是要關心批發物價、消費者物價指數，還是國內生產毛額平減指數，則不是至關緊要的課題。近年來，央行將通膨目標化，著眼於控

制通膨率在二%以下。不過，另一個問題是，假如股票和房地產的價格急跌，導致銀行償債狀況顯著下降，央行該不該關切股價？一派看法是，資產價格應該要涵蓋在普遍的物價水準裡，因為在效率市場的世界中，它會預測未來的價格與消費。但這派的看法假定，股票和房地產的價格是由經濟基本面來判定，而不受到國內外的信貸供給衝高所影響。

傳統上，央行官員都不願調高利率來降低通膨率。他們不願去應對資產價格泡沫問題，儘管在二〇〇八年之後，泡沫化的情況一目了然，例如：二〇〇〇到二〇〇三年美股崩跌四成，就是資產泡沫的結果。類似的是，從二〇〇六到二〇一〇年，美國房地產價格狂跌三成，顯示出房地產價格上漲過快、存在泡沫；這種增長，特別在亞歷桑納州、佛羅里達州、內華達州和加州等地，更為明顯。

兩段中的價格上漲都無以維繫，為什麼卻是聯準會以外的人比較容易看出來？而且在這層意義上，一九二〇年代年輕許多的聯準會對證券價格變化的聲明似乎比二〇〇五年成熟的聯準會要來得有氣魄。

為什麼聯準會以外的人更容易發現到，這兩次物價上漲，都是不可持續的泡沫？從這個意義上講，一九二〇年代年輕的聯準會對股價變化的態度，似乎比成熟的聯準會更有英雄氣概。

詐欺、行騙與信貸循環

查理·龐茲是美國歷史上最著名的銀行業者，以「龐氏騙局」著稱。一九二〇年代初，龐茲在波士頓郊區註冊了一家小公司，用來銷售借據（或者稱為存款）。他的借據保證支付買家一年四五％的利息，當時傳統銀行則是付二至三％。龐茲的操作手法十分直接——他利用新吸收的存款，來付利息給舊儲戶。龐茲所付的利率高到使舊儲戶大部分都樂於把利息轉存回去，以便能賺到「利上加利」。

直到一些因此致富的存戶決定提領現金時，龐茲的騙局終於東窗事發，因而鋃鐺入獄。這場騙局持續了十八個月。

而柏尼·馬多夫經營了美國歷史上最大的龐氏騙局，當二〇〇八年事跡敗露時，負債據報是五百億至六百四十億美元，不過根據最近期的估計顯示，虧損區間大約是二百億美元到二百五十億美元。馬多夫的把戲是運用「價差套利」選擇權策略——但細節很乏味。馬多夫與龐茲有個重大區別——他的投資人所賺的報酬率是一年一〇至一二％，（有一個度量上的問題在於，要估計虧損時，是該只包含個人的初始存款金額，還是該包含投資多年下來理當賺到的「投資收益」。另一個問題則是牽涉到，估計虧損該不該向下調整，以反映某些投資人從帳戶中所領走的現金）。馬多夫經營騙局達二十年，涉及金額之大、持續時間之長，均創龐氏騙局之最。

每起龐氏騙局都有「故事」，用以解釋自家為什麼付得起比老牌

競爭對手高出這麼多的報酬率。龐茲說，他是以國際回郵券來套利，但卻從不解釋其中的細節。馬多夫則宣稱自己用的是「價差套利選擇權策略」。

馬多夫的騙局還有一個重要面向與龐茲不同——馬多夫承諾的報酬率約為一年一〇至一二%，略高於股票而遠高於債券。因此馬多夫的騙局看起來更加可信而穩健。

相較於龐茲的高調，馬多夫則很低調，他刻意製造一種假象：他只接受少數密友和密友轉介的理財委託。然而後續的調查顯示，他的密友總數超過四千五百人，而且他是依賴至少四、五間「下線公司」（feeder funds）來吸收新資金。這些下線的付款制度各異，有些是從寄在馬多夫那裡的錢當中預先領一%，然後每年再領一%。後續負責收拾殘局的律師則指出，其中一些下線公司所領取的報酬率，根據其投資額，一年可達到四〇至五〇%。

在替馬多夫的客戶追討資金時，法院指派律師的調查顯示，馬多夫鮮少交易任何證券。二〇〇八年時，客戶從帳戶中領走了一百一十億美元，有部分是因為股價急跌，而他們不願把市價急跌的股票賣掉。當馬多夫再也沒有現金可支付給那些想要從帳戶中提領部分資金領出來的人時，他就玩不下去了。當時他的大部分客戶都提領了資金，因為他們其他投資大部分都賠錢。

龐茲在牢裡待了約莫兩年，然後搬去佛羅里達州，在一九二〇年代中的邁阿密泡沫期間從事房地產販賣。馬多夫則得在牢裡待到過完在世的餘生為止。

龐茲和馬多夫共有一項特質——他們都是靠錯誤的消息來交易。他們都在客戶會賺到的報酬率上說謊。金融市場的詐欺有很多牽涉到捏造庫存的價值、謊報投資的價值和獲利率。但有些詐欺則牽涉到竊取內幕消息，以及在消息眾所皆知前，圈外人努力去向圈內人獲取未公開發布的資訊等情況。

證券價格急跌向來都會導致詐欺騙局被揭穿。只要證券價格上漲，投資人的財富會持續增加，貸款也較易申請，可滿足日常生活開銷；但當證券價格下跌時，部分投資人就會出售證券，以便為生活開銷換取現金。而且他們普遍會賣掉流動性最高的證券，因為賣出流動性較差的資產通常會有較多折價虧損。

龐氏騙局往往關乎個人，而且基本詐騙伎倆是，發起人幾乎都從一開始就保證高報酬率（馬多夫除外）。公司詐騙則涉及關於庫存和其他資產價值的虛假陳述，以及涉及利潤率的差異，其區別在於欺詐是在公司成立很久之後才開始的。消息會遭到隱匿或掩飾。在一九九〇年代的網路公司榮景中，安隆就是公司詐欺的代表。安隆是一家歷史悠久的能源企業，一直穩健經營，直到九〇年代中期，為對其擴張行為進行融資，開始進行詐欺行為。二〇〇〇年美國股票價格見頂後短短幾個月內，安然公司就因東窗事發而破產。

詐欺涉及資金的總規模難以精確度量。我們只能計算那些已揭露的腐敗行為，無法推知那些尚未敗露的行為。只有資金鏈緊缺、信貸抽緊、資產價格下降時，詐欺才會敗露。與信貸投放類似，詐欺也具有順週期的特性。當經濟處於繁榮週期時，銀行提供給企業的貸款很多，且能夠推動經濟進一步增長。而當經濟不甚景氣時，銀行發放貸款會更加謹慎，也會對單個放款人的信貸額度和總信貸投放施加限制。由於無法獲得信貸支持，各種詐欺手段會如雨後春筍般不斷湧現。

詐欺行為大部分是違法，但有些是徘徊在模糊的法律邊界上。例如：是否應將管理層股權激勵視做工資支出成本？如果會計報表附錄中披露，這一股權激勵計畫並未兌現，是否應將此視為其並未對企業成本和利潤構成影響？以上問題的答案需考慮企業利潤增長的幅度，以及股價上漲的幅度。一九九〇年代的電信企業和網路公司權威亨利·布洛傑特（Henry Blodgett）、瑪麗·米克（Mary Meeker）和傑

克·格魯伯曼（Jack Grubman）是該非得把預測個別股價會漲的原理告知投資大眾不可，還是宣布這些股票在未來六到十二個月的目標價就足夠，或多或少就像是賽馬場的報馬仔？（參照下文中的「暗樁、報馬仔與竊賊」）政府的主管機關該成立「真相員警」來防止投資大眾受到誤導，還是大眾該自行判定，股票銷售人員所提出的說法哪些不全然是真的？某些商業作為雖屬合法，從事這類活動的人卻不願或窘於《紐約時報》（*New York Times*）、《華爾街日報》（*Wall Street Journal*）、《芝加哥論壇報》或《倫敦每日電訊報》（*London Daily Telegraph*）的頭版報導他們的買賣，因為陽光會照醒詐騙的受害者。試想安隆、MCI 世界通訊、阿德菲、泰科、南方保健（HealthSouth）、環球電訊（Global Crossing）——在一九九〇年代股市泡沫時期都曾是運用金融槓桿的楷模。很多詐欺行為都是在股價不斷上漲、泡沫逐漸形成時出現的。資產價格泡沫為詐欺行為提供了很好的掩護。高風險的借款方輕易就能為到期的貸款再融資，因為放款方熱中於增加總貸款。投資銀行信奉買責自負；按照它們的看法，年紀大到足以投票的顧客應該就能打點本身的財務利益。

竊取消息和內線交易

既然會導致相對價格變化，消息就有價值。在二次世界大戰後，美國有好幾位國會議員致富，或起碼是更富，因為他們剛好在要為州際公路系統建造新進出交流道的基地旁買了一些地。小麥收穫量的消息（實際上是預估消息）會導致小麥價格變化，所以這些預估消息在變得眾所皆知以前，具有重大的價值。企業季度盈餘的消息常會導致股價急速變化（尤其是在出現大幅變化時）。另外，企業合併（尤其是對另一企業的收購或購買），也

常會導致所涉企業的股價急漲。

詐欺有多方面。一種形式是牽涉到犯法，或是受到政府官員默許。有不少詐欺牽涉到資訊濫用；有些人或許提供了獲利、配息和可能合併的誤導消息。資訊也可能遭到竊取，儘管法律禁止內線交易，但在那些重要資訊公開發布前，密切聯繫的個人仍會試圖靠預先得知的資訊來獲利。

二〇〇六至二〇〇七年，德國銀行購入一些抵押貸款擔保證券（MBS）時，高盛集團並未履行全面告知義務。事實上，就在很多投資人爭相購買抵押貸款支持證券時，抵押貸款支持證券的發行機構正在大肆做空，而投資人和發行機構對其未來價格走勢存在明顯的預期差。後來，高盛集團為息事寧人，主動向證券交易委員會繳納了五億美元，以求讓自己的名字不要見報，其中一半補償給買進這些債券的德國客戶。

大型註冊會計師事務所，是為了保護投資人不受公司財務報表數字誤導而設立的；一般認為，註冊會計師會嚴格查核帳目上的細目。安達信一度是「五大」全球會計事務所之一，曾以注重道德問題而聞名，但它卻遭到好幾家所查帳公司收買，共謀來誤導投資人。那些為安隆與MCI世界通訊提供法律建言，或者是為其他企業提供誤導性資訊的事務所（每小時顧問費可能高達八百美元），是否也應該對投資人負起責任呢？

二〇〇七至二〇〇八年時，因房地產價格不斷下跌，銀行、投資銀行等金融機構一直是主流媒體關注的焦點。蘇格蘭皇家銀行（RBS）、西班牙國際銀行（Santander Bank）、富通銀行聯合競標，以一千億美元收購了荷蘭銀行（ABN AMRO）。事後看，對收購方而言，併購的代價極為高昂，而對出售方而言，其決策無比聰明。雖然交易中沒有

明顯的詐欺，但雙方達成協議並非在完全理性、經過充分考慮下作出的決策。

當時世界最大的保險公司美國國際集團（AIG），也是在二〇〇八年金融危機中遭受重創的典型，為避免破產，其不得不接受美國政府巨額財政支持。它的問題大部分是源自銷售保險形式的信用違約交換（CDS）來讓債券持有人購買，以便在公司所發行的債券破產時保護債券持有人免於虧損。這些交換就類似於私人抵押貸款保險，透過購買抵押貸款保險，購房人只需首付兩成以下的購房款，即可購買房屋，當其違約時，抵押貸款保險公司承擔還款責任。購買信用違約互換，投資人可以獲得高風險債券的高投資回報，但不必承擔高違約風險。

二〇〇三至二〇〇七年，美國房市一派繁榮，抵押貸款市場的詐欺多出現在「零售層級」——借款人未完整披露其收入及信用記錄，放款人明知其在刻意隱瞞，卻並未採取理性對策。貝爾斯登公司多位高層經理人明知其對沖基金管理的資產品質存在問題，仍隱瞞並誤導其投資人，但陪審團卻未據此作出有罪裁定。

冰島的多家銀行也被指控企圖操縱其銀行自身股票的價格。這一行為一般發生在股價開始下跌時，銀行業者對來自其中一個酋長國的朋友放貸了很多錢，使他能買進銀行的股份來維持股價，同時也維護了銀行家個人及其家族財富不受損失。冰島法院對其本國銀行家關聯貸款的行為監管非常嚴格，未來可能有超過十人難逃牢獄之災。

Ⅰ 騙局與詐欺的分類

在市場經濟中，騙局、詐欺行為、虧空和精心設計的掠奪是日常的一部分，不過有些國家或時期可能較為常見。有很多騙局是牽涉到

供應庫存與獲利的誤導消息。此外，在市場經濟體制下投資人之間的資訊對稱的假設下，騙局偶爾也牽涉到竊取消息。而且假如某些個人跳到了排頭，它就是詐欺的形式。

國際透明組織（Transparency International）會發表一年一度的腐敗指數，在清廉度這方面，芬蘭總是穩居第一名的位置，冰島則緊追在後，直到龐大的股價泡沫在二〇〇八年自爆為止。（後續的調查透露出，冰島的銀行是遭到自家業主五鬼搬運。）有很多年，孟加拉、剛果民主共和國和奈及利亞都被視為傾向腐敗。在這份排行榜上，美國也屬於前段班，雖然在一九九〇年代的股價泡沫和十年後的房地產泡沫期間，美國的公司發生了廣泛的詐欺和欺騙，導致排名往後掉。

誇稱庫存的價值是對放款方和投資人行騙的傳統形式。麥克森與羅賓斯（McKesson Robbins）在一九三〇年代後期的醜聞，涉及用造假的提貨單來當成貸款的擔保品。一九六〇年代的德州賭客比利·索爾·艾斯提斯（Billie Sol Estes）是用轉租的肥料槽來當成貸款的擔保品，但在向銀行借錢時，他把轉租的槽數加以誇大。一九六〇年代，提諾·德安傑利斯（Tino De Angelis）用一槽槽的「沙拉油」來當成貸款的擔保品，坑了美國運通（American Express）和其他大型放款方。提諾知道沙拉油的密度比水低，便用一層六吋的沙拉油浮在二十呎的水上方。

行騙牽涉到對庫存的價值偽造說法時，最終都能加以檢驗。例如放款方識破了比利·索爾·艾斯提斯的騙局，就是因為註冊會計師盡了應盡的責任，去數了肥料槽。放款方或許會被借款方虛報的擔保品價值所矇騙，而且起初放款方的會計師不見得會把欺騙抓出來。在金融市場上，詐欺一般表現為對公司利潤或股價預期的虛假陳述。公司可能為了營造出穩定盈利的表象，而人為「操控」利潤。另一種說法可能是：某家公司宣稱其淨利潤會在未來五年保持一五%的增長率。金融市場上，還有一些詐欺事件是基於企業對其未來盈利水準或股價

的「過度樂觀」，導致出現不真實的預測。

華爾街就靠出售股票攫取了大量財富，根本原因在於它們用高薪聘請了一群職業人士，能夠影響公眾判斷，使投資人相信其股票未來會不斷上漲。他們就像是嘉年華會雜耍秀前面的暗樁，不斷鼓動人們購票進場觀看演出。股價上漲的機率通常是下挫機率的兩倍，所以「市場策略人員」即使不具備專業知識，看對的機率往往也比看錯的機率更高（雖然看對方向並不等於抓對股價的變化）。一般而言，專家們不願公開看空整體市場，更不會針對某股票公開看空（如果那樣，會激怒該公司，其高階主管甚至會因此而與該投資銀行斷絕商業往來，在此威脅下，任何投資銀行都不會貿然公開看空某公司）。有時候，專家推薦的某股票仍會出現下跌，但這僅關乎研究機構的聲譽，並不影響其經濟利益。他們會將之稱之為偶然事件，很快就置之不理。

腐敗無法被準確定義，除非經濟體或社會有法律、規約或規則來把合法跟違法或不道德的行為區分開來。要是社會上沒有規則或規約，任何事都會被歸類為合法和可接受；可接受與不可接受行為間的界限模糊不清，則會滋生腐敗。事實上，經濟社會都有其規矩或標準，核心在於判斷可接受行為的關鍵要素能否不斷變革，以降低全社會的交易成本。

各國法律各有不同，某些國家的合法作為到了別的國家或許就是違法。再者，不可接受行為的界定標準，在同一國內也會隨著時間改變；有些金融作為現在是違法，在一百年前的美國則不違法。即使考慮所有的變化因素，仍能找到可接受行為的普世基本標準，猶如《十誡》中的第八誡：「汝不可偷竊。」

腐敗的行為等於是每個經濟體中的一部分。在經濟發展欣欣向榮的時期，例如一九九〇年代，逾越道德和法律規約的交易數量就會增加。矛盾的是，在股票、房地產和商品的價格連年的成長率都在三〇

至四〇%的情況下，個人的財富增加似乎會誘使部分希望財富增加更快的人增加詐欺的行為。例如張三若有意跟李四別苗頭，他或許會混淆實情、鋌而走險。有些企業家和經理人會遊走在詐欺行為的邊緣，因為回報率／風險比會明顯提高，透過違規或欺騙可能獲得的財富增值如此誘人，遠遠超過騙局敗露後可能招致的罰金或聲譽損失。很多人都打著這樣的算盤，只要違規行為不敗露，就能一夜暴富，將不義之財據為己有。退一步講，即使違規行為敗露，他們仍可以持有相當比例的灰色收入，被抓進監獄可能性很小。即使入獄也無所謂，很多囚禁白領罪犯的監獄就像一個上流社會的體驗式俱樂部。

經濟動盪和衰退會使很多人面臨財務困境，為避免破產，他們可能走上詐欺的道路。今天的一句謊言，可能演化成明天的一場風暴。當經濟繁榮不再、虧損浮出水面時，很多人只能豪賭未來的盈利預期，因為只有這樣，才能避免破產出現。

霸菱兄弟是歷史悠久的倫敦工商銀行，在它的新加坡營業處，尼克·李森是五、六位員工當中一位不起眼的職員。李森交易的是股票選擇權和東京主要的股價指數——日經二二五選擇權。霸菱的倫敦營業處對於李森的部位，也就是公司給予的交易風險頭寸設有嚴格的限制。李森買進和賣出日經的買權和賣權，其中購買買權是賭日股的價格會漲，購買賣權則是賭價格會跌。賣出買權是賭日經的價格不會顯著上漲，賣出賣權是賭日經不會顯著下跌。李森買進買權或賣權時，必須付權利金給承擔價格風險的選擇權賣方；賣出選擇權時則會賺到權利金，因為他要承擔價格風險。

在李森的營業處裡，有人顯然在買賣上出了差錯，而導致交易帳戶的虧損。李森沒有向倫敦的霸菱總行坦承差錯，而是賣出大量日經的賣權，計畫用權利金的收入來抵銷交易的虧損。然而不幸的是，阪神大地震導致東京股市暴跌，也為他賣出的賣權帶來鉅額虧損，遠遠超過權利金收入，也讓他的虧損進一步擴大。接著李森加倍下注，希

望新選擇權合約的獲利會抵銷掉之前的虧損，然後他就會平倉，這樣一來總行沒有人會知情。但李森又倒楣了，他賠掉了第二筆賭注。他的部位每次一蒙受虧損，就再把賭注加倍，希望輪到自己贏。他就這樣下去，直到交易帳戶的累計虧損幾乎等於霸菱的資本總額為止。李森大概一連賠了四、五筆賭注。試想若以擲錢幣來說，他連輸五次保證金的機率——一連五次都是正面的機會是三十二分之一。假如他能贏一次賭注，他的不幸就不會登上報紙的頭版，也不會在新加坡的大牢裡待上兩年了。

像李森一樣造成慘賠的交易員還有許多案例，在都柏林的總行查覺到虧損有多大前，愛爾蘭聯合銀行（Allied Irish Bank）巴爾的摩營業處的約翰·魯斯尼克（John Rusnak），曾在外匯交易中造成七·五億美元的虧損，直到位於都柏林的總行發現後，他的詐欺行為才被公諸於世；住友銀行紐約營業處的濱中泰男在銅市場上賠了好幾十億美元；雪梨澳洲國民銀行（National Australia Bank）也有五名交易員在外匯市場上賠了好幾億美元。

在前述這幾名交易員的違規交易被發現前，他們都輸掉了一連串的賭注。他們的行為之所以會登上新聞頭條，是因為在贏得一次賭注來使他們成功彌補虧損前，他們就用光了現金，導致資金鏈出現問題。

事實上，肯定還有許多比他們幸運的投機分子，在數次失利後還能成功鹹魚翻身，成功彌補了帳面上的虧損，讓他們的違法與詐欺行為永遠不會被世人所知。

在本章裡，金融詐欺是走敘述和軼聞的取向。目前金氏世界紀錄尚未將金融詐欺的交易額之最列入紀錄中。美國南北戰爭後的經濟快速繁榮，催生出為數不少的金融騙局，詐欺則是在被稱為鍍金時代的一八八〇年代屢見不鮮。在一九二〇年代後期，有少數銀行業者在獲知各國停止付息後，仍持續銷售好幾個拉美國家的債券。

在一九七〇年代的石油危機中，國際信貸商業銀行（Bank of Credit and Commerce International，BCCI）是一大金融受益者。國際信貸商業銀行最初在巴基斯坦註冊，後來在中東各地和倫敦，以及歐洲和非洲的部分大城市設立了一系列分支機構，構成遍布全球的營業網路。隨著一九七〇年代的油價飆升，國際信貸商業銀行迅速擴張，中東地區資金充裕，它有不少早期存戶是波斯灣的富有酋長。國際信貸商業銀行吸引了很多穆斯林客戶，並為政客發放貸款，還透過這些政治關係來幫助銀行實現擴張，並爭取放鬆金融管制。

在馬多夫的騙局敗露以前，國際信貸商業銀行可能是歷來最大的龐氏騙局之一。他們會為逾放貸款提供再融資，藉以延緩認列虧損。當他們發現對船運鉅子提供的部分貸款難以收回時，該行使用詐欺會計來隱匿虧損，甚至還收買查帳人員。國際信貸商業銀行廣作選擇權來填補貸款虧損，而且該公司以市價來認列「價內」選擇權，並把有虧損的「價外」選擇權估為零。國際信貸商業銀行就像是龐氏騙局一樣，只要能把存單賣給肥羊客戶就能繼續擴張。

日本的泡沫經濟在一九九〇年代初破滅時，國內許多總部位於東京和大阪的大銀行因向房地產或股票投資提供融資而蒙受龐大的虧損，部分區域銀行所蒙受的虧損更大，因為它們為了提振地方經濟而對高爾夫球場、飯店和遊樂園等建案放貸。日本還沒有建立償還貸款的傳統。取而代之的作法是，借款人將使用新貸款中的現金支付未償還貸款的利息，只要他們讓債務本金增長的速度與利率相等。與房地產價值增長的速度高於利率，這種「永動機」式的作法便是安全的。等到房地產的價格開始下跌，准貸過程的一些把戲也被攤開在陽光底下。在大阪經營小餐館的女性向住友銀行的地方分行所借的款項竟相當於數十億美元，因為她跟地方分行的經理「關係友好」。日本黑社會發現從銀行取錢的低風險方式，就是虛報房地產價值以取得貸款，於是便恐嚇或賄賂房地產鑑價人員。好幾家大型區域銀行的高層幹部

都放貸給房地產開發商，使他們能買下銀行業者所持有的土地。財務省有好幾名長官在有鏡式地板的「無底褲涮涮鍋餐廳」接受招待；這些官員涉嫌在事前祕密的把金融法規即將改變的消息提供給東道主。

當泰國、馬來西亞和其他鄰近亞洲國家的房地產泡沫破滅時，使銀行蒙受到大幅虧損時，優待特定借款方的「裙帶資本主義」便被凸顯出來。而在較早年繁榮的經濟成長中，這種現象並不明顯。三十幾年來，印尼一直像是「蘇哈托（Suharto）家族事業」，以該國國內生產毛額的增幅來度量，它頗為成功。當印尼一帆風順時，銀行樂於對蘇哈托總統的子女所籌設的經營企業放貸——確切來說，有些銀行就是由他的子女所籌設。銀行並不在意這些貸款資助的項目是不是有賺頭，只要國家是由蘇哈托家族來管理，它們就有信心會獲得償還。

在一九八〇年代初，美國金融界頭條新聞是，即將到來的金融災難就是美國的信用合作社和其他儲蓄機構以及美國的互助儲蓄銀行，也就是為了幫助財力有限的美國人來為購買第一間房子融資所成立的儲蓄機構。儲蓄機構把到期日為短期的存款賣出，所取得的資金就用來買到期日為長期的固定利率抵押貸款。由於存在期限不匹配的問題，這些儲蓄機構就不得不面對「轉換風險」（transformation risk）或「久期風險」（duration risk），即短期利率水準與長期利率水準出現不對稱變化，致使其貸款獲得的利息無法抵補吸收存款的利息支出，而出現負的淨現金流。儲蓄機構與這樣的風險，共度了五十年，因為短期存款的利率是受到美國政府機關所監管，以限制銀行同業間的哄抬利率拉存款的不正當競爭行為。不過在一九七〇年代的下半葉，隨著美國國債的利率衝高，很多存款人將銀行存款轉變為美國國債或貨幣市場基金，以獲得比儲蓄存款更高的利息收入。

如此一來，美國儲貸機構不得不面臨兩難境地。如果其將利率提高至美國國債的水準（假使它們能夠說服美國監管當局提高利率上限），存款利息支出會超過抵押貸款利息收入，導致資本不斷減少，

並最終破產。相反的，如果他們出售其抵押貸款，由於價格低於面值，它們同樣會面臨嚴重的資本損失。

大部分的儲蓄機構都決定對存款支付更高的利率，能拖一天是一天。各儲蓄機構都能估計出資本逐月掏空的速度，並預估資本會完全耗盡的日期。

隨著數以千計的儲蓄機構倒閉，起初這些倒閉的儲蓄機構是由聯邦存款保險公司（Federal Savings and Loan Insurance Corporation）或美國政府的存款保險保障機關聯邦存款保險公司接管。這些政府機關會把倒閉儲蓄機構的良好貸款出售，並用這些售出貸款的現金和累積準備，用以全額償還存款人的儲蓄。

這樣一來，聯邦儲蓄貸款保險公司和聯邦存款保險公司累積了將近五十年的積蓄與資金很快就被耗盡。然後存款保險機關再也無力關閉這些淨值為負的儲蓄機構了，因為它們沒有足夠的錢來兌付存款保險的保障，因此需要藉口來讓倒閉的儲蓄機構能維持營運。於是它們推出「寬限」政策，容許這些破產的儲蓄機構繼續營業。

無可避免的是，聯邦儲蓄貸款保險公司和聯邦存款保險公司的虧損必須填補，方法只有兩種，其一是運用納稅人的錢來彌補虧空，其二則是對活下來的銀行和儲蓄機構增收存款保險的保費。可以理解的是，這些銀行和儲蓄機構極力反對支付更高的保費，來彌補倒閉競爭對手的虧損。

聯邦儲蓄貸款保險公司和聯邦存款保險公司努力要從美國財政部取得資金，以便能用來清償存戶並關閉倒閉的儲蓄機構，卻遭到了美國國會好幾位議員卡關；這些民意代表想利用這次的金融災難來強迫金融服務業鬆綁。一部分倒閉的儲蓄機構會被重組，由一家倒閉的儲蓄機構收購另一家，收購機構在資產負債表上的資產端可計入大量帳目，而且資本會有對應的增加。這個作法的理由，或者更精準的說法是「期望」，是在接下來的二、三十年，收購機構的獲利會充足到使

它能攤還商譽與負淨值。

有些企業家的想法高明，他們想到可挽救倒閉儲蓄機構的方法，就是幫助它們快速增加存款，讓它們在新抵押貸款和貸款上的獲利能夠大過在比較舊、低利率抵押貸款上的虧損。一九八二年時，美國國會放鬆了對儲蓄機構所施加的管制，允許儲蓄機構買進幾乎所有種類的證券資產。在同一時間，對於個人在單一儲蓄機構的存款保險額度，上限也從四萬美元提高到十萬美元（不過，個人輕易就能規避掉這道天花板，作法是把存款存在稍微有些不同的同名帳戶下：李先生個人有十萬美元的投保存款，李太太也有十萬美元的投保存款，李先生和李太太還可擁有聯名的第三個投保帳戶，同樣有十萬美元的保障。而且李家可以為每個子女都買分開的存款帳戶，以及一連串存款的聯名子女帳戶。）

這些倒閉的儲蓄機構熱中去買進任何提供相對高利率的貸款或證券，因此助長垃圾債券的發行。起初垃圾債券的供給僅限於「殞落天使」（fallen angels），也就是因為財務出問題而導致債券喪失投資級評等的公司。喪失投資級評等意味著，有些金融機構再也無法持有這些債券，因此，這些債券的利率便急漲。

德崇證券的麥可·米爾肯發展出一種市場創新工具，使垃圾債券的需求和供給都大為增加。一九八〇年代的利率下跌和美國經濟成長率上漲，為垃圾債券市場的擴張創造了有利的環境。而他們推銷垃圾債券的話術是，垃圾債券承諾的收益率水準遠遠超過投資級債券的收益率水準，而且當其中一個借款人破產，所有債券的持有人，將蒙受更大的損失。

米爾肯為他的一些朋友與合夥人提供融資，以針對儲蓄機構、保險公司和其他積極買進垃圾債券的企業來取得掌控權。對於考量要接管老牌公司的企業家，米爾肯則提供了「安慰函」（comfort letters），以保證德崇能募到所需要的錢來為接管融資。等他的朋友買

下其中一家產業公司，該公司就會發行由德崇承銷的垃圾債券，米爾肯則會向他的朋友所掌控的儲蓄機構和保險公司銷售這些債券。為了方便承銷垃圾債券，米爾肯甚至透過德崇證券設立了一家共同基金管理公司。

米爾肯相當於得到一台印鈔機。當客戶發行新的垃圾債券時，德崇就會賺到承銷費、把債券賣給共同基金的費用、把共同基金裡的股份賣給美國大眾的銷售費，以及操作共同基金的管理費。

在利益驅使下，美林證券（Merrill Lynch）開始為儲蓄機構仲介存款，加州和美國西南部的儲蓄機構開始提供豐厚的利率，美林成千上萬的經紀商大軍則成了通路，以便把錢從全國各地搬去由米爾肯的朋友所掌控的儲蓄機構。存戶唯一關心的只有一點：他們放在儲蓄機構的存款受到美國財政部保障。

在靠米爾肯來融資的企業收購者中，其實有過產業經驗的人寥寥無幾。他們收購了超過五十家企業，用的是山姆大叔的錢——美國政府提供擔保的儲蓄機構存款。他們常為了收購這些企業而付出超過其價值的金錢，但這些都是用美國人民的錢來付。

米爾肯的同夥所收購的企業，有很多都賺不到夠多的錢來對未清償垃圾債券付息。不過毋須憂心，它們可以發行新的垃圾債券來為他們紓解支付利息的義務，而且米爾肯的友好儲蓄機構都會購買這些債券。只要垃圾債券市場保持蓬勃，這部印鈔機就能繼續運作（這是不是讓人聯想起了龐氏融資？）

在一九八〇年代末，聯邦監管機關改變了規則，禁止儲蓄機構買進垃圾債券後，垃圾債券市場就崩解了。垃圾債券市場失去流動性，讓債券的價格急跌，債券持有者也蒙受大幅虧損。在一九八〇年代，市場上的垃圾債券大部分都是由德崇來承銷，而這些垃圾債券約莫有半數違約。德崇因垃圾債券而蒙受大幅虧損，大量庫存滯銷，最後在一九九二年時破產。

儲蓄機構潰堤使聯邦政府不得不支出超過一千億美元。假如美國國會在一九八〇年代初拿錢支應存款保險機關，以便在那些虧空的儲蓄機構掏空資本前把它關閉，美國納稅人所支付的成本大概可控制在二百至三百億美元的區間。但實際成本大幅超出了因及時關閉失敗的儲蓄機構而產生的成本，這是因為其中一部分來自關閉失敗的儲蓄機構的成本，而這些機構又是垃圾債券的主要購買者。

米爾肯和他的家人成了億萬富豪，甚至在繳了五・五億美元的罰款，並在聯邦「鄉村俱樂部」（最低度戒護的監獄）待了三十個月後，他仍然握有大筆財富。

垃圾債券的事實與虛構

公司併購和垃圾債券一直是眾人關注的話題。現在讓我們關注一些虛構和非虛構著作的書名。湯姆・伍爾夫（Tom Wolfe）的《走夜路的男人》（*Bonfire of the Vanities*）對於紐約金融菁英的價值觀有精準的刻畫。康妮・布魯克（Connie Bruck）的《掠食者的盛宴》（*Predator's Ball*）是在描述垃圾債券買家和賣家的年度派對。布萊恩・伯瑞（Bryan Burroughs）和約翰・赫萊爾（John Helyar）的《門口的野蠻人》（*Barbarians at the Gate*）是關於雷諾納貝斯克（RJR Nabisco）即將被收購的故事，從中可以發現，判定潛在收購物件其實頗具困難度。詹姆斯・史都華（James Stewart）《股市大盜》（*Den of Thieves*）的書名為米爾肯和他朋友的故事提供了線索。班・史坦（Ben Stein）的《偷竊執照》（*A License to Steal*）記錄了一九八〇和一九九〇年代的重大公司倒閉，以及把證券交由德崇證券來承銷的數字。

| 一九九〇年代的行騙與竊取

在一九九〇年代的下半葉，美國發生許多騙局、行騙和詐欺事件。在牽涉到與股市榮景有關的詐欺和詭詐的企業裡，排行榜的榜首是前文中所論及的安隆。安隆是由兩家受監管天然氣管線合併而成。安隆有兩「臂」：「安隆重工」大舉投資印度的發電廠以及英國和墨西哥的水力系統；「安隆輕工」則快速擴張來生產和交易電力、天然氣、寬頻，以及其他任何能在批發市場上交易的東西。在放鬆電力市場管制的舉動上，媒體大幅報導安隆是最重要的企業。安隆的雙臂快速擴張，需要高額的錢來投資廠房和設備、交易設施和軟體系統。安隆銷售了許多債券，並為主要的投資銀行業者美林證券和所羅門兄弟帶來了大筆的營收。安隆的市場資本額觸頂時為二千五百億美元，一股一百美元的股票市值超過二千億美元，公開持有債券的市值也達四百億美元。

安隆一度被（自家公關的花言巧語）吹捧為美國的第七大企業，並被《財星》（*Fortune*）雜誌形容為年度最具創新力的企業之一。但隨著美股的價格在二〇〇〇年開始急挫不久後，它便聲請破產。股票的市值歸零，債券的市值急跌。

一個令人好奇的議題是，安隆的最高經理人何時放棄了原本穩健的經營模式，並開始走上金融詐欺的道路。安隆高層經理人的總薪酬，有一大部分是來自出售公司當成誘因所發給的股票選擇權。安隆獲利的成長速度越快，股價越高，選擇權越有價值，選擇權持有人就越富有。既然個人的財富是跟股價掛鉤，安隆的高層幹部便有強大的理由要維持獲利成長。

華爾街的股票分析師們也關注到安隆公司基本面的變化。他們對安隆公司的盈利預期越來越不樂觀，並認為其盈利狀況會逐漸降低。很多最終走向破產的企業的盈利預測都不準確，它們的股價會以一〇%至二〇%的速度下跌。因此，安隆及其他公司的財務總監迫切需要編造利潤，來迎合股票分析師們的分析。

安隆為了實現盈餘成長，因此以奈及利亞的一些發電駁船為標的，與美林和摩根大通簽訂了售後回租協議。美林和摩根大通為駁船所付的價格高於市場，使安隆能實現出售獲利，以貢獻安隆當年的申報獲利。不過美林和摩根大通可不是慈善事業，由於為駁船所付的價格高於市場，它們對應收取的年租金也較高。從安隆的角度來看，雖然第一年的獲利增加，但卻是以接下來幾年的獲利為代價。

安隆搶著去增加今年的獲利，而不管對未來獲利的負面衝擊。明年的盈餘成長問題可以明年來解決。

安隆對一些獨有的期貨合約所開出的市價非常高，到期日為五到十年，而且因為過於艱深而沒有現成的參考市價。安隆一年接一年提高對這些合約所開出的價值，這些提高的價值，便貢獻了安隆的申報獲利，精巧對應了一九九〇年代的比利·索爾·艾斯提斯所誇大的出租肥料槽數目。

安隆的金融欺瞞導致申報獲利增加了超過十億美元。同時，安隆還把巨大的債務隱藏起來，掩埋在資產負債表外的融資合夥中，就是所謂的特別融資工具或平台（SFV）。很多銀行和產業公司會用這些特別融資平台，把債務移出資產負債表，使自己更有本錢來增加所能借款的額度。會計規則認定，只要特別融資平台裡的權益有三%是由「不相關個人」所持有，這些特別融資平台便可視為獨立分錄。安隆擁有合夥企業九七%的股份，持有剩下三%的個人有些是資深員工，有些則是公司的銀行業者（這些個人屬於不相關的機率似乎小到微乎其微）。這些銀行業者熱中於投資這些合夥並對它放款，因為安隆是

龐大承銷收入的來源。這些合夥的名稱是取自《星際大戰》（*Star Wars*）——例如絕地武士（JEDI）、丘巴卡（Chewco）等。合夥企業會向銀行和其他放款方借款，彷彿它們是獨立於安隆，然後把資金投入安隆。（這些放款方知道安隆涉入騙局的機率是多少？）

安隆利用一部分從特別融資平台的借款中所拿到的現金，來支撐本身的股價。這或多或少與尼克·李森孤注一擲的策略有異曲同工之妙——萬一股價下挫，那合夥企業的價值就會下跌，它們就會「陷入困境」，而安隆並不會受到牽連。但這是傳統作法，美國鐵路在十九世紀就用過。

安隆崩解導致了原先最受敬重的美國大型會計事務所安達信（Arthur Andersen）滅亡，事實上，在前幾年，安達信就遭到了亞歷桑納浸信會醫院（Baptist Hospital of Arizona）、廢棄物管理（Waste Management）和其他好幾家掛點查帳客戶的債權人提告。在美國證券交易委員會啟動對安然公司的調查後，安達信仍然在幫助安隆藏匿檔、銷毀證據，終於遭到了起訴。

安隆一年付給安達信二百萬美元的查帳服務，以及二千五百萬美元的諮詢服務費用。也就是說，安達信或許是保住諮詢收入，而影響到它對安隆的審慎查帳立場，而且這是委婉的說法。二〇〇二年六月時，安達信遭定罪妨礙司法，而它的數百家客戶可不想跟名聲污損的公司扯上邊，該公司就倒台了。

安達信只是安隆所吸收的外圍團體之一；它的董事會有多重的利益衝突，因為有些董事從該公司賺取了諮詢收入。安隆成立了好幾個顧問團，通常是出身自媒體，一年的車馬費是二萬五千美元，一年開會一次。安隆的董事長肯尼斯·雷伊（Kenneth Lay）（部分華盛頓政客稱他為「肯尼小子」）也是政治人物的大金主。

安隆的三十多位幹部遭到提起刑事訴訟。他們實施金融詭詐的方式主要有三類；主要的是誇稱收益，而對欠債的成長輕描淡寫。此

外，有些最高幹部還對國稅局低報所得。而肯·雷伊和其他人遭到起訴的原因，則是在公司財務狀況上提供誤導消息。在審判後，五人遭判有罪，一人宣告無罪；十五人認罪。

安隆的二號人物傑佛瑞·史基林（Jeffrey Skilling）遭指控三十五項罪名，包括共謀、證券詐欺、電匯詐欺與內線交易，並在二〇〇六年判了很長的有期徒刑（二十四年四個月）。財務長安德魯·費斯托（Andrew Fastow）認罪的是共謀從事證券詐欺，並被監禁至少十年（不可假釋）；他太太麗雅·費斯托（Leah Fastow）因涉嫌稅務詐欺而坐牢六個月。公司財務主管班·葛里森（Ben Glisan）因電匯和證券詐欺而獲判五年徒刑。財務主管麥可·卡波（Michael Kopper）認罪的是詐欺和洗錢。安隆的前董事同意以一·六八億美元來和解股東所提起的告訴；這筆金額中的一千三百萬美元是來自他們本身的口袋，其餘則是來自保單的保險金。這筆和解有一部分是由雷曼兄弟支付二·二二億美元，美國銀行則付了六千九百萬美元。

世界通訊是一九九〇年代成長最快的電信公司之一，透過超過六十樁併購案，成為美國通訊業龍頭。柏納·艾博斯（Bernie Ebbers）出生於加拿大，是密西西比州傑克森（Jackson）的前高中體育老師暨籃球教練，一手造就了它的快速擴張。對於世界通訊的每股盈餘快速增加，水準高於被收購的企業。世界通訊的收購方式，是以新發行股份去交換所收購企業的股份。

世界通訊的每股盈餘以很快的速度增加，是因為它把股價較低公司的盈餘給「買下來」（假如世界通訊收購本益比高於自家企業的公司，就會讓自家企業的盈餘成長率降低，除非所收購的公司小到微乎其微）。很快的，艾博斯就陷入騎虎難下的境地：世界通訊的股價要維持高檔，就必須繼續收購其他股價較低的企業。隨著企業規模越來越大，盈餘要能保持快速成長，唯一的辦法就是收購越來越大的企業。問題在於（這是每個靠收購來擴大每股盈餘的企業都會遇到的問

題），隨著世界通訊變得越大，市場上剩餘的潛在併購標的也變得越少。

世界通訊最後收購的是MCI，這是美國電信業最創新的企業之一：MCI為微波發射塔發展了龐大的基礎建設，而打破了美國電話電報公司（AT&T）所壟斷的長途電話服務。MCI是一家大企業，因此合併後被更名為MCI世界通訊。為了努力保持盈餘成長，MCI世界通訊後來企圖去合併美國史普林（Sprint），但這項擬議的收購案遭到美國的監管主管機關擋下。

此後過了不久，MCI世界通訊就聲請破產了，當時是美國歷史上最大的破產。後續的調查透露出，該公司的財務長誇稱了盈餘，把四十八億美元的日常開銷列為「投資成本」，最終的捏造數字共計達一百億美元。這起會計詐欺的主因是要保持盈餘成長來支撐股價。世界通訊的兩名高階主管遭到了逮捕與起訴、認罪並入獄。

後來變得眾所周知的是，MCI世界通訊對柏納·艾博斯提供了超過四億美元的帳外貸款。艾博斯是用他的MCI世界通訊股票來當成貸款的擔保品，貸款用途也是買進更多MCI世界通訊的股票。由此可知，艾博斯的投資第一課就不及格——資產要分散。

安隆和世界通訊成了本身成功的受害者。華爾街的股市分析師每季都會對各企業下季度的盈餘進行預測，假如企業沒能符合盈餘目標，股價就會下跌一五%至二〇%，對企業的打擊很大。這時高層財務幹部就會採用兩種方式來應對：假如實際盈餘很可能比預判要高得多，他們就會預付開銷或延緩收款，等同是延後認列盈餘。理由是，盈餘高時，華爾街的分析師會把標準調高，即使只是一次性的盈餘激增，也可能會變成更高的新標竿。反過來說，假如公司所申報的盈餘低於估計，他們就有強烈的誘因向未來「借」盈餘，而延遲付款或預先收款。這樣做會使問題到下一季變得更加緊迫，但他們寧願把問題留到兩、三個月後再煩惱。

柏納·艾博斯遭起訴在企業的財務條件上誤導大眾，影響市場對世界通訊真實財務狀況的認知，審判於二〇〇五年一月展開。他的律師宣稱他是受到世界通訊的財務長史考特·蘇利文（Scott Sullivan）誤導，蘇利文則宣稱艾博斯的說法只是為了逃避責任，藉以減輕刑責。為賠償投資人，世界通訊支出五千四百萬美元，其中一千八百萬美元為十名前董事以自有資金支付。艾博斯則獲判二十五年的有期徒刑。

泰科（Tyco International Ltd.）是一家市值達二千億美元的企業集團，它的負責人鄧尼斯·科茲洛夫斯基（Dennis Kozlowski）和財務長馬克·史華茲（Mark Swartz）因侵吞公款而遭到聯邦政府起訴。他們透過兩種方式從泰科五鬼搬運多達數億美元的公款：一是未經泰科董事會其他成員許可，就為自己提供巨額的股票選擇權獎勵，以及利用公款來支付個人的生活開銷，其中令聯邦政府瞠目結舌的支出包括六千美元的浴簾，以及科茲洛夫斯基第二任妻子在薩丁尼亞豪擲二百萬美元的慶生會。宴會的費用半數是由泰科埋單。據媒體報導，宴會的一場重頭戲是以冰雕仿製米開朗基羅的大衛像，這尊冰雕的特殊之處，在於伏特加會從下半身的命根子流出。

泰科收購了數百家企業，涉及許多領域。大部分企業都是藉由換股方式獲得，但泰科偶爾會以現金來支付，靠的是出售債券和向銀行借款。對於所要收購的企業，泰科會在它的盈餘上動手腳。這些企業同意收購後，盈餘就會遭到壓縮，要不然就是暫時折損。等它整合到泰科家族裡，盈餘就會衝高，以助長泰科的盈餘快速成長。

泰科對成本、尤其是稅額十分敏感。企業的營運總部設在新罕布夏州（既沒有所得稅也沒有營業稅的州），名義總部則在百慕達，藉此避免支付美國的公司所得稅。紐約州指稱，科茲洛夫斯基曾在紐約市購買一幅名畫，為逃避一百萬美元稅款，他謊稱將畫運至位於新罕布夏州的公司總部，但實際上只是將一個空箱運到那裡，而將畫運到自己在紐約的公寓。

科茲洛夫斯基的一審並未達成一致的判決，但他在第二審則遭判有罪。與安隆和MCI世界通訊不同的是，泰科並沒有破產。涉及詐欺的是企業高層的個人行為，而不是公司本身。

李格斯（Rigas）家族遭到聯邦政府起訴，從美國第六大的有線電視系統阿德菲通訊（Adelphia Communications）五鬼搬運了二十三億美元；該家族的罪行所包含的元素兼具了安隆與世界通訊的惡行。該家族靠資產負債表外的貸款拿到了超過三十億美元，而阿德菲通訊則膨脹資本開銷並隱匿債務。阿德菲是小型家族企業起家，因此家族私人帳戶與事業帳戶的分界便常混淆不清。阿德菲的借款有很多是由李格斯家族保障，而李格斯家族的借款有很多是由阿德菲來保障。家族借款大部分是為了用現金來支撐企業的股價。前財務董事和前副總裁認了罪，李格斯家族的兩名成員也遭到定罪。

南方保健（Health South）的創辦人兼董事長李察·史克魯士（Richard Scrushy）遭起訴會計詐欺，假帳金額高達近三十億美元。在二〇〇五年一月展開的一審中，儘管法庭與史克魯士達成認罪協定，但他仍獲判無罪。史克魯士宣稱犯下詐欺的是他的下屬，但下屬們則表示詐欺是由他所掌管，因此他們的刑期應該減少。在二審時，他因一系列罪名遭判有罪並被送進大牢，後來在民事審判中，他被勒令支付二十八億六千萬美元的裁罰，而根據《華爾街日報》的報導，這可能是美國歷史上金額最高的罰款。

英克隆（ImClone）的創辦人暨推廣者山姆·瓦克薩（Sam Waksal）在對六項聯邦罪名認罪後，被送入聯邦監獄。瓦克薩曾要求父親和女兒賣掉該企業的股份，因為食藥署隔天將發布不利的聲明而導致股價下跌。

瑪莎·史都華（Martha Stewart）在聯邦監獄裡待了五個月，可能與山姆·瓦克薩決定賣出英克隆的股份有關。史都華賣了股份，但否認有收到瓦克薩的任何消息。這可能真的是巧合嗎？聯邦政府是以

「妨礙司法公正」的罪名控告史都華。他遭判有罪並坐了牢。

紐約證券交易所董事長兼執行長李察·葛拉索（Richard Grasso）的新聞登上了全國頭版，因為他的退休福利配套達一·五億美元。紐約證券交易所是非營利機構，由全體會員持有，提供場內交易並規範他們的交易行為，同時有權仲裁交易行為。交易所的董事大部分都是交易所監管企業的高層幹部。相對於交易所的營收（前一年約為二千八百萬美元）和華爾街其他領導人的退休福利配套，葛拉索的退休薪酬配套明顯偏高。葛拉索遭到質疑在監管方面軟弱，就是因為他的薪水和獎金是由董事來判定，使他不想要得罪他們。在沸沸揚揚與退休基金的投資人的反對與施壓後，葛拉索辭職了。後續在他的薪酬配套上，葛拉索遭到紐約檢察長提告。

環球電訊（Global Crossing）靠與其他業者交換網路容量來膨脹營收。該公司在銷毀檔案後破產，但在此之前，它的創辦人兼董事長蓋瑞·溫尼克（Gary Winnick）靠出售股份獲得了八億美元。後來在前股東的集體訴訟中，他吐出了大筆的薪酬，不過並沒有承認作惡。

殼牌石油公司（Shell Oil）曾為維持股價而高估其石油儲量，後來與美英兩國監管機構達成和解協定，繳納一·五億美元罰款。石油儲量難以估計，因此判斷殼牌石油公司的詐欺行為非常困難。詐欺敗露後，該公司多位高階主管不得不引咎辭職，卻逃脫了牢獄之災。

二〇〇三年的共同基金醜聞

二〇〇三年時，美國有若干大型的共同基金家族遭到起訴，在管理共同基金的二十大企業中，可能有一半涉及為避險基金提供交易特權，幫助他們獲得超額利潤，而代價則是其他眾多基金持有人的利益遭受損失。其中有些買賣合法，大部分則不然，而且

全都違背了共同基金和股東之間的隱含契約，那就是對各股東應一視同仁。美國各共同基金依規定要向美國證券交易委員會提報合約，其中明訂有買賣規則，說明可允許的行為和禁止的行為。大多數的合約中都有一項特徵是，投資人不可從事「短線進出」的買賣——在購買股份後的一、兩天內就賣出。合約裡一般會明訂，假如投資人真的從事短線進出的交易，就會對投資人額外收取1%費用，否則便必須延緩賣出。合約中通常還會明文禁止另一種行為，即禁止基金管理公司個人持有其所管理基金已經持有的股票，此外也禁止「偷吃步」行為，也就是在共同基金買下某家公司的股份前，先為本身的私人帳戶買進同公司的股份。此外，這些基金的標準作法是，只在季末揭露各基金持有證券的消息，而不提供任何在期中購買和售出個別證券的消息。

部分避險基金會與共同基金進行擇時交易。也就是說，假如他們認為某個訊息很可能會導致共同基金所持有股票的價格上漲，並增加基金的每股淨資產價值，避險基金就可以用「滯後價格」買進共同基金的股份，宛如俗稱的甕中捉鱉，獲利的機會大幅增加；之所以能夠以滯後價格來交易，主要原因在於許多共同基金持有美國以外市場的證券，而且這些外國證券的交易市場，在美國市場收盤前便已收盤。例如美國市場在同一個週二開盤交易前，週二的日本市場就收盤了。共同基金會事先告知一些避險基金，自家會在期中買進和賣出哪些股票，但它們並不會把相同的消息提供給其他股東。有些共同基金的經理人會進行短線進出，以交易本身基金的股份；有些則會在共同基金購買時偷吃步。

共同基金為什麼要違背對股東的承諾？

因為很多生意是交換條件，當共同基金管理公司所持有的共同基金需要有人拉抬時，也就是需要避險基金來購買一些它的股

份。

一家叫做金絲雀資本（Canary Capital）的家族式避險基金，同意向共同基金支付二千萬美元的賠償金，以及向證券交易委員會繳交一千萬美元的裁罰。美國最悠久的共同基金麻州金融服務（Massachusetts Financial Services），也同意以二億美元和解。聯盟資本（Alliance Capital）支付二・五億美元的裁罰，並同意在日後幾年內減收三・五億美元的手續費。位於密爾瓦斯的史壯基金（Strong Funds），其創辦人兼主要持有人辭去管理職，賣出持份，並支付了數千萬美元的裁罰。摩根士丹利（Morgan Stanley）以送紅包的形式，指示經紀商去力推它本身的共同基金，而不是一般基金；摩根士丹利的客戶無從覺察到，經紀商的建言並不公正。

❶ 騙子貸款、忍者資產、大到不能判

在二〇〇三到二〇〇八年間，美國房地產市場的榮景和衰敗有兩個明確的特徵——詐欺極為廣泛，然而遭到控告、受審、定罪和送進大牢的人卻是屈指可數。一九九〇年代知名的詐欺案例包括安隆的肯・雷伊和傑佛瑞・史基林、MCI世界通訊的柏納・艾博斯、泰科的鄧尼斯・科茲洛夫斯基和馬克・史華茲，以及阿德菲通訊的約翰・李格斯和他的兒子提摩西與麥可。這些詐欺都在零售層面，多不勝數，手段又相當拙劣，因此甚至無須送審即可定罪。

一九九〇年代，大約有超過五十人因詐欺而入獄服刑。二〇一〇年時，全國（Countrywide Financial Political Loan Scandal）的前負責人安傑羅・莫茲羅（Angelo Mozilo）以證券詐欺和內線交易罰了破紀錄的

六千七百五十萬美元，儘管他沒有承認自己有任何不當行為。

| 忍者貸款——對無收入和無資產者的抵押貸款

二〇〇七年以來，房地產的價格泡沫破滅已近十年，然而卻只有極少數的銀行業者和放款方，因詐欺或其他可公訴罪刑而被起訴或入獄。但美國政府已從抵押貸款市場詐欺中，向銀行和投資銀行收取超過二百億美元的罰款。美國銀行曾經披露，它將付出高達八十七億美元來解除「掠奪性放款方」的罪名。

行騙的數目和詐欺行為的範圍增加，引起經濟理論學家的關注。有很多屬於低層次的行騙是牽涉到「龐氏融資」，這種金融買賣的模式被定義為，公司所支付的利息大於它的營運現金流。另一位理論學家則論及，借款人如果具備債務市場的價格控制能力，並用從新貸款所取得的現金來償還未清償貸款的債務時，就是在從事龐氏融資。

建立龐氏融資業務的企業家，幾乎都很清楚自己在做什麼樣的行為，在被主管機關逮到前，他們會爽爽過上幾個月或幾年。偶爾會有無辜的人不慎牽涉其中，並且似乎無法了解金融模式。

| 暗樁、報馬仔與竊賊

假如你現在是在嘉年華會、馬戲團或園遊會上，你通常會清楚的了解到，那些雜耍秀的暗樁，很可能會對你誇大那些要付入場費才能看到的表演精采程度。假如來到賽馬場，你也會很清楚，那些報馬仔想要把自己的贏家名單賣給你，而描述自己在過去好幾天和上星期挑中了多少贏家時，不太可能遵守童子軍的榮譽守則。你的直覺肯定會暗示你，假如他們有自己所宣稱的一半成功，他們就不會來力推自己

的明牌了。可是當美林、摩根士丹利和瑞士信貸等國際知名金融機構的報馬仔告訴你，個別企業股份的目標價時，你該怎麼去解讀他們的說法？

在一九九〇年代後期的經濟繁榮時期裡，很多人因此暴賺一筆。亨利·布洛傑特（Henry Blodgett）賺入一千萬美元，瑪麗·米克（Mary Meeker）賺了一千五百萬美元，傑克·格魯伯曼（Jack Grubman）則是二千萬美元。他們都是網路公司和電信公司的傳道者，之所以能賺進這些如同搖滾明星的收入，是因為他們的公開聲明誘使了許多皮奧里亞的牙醫或堪薩斯市的殯葬業者，買進他們所力推的企業股份，而這些企業則為華爾街的投資銀行帶來許多承銷和交易業務。他們的收入跟為雇主所帶來的獲利並沒有關係上的經驗法則，但八九不離十的是，他們所產出的獲利，在雇主的計算下起碼比他們的收入高了八到十倍。

任職於美林證券的亨利·布洛傑特，是靠對個別網路公司的股票設定目標價而聞名，而且這些目標達成了一些；在牛市的全盛期，這些成就可視為他是成功預測者的證明，或者是自我實現的預言。但亨利卻在美林的內部電子郵件中，對自己向美國大眾所推廣的部份股票標的加以嘲笑，消息走漏後群情譁然，最後亨利不得不黯然離開證券業，但他保住了錢。

所羅門美邦當時是花旗集團家族的一份子，旗下的傑克·格魯伯曼鬧出醜聞的事件則是，在他的老闆、花旗首長山迪·魏爾（Sandy Weill）的要求下，他改變了美國電話電報公司（AT&T）的推薦等級。顯然的交換條件是，傑克想要山迪幫忙，讓自己的雙胞胎女兒錄取九十二街希伯來青年協會（九二nd Street YMHA）的幼兒園班級。花旗集團捐了一百萬美元給「九十二青年」，約莫在同一時間，傑克則離開了所羅門美邦，遣散費是二千萬美元。最後傑克支付了二千萬美元的裁罰，並同意不再到證券業任職。

帕瑪拿特（Parmalat）（名稱中結合了義大利的帕瑪 [Parma] 市和義大利語的牛奶 [latte]）是義大利的乳業食品公司，總部位於帕瑪。它用偽造的存款單把資產誇稱了四十億美元，製作詐欺存款單的手法，則是用影印機把一份文件疊印到另一份上。這起欺騙投資大眾與投資銀行的詐欺持續了超過十年。它是比利·索爾·艾斯提斯誇大肥料槽數目的義大利版。

地下金融公司也是行騙的一種形式。第一澤西證券（First Jersey Security）的勞勃·布倫南（Robert Brennan）經營了一系列備受矚目的地下金融公司。這些公司的營業經紀商專門打電話給個人來行銷股票，比方說沙贊火箭（Shazam Rockets）等標的。沙贊的股價通常偏低，一股可能是二至五美元，而且沙贊的股份有很多起初是由圈內人所持有，也就是那些擁有地下金融公司的人。圈內人彼此交易，藉此提高股價，每股漲幅可能高達二至三美元，接著他們就開始做電話行銷，宣稱沙贊的股價在過往的六週漲了五成；他們明白，很多容易受騙的人都熱中於購買價格快速上漲的股票，而且沒有經驗的投資人往往偏好低價股。

行騙與平常的搶劫不同的是，它是濫用信任。丹尼爾·狄福（Daniel Defoe）認為，股票經紀人的欺騙行為比攔路的強盜糟糕一萬倍，因為他們搶劫的是認識的人，常是朋友和親戚，而且不用以身涉「險」。

行騙應該要跟貪污區分開來，政府官員的貪污和事業員工的侵占與詐欺有著明顯的區別。這種違法或不道德的買賣，牽涉到對特定群體之間明示或隱含的信任的背叛。單是為了安隆一年二千五百萬美元的顧問費用，安達信會變得腐敗嗎？柏納·艾博斯受到傑克·格魯伯曼收買，是不是因為在這些股票首次對大眾銷售的日子，傑克安排讓柏納能買到二、三十家公司的股份？（在泡沫的激情中，股價在交易的第一天翻倍的機會極高。）或者柏納是不是暗中威脅傑克·格魯

伯，除非在買進新發行的股票上對他優待，否則他就要把世界通訊的承銷業務交給對街的美林或摩根士丹利？股票交易所和期貨交易所的規則宛如「純潔守則」，是設計來為大眾灌輸信心，人人都會受到公平對待，但規則其實是設計來保護交易所的一些成員，免於承受矇騙對行業的不良後果。

全國證券商協會（National Association of Security Dealers）對違反規則的成員嚴格施以懲戒行動。近年來，已有數百名成員遭到懲戒。

在歷史上討論過貪腐的有雅各·凡柯雷福蘭（Jacob van Klaveren），他對貪腐做為一種交易形式特別感興趣，因為它有利於完成有利可圖但被禁止的事，像是黑市，或者僅僅是不誠實，好比說克萊夫（Clive）或哈斯汀斯（Hastings）對印度的五鬼搬運。凡柯雷福蘭還討論過，內部人士如何有系統的侵占皇家非洲公司（Royal African Company）和東印度公司，作法是透過與所掌控公司的合約，來侵吞應付給股東的獲利。一八七三年時，美國的動產信貸公司（Credit Mobilier）以類似的方式，把獲利從聯合太平洋（Union Pacific）的股東身上轉給了由麻州的國會議員奧克斯·埃姆斯（Oakes Ames）所經營的內部團體，以及他在國會與事業上的裙帶關係。德魯（Drew）、費斯克和古爾德就是以類似的手法來榨乾伊利鐵路（Erie Railroad）。

金融市場的行騙有多方面。董事行騙股東、高層經理人行騙董事、證券承銷商針對正輔導公開發行的企業同時行騙業主和股東、借款方行騙銀行放款方，或者一群雇員對另一群的行騙。有些騙徒則發行詐欺的匯票，直到詐欺遭到發現時，持有這些票券的人才發現到自己持有的是假證券。

劃分道德與不道德舉動的線現在已不再像過往那麼籠統了。現代與落後的一個區分之道就在於道德。在經濟發展的早期階段，誠實與互信準則僅適用於家庭內部。既然陌生人形同持有偷竊執照，在這種

情境下，用人唯親才是最有效率的方式。一七二〇年時，企業只能買到雇員的服務，而不是他的忠誠；在貪污和詐欺轉換不被視為犯罪的年代，當盜用與欺騙無法定罪時，受雇於一家企業相當於得到一項新的競爭性業務邀約。當時，經營與竊盜、商業與剽竊之間的線並不精準。哈蒙（Hammond）曾論及，直到一七九九年，銀行幹部挪用銀行資金才確實裁定為違法，雖然下議院在一七二〇年對南海泡沫的調查就裁定，南海公司的董事用公司的錢放貸去買自家的股票，犯有違反信託罪，並該用本身的財富去填補投資人的虧損。

一位財經記者為龐茲的虛構式自傳寫了序言，他在一九二〇和一九七〇年之間找出一個相似之處，並表示行騙是通膨的產物。他的看法是，當生活費用上漲擠壓到家庭預算時，一些家庭的戶長就必須冒額外的風險來增加收入。另一種看法則認為，在不存在「可避免的無知」的情況下，非穩定性的投機就是賭博。就像彩票一樣，只是給賭徒們提供了一個必敗無疑的賭博工具。

行騙該不該包含在「可避免的無知」這個類別？這件事尚有待爭論。憤世嫉俗的人或許與費爾茲（W. C. Fields）懷有相同的信念：「你矇騙不了誠實的人」，並斷定行騙的受害者主要該怪自己。正如拉丁格言「Mundus vult decipi – ergo decipitur」所代表的意義：「世人想要受騙，那就讓它受騙吧。」有些精神科醫師相信，騙徒和受害者是以共生、愛恨交織的關係綁在一起，以便為雙方帶來滿足。

■ 竊取消息

二〇〇九年時，帆船基金（Galleon Fund）集團的創辦人拉吉·拉傑拉特南（Raj Rajaratnam）遭到聯邦調查局逮捕，他被證券交易委員會控告的罪名是「運用內線消息」。在這些消息變得眾所皆知前，他

的基金就依此來交易，並實現了驚人的獲利。拉傑拉特南遭起訴十四件證券詐欺，但他堅持不認罪，並堅稱獲利是反映出自行研究的成果。政府以違法行為起訴了二十六人，其中二十一人被判有罪，多為帆船集團的交易員。根據調查，帆船集團用以牟利的內線消息有些牽涉到收購公司，有些則是公司盈餘的大幅變化。

■ 詐欺與激情

在經濟榮景時，詐欺行為會增加。財富在繁榮時被創造出來，個人則會為了分到所增加的財富而變得貪婪，這時騙徒就會瞄準並利用這種貪婪情緒。在經濟繁榮時，待宰的肥羊會不斷增加，等著成為騙徒們的犧牲品。「每分鐘都有傻蛋誕生。」在狄更斯（Dickens）的《小杜麗》（*Little Dorrit*）裡，亞瑟·克萊南（Arthur Clennam）希望莫多爾（Merdle）先生的騙局遭到揭發，會對愚夫愚婦有所示警，但官僚機構的費迪南德·巴納克爾（Ferdinand Barnacle）則告訴他：「下一個具有高明詐騙本領且願意行騙的人，仍然會獲得成功。」

貪婪也會誘使一些業餘人士犯下詐欺、侵占、虧空和類似的瀆職行為。一八六六年，在原始合夥人後退休、企業公開上市後，老字號的「角落商號」歐福倫格尼公司（Overend, Gurney and Company）倒閉，肇因是一個喜愛享樂的圈內人士指派圈外人來擔任顧問，一年五千英鎊，事先支付，並退還給圈內人。這個圈內人士查普曼（D. W. Chapman）養了十匹馬，並在海德公園（Hyde Park）的王子門（Prince's Gate）大肆作樂。他的外部顧問、前會計師愛德華·沃特金斯·愛德華茲（Edward Watkins Edwards）力薦，在賴以為生的貼現業務裡加進許多新作業：投機穀糧、產鐵、造船、船運、鐵路融資。該企業成了「各種閉鎖與投機事業上的夥伴」，愛德華茲則靠這些事業

領到了佣金。到一八六〇年底時，該企業一年淨賠五十萬英鎊，即使它的貼現業務一年可賺進二十萬英鎊仍入不敷出。隨著一家不相干的鐵路包商企業華森歐福倫公司（Watson, Overend and Company）倒閉，泡沫隨之破滅。

在虛構小說的世界裡（在這個案例中是奧諾雷·德·巴爾劄克的《改邪歸正的梅爾莫斯》[*Melmoth réconcilié*]），有一位可與查普曼媲美的人物，是銀行的出納卡斯塔涅（Castanier）。為了滿足他的情婦阿琪莉妮雅·德拉加爾德（Aquilinia de la Garde）夫人對昂貴的銀、亞麻、水晶和地毯的愛好，他不得不挪用公款。為了避免被發現，他靠著開出本票暫時活了下來。但隨著債務不斷增加，他不得不清算債務。原本他只要離開情婦就能擺脫困境，但他卻難以割捨。最後由於對龐大債務所支付的利息非常高，使他的財務花招不可能持續下去，不得不申請破產。即使如此，他仍然選擇假破產，而把黑手伸進了銀行的錢箱。

在經濟榮景時，貪念增長的速度遠勝於財富，導致詐騙行為猖獗。鄧尼斯·科茲洛夫斯基是美國最有錢的人之一，可是在他的公寓裡，六千美元的浴簾和其他的陳設卻是由泰科出錢來付。在金融困頓的時候，行騙也會增加，並且是信貸體系收緊而誘使資產價格下跌的結果；在這個階段，從事詐欺行為是為了避免金融災難。龐茲沒有聽告合夥人勸他該拿錢跑路的建議，然後他們就反過來對他行騙。倫敦銀行業者亨利·方特洛依（Henry Fauntleroy）把地產讓渡書造假，以用來當成貸款的擔保品。在安東尼·特洛普（Anthony Trollope）的小說《紅塵浮生錄》（*The Way We Live Now*）裡，當墨西哥鐵路股票的價格下跌，使騙徒奧古斯徒斯·梅默特（Augustus Melmotte）再也無法賣股來籌措現金時，他就把讓渡書和契據都造假，而這些人的作法正與他如出一轍。南海公司的約翰·布朗特（John Blunt）、總聯的尤金·邦塗、達姆斯塔特國民銀行（Darmstädterund Nationalbank）的雅

各·華瑟曼（Jacob Wasserman）、聯合信貸的董事都曾試圖回購股份來支撐價格，以期在未來能把更多的股份以更高價賣出。銀行買進自家股票來把價格維持在高檔，就會降低本身的流動性，因為隨著它付出現金來換取股票，持有現金與存款的比率就會下降。一七二〇年時，英格蘭銀行用本身的股票當成擔保品來借款。克拉芬（Clapham）曾論及，英格蘭銀行並未捲入南海公司恣意妄為且「絕對不誠實」的財務之中。

行騙或侵占遭到披露會造成市場混亂，甚至常會引爆崩盤和恐慌。一七七二年時，亞歷山大·弗戴思（Alexander Fordyce）從倫敦潛逃到歐陸，把五十五萬英鎊的債款留給合夥人去應付，這些債款大多是由艾爾銀行出具的可疑承兌匯票，債款多到他們無法應付。弗戴思一直在做空東印度的股票，然而價格卻走升到足以使他破產的地步。一八五七年八月二十四日，人們發現俄亥俄人壽信託公司（Ohio Life Insurance and Trust Company）紐約營業處的出納涉嫌瀆職，他幾乎侵占了這家信譽崇高企業的全部資產，以維繫他的股市買賣。這則消息觸發了一連串倒閉，撼動了利物浦、倫敦、巴黎、漢堡和斯德哥爾摩。可以稱之為是十九世紀中葉版的尼克·李森。

一九二九年九月時，倫敦的哈特里（Hatry）帝國崩解。它是一家投資信託和營運公司，旗下擁有一系列攝影用品、相機、吃角子老虎機、小額貸款的公司。這家公司的老闆克拉倫斯·哈特里（Clarence Hatry）想要擴張到鋼鐵業，因此企圖借八百萬英鎊來買下聯合鋼鐵（United Steel），然而卻被揭發使用詐欺擔保品；他倒閉導致了英國的貨幣市場緊縮，銀行紛紛抽走紐約市場的活期貸款，並助長了股市的價格封頂。

| 泡沫與行騙

有些泡沫是騙局，有的不是。舉例來說，密西西比泡沫不是行騙，而南海泡沫是。泡沫通常始於一個看起來很合理，或至少合法的目的。密西西比泡沫起初是從西方公司（Compagnie d'Occident）開始，當時法律體制將國家稅收收入「發包」出去。一手主導密西西比泡沫的約翰·勞（John Law）擁有約莫三分之一的凡登廣場（Place Vendôme）和巴黎其他有價值的房地產，以及起碼十幾筆一流的鄉間地產。他的所作所為並非行騙，但他的財務滅亡所反映出的錯誤，是基於兩項謬誤：一）股票和債券是貨幣。二）在需求增加下發行更多的錢並不會導致通膨。

在南海泡沫中，南大西洋的貿易壟斷純屬偶然。英國政府債務的整併，很快就壓倒了該企業在南大西洋的貿易層面，而炒股在此後旋即壓倒了政府債務。約翰·布朗特（John Blunt）和他的同黨以股票為擔保品來取得貸款，以便對自己發行股票，試圖以此來獲利。隨著他們持有與賣出股票的價格上漲而實現資本利得，他們使用現金來買進地產。在房地產市場崩潰時，布朗特簽署了六筆買進地產的合約，還有一名叫舒曼（Surman）的男子簽署了價值十萬英鎊的四筆房地產合約。為了籌措現金來配發獲利，南海公司不僅需要增資，同時也得讓股價持續上漲。而且它還必須讓漲速加快，一如連鎖信或龐氏騙局。

某些龐氏先驅的名字已經被歷史埋沒。前慕尼黑女演員史畢澤德（Spitzeder）對於向巴伐利亞的農人所收取的資金，一年支付二○%的利息。她從這些農人收取到三百萬基爾德。在一八七二年底時，她和同黨遭判長期牢獄刑期。普拉特（Placht）是一位被解雇的官員，他保證一年付四○%利率，並向一千六百位孤兒寡母借入資金，以便把錢投入股市。結果他所購買的股票並沒有賺進財富，最後在牢裡待了六年。

隨著經濟蓬勃發展，貪婪越來越膨脹，藉口則會變成更薄、更幾近蟬翼的泡沫。在一七二○年和一八四七年（當編排清冊時，可分成

兩種狀況），這樣的行騙繁多，但有不少已經因當時和往後的歷史學家渲染而失真。

例如在一七二〇年時，有人提議進行一項具有巨大優勢的集資活動，只有在到期時才會揭露收益水準。主謀一股收取兩基尼，並捲走了二千英鎊，為了保密到家而從未出席與投資人的會面。另一種騙局是「零銷售者（nitvender）」也就是什麼都不賣。在一九九〇年代後期的股市繁榮時期中，有些公司即使沒有任何營業計畫，也能向大眾募到錢。

一個眼前利益不大的案件，為婦女解放運動提供了不成熟的例子：

有數位女士和其他人提案，要在英格蘭製作、印製和染色印花布，並精煉亞麻布，做出像荷蘭用英國亞麻所製作出的亞麻布一樣的精細工藝水準……她們就跟男人一樣固執〔原文照錄〕，該項目不接受任何男人，僅憑自己來出資設立股份合作制企業，並進行上述貿易。

在後來的時期，歷史學家和小說家都曾論及，股票促銷與現實關聯並不大。「很多公司創辦時並沒有實地營運，也沒有任何擁有路權或運量的鐵路。」「營建公司如雨後春筍般成長。其中很多公司是在投機建地，而不是營建。」「萊姆豪斯（Limehouse）和羅瑟希德（Rotherhithe）橋……橋是不是真的該建，對他們來說毫無必要；這不是我們討論的問題……但假如下議院的委員會做出建造的決定，他們可以安全的計算出一個龐大獲利。」

財務困境會導致詐欺，以便在損失擴大之前，將它轉嫁給別人。例如要是市場方向不如預期，投機公司的經營者就會潛逃。當新的現金認購沒能達到要付給貪婪圈內人的獲利時，布朗特便把南海公司的現金借來自用，就像近代的李格斯家族和阿德菲公司（Adelphia）的故事一樣。一八六一年時，布雷施勞德（Bleichröder）把伯特利·亨

利·史特拉斯堡（Bethel Henry Strousberg）形容為「非常聰明，但以從事新冒險事業來補舊坑的方式很危險，而且假如他萬一碰到〔突如其來的〕阻礙，整個結構或許就會崩解，而把數百萬好騙的股東埋葬在它的遺跡下。」布雷施勞德說得對。一八七三年時，另一位德國金融業者、漢堡的銀行業者古斯塔夫·戈德弗里（Gustav Goddefroy）在鐵路和礦業股上慘賠，不得不挪用他的海外貿易公司資金，來支撐他在股市的部位。

這些無可救藥的樂觀派一開始都相信自己會贏，但卻輸了，於是頻頻一試再試，不斷加倍賭注、提高風險，甚至涉入道德成疑或明顯違法的交易。在一九二〇年代後期，美國的銀行仍從事證券承銷業務時（直到一九三二年的《葛拉斯—史迪格法案》生效），大通銀行（Chase Bank）的亞伯特·威金斯（Albert Wiggins）和國民城市銀行（National City）的查爾斯·米歇爾（Charles Mitchell）持續以舊價格銷售智利與祕魯的公債，即使這些政府以電報通知他們已停止付息後，仍舊沒有停止。假如史博拉格的引述和翻譯準確，霍雷斯（Horace）所了解的立場是：「要賺錢；可以的話就誠實賺；無論如何就是要賺錢。」同等憤世嫉俗的是強森納·史威夫特（Jonathan Swift）談到南海泡沫：

搞錢，還是錢

然後讓良善跟上，假如它願意的話。

關於這件事，巴爾劄克做出最好的結論：「最良善的商人會以最坦白的語氣，告訴你這句不道德到最極致的話：『人要盡其所能擺脫糟糕的事情。』」

丨 貴族賭徒

大量文獻對貴族賭徒和同黨加以譴責，他們或許被認為是把負債視為榮譽之債，但比較擅長隨口承諾而不是兌現承諾。比起公開鄙視財富的德國容克貴族（Junker，地主後代），奧地利的貴族更糟。愛德華·拉斯克（Eduard Lasker）認為：「當半吊子進場時，會搞得比職業騙徒更糟」。在左拉（Zola）所著的《金錢》（*L'Argent*）中，戴格勒蒙（Daigremont）把撒卡爾（Saccard）派去馬基·德博安（Marquis de Bohain）那裡，協助籌設他的萬國銀行（Banque Universelle）：「假如贏了，他會把它放進口袋；假如輸了，他就不會付錢。這是眾所周知的，人們都默許了。」無論在小說和現實生活裡，貴族都力爭董事會的席次。沃斯（Wirth）列舉許多「根本不具備相應能力」，卻躋身於鐵路、銀行和其他企業董事會的貴族，包括奧地利的王子、侯爵、伯爵、男爵、自由領主等。為了掌控萬國銀行的帳戶，撒卡爾任命了盧梭（Rousseau）爵士和拉維尼耶爾（Lavignière）爵士，前者對後者幾乎唯命是從，而拉維尼耶爾爵士則是個金髮碧眼的高個子，他彬彬有禮，總是讚許別人，對進入董事會充滿了企圖心。《金錢》是以尤金·邦塗和總聯為本的紀實小說，其中的股東包括僭王、保皇黨、貴族和鄉紳。英國的《經濟學人》在一八四八年十月把貴族和特權階級納入了羞恥名單之首：

當下的消沉與洩氣，只不過是愚蠢、貪慾、傲慢自大以及魯莽、急切、盲目賭博和炒作的必要報應，喪失了貴族和特權階級的體面，也玷污了評議員和評議院及各種交易商。

羅森伯格宣稱，當奧地利和法國的特權階級帶領著其他的階層追逐金錢時，柏林的官僚則是成功反對了普魯士的類似運動，並論及梅菲森（Mevissen）企圖在一家資本達五千萬塔勒的銀行，將一些伯爵弄進董事會卻功敗垂成。他坦承德國容克貴族專注於投機烈酒和土地，但迴避了城鎮開發。或許在一八五七年時正是如此。不過在接下來的十年中，人們將金錢視為邪惡的觀念減弱。無論在德國國內或是

史特拉斯堡在羅馬尼亞操縱市場的花招行為，都染上了醜聞的色彩，直達特權階級的頂峰，甚至滲透進普魯士的宮廷內部。

丨 收錢的新聞業

媒體會對投機大肆渲染。有的媒體人員是待價而沽，有的會加以批評，有的則是兩者兼具。在一七一九年十一月，南海股票以一百二十元賣出時，丹尼爾·狄福（Daniel Defoe）痛批了股票經紀商，但到一七二〇年八月，股價來到一千元的頂峰時，卻反過來捍衛他們。他表達自己「很瞧不起」有人刻意宣稱他是為了皇家非洲公司而寫，並聲明他把股票賣掉了；但現代的批評者斷定，他要不是繼續持有股票，就是受雇於該公司來攻擊競爭壟斷的個別交易商。十九世紀初，法國媒體還處在低度發展的階段，在一八三七年時，有記者寫道：

「給我三萬法郎的廣告，我就負責配售任何你能想像到最爛的公司股份，讓它銷售一空。」拉菲特曾替報紙融資。羅亞爾里昂銀行的查爾斯·賽佛瑞（Charles Savary）雇用五百個記者用新聞稿來歌頌他的營運，其中大部分是有償的，似乎是報刊人員所編造的故事。報刊往往煽動投機熱潮，藉以討好銀行、證券交易所和大眾。布雷施勞德（Bleichroder）在避免投機和虛假報導上十分謹慎，但他擁有綜合和財經報紙，並讓記者大肆鼓吹他的財務利益。在一八九〇至一八九一年時，他資助保羅·林道（Paul Lindau）前往墨西哥旅行，之後林道撰寫了三十四篇文章和一本書來談論墨西哥，卻沒有提到自己與當時在柏林市場上銷售墨西哥債券的布雷施勞德之間的聯繫。十九世紀期間，批判的媒體在歐陸的發展較為緩慢。

另一方面，在一八九〇年代的美國，遊走在這條界線邊緣的金融業者受到媒體追逐，並因此活在害怕中；起碼這是西奧多·德萊賽

（Theodore Dreiser）在查爾斯·泰森·耶基斯（Charles Tyson Yerkes）的小說式自傳中所寫到的內容。這位芝加哥的輕軌電車大亨，他的商業行為往往是遊走在法律邊緣，有時還會越界。耶基斯需要有利的曝光來銷售股票，為此他捐獻了一座觀測台給新成立的芝加哥大學，藉此來達成自己的目的。這項廣為眾人所知的捐贈，幫忙恢復了他的名聲，使他得以在歐洲銷售輕軌電車債券。但後來芝加哥的媒體仍然與他交惡。

在投資專欄上向世人推銷股票前，先對朋友通風報信，這種作法或許是老花招，但如今這種把戲，以及所有透過內線消息的股票買賣，變得更容易被看穿。現在已經可以用電腦程式分析，找出那些在會影響股票價格的訊息公開前，就已經進場交易股票或選擇權的可疑買賣。透過這種技巧，讓《華爾街日報》的投資專欄作家佛斯特·魏南斯（R. Foster Winans）的犯行遭到揭發，他因提前把明牌報給朋友而遭到逮捕。美國國防部前次長威廉·薩耶爾（William Thayer）也未能倖免，他把自己擔任董事的公司內線消息透露給朋友（薩耶爾的朋友是靠消息來投機；魏南斯所憑藉的經驗則是來自過去撰寫《交易之祕》 [*Trading Secrets: Seduction and Scandal at the Wall Street Journal*] ，聖馬丁出版 [St Martin's Press] ，一九八六年）。類似的是，在康乃迪克州的新倫敦，有個年輕的美林證券經紀人在雜誌上架報攤前，就向《商業週刊》（*Business Week*）在當地的印刷業者買消息。當部分人士發現透過內線消息交易的甜頭後，有些事先得到消息的不法之徒就會運用自己的消息，找外地（比方說蘇黎世）的股票經紀人進行交易，而不是本地的經紀人。於是，外地的銀行就會在倫敦或紐約大舉下單，最後使得當地的券商開始變得謹慎，他們會刻意延緩幾天執行，藉以確認這些大單是不是搭上了突發消息。

直到最近，網際網路逐漸成為操縱股價的平台。十七歲的強納森·勒貝克（Jonathan Lebeck）會先購入極少有人交易的股票，然後

在網路聊天室裡張貼關於這些股票的假消息，造成股價上漲，後強納森便把股票賣出。消息揭發後，證券交易委員會對強納森裁罰了五十萬美元。

MSNBC是一家商業新聞電視台。該台有許多評論員都會在節目中公開發售自己所持有的股票。

可疑作為

金融重罪有很多形式。除了竊取資訊、虛假陳述和造謠以外，還有很多可疑的作為，包括把資金從所聲明的用途轉作他用、用資本或借來的資金付息、靠內線情報來處分公司股票、在充分揭露新資訊前出售股票、把公司的資金用於謀取內部人士利益的非競爭購買或放貸、接單但不執行，以及變更公司的帳目。

喬治·哈德森（George Hudson）或許是英國鐵路史上最偉大的人物，在一八四六年的鐵道狂熱期間內，他幾乎把上述這些作為都用過了。他一度是四家鐵道的董事長，並錯誤的自認為凌駕於法律，那些法律僅適用於比自己弱的競爭對手。他的帳戶混亂，甚至可能不知道自己已挪用屬於約克（York）和北米德蘭（North Midland）鐵道的股份或資金。他以私人身分與他擔任幹部的各家公司訂立合約，這種作法明顯違反《公司法條款合併法》（*Companies Clauses Consolidation Act*）。在編訂財報前夕，他把東部郡（Eastern Counties）鐵道的股息從二%調高到六%，並竄改帳目來證明調高紅利的合理性。他用資本來發放約克和北米德蘭的股息。在約克夏、紐卡斯爾和伯維克的官司中，他指出自己為鐵道預支資金來擴展路網，藉此來為類似的指控辯護。他認為既然自己負擔了風險，他就有權得到鐵軌系統擴張的最終利益。

他以自己的權威來從事他認為對公司有利的交易，但這些交易的合法性卻顯得站不住腳。話雖如此，他的事業仍相當耀眼，使英國的鐵道網大為受益。在一八五〇年代的美國，也有一位較不那麼有趣和萬眾矚目的人物叫做羅伯特·史庫樂（Robert Schuyler），他曾擔任紐約和紐哈芬（New York and New Haven）、紐約和哈林（New York and Harlem），以及伊利諾中央鐵路（Illinois Central Railroad）的總裁。他被一位作家稱為「有教養的騙徒」，在一八五四年，帶著靠詐欺銷售紐約和紐哈芬股票並侵吞收益，所拿到的近二百萬美元潛逃到歐洲。凡·佛勒克（Van Vleck）表示，當史庫樂虧空的訊息一發布，英國旋即抽走資金，於是引爆了美國在一八五七年的危機。史庫樂在一八五三年便已辭任伊利諾中央的總裁，但他在紐約和紐哈芬進行的詐欺，仍導致伊利諾中央的股票與債券遭到大舉賣出。它的股價重挫，債券則從一百跌到了一八五五年八月的六十二。英國的投資人趁此機會買進大量債券，直到一八五六年二月時，債券才回到九〇。歐洲的投資人所持有的股票超過了四萬股，在總值一千二百萬美元的債券中則占了八五％。史庫樂與一八五四年九月的恐慌有連結，但與一八五七年的則沒有。

一九二〇年代的美國被稱為「史上扭曲巨額金融最凶猛的年代」，但那是在一九九〇年代以前。這段時期惡名昭彰的騙徒包括哈洛德·羅素·史奈德（Harold Russell Snyder），他靠偷竊來擺脫在股市崩盤中所蒙受的虧損（是李格斯家族的先驅，但即使經過通膨調整後，他的規模仍然較小）。亞瑟·蒙哥馬利（Arthur H. Montgomery）是龐茲忠誠的追隨者，他所組織的外匯投資騙局，保證六十天的報酬是四〇〇％。查爾斯·鮑伯（Charles V. Bob）靠著贊助拜爾德南極探險（Byrd Antarctic Polar Expedition）十萬美元，如願獲得了有利的曝光，並贏得了以「迪克」來稱呼海軍上將的權利，這想必有助於推廣他的航空股。當飛行員林白（Lindbergh）在一九二七年成功飛抵巴黎

後，他的股票隨之獲益，經歷了一段繁榮期。

一九三〇年代，出現許多令人難忘的詐欺（或涉嫌詐欺）案例，其中以美國銀行、伊瓦·克魯格（Ivar Kreuger）和山謬·殷撒爾（Samuel Insull）的中西公用事業（Middle West Utilities）控股公司的破產為代表。在貝瑞·魏格摩爾（Barrie Wigmore）談論一九二九至一九三三年的紐約股市時，他認為殷撒爾是因為逃離美國以躲開審判，導致自己的信譽嚴重受損無可挽回。殷撒爾原以為自己的罪行會激怒陪審團，後來卻宣告無罪。魏格摩爾堅稱，殷撒爾是個精明的公用事業設備公司經理人，他持續進行收購，以淨值的數倍來收購經營不善的公司。殷撒爾的購買使他的控股公司背負堆積如山的債務，當一九三〇年代經濟大蕭條，導致公用事業陷入困境時，為債務所支付的利息便吞噬掉股東的利益。此外，魏格摩爾也謹慎的評估紐約的銀行和旗下證券機構的行銷作為上。大通銀行的亞伯特·威金斯（Albert Wiggins）享有「華爾街最受歡迎的人」的聲譽，然而參議院的調查中，卻發現他侵害自己的銀行、分支機構和客戶的利益，來進行私益交易，導致他的名聲破滅。國民城市銀行的查爾斯·米歇爾（Charles E Mitchell）和旗下證券機構也是強力行銷股票，即使他的內線消息顯示，相關公司的獲利在快速下跌。

| 一九九〇和二〇〇〇年代的腐敗

一九八〇和一九九〇年代的腐敗事件似乎比一九二〇年代更頻繁。一種解釋是，人們對道德規範的遵守程度有所下降。另一種解釋則是，風險與回報的權衡被扭曲了；股票選擇權為財務上的成功帶來更大的回報，讓金融成為一場全民遊戲。第三種解釋是，註冊會計師崛起，並可追溯到一九三〇年代美國證券交易委員會的相關規定。會計

事務所起初的角色是要保護大眾免於金融詭詐，防止公司的經理人虛報庫存和應收帳款的價值。會計事務所受股東委託，查核或印證公司的財務經理所提交的財務績效資料。這些會計師或許可稱為大眾利益的守護者，但服務費用卻是由企業的財務經理來付。有些受到查帳的企業會刻意拉攏會計師，讓他們不得不做出決定，是要滿足客戶的要求，還是要對該客戶敬而遠之。

在二〇〇二至二〇〇七年間的美國房地產泡沫中，證券化是主要的特徵；投資銀行發行新債券，這些債券是對他們放入信託基金的利息收入和抵押本金，信用卡債務和學生貸款的債權。抵押貸款擔保證券（MBS）是占主導地位的新工具，其流動性比信託中的個人抵押貸款更強，因此它們以更高的價格出售。投資銀行透過證券化賺取費用，讓費用收入猛增。然後，他們發行了資產擔保證券（ABS），這些證券是對已存入信託基金中的ABS細分市場的利息收入和本金的索求。他們透過創建這些新工具而獲得了第二輪費用，這些新工具是基於將抵押貸款擔保證券分為三、四甚至五個不同部分來進行細分，這些部分的風險特徵各有不同——一組信託中包含對抵押貸款擔保證券的利息收入提出第一筆索償權的部分，因此風險最小，而另一組信託中包含對抵押貸款擔保證券的利息收入享有最後索償權的那一部分。因此是最危險的。有些投資銀行還發行第三輪資產擔保證券。

投資銀行創設資產證券化商品時，須依據穆迪（Moody's）、標普（Standard and Poor's）等信評機構的信用評級結果（信評機構就像是註冊會計事務所，是設立來提供「客觀」的資訊。受查帳的企業要付錢給合格會計事務所，發行債券的投資銀行則要付錢給信評機構）。但這些機構所依賴的「模型」卻是由投資銀行來提供。另外，投資銀行會對信評機構表示，假如得不到有助於它們銷售這些證券的評比，它們就會把業務交給另一家提供評等的機構。

這樣違法嗎？誰曉得。它是腐敗嗎？一定是。但信評機構有沒有

誰會因此而坐牢？這種想法純粹屬於笑話。

不過到頭來，投資銀行還是會因為不當作法而嘗到苦果。若是投資銀行賣不掉所持有的資產擔保證券，將會因它的市值下跌而陷入困境。但在市場力量導致「紙牌屋」自爆前，有些首腦就拿著數千萬美元閃人了。

｜ 銀行的誘惑

沒有可靠的資料，足以讓我們比較好幾國的金融詭詐和詐欺行為。不過隨著新聞行業的發展，或許意味著任何可疑的作為，在現今遭到揭發的機率已大幅上升（雖然這些作為的內容不見得有變）。不法作為被揭發是等式的風險端，另一端的酬賞（財富利得）卻可能會高出許多。在防堵虧空上，馬丁·梅耶（Martin Mayer）的《大銀行家》（*The Bankers*）跟詹姆斯·吉本斯（James S. Gibbons）在一八五九年時的探討方式並不相同：「進行詐欺的銀行不可能告訴公眾，他昨天有不誠信的記錄。」吉本斯在補充時強調：「讀者會發現，整個系統有一個獨特的功能。那就是對詐欺的擔心。」

吉本斯在一八五九年所說的話至今仍然是真理。人們普遍相信銀行和銀行業者是「正直的典範」，而其中一些也許是。為數眾多的銀行在一九九〇年代廣泛放款給長期資本管理公司，當時據信是最創新的「避險基金」之一（「避險基金」這個詞是麥迪遜大道 [Madison Avenue] 那些廣告業者創的絕妙好詞，它所傳達出的印象是，資本管理公司把投資組合設定成可降低風險，而事實上，這些公司是廣泛依賴借來的資金來提高對股東和投資人的報酬）。長期資本管理公司頗有賺頭，至少直到它崩解為止。銀行熱中於放款給長期資本管理公司，因為它們希望會從它的投資組合中學到夠多，以便能據以仿效它

的交易與獲利。在一九九八年的春夏兩季，長期資本管理公司遭逢了金融困局。

信孚銀行（Bankers Trust）胡亂操作衍生商品和靜止存款的醜聞，以及紐約銀行（Bank of New York）替俄羅斯洗錢，在在顯示比起一九二〇年代，現今的標準並沒有高出多少。

在一九九〇年代下半葉的榮景歲月中，人人都在致富（唔，近乎是人人啦）。大型的投資銀行有非常高的收入是來自承銷新發行股票和債券的相關費用，尤其是那些資訊科技與生技的相關企業。一九三〇年代時，美國制定《葛拉斯－史迪格法案》，將企業的傳統商業銀行業務與投資銀行業務強制區別開來，以因應一九二〇年代的濫用。即使這項法案廢止後，這兩種業務之間仍應保留傳統的「中國牆」

（Chinese wall）。很多金融機構「保證」會將這兩種業務嚴格隔離，並承諾它們的證券分析師所提出的說法，不會受到投資銀行業者的影響。

但請想想美林的計分卡。該公司廣泛涉及在一九八〇年代為無賴的儲蓄機構仲介存款。亨利·布洛傑特（Henry Blodgett）力推自知是誤導的消息，而且他的上司對布洛傑特涉及詐騙這件事情極可能知情。美林還曾為安隆在奈及利亞的駁船付出高於市場的價格，以幫助安隆偽造收入。

再討論關於花旗銀行／花旗集團的計分卡。傑克·格魯伯曼（Jack Grubman）力推電信公司的故事論及過了；當時花旗集團付了一·五億美元來和解。另外，花旗銀行還被迫關閉東京的私人銀行業務，因為銀行的幹部沒能公平對待顧客，即使已經遭到日本的主管機關示警並要求停止作為，仍持續為顧客買進不適切的證券。花旗銀行有好幾名最高經理人因誤判形勢而「辭職」——這是公園大道（Park Avenue）對炒魷魚的婉轉說法。花旗銀行的倫敦交易員在市場上拋售大量德國公債，而造成價格跳水；他們再以低很多的價格回購這些債

券。花旗銀行的共同基金有好幾名經理人，所拿的退佣是看銀行而不是基金的營收。

騙徒被找出來以後會有什麼結果？查爾斯·布朗特（Charles Blunt）是約翰·布朗特（John Blunt）的弟弟，本身就是南海公司的圈內人，根據當時的報紙披露，他在一七二〇年九月時，「在一些不滿下」割喉自殺；日內瓦的小型銀行雷克勒（LeClerc）在未經授權的房地產投資上賠了錢，它的退休經理查爾斯·布夏（Charles Bouchard）在一九七七年五月被發現陳屍在蕾夢湖，顯然是自殺。精神病學認為，這些情境下的自殺是來自無法忍受失去自尊，起源則是意會到過去的行為不理性。一九二九年十月時曾流出照片，顯示出股票經紀人因為面臨破產，而從華爾街的窗子跳下去的景象，不過目前已被判定是偽造。在一八七三年的奧地利崩盤中，也曾出現自殺人數上升的傳聞。然而，確實有這樣的反應：「約翰·薩德萊爾（John Sadleir）是本國〔英國〕甚至全世界曾有過最偉大、最成功的騙徒，他在漢普頓希斯（Hampton Heath）服毒自殺，得年四十二歲」（在此情境下，以偉大和成功來形容似乎很怪）。此外，一八八八年的丹費爾－羅什洛（Denfert-Rocherau）和一九二〇年代的「火柴大王」伊瓦·克魯格都死於自殺；安隆的一名前高階主管克里弗德·巴克斯特（Clifford Baxter）在東窗事發後也選擇自我了結。在虛構小說裡，自殺或許更尋常。在狄更斯的《小杜麗》裡，莫多爾先生在大眾浴池裡以玳瑁小刀割喉，在特洛普的《紅塵浮生錄》中，奧古斯徒斯·梅默特則是在他的俱樂部裡吞氫化物。

與自殺相比，跑路是一種較不極端的退場形式。絕佳的案例是羅伯特·奈特（Robert Knight），他在竄改南海公司的帳目後逃到歐陸，在當地從安特衛普越獄後，又來到巴黎並重新發跡賺到財富。羅伯特·魏斯科（Robert Vesco）帶著侵吞的款項，先後逃往哥斯大黎加和古巴。行騙羅亞爾里昂銀行的查爾斯·賽佛瑞最後客死於加拿大。

在自願流亡五年後，尤金·邦塗回到了法國，這是因為他利用了法國的法律漏洞，那就是刑期要是沒有在宣判的五年內展開，就必須撤銷。大約在一個世紀前，也有一個類似的案例：鄂蘭·約瑟夫（Arend Joseph）在一七六三年破產，引發金融危機，連帶導致德諾夫維爾銀行兄弟在七月二十五日時破產告終，而引發該年度的金融恐慌。鄂蘭·約瑟夫帶著六十萬基爾德，乘坐一輛六馬大車離開阿姆斯特丹，並前往荷蘭的自由城克魯根勃，以免於進一步的訴訟。他在阿姆斯特丹留下了一〇〇萬基爾德的債務。

我們可以比較各年代因詐欺而被起訴的人數，以及被判刑的人數，並回顧從一九二〇年代、一九八〇年代和一九九〇年代的一系列詐欺事件。在一九二〇年代時，有兩人因為在市場上力推群眾購買已經轉為空頭的證券，而面臨牢獄之災。一九八〇年代，垃圾債券交易的參與者有八到十人坐牢，包括麥可·米爾肯、依凡·博斯基（Ivan Boesky）、丹尼斯·雷文（Dennis Levine）和查爾斯·基廷（Charles Keating），罪名包括內線交易、「留置」證券和共謀詐騙，其中刑期最長的，就是那些熱中於購買垃圾債券的儲蓄機構管理人。在一九九〇年代為詐欺罪行而服牢獄刑期的案例中，光安隆公司案就有五人坐牢，兩人牽涉到MCI世界通訊。很多被起訴的安隆幹部都被判入獄。南方保健也有好幾人因涉案而坐牢。兩名與連鎖藥局來德愛（Rite-Aid）有關的管理人員入獄。李格斯家族也有好幾人坐了牢。山姆·瓦克薩和他的好友瑪莎·史都華也雙雙被投入監獄。華爾街的銀行業者則極少有人被關。法蘭克·奎特隆（Frank Quattrone）是瑞士信貸第一波士頓（Credit Suisse First Boston）的明星級投資銀行業者之一，他因銷毀電子郵件而被控妨礙司法，二審時獲判有罪，但上訴成功。安達信的一名合夥人則因牽涉到安隆的帳目而入監。

當安達信被迫關門，使合夥與前合夥的價值大幅縮水時，該公司有好幾百名的合夥人與前合夥人付出了潛在的大筆罰款（安隆有好幾

千名的員工在該公司破產時賠掉了退休金和不少金融財富，還有飯碗）。

麥可·米爾肯出獄時，米爾肯家族在銀行裡據推測約有二十億美元。不可能搞清楚的是，其中有多少金額是靠創新來合法賺取，有多少則是靠違法行為來賺取。但如果假定家族的財富有半數可以追溯到違法的買賣上，應該並不離譜。米爾肯本人曾經提及：「你坐牢一千天，抵掉了十億美元，所以每坐一天牢就是領十萬美元。」

經濟學家或許不夠格來討論對白領行騙犯罪的適切懲罰。在南海泡沫的時候，時任下議院議員的莫思渥斯（Molesworth）建議，國會應以叛國罪名起訴南海公司的董事，並把古羅馬對此罪行的懲罰施加在他們身上——各自縫進有猴子與蛇的布袋裡，再將他們溺死。德萊賽的小說《巨人》（*The Titan*）曾對該建議提出回應：「此處的懲罰包含先勒死再縫進布袋裡，孤身無伴的丟進博斯普魯斯海峽，是為矇騙女友所設的懲罰。」克莉絲汀娜·史戴（Christina Stead）的《萬國之屋》（*House of All Nations*）是寫在四分之一世紀後，這部作品中有這樣的描述：老蘇丹在懲罰不貞的妻子時，常會把她捆入一個裝有兩隻野貓的布袋裡，並把布袋沉入博斯普魯斯海峽。這些建議的懲罰似乎過於嚴苛。話雖如此，那些從事白領犯罪的人似乎確實懲罰過輕，讓他們能輕而易舉脫身，甚至有很多人還保住了大部分不義賺取的財富。華爾街企業所付的罰款是由股東付出的財富來支出，而不是真正由瀆職者來負擔，頂多就只是有些瀆職者自身也是股東的程度。

騙徒是受到懲罰還是沉溺於奢華度日，這些並不是金融史要討論的議題，而傾向於公司治理和商業道德的議題。行騙、詐欺和虧空遭到披露，以及對那些違背信任的人的懲罰，是一個重要的信號：經濟活動已經過於狂熱，容易產生嚴重的社會後果。

8

一六一八到一九三〇年 的國際蔓延

■ 誰該為危機負責

審視銀行危機一波波發生的歷史紀錄，所顯示的第一個問題是震撼的來源。它導致了欠債和證券價格在榮景中衝高，並成為其中各場危機的前導。第二個是危機幾乎同時發生在不同國家的聯繫機制——墨西哥、巴西和阿根廷的銀行危機為什麼都是在一九八二年夏天？冰島、英國和美國為何都在二〇〇八年出現危機？

每個國家都趨向於相信，危機是因某個貿易夥伴的錯誤行為而引入國內。美國總統赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）堅持，歐洲要為一九三〇年代的蕭條負責，因為它搞出同業聯盟，而且「歐洲的政客沒有勇氣來面對這些課題」。胡佛接受美國在股市投機上有一些責任，但他認為危機的主因在於全球性的小麥、橡膠、咖啡、糖、銀、鋅和棉花等商品生產過剩。不過，傅利曼和史瓦茲則堅稱，危機是源自美國，而且金本位使得國際金融體系和美國的各貿易夥伴受到了美國的危機所左右。他們指出，起初的重點危機事件是美國在一九二九年十月的股市崩盤，而美國在一九三〇年後期的貨幣供給下降，也主要起因於美國國內。但在一九二七年所展開的美股價格衝高是由什麼因素所導致？

一八三七年時，美國總統傑克遜把那年的危機同時歸咎於英國和美國：

在真相大白之後，似乎很難否認兩個國家同樣經歷了金融市場的風雲突變。這兩個世界上市場經濟發展程度最高的國家，才剛經歷了高度的繁榮，在沒有任何全國性大災難的情況下，卻突然遭遇此次危機，陷入窘迫的境地和深深的痛苦之中。兩國所面臨的情況幾乎相同：紙幣發行和信貸供給氾濫、同樣的投機氣氛、同樣的局部成功、同樣的困難和逆境，最終也同樣遭遇了勢不可擋的大災難。

雖然一八五〇年代的觀察家把一八三六到一八三七年的恐慌稱為「美國恐慌」，因為它是源自並限於與美國交易的倫敦銀行，但一名二十世紀的經濟學家則認為：「這一論斷既未能總結出各國在整個經濟週期中因果關係的明確界限，也未能總結出它們在經濟週期的每一階段因果關係的明確界限」。

傅利曼和史瓦茲依賴黃金走勢模式的資料，斷定美國要為一九二〇到一九二一年的衰退負責。另一名觀察家則不認同：

（經濟活動在戰後初期的下挫）是如何引發？.....我認為答案必然是：來自英國和美國兩個經濟主宰國所實行的審慎政策。要以哪國為先都不可能。政策的最初官方聲明無疑是由英格蘭所發出。另一方面，美國在接下來所頒布的政策，對危機爆發也負有極大的責任。

只有少數的危機是純粹發生在國內——例如，一八六九年的美國黃金貼現危機，一八七八年的格拉斯哥市銀行（City of Glasgow Bank）危機，以及一八八二年牽涉到法國總聯的危機。對照之下，加拿大有數次金融危機分別發生在一八七九、一八八七和一九〇八年，所關係到的重大金融潮流也影響到西歐、北歐和美國。

有些國家不見得會受到衝擊鄰國的國際危機所影響，而且原因很明顯。法國因為普法戰爭賠償金的拖累，導致在一八七一和一八七二年時碰到慘烈的通縮，反而因此躲過一八七三年的影響；美國能躲過

歐洲在一八四七年的馬鈴薯疫情和歐洲小麥的紛亂情勢，是因為當時美國的穀糧市場和歐洲關係並不緊密；在美國的鐵路系統進一步擴張後，所形成的聯繫就緊密多了。

在大多數情況下，金融危機常常從一國擴散到其他國家。尤格拉、米歇爾和摩根斯特恩曾論及，金融危機往往是國際性，既可能在同一時間影響多個國家，也會以某種方式從起源的中心散布到別國。

在國家間經濟聯繫的一條重要管道，就是各國商品和金融市場間的套利行為。因此，一價定律（Law of One Price）告訴我們，不同國家相同或類似商品的價格差異，不能超過運輸和貿易壁壘的成本。只需少量貿易，即可將一個商品市場的價格變動與各個外國市場的價格變動聯繫起來。當某國的棉花價格在一八三〇年代飆升時，其他所有國家的棉花價格都會因此上漲，一八六四年後，棉花價格則開始在全世界下跌。某種大宗商品（尤其是諸如小麥或棉花等廣泛交易的商品）的價格下跌可能會導致破產和銀行倒閉，但這種價格變化卻可能並非起因於供給與需求的變化。

同樣的，各國的金融市場也存在緊密的聯繫，因為以不同本國市場既有到期日和信貸風險的角度來說，在價格轉換成相同的貨幣後，屬性類似的國際交易證券，在價格上將會日益趨同。國際交易證券在好幾個不同國家的股票交易所掛牌時，價格就會同步漲跌。國內證券的價格常會同步跟著國際交易證券的價格變動，就是心理聯繫的結果，或是受到起因於跨境投資流動的短期利率變化影響。

當股價變化小時，各國本國市場在股價走勢上的相關性就低。隨著股價變化變得比較大，相關性就會變強。

一九二九年時，各國股市全部同時崩盤，到一九八七年十月歷史再度重演，除了日本一處外，全球股市再次在同一時間下跌。儘管人們普遍認為全球金融市場在一九八〇年代和一九九〇年代後，才獲得更加全面的整合，不過不同國家的股票價格變化確實一直密切相關。正

因如此，所以當許多投資人試圖透過分散來降低風險，而針對總部位於不同本國市場的公司行號來持有股票時，所得到的風險降幅就會比預判來得小。

不同國家股票價格變化之間的相關性是不對稱的，因為美國股票價格變化對外國價格的影響，比其餘國家的股票價格變化對美國股票價格的影響要大得多。因此，在一九九〇年代，美國股票價格一直上漲，而東京的股票價格卻呈下降趨勢；但是二〇〇一年美國股票價格下跌時，東京，倫敦和法蘭克福的股票價格也應聲下跌。一九九四至一九九五年的墨西哥金融危機波及巴西和阿根廷，其背後原因可能是美國投資人對購買拉丁美洲債券和股票變得更加謹慎。一九九七年七月上旬泰銖價格的急劇下跌引發了「蔓延效應」，並在隨後的六個月中，引起鄰近亞洲國家貨幣價格出現類似下跌，然後波及到俄羅斯和巴西，最後擴散到阿根廷。

| 貨幣傳導機制

繁榮與恐慌會透過一系列傳導管道在各經濟體間傳遞，包括商品和證券的套利與各種形式的貨幣流動（例如硬幣、銀行存款與匯票）、貨幣主管機關之間的合作，以及投資人心理。

跨境投資的流入和流出，會把不同國家的證券市場價格聯繫起來。美國在一九六〇年代後期和一九七〇年代初的商品價格膨脹，導致從美國流到德國和日本的投資增加，因為投資人預期美元的價格會下跌，這些國家的貨幣基數提高則會導致貨幣供給和通膨率提高。

跨境投資流入或許是在回應結構性衝擊，包括戰爭與革命、技術創新和原物料的新市場與新來源開放，以及不同國家之間成長率上的關係變化。國家把國有企業民營化時，常誘使投資流入，因為外國投

資人會買進這些企業的股份。

在此我們思考一下，貨幣價格的上漲與該國商品市場進口價格的下降之間的聯繫（或者，該國貨幣價格的下降，與該國商品市場的通貨膨脹之間的聯繫）；貨幣價格的上漲，會導致國際貿易商品價格下降。日圓在一九八〇年代後半和一九九〇年代初期的價格上漲，便對日本的國際貿易商品價格帶來下行壓力。阿根廷、烏拉圭、澳大利亞和紐西蘭等國貨幣在一九三〇年代初下跌，助長美國小麥價格的下跌，繼而導致農民破產，密蘇里州、印第安那州、伊利諾斯州、愛荷華州、阿肯色州和北卡羅萊納州的銀行倒閉。

繁榮與蕭條在國際上以幾種不同的方式聯繫在一起。一個國家的經濟繁榮幾乎總是會吸引國外的投資。也就是說，一個國家的繁榮可能會導致流向他國的資金減少。因此，一八七二年柏林和維也納停止向紐約提供貸款，而一九二八年美國股市的繁榮導致美國大幅減少購買德國、澳大利亞和拉美債券。其結果是，當美國購買拉美國家債券的數量大幅下降時，這些國家便停止了將貨幣與黃金掛鉤的作法。一九八二年向墨西哥、巴西和阿根廷提供的銀團貸款市場崩潰，導致這些國家和成群的開發中國家，集體出現貨幣價格急劇下降。

一九八〇年代末，股票價格和房地產價格在三個北歐國家急劇上升，其中挪威上升了三倍，瑞典和芬蘭上升了五倍。

❶ 劣幣危機

這起金融危機是由金屬貨幣所引發，不涉及銀行或其他放款方的信貸。為了徵收鑄幣稅，王子、修道院院長、主教、甚至是神聖羅馬皇帝便把日常買賣所使用的輔幣貶值（但不含大面額的金銀幣），調高現有錢幣的面額，運用成色不足的劣幣來替代貴金屬的硬幣，同時

減少錢幣的金屬含量，藉此為一六一八年展開的三十年戰爭做準備。起初，貨幣貶值僅限於本國使用的貨幣。後來，一些企業家發現，更好賺的方式是把劣幣帶到鄰國去，與無知的老百姓交換良幣，換回去的良幣則加以貶值。剛開始因此受害的領地單位便降低硬幣的成色，並將這些硬幣流向鄰近國家來彌補虧損和籌措軍費。為了滿足重新鑄幣的需求，一時之間造成鑄幣廠越開越多家。

正如列夫·托爾斯泰（Leo Tolstoy）的短篇小說〈傻子伊凡〉（*Ivan the Fool*）中所述，貶值的速度不斷加快，直到輔幣變得幾乎一文不值，孩子們開始在街上玩輔幣。

一些當地的資料顯示，成色不足的貨幣最先出現在義大利，並從那裡透過康斯坦茲湖（Lake Constance）的庫爾主教區（Bishop of Chur）來到德國南部。不過，來自烏爾姆（ULM）的資料則顯示，造假格外猖獗的是在包括史特拉斯堡在內的萊茵河上游地區。貶值從在一六〇〇年左右開始出現小規模展開，並在一六一八年後逐漸提升速度並蔓延到德國、奧地利、後來的匈牙利、捷克與波蘭，此外根據某些資料，還經由俄羅斯的利沃夫（Lvov）傳播到近東和遠東。

| 南海與密西西比泡沫

艾柯曼（Johan Åkerman），著有《經濟週期與結構》〔*Structure et cycles économiques*〕將一七二〇年危機稱作第一次國際性危機，因為這場於一七一七至一七二〇年間發生在法國和英格蘭的投機交易，不僅影響了荷蘭和義大利北部地方，甚至波及漢堡等地。南海與密西西比泡沫在好幾個方面有所連結。早在一七一七年時，英國的投資人就熱中於在巴黎的崗康帕街（Rue de Quincampoix）向約翰·羅（John Law）開設的銀行購買公司股份。一七一九年五月時，英國駐巴黎大

使史戴爾（Stair）收到蘇格蘭的朋友和親戚來信，要求代購密西西比的股票。當時甚至有多達三萬名外國人（包括英國貴族在內）湧入巴黎認購股票。同年五月，史戴爾敦促英國政府採取措施，減緩錢從倫敦流往巴黎。隨著約翰·羅的金融體系在一七一九年十二月達到最高峰時，包括錢多斯（Chandos）公爵在內，有些投資人便把南海的股票賣掉而買進密西西比的股票。

當英國的投機者在巴黎買進密西西比的股票之際，很多歐陸國家的投機者卻在倫敦買進南海的股票。西奧多·詹森（Theodore Janssen）爵士有一長串日內瓦、巴黎、阿姆斯特丹和海牙的認購者名單。其中一位法國投資人是銀行業者馬丁（Martin），查爾斯·麥凱（Charles McKay）記錄了他在認購五百英鎊時的發言：「當其餘的世人一窩蜂時，我們就必須在某種程度上仿效他們。」七月時已有部分早期投資人開始悄悄出場，其中挪用二十萬英鎊公共資金投機的伯恩省清空了全部股票，獲利二百萬英鎊。

阿姆斯特丹靠著它在巴黎和倫敦之間的地理位置來獲利。荷蘭人在對的時刻賣出密西西比印度公司的股票，因此在崩盤時損失不大。一七二〇年四月時，大衛·李歐（David Leeuw）出清南海的股票，而買進英格蘭銀行和東印度公司的股票，這或許有些操之過急。到了當月底，荷蘭銀行業者克雷流士（Crellius）發現，交易巷（Exchange Alley）就像「空了一樣，似乎所有瘋子都逃出了瘋人院」。

在六月和七月時，英國和阿姆斯特丹之間有十二小時的船舶轉運。七月一六日時，八十位猶太教、長老教會和重浸教會的投機者從交易巷跑去荷蘭和漢堡交易保險股。一七二〇年秋天時，倫敦和歐陸同時出現金融災難。法國銀行業者山謬·伯納德（Samuel Bernard）被派往倫敦，出售南海股票換成黃金帶回法蘭西。隨著羅伊銀行崩潰，形勢急轉直下。荷蘭銀行開始「收帆減速，收回預支款，拒絕進一步放貸，並變賣質押股票」。從阿姆斯特丹的基爾德匯率來看，當四月

南海股票第一次上漲時，「法國、荷蘭以及丹麥、西班牙、葡萄牙」等國投資人都爭相搶購，使基爾德兌英鎊的匯率從三五·四上升至三六·一。到九月一日，由於「投資人對英國證券的投資失去了興趣」，匯率又下跌至三三·九，後來在恐慌的高點，它則回升至三五·二。

一七六三到一八一九年

一七六三年的危機主要是發生在荷蘭、漢堡、普魯士和斯堪地那維亞半島，波及倫敦但也得到了倫敦的幫助。法國並未牽涉其中，因為當時法國正陷於七年戰爭之中。敏銳的當代觀察家喬治·查默斯（George Chalmers）宣稱，美國的土地投機是導致危機的重要因素，不過這一說法並未受到他人支持。阿姆斯特丹是付款給英國同盟的轉口中心，當時的荷蘭人既投資英國政府股票，又投資於融通票據鏈（Wisselruiti），導致信貸急遽擴張。他們利用融通票據鏈在資金極少的基礎上建構起令人眼花繚亂的大廈（俗稱的「紙牌屋」），並向斯德哥爾摩、漢堡、不來梅、萊比錫、阿托納、呂貝克、哥本哈根和聖彼德堡的商品交易所開具了大量票據。除了融通票據，還附帶有在運輸中保證貨物安全的匯票。戰後大宗商品價格下跌（尤其是從法國西印度群島恢復進口的食糖）後，這些帳單就無法支付。漢堡曾警告阿姆斯特丹票據清算所，除非向德諾夫維爾銀行公司提供援助，否則票據將無法支付，但這一警告太遲了。但也有觀點認為，德諾夫維爾銀行公司聲譽太差，導致其無法獲救。德諾夫維爾銀行公司本可償還七○%的債務，但各票據所卻在此前與債權人達成協議，承諾償還六○%債務。最後漢堡債權人不得不苦等三十六年，到一七九九年才收回六○%的欠款。致命的一擊是發生在一七五九年，普魯士國王腓特烈二

世統治時期，他為了打贏戰爭而降低銀幣成色，回收舊幣，並靠著荷蘭銀行業者的信貸在阿姆斯特丹鑄造新幣。然而他在發行新幣前就回收舊幣，大大收縮了貨幣基礎，帶來嚴重的通貨緊縮。

倫敦救助了阿姆斯特丹，並為荷蘭與斯堪地那維亞半島和俄羅斯的貿易投資，提供了大量資金。在普魯士，腓特烈二世也不得不援助那些由於拒付票據而陷入危機的柏林商人，這與其初衷大相徑庭。一七六二年秋，瑞典企業發現其票據無法在阿姆斯特丹償付，寄去替代票據的匯款也被凍結。有待爭論的是，阿姆斯特丹是否以出售英國證券的方式來自救。威爾遜聲稱，阿姆斯特丹正是透過這種方式將危機傳至倫敦。卡特則堅持認為，她沒有從往來帳目中發現阿姆斯特丹商人出售英國證券的證據。

一七七二年危機從蘇格蘭和倫敦蔓延到阿姆斯特丹，後來又影響到斯德哥爾摩和聖彼德堡。大量硬幣從巴黎流向倫敦，助長一七九二年恐怖統治時期的運河和鄉村銀行投資熱，並於一七九三年一月路易十六被送上斷頭台時達到頂峰。一七九七年，在執政政府管制下，貨幣發行秩序也多多少少獲得恢復，讓貴金屬貨幣流向反轉。

英國在一八一〇年的危機是區域性的。當時英國的出口商先對巴西過度出口，於是遭到封鎖，斷絕了它們在波羅的海的通路。這場危機也波及到漢堡和紐約。

一八一六和一八一九年危機有其國際性原因。一八一四年，戰爭即將結束時，英國商人忙不迭的向歐洲大陸出口商品，司馬特（Smart）稱之為出口狂潮，但泡沫很快便破滅。隨著價格不斷下跌，英國商品轉而出口至北美，導致一八一六年美國推出關稅法案。這是一次沒有出現經濟恐慌，甚至沒有危機的深度經濟衰退。而一八一八年及一八一九年危機則在大西洋兩岸引起了廣泛恐慌，這些恐慌相互關聯，但其中的關係並不明確。一八一九年英國危機是繼一八一八年商品投機崩解，當時的信貸驟停和危機，明顯起源於之前的「過度貿

易」。一八一九年，英國發生了兩個標誌性的事件——恢復硬幣支付和彼特魯大屠殺。當時，曼徹斯特工人抗議活動遭到騎兵的殘酷鎮壓，至少八名抗議者死亡，司馬特將這一年稱為「災難年」。在美國，則因為美國第二銀行各分行要求州銀行贖回大筆餘額和持有的票據，而引發經濟恐慌。美國第二銀行的目的是為了籌集到四百萬美元硬幣，以償付一八〇三年為購買路易斯安那州的歐洲借款。但第二銀行本身就是泡沫，由第一銀行在一八一一年解散後又於一八一七年時重建而來。該行是由貪婪又腐敗的董事所經營，接受以本票來支付股票，並為了迴避法律對集中持有的限制而以不同的名字來註冊股票。此外，他們以銀行股票為擔保來發放質押貸款，接受無抵押貸款，並容許帳戶透支。據哈蒙（Hammond）觀察指出，十八世紀時穩健的商業步調不敵迅速致富的民主熱情，而且滿懷這份熱情與不擇手段的人掌控了第二銀行。

一八二五到一八九六年

一八二五年的危機波及英國和南美，不過明顯的是，當經濟恐慌於一八二八年一月衝擊巴黎時，代表這次危機也蔓延到巴黎。隨著一八二五年十二月倫敦的恐慌，歐陸的銷售停擺，這影響到巴黎、里昂、萊比錫和維也納的銀行，迫使依賴這些金融中心來融資的義大利和其他市場不得不減少購買。在生產紡織品的阿爾薩斯地區，庫存沉重的困頓現象十分普遍；公司缺錢，為了維持營運只能用借據代替，金額多達九百萬到一千六百萬法郎。一八二七年十二月時，巴黎銀行拒絕續簽阿爾薩斯的貸款而使危機爆發，使得這場由南美股票的過度交易所引起的倫敦危機也波及到歐洲大陸。

艾柯曼把一八二五和一八三六年的危機稱為「盎格魯－美洲」，

以對照一八四七年的「盎格魯—法國」。不過這兩次盎格魯—美洲危機，其實當中涉及的「美洲」也並不相同：一八二五年的危機是盎格魯—南美洲，一八三六年的危機則是盎格魯—美國。

此外，一八三六年的危機情勢遠比一八二五年來得複雜。如前文中所論及，傑克遜總統認為，一八三六至一八三九年的危機應該要由英國和美國共同承擔責任。馬修斯（Matthews）也認為，追究初始成因歸於何者是徒勞無功。兩國的貨幣擴張機制大相逕庭。當時美國瘋狂擴張的銀行業是在進口白銀的支持下成立，而英國一八三六年和一八三三年通過的新法規則使得國內出現大量股份制的銀行。英國的投機集中在棉花、棉花織品和鐵路，而美國則主要投機於棉花和土地，尤其是可以種棉花的土地。此外，倫敦的盎格魯—美洲銀行還為英國對美國的出口提供融資。

從任何方面來看，危機都不單純是盎格魯—美國的事，雖然人們經常針對這一方面來討論，並強調這件事衝擊到英格蘭銀行的貼現政策演變。霍特里（Hawtrey）認為，這次危機在一八三六和一八三七年始於英國，後來蔓延到美國全境，在一八三八年五月英國逐漸復原時，又延伸到比利時、法國和德國，並在一八三九年再次回頭散布到英國和美國。美國的危機也直接影響到法國和德國，主要是經由進口量下降、價格下跌和一系列金融關聯事件。里昂立刻就感受到絲綢市場的流失。在法蘭克福和萊比錫，美國的購買對展售會的成功很重要。美國在巴黎的代理公司為倫敦的大量出口提供信貸支持，美國銀行業者山謬·威爾斯（Samuel Welles）也同樣依賴倫敦來融資，而他們早在一八三七年春天時就感受到倒閉的威脅。法國銀行霍丁格商會（Maison Hottinguer）幫助美國銀行的尼可拉斯·畢鐸（Nicholas Biddle）來承銷壟斷的棉花。在一八三八年的夏秋之際，它扼殺了曼徹斯特、盧昂和阿爾薩斯的棉花紡紗業者，接著在同年十一月，盎格魯—法國的抵制便導致壟斷隨之崩解。此外，法蘭西銀行對英格蘭銀

行提供了援助。到一八三〇年代時，金融界在英國、美國和法國之間的貿易、商品價格和資本流動方面，已形成了複雜的跨大西洋關係。

一八四七年一月，鐵路證券進入集中繳款期，危機則是在夏末降臨。艾柯曼指出，危機主要影響英法兩國，但也影響到英國與印度、阿姆斯特丹、荷蘭、比利時、盧森堡等國的貿易，甚至延伸到德國和紐約。從伊凡斯收集的破產案例中，我們能明顯的感受到危機的蔓延，但這些記錄更關注破產銀行和企業數量，而不是這些銀行與企業資產總量方面的資料。英國的資料比其他國家要來得完整，因為伊凡斯只報導了「主要的外國倒閉」。儘管缺漏嚴重，對於危機的震撼波是如何散布，表中所顯示的各月倒閉仍提供了有用的印象。當法國和德國革命引起了一八四八年三月和四月的反響時，在人們眼裡，英國的危機幾乎已經過去了，但倫敦除外，這在伊凡斯的資料中可能沒有得到適當的記錄。

一八四八年三月二十九日，科隆的沙夫豪森銀行（A. Schaaffhausen Bank）倒閉，在德國銀行業的發展上具有重大意義。普魯士政府允許該銀行轉型為股份合作制企業，這與當時反對信貸擴張的政策正好相反。這一先例為德國銀行一八五〇年代的擴張鋪路，對德國經濟增長產生重大的影響。由於科隆曾經是漢薩同盟城市，人們預期該銀行會與伊凡斯特別注重的「倫敦—安特衛普—漢堡—不來梅—勒阿弗爾（LeHavre）—馬賽」的商業銀行業網路聯繫在一起。一份當地的資料顯示，科隆處於與荷蘭、北布拉班特、法國和德國東上部貿易的交界地帶，並深受一八二五年英國危機之苦，造成大量銀行和企業破產。該資料也承認，除了為從南美洲進口皮革進行過一些融資外，大多數銀行融資都投向了當地項目，且多為重工業項目。約翰·韋爾特（Johann Wolter）和亞伯拉罕·沙夫豪森（Abraham Schaaffhausen）最初以皮革商人起家，他們從西班牙購入拉丁美洲皮革，先是從阿姆斯特丹購入，後來則直接從拉丁美洲購入。亞布拉罕

的兒子是一名商人、代理商和掌握大量國際關係的銀行家。但他在一八四八年遇到的麻煩，主要來自對科隆房地產投機進行的融資。該銀行的資產組合中，近四分之一是其擁有的土地和向單個建築商發放的貸款，總共約一百六十萬塔勒，而該銀行的資本僅有一五〇萬塔勒。隨著社會日益不安定，存款人不斷將存款換為現金，該銀行先是吸納了一個荷蘭合夥人，後又接受了普魯士銀行科隆分行、明斯特分行、普魯士基金會（另一家政府金融機構）以及普魯士彩票的援助。沙夫豪森銀行獲准轉型為沙夫豪森銀行協會（A. Schaaffhausen'scher Bankverein），也許與股份合作制銀行被禁止投資於建地和其他所有形式的投機有著一定的聯繫。

導致一八五七年恐慌的是一場世界性的經濟過熱。美國加州（一八四九年）和澳洲（一八五一年）相繼發現黃金，導致對這些國家的出口激增，並擴大了歐洲和美國的信貸基數。同一時期，印度也出現貿易順差，大量銀幣流入印度，抑制了信貸基數的擴大。當時的歐洲與美國都經歷了鐵路和銀行業的過度繁榮。英國和德國不斷出現合股銀行，法國的動產信貸公司（Crédit Mobilier）、土地信貸公司（Crédit Foncier）和農業信貸公司（Crédit Agricole）也持續增加，這些金融機構向貿易和工業企業發放了大量貸款。同時，英國《穀物法》、《航海法》和木材稅的廢止引發了貿易繁榮，尤其刺激了北歐國家的經濟。

農業歉收和克里米亞戰爭切斷俄羅斯的糧食出口，提高了世界糧食價格。儘管英國於一八四六年廢止《玉米法》，但這一時期實際上仍是英國農場主的黃金時期。隨著戰後俄羅斯糧食供應商重返市場，穀物價格應聲而跌，鐵路建設投資也因受此拖累而放慢了腳步。骨牌效應的崩解始於美國的俄亥俄州（或者該說是俄亥俄州銀行的紐約分行）並在紐約、俄亥俄、賓州、馬里蘭州、羅德島州和維吉尼亞州蔓延開來，接著是利物浦、倫敦、巴黎、漢堡、奧斯陸和斯德哥爾摩等

歐洲城市。伊凡斯關於一八五七年破產企業和銀行的資料比一八四七年的資料更為粗略，難以引導我們以同樣的方式追蹤當時經濟毀滅的軌跡。我們可以透過回顧俄亥俄人壽信託公司紐約分處的倒閉過程，發現同一時間點，由於英國國內利率提高，英國存款者便撤出美國資金，這一行為似乎是導致危機的導火線。

表 8.1 一一八四七到一八四八年危機的通報倒閉案（倒閉數）

	一八四七年					一八四八年									
城市	八月	九月	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	十到十二月	
倫敦	11	19	21	25	7	3	7	3	1	8	2	1	1	1	
利物浦	5	4	28	10	4		3						1		
曼徹斯特		6	11	8	1				1						
格拉斯哥	2	4	6	9	7	6				1					
英國其他	2	4	16	7	7	2		1	1						
加爾各答					1	11	5		1	2				1	
大英帝國其他											1	2	1	4	
巴黎		1				2	1	14	2						
勒阿弗爾				1			1	5	2						
馬賽		1			1	1		2	13						
法國其他			2			1		1		1	1				
阿姆斯特丹				3	1	1		14	4		1				
低地國其他	1		1	4				4		1	1				
漢堡	1			2		1			7	4	3	1			
法蘭克福					3	1			1						
柏林									3	4	1				
德國其他		2			1		1			6					
義大利		3		7	1										
歐洲其他		1		3	2	1	1			1	1				
紐約		1		3	1					1	5			4	
美國其他														7	
其他地方		1			1						2	1		2	

出處：取自莫瑞爾·伊凡斯（Morier Evans）所列公司與銀行名稱，*The Commercial Crisis, 1847-48*（一八四九；reprint edn, New York: Augustus M. Kelley, 一九六九），pp. 69, 74, 91-2, 103-4, 105-6, 112-13, 118-20, 123, 127。

危機的集中爆發令人印象深刻。從俄亥俄人壽危機在一八五七年

八月二十四日遭到披露，到倫敦在十一月十二日中止《銀行法案》，再來是奧地利銀車（Silberzug）在十二月十日對漢堡的貸款。克拉芬（John Clapham；著有《英格蘭銀行》[*The bank of England: a History*]）認為，危機幾乎是同時出現在美國、英國和中歐，並對南美洲、南非和遠東也造成影響。羅森伯格稱之為「首場世界性的危機」。艾爾伯福的商會宣稱：「世界是一體，工業與貿易造就了它。」一八六六年的危機是始於一八六四年危機的末尾。艾柯曼說，它在許多方面類似於一八五七年的危機。它出現在南北戰爭之後，就像一八五七年危機發生在克里米亞戰爭之後，而一八六六年棉花價格的崩盤則堪比十年前的小麥價格崩盤。將一八六四年納入危機期間意味著將消除一個普遍的看法，即認為此次危機完全是英國國內的危機。黑色星期五的恐慌發生在一八六六年的五月十一日，時機與普奧戰爭密切相關，由於戰爭的傳聞與來臨，導致股票市場崩潰，再加上一八六六年五月一日的里拉恐慌（corso forzoso），當時義大利政府停止了里拉兌換黃金，並為此從國家銀行借入二·五億里拉。就像是歐福倫格尼公司崩解，里拉恐慌是由鈔券對黃金的內部擠兌所觸發，引發這種擠兌的原因是資金從巴黎撤出，而這些資金又因出售外國證券而受到影響。由於戰爭的謠言，倫敦市場在四月中旬時搖搖欲墜。五月二日，柏林證券交易所出現恐慌，而當五月十二日戰爭正式爆發時，又再度出現了恐慌。五月十一日時，普魯士銀行將貼現率提高到九%，同一天倫敦也爆發經濟恐慌，這只是由於在財務困難時期，人們在面臨一家脆弱的企業時普遍爭奪流動性的努力導致的部分後果。在歐福倫格尼的危機時，為了看顧所屬公司的利益，主要利益在埃及的巴黎銀行業者阿弗雷德·安德烈（Alfred André）在倫敦待了「筋疲力盡的一週」。他於五月十七日返回巴黎，並斷定義大利、普魯士、奧地利和俄羅斯的金融公司已經破產，業務陷於癱瘓，而法國至少在那一刻還挺得好好的。

一八六九年九月的美國黃金危機與同月的奧地利危機之間，似乎沒有明顯的聯繫。當時兩種貨幣都在浮動。兩國在戰後都經歷了投資熱潮，儘管衝突在美國造成的破壞更大。沃斯簡短討論過這場成為一八七三年真正大崩盤前導的「一八六九年大崩盤」，他針對德國和奧地利在美國的投資、美國產品進入歐洲市場以及大西洋兩岸航運和銀行業之間的聯繫日益擴大等事實，做出了這一論斷。不過由於沃斯沒有提到美國的黃金危機，他似乎並不認為這兩者間存在關聯。在談論到美國一八六九年的黃金危機時，人們通常也忽略奧地利在其中的影響。這兩者可能的聯繫是透過小麥的價格。傑·古爾德（Jay Gould）和吉姆·費斯克（Jim Fisk）試著在哄抬黃金的溢價（例如美鈔或美元紙幣的貼現）時，也提高小麥的價格。在歐洲，緊隨一八六九年九月崩盤而來的困難，主要集中在匈牙利等產糧國。古爾德聲稱，當黃金的貼現在四十五時，美國可以把小麥賣到英國去跟來自地中海的低價勞動力和水運競爭，但黃金低於四十時，美國就無法競爭。依照這樣的論點，美國的黃金貼水在九月時下跌，應該有利於匈牙利的經濟前景。

一八七三年的故事是從普法賠款展開，法國在一八七一年以黃金支付十分之一的賠款，而導致在德國的大量投機出現，並蔓延到奧地利。傑·庫克（Jay Cooke）是較晚進入鐵路融資市場的投資人，他在歐洲為鐵路尋求資本，靠著北太平洋急速擴展自己的事業；他嘗試在法蘭克福借款，卻競爭不過德國和奧地利的建築榮景。還有一些其他的衝擊事件，包括一八六九年蘇伊士運河開通，德國主管機關回收舊銀幣前錯誤的發行新幣，一八七一年十月九日的芝加哥大火，最重要則是在普魯士的俾斯麥（Bismarck）領導下，德國統一所帶來的興奮感。因為在兌換成黃金的威脅下，德國從賠款中所拿到的九千萬英鎊便危及英國的穩定。法國由於支付戰爭賠款而導致通貨緊縮，並沒有受到發生在歐洲其他地方的通貨膨脹所影響。

一個主要問題是，經歷了數月的苦難之後，奧地利和德國在一八七三年五月的崩潰與九月在美國的崩潰之間的聯繫。一個聯繫是德國對美國鐵路投資的變化。最初，德國投資人在鐵路和西部土地上投機，然後突然停止了進一步的投資。麥卡尼（Ray McCartney）著有《1873年危機》[*Crisis of 1873*] 表明，一八七三年被公認為是第一次重大國際危機。五月時危機在奧地利和德國爆發，散布到義大利、荷蘭和比利時，接著在九月時傳播到美國，又牽涉到英國、法國和俄羅斯。十一月一日，第二場恐慌襲擊維也納，但僅是曇花一現。摩根斯特恩在他編製的國際股市恐慌表中，曾論及「一年中經濟恐慌清晰的傳遞，證明恐慌後來波及阿姆斯特丹和蘇黎世」。在一八七五年的秋天，卡爾·梅耶·馮·羅斯柴爾德（Carl Meyer von Rothschild）男爵寫信給葛森·馮·布雷施勞德（Gerson von Bleichröder），評論各處股價的低迷狀態，他認為「整個世界已變成了一座城市」。

隨後發生了一系列不那麼密切的失敗和恐慌事件，包括一八七八年的格拉斯哥市；一八八二年的總聯和一八八四年的紐約股票市場；一八八七年時，俄羅斯與土耳其的戰爭造成的全歐股市恐慌、一八八八年，在巴黎的銅礦獨占和巴黎國家貼現銀行倒閉；一八九〇年的霸菱危機；一八九二年的巴拿馬醜聞和一八九三年的紐約恐慌。摩根士丹利詳細研究了這些事件的國際蔓延軌跡，普瑞斯涅爾（Pressnell）特別著重霸菱危機，並認為這對英格蘭銀行黃金儲備的影響極為重要。一八九〇年在英國爆發的霸菱銀行危機，由於英國的投資人賣掉美國的好股票去撐住拉美的不良貸款，因此對紐約所產生的效應是金融緊縮，而不是恐慌。另一派看法是，紐約在一八九〇年十月的金融危機導致倫敦一系列企業倒閉，這使得霸菱的狀況雪上加霜，於是導致霸菱兄弟在十一月崩解。阿根廷的困局所誘發的霸菱危機使英國在全世界的放款急降，並強烈助長了南非、澳洲和美國，在接下來好幾年的經濟危機。

| 一九〇七年的金融危機

一九〇七年的美國金融危機，始於幾年前的義大利，當時的義大利也參與過世紀初好幾年的經濟增長。信貸所孕育出的投機正蔚為風潮。部分虛構的企業和某家鋼鐵信託公司，把表面上是為實質投資所借來的資金，用來投機本身的證券；為了刺激投資人的興趣，便以借款來支付高股息的現金。金融危機在一九〇五年五月時出現，伴隨著許多新公司的崩解。第二波頹勢則於一九〇六年十月發生在熱那亞的股市。到了一九〇七年四月和五月，巴黎和倫敦的放款減緩，使危機變得更嚴峻。義大利協會銀行在一八九八年創立時，資本為四百萬里拉，到一八九九年即提升為五百萬，一九〇〇年增加到九百萬，一九〇四年為二千萬，一九〇五年為三千萬，直到一九〇六年三月時已達到五千萬。隨著資本增加，它不斷收購身處困境的舊銀行，同時大舉招募新人力。該行在米蘭的總行並不知道熱那亞分行所招致的風險，尤其是該行對證券預支款（riporti）涉入很深這件事。義大利中央銀行（Banca d'Italia）的行長史特林格爾（Stringher）很憂心，因為這家銀行的貸款業績不佳，而且截至一九〇六年十二月時，已向央行借了高額款項。當巴黎和倫敦在一九〇七年的春天，斷絕對義大利和美國的新信貸時，財大氣粗、外強中乾的該行便就此覆滅。杜林—米蘭—熱那亞跟紐約的直接連結有限，但義大利的金融中心與巴黎的聯繫緊密，紐約與倫敦息息相關，巴黎又與倫敦相互關聯。博內利（Bonelli）聲稱，當巴黎賣掉英國的證券，而巴黎和倫敦雙雙停止放款時，殖民國家突然發現自己的資本遭到了剝奪，而不得不阻斷進行中的投資案，隨後需求、產出、就業和物價便承受下跌的壓力。一九〇七年的義大利和殖民領地具有令人驚訝的類似之處。博內利認為，假如沒有移民的匯款（多半是來自美國），巴黎斷絕對義大利的貸款將產生更加嚴重的後果。這裡有一種跨越大西洋的直接連結，主要是

在紐約到拿坡里之間。博內利的論述是聚焦在狹窄的直接連結上，這個論點與另一位當代觀察家暨紐約銀行業者法蘭克·范德里普（Frank Vanderlip）的論述相反，他的論述紀錄在名為〈恐慌的世界現象〉（The Panic as a World Phenomenon）的論文中。范德里普認為，恐慌的基本成因是波耳戰爭、日俄戰爭和舊金山地震。但在如此盛大的開場白後，他卻討論起新成立的信託公司過度交易，以及擴大貨幣的必要性。

| 一九二九年的國際後遺症

美國總統胡佛曾表明，一九二九年大蕭條有部分的實際成因是在一次世界大戰期間，歐洲以外地區的生產擴張，等到戰後歐洲生產復甦，便助長了全球的過度供給。此外，還存在賠償和戰爭債務的財務問題；英鎊被高估而法國法郎被低估，以及在道斯計畫實施下，美國購買德國公司和公家機關債券，使德國的賠償金回流。有些追究責任的觀點指出，美國在一九二七年夏天把利率降低，以援助英國維持英鎊的平價，但此時把利率拉高才比較有利於美國的國內目標。美股的價格在一九二八年三月上漲，尤其是在六月後，美國停止去購買外國債券，導致有一段時間，德國、拉美國家和澳洲轉向借入短期借款。為了回應流入的錢減少，德國採取緊縮經濟的措施，以便有現金來支付賠款。之後，阿根廷、澳洲、烏拉圭和巴西等國的付款狀況急速轉趨不良。由於它們無法籌措資金來解決短期負債的持續增加，在一九二九年十月的股市崩盤後，隨著小麥、咖啡、橡膠、糖、絲和棉花的價格急挫，這些國家的貨幣便急跌。

不顧華府的聯邦準備理事會抗議，紐約聯邦準備銀行自行推出公開市場方案，而緩解了一九二九年初的信貸壓縮。在一九三〇年的上

半年，國際信貸回升，四到六月一季的國際信貸量，竟然創下一九二〇年代以來的新高。不過，偏低的物價水準和對德國信心的喪失，意味著世界整體的金融困境仍持續，尤其是在國家社會主義（National Socialist）黨贏得一九三〇年九月的大選以後。許多中歐銀行（多屬奧地利和德國）嘗試靠拉抬本身股票的價格來改善財務困境。亞當銀行（Banque Adam）和奧尼奇銀行（Banque Oustric）這兩家私人銀行在巴黎倒閉，後者所爆出的醜聞牽連了三名政府官員，並導致政府垮台。奉行通貨緊縮的拉瓦爾政府在一九三一年初上台，接著通縮便開始席捲各國：維也納的聯合信貸在五月倒閉，德國的達姆斯塔特國民銀行在七月倒閉，七月時德國達成凍結協議，並在八月將錢從倫敦抽走，最終導致英國在一九三一年九月時，決定解除英鎊與黃金的聯繫。法國、比利時、荷蘭和瑞士的黃金區開始買進黃金，黃金從美國運出則使美國的銀行儲備減少。日本在一九三一年十二月脫離了金本位制。美國的通縮是因英鎊的價格下跌、仍與英鎊掛鉤的英鎊地區連帶出現貨幣下跌，以及銀行的儲備減少所造成。一九三二年二月時，《葛拉斯—史迪格法案》使再通膨得以透過公開市場操作來達成，但它太遲了。在債務通縮的過程中，透過價格下跌、破產等一連串過程，銀行接二連三的倒閉。一九三三年三月，銀行普遍關門歇業，同年春天，二〇·六七的美元兌黃金比價棄守後，美元匯率狂貶，美國的經濟衰退達到了谷底。

在與大蕭條有關的生產急降、失業衝高和貨幣危機之前，發生了兩起不同的金融事件。一起是在一九二九年十月展開的股價急跌，另一起是倒閉的銀行數迅速增加。股價下跌是跟工業產出衰退有關。雖然許多投資人是利用槓桿或融資來買股票，但放款方是以券商為主。

在一九二〇年代，每年都有好幾百家銀行倒閉，其中大部分都屬於小型或鄉村銀行。到了一九三一年，尤其是下半年，銀行倒閉便加速。

儘管很多人談論到投資人以低到一成的頭期款來買股這件事，但銀行的信貸對個人購買股票的融資不太有關。銀行在一九三一年開始倒閉，是房地產價格急跌與農產品價格下跌所造成的。

回顧這段歷史，我們無法導出一九三〇年代的大蕭條是源自美國這個結論。

9

泡沫蔓延： 熱錢的流竄

過去三十年來，跨境債務和證券及房地產價格出現了四波飆升，這可能會創下全球貨幣不穩定的紀錄。這一連串的銀行業危機或許只是一個巧合，但另一種可能的解釋是，這些浪潮中的一波或幾波危機引發跨境投資流入增加，進而導致其他金融中心的證券價格上漲，最終升至無法維持的高位。顯然，跨境投資流動的第一波激增——包括主要大型國際銀行對墨西哥和其他十個發展中國家政府和國有企業的放款迅速增長所引發的。這些國家的銀行業危機與一九八〇年代末日本銀行貸款供應激增之間是否存在聯繫？同樣的，一九九〇年代初日本資產泡沫與一九九〇年代中期席捲泰國和東南亞鄰國以及墨西哥、俄羅斯、巴西和阿根廷等國的金融危機間有多少關聯？一九九七年年中期開始的亞洲金融危機，與隨後三十個月美國股價的大幅上漲之間是否存在聯繫？另外，美國、英國、愛爾蘭、西班牙和冰島在二〇〇二年至二〇〇七年間的房地產價格的急劇上漲，以及二〇〇八年至二〇〇九年希臘、葡萄牙和西班牙政府債務的急劇上漲，是否與這些早期事件相關？

一般來說，主要工業國家出現證券和房地產價格急漲的現象並不頻繁。少數案例如一九五〇年代初到一九六〇年代後期，美股的價格漲

了三倍；在一九二七年一月到一九二九年十月間，美股的價格也漲了三倍。日本在一九八〇年代中期前從來沒有資產價格泡沫，其他的亞洲國家也是。值得注意的是，三、四個或更多國家的股價或房地產價格在同一時間急漲得很異常，表示有共同的成因——這是種明斯基所謂的置換（displacement；編按：根據明斯基理論，認為造成危機事件是以置換〔displacement〕為起點，引發一股投機風潮與不尋常的信用擴張，改變市場原有的交易模式。錯置通常來自於體系之外的外部衝擊，並會破壞原本的均衡情況）或衝擊，而且很可能是受到外部的影響，因為有這麼多國家約莫在同一時間受到類似的衝擊。就直覺而言，三十來當中就出現了四波銀行危機，意味著，每一輪泡沫破滅將導致跨境投資流動逆轉，促成下一輪泡沫的發展。

信貸的過度投放多導致了股價急漲；房地產的價格每一次衝高，都是起因於信貸供給快速增加。一九七〇年代，大型國際銀行對墨西哥和其他發展中國家政府和國有企業的貸款衝高，就是在回應這些國家商品價格急漲和國內生產總值增長率加速的情形。一九八〇年代後半日本股票和房地產價格的急劇上漲，部分原因是該國必須對投資淨流出的下降進行調整，這是必要的調整，來確保貿易順差下降。而一九九〇年代上半期，泰國、馬來西亞和其他亞洲國家，以及墨西哥和其他拉丁美洲國家房地產和股票價格急劇上漲，則是對投資資金流入增加的反應。而在二〇〇二年後，美國、英國和其他幾個歐洲國家的住宅房地產價格上漲是起因於，美國的投資流入增加使信貸供給大增，有部分則是從抵押貸款證券化所接續而來。同時，投資流入顯著增加導致希臘和一些南歐鄰國出現了嚴重的政府財政赤字；當放款方判定這些借款方欠債太多時，政府就不得不減少赤字。這些政府只好降低其對警察和一些年金的財政支出，或者減少對外國債權人的付款。

一國要形成外債衝高，三個根本的組件之一是，有大量的信貸供給可輕易到手，來為它的欠債成長融資。第二個組件是，震撼導致預

期的報酬率急速提高或風險顯著降低，抑或牽涉到監管放寬，使借款方較容易在外國的金融中心拿到信貸。第三個組件是，投資人或銀行願意對借款方擴展更多的信貸。從一九七〇年代初起，大型國際銀行就常涉及跨境投資流入。

| 各國的貸款在一九七〇年代激增

一九七〇年代不得了的特徵就是，美國和世界的通膨率激增。二十世紀第一次的通膨急升是在一次世界大戰的期間和之後，第二次則是在二次世界大戰的期間和之後。一九七〇年代的通膨率衝高，有一部分是從一九六〇年代後期和一九七〇年代初的大舉國際收支不平衡接續而來，而導致有收支順差的國家在準備貨幣上大舉增加（編按：準備貨幣是存款貨幣機構〔如銀行、信合社、農漁會、郵局〕的準備金，以及民眾持有的貨幣所構成，是央行創造貨幣供給的基礎）。在一九七三年初邁向浮動匯率制後，前景固然是國際收支不平衡會下降，但固定匯率的貨幣政策就此消滅，這意味著，央行不再控制通膨率，也不再受匯率所約束。

美國的通膨率在一九六〇年代後期上漲，帶來的一個劇烈衝擊是，美元證券的長短期利率雙雙提高。美國的銀行對存款所能支付的利率，碰到了聯準會為美元存款所訂下的天花板（Q條例）。結果就是，以美元計價的存款從美國的國內市場，大舉轉往在倫敦和其他金融中心的境外銀行（包括美國的銀行在外國的分行），而不受制於這些天花板。

貨幣供給快速增加，所接續而來的原料需求衝高，導致了石油和其他初級產品的價格急漲。在一九七三年秋天的贖罪日戰爭後，石油的價格漲了五倍，而在一九七〇年代後期的兩伊戰爭後，又漲了三

倍；兩次石油衝擊讓某些產油國的收支順差衝高，對美元證券的需求也快速增加。

大宗商品生產國（如石油生產國等）的政府對借款方比較有吸引力，因為放款方預期它們的財政歲收會增加得比較快。英國、加拿大、日本的商業銀行紛紛從離岸市場借入美元，向墨西哥或其他發展中國家提供貸款。在此之前，這些借款方依賴美國銀行和世界銀行，獲取大部分外部資金；願意對這些國家放款的機構數量迅速增長。比起對於國內經濟，這些非美國的銀行在增加貸款時可以快得多。面對外國銀行在拉美踏進「自家地盤」的挑戰，美國的銀行便下調貸款利率，以盡量減少市占率的下降。

開發中國家急需資金，讓借款方認為有利可圖，放款方則相信信貸風險不大；某位受敬重的紐約銀行業者曾宣布，「國家不會破產」。只要新貸款的借款方拿得到的錢比欠債所支付的利息多上好幾倍，這些借款方在及時支付債務上就不會產生負擔。問題在於，大型國際銀行涉及「石油美元回流」，使石油進口國所能融資的貿易逆差要大得多。不過，石油進口國所增加的欠債遠多於對石油出口國所增持的國際準備資產。在墨西哥和其他的開發中國家，流到借款方的投資增加，使它們能融資的貿易與經常帳逆差較大，意味著工業國家會有顯著較大的經常帳順差。

一九七〇年代，墨西哥和其他的開發中國家的外債年均增速達二〇%，這些貸款的利率一年平均八%，隨著世界的通膨率提高，貸款利率不斷走高。借款方來自新貸款的現金流大於對未清償貸款所要支付的利息，意味著債務國的貨幣價格會實質上漲，而且貿易逆差會增加。由於欠債增加得比所支付的利息和國內生產毛額要快得多，所以跨境投資流動的模式難以維繫，因為無可避免的是，一家或多家放款方最終會變得較為提防。而且也無可避免的是，當這些國家的跨境欠債增加得沒那麼快時，貨幣就會貶值。

一九七〇年代，墨西哥和其他發展中國家的外債十年來，以每年二〇%的速度增長，而這些貸款的利率每年平均八%，這些利率隨著世界通貨膨脹率的上升而呈上升趨勢。新貸款給借款國的現金流量大大超過了它們償還未償貸款的利息，這意味著這些國家的貨幣實際價格上升，貿易赤字增加。由於這些國家的債務增長速度太快，已無法支應利息支付，跨境的資金便不會再持續投入，放款機構也將不可避免的變得更加謹慎放款。此外，當這些國家的跨境債務增速放緩時，其貨幣價格也會不可避免的下跌。

一九七九年的十月下旬，聯準會採取緊縮的貨幣政策，因而刺破墨西哥和其他開發中國家的債務泡沫。開發中國家為貿易和經常帳逆差融資的能力急降，這意味著工業國家的貿易順差也會隨之下降。再者，由於美元證券的利率衝高，流到美國的投資便迅速增加；這時，美元的價格上漲，而德國馬克、日圓等貨幣貶值。

美元的價格持續上漲到一九八五年夏天為止，而美國的貿易逆差增長則到一九八七年止步。一九八〇年代中，外國投資人買進美元證券的誘因下降，部分原因是這些證券的報酬率下跌，部分原因則是大家開始看跌美元。

| 一九八〇年代日本資產價格泡沫

在一九八〇年代的前期，日本的投資流出規模不斷擴大，日圓貶值，而且相對於進口，日本的出口增加不多；該國的貿易順差占國內生產毛額的比率提高了近兩個百分點。日本的投資流出，約莫是在一九八五年時下降，日圓的價格，則是在一九八〇年代的後期上漲。再者，由於股價不斷在漲，日本股票的外國需求激增。因此，日本的投資淨流出下降了。由於日圓的價格浮動，所以日本的國內經濟必須有

所調整，以確保相對於出口，進口會增加，使經常帳順差減少相應於資本帳逆差減少。在一九八〇年代的後期，日本的貨幣和信貸供給快速成長是起因於，日本的主管機關不容許市場力道來判定日圓的漲價範圍，因為會使該國的貿易順差下降，而讓出口產業的獲利和就業，受到負面衝擊。日本銀行透過買進美元來削弱日圓的升值壓力，而導致日本的銀行準備金快速增加，接著貸款也以很快的速度增加。在銀行對房地產投資和營建的貸款上，監管放寬了，因為監管機構相信房地產的支出增加會貢獻經濟成長，導致進口增加，並削弱日圓價格走高的趨向。在限制日本的企業與銀行投資外國上，監管也同步放寬，所相信的是較大的投資外流也會削弱日圓的升值壓力。

一九八〇年代，日本的資產價格泡沫化程度很深，甚至到了一九八〇年代末，整個東京的地產市值遠低於日本皇城的地產市值，日本皇城的地產市值卻超過了美國加利福尼亞州的地產市值，意味著兩地單位面積的地價有著巨大差異。皇城的土地價格並不是藉由拍賣或類似拍賣的方式估算出來的，而是利用鄰近皇城的東京銀座附近的地價與皇城土地面積的乘積，得到日本皇城的地價總值，又從聯準會資料得到加利福尼亞州房產價值總額做為對比資料，將這兩個資料進行對比研究。

在一九八〇年代末，東京的金融資產價值全都是高不可攀。日本股票的市值是美國股票市值的兩倍，即使日本的國內生產毛額不到美國國內生產毛額的一半。以股票市值對比獲利能力的角度來說，日本與美國企業的差異更為明顯。日本房地產的市值是美國房地產市值的兩倍，即使日本的土地面積僅是美國的五%，而且有八成是山地。日本的人均土地市值是美國的四倍多，日本的人均所得卻是美國人均所得的六到七成。

以總資產和存款總額（而不是獲利）來度量，日本的銀行在世界的銀行排行榜上是名列前茅；在這份名單上的十大銀行中，日本通常

占有七家。日本最大投資銀行野村的資本比美國五大投資銀行的資本加起來還大。

日本企業不斷在紐約和倫敦收購摩天大樓。第一章提過，三井房地產株式會社為紐約市第六大道的艾克森大樓，砸下了六億兩千五百萬美元，即使最初的報價很低。三井房地產和住友銀行的相關集團，買下了北加州的圓石灘高球場（Pebble Beach Golf Course）。索尼（Sony）買下了哥倫比亞唱片（Columbia Records），然後是哥倫比亞影業（Columbia Pictures），它在電子業的頭號敵手松下則是收購了米高梅環球（MGM Universal）。

到一九八〇年代時，日本成為世界第二的領導工業強國。豐田、日產和本田是全球汽車業的領導者。索尼、松下和夏普（Sharp）以及看似無窮無盡的企業名單主宰了全球的電子業。尼康（Nikon）和佳能（Canon）「把持」了世界的攝影光學業。

大藏省的官僚對銀行的存款和銀行的放款率，都設定了低利率的天花板；存款的利率常低於通膨率，為了維持財富水準，家庭必須把高比例的收入存起來。在這些低利率下，企業對貸款的需求便遠大於供給；政府官員則為銀行提供了「窗口指導」來辨認在放貸時何者要列為優先的企業。當時房地產和股票的實質報酬率都是正數且偏高，因為價格漲得很快。

日本的銀行持有大量的房地產和股票，所以隨著這些資產的價格上漲，它們的資本便會增加。它們增加了貸款，有些借款方則把錢用來買房地產。在一九八〇年代初，一些大型銀行建立了一套新的中介「住專」（jusen）來承作其他的傳統銀行不願承作的房貸。住專是靠向銀行借款來取得房貸的資金，成立這些專門放款方的大型銀行則有七家。約莫在同一時間，政府也成立了承作房貸的公部門放款機構。接著日本各家銀行也開始決定自行承作房貸。

在一九八〇年代前期，日本開始把金融監管自由化，有部分是因

為美國施壓要「打開」東京的市場，好讓美國的企業在日本經營客戶與顧客，以及獲得交易機會。隨著金融管制逐步放寬，存款和貸款的利率上限調高了，窗口指導變得沒那麼廣泛；日本企業投資外國的限縮也放寬了，日本的銀行獲准增加外國分行和子公司。

金融自由化意味著，借款方想要買房地產和蓋新的辦公大樓、公寓大樓、購物中心與高爾夫球場時，銀行就能增加放貸。日本的房地產價格不斷上漲，在東京股票交易所掛牌的所有上市公司中，涉及房地產事業的企業，就占了顯著比例的市值。這些房地產控股公司有點像是共同基金；當所持有房地產的價格上漲時，投資人就搶著來買更多它們的股份，帶動房地產公司的股價上漲。房地產的價格上漲導致了營建榮景，更多新的摩天大樓蓋了起來。

日本相當於形成了金融上的「永動機」。房地產價格上漲導致了股價上漲；房價和股價雙雙上漲，導致銀行資本增加。銀行資本一增加，銀行就能增加貸款，而且因為金融自由化，對於借款能力在之前的時期受到限縮的群體，它們就更有本錢來增加貸款。由於銀行貸款大部分都是以房地產來擔保，所以只要房地產的價格持續上漲，銀行貸款的虧損就小到微乎其微。投資房地產的企業獲利增加，而為了追求更高的獲利，其中許多企業便借得更多。

房地產貸款是以房地產來擔保；銀行在傳統上會放款這些房地產鑑價的七成。住專所承作的一些貸款最終跑去了組織犯罪集團，靠他們的「特權人脈」讓所買房地產的價值獲得高得不得了的鑑價。既然房地產的價格是一年漲三成，因此當鑑價人員出了一點「失誤」而對房地產估價太高時，一下子就會被市場價格的上漲所掩蓋。

房地產的價格漲得比房租要快得多，後果就是房租的報酬率降到低於所借資金的利率。在一九八〇年代最後幾年，買進房地產的投資人出現了負現金流——在支付營業成本後，房地產的租金收入低於應付給放款方的利息。但由於房地產的價格漲得這麼快，靠著憑先前所買

的房地產，來提高所借的金額，他們就能籌到現金來支付利息。

這時，隨著日本的資本帳逆差下降，政策調整就必須確保該國的貿易順差也下降。日本的進口大部分都是初級產品，對價格變化並不是格外敏感，進口額只會隨著國內生產毛額提高而增加。因此，日本需要大舉增加家庭財富來拉高進口水位。

房價和股價快速上漲導致了家庭財富激增，傳統上，日本家庭財富的構成包括現金、銀行存款、房地產和股票。日本企業的股票有很多是由相同「經連會」（Keiretsu；編按：通常由財閥的後繼者所組成）的其他企業所持有，另有約三分之一的股票被個人投資者持有。結果，每個日本企業都被控股公司和共同基金所控制。

隨著日股的市值提高，歐美的投資人便買進更多的日股。全球的股票指數基金想要持有更多的日股。既然這些投資人受惠於股價上漲和日圓升值，非日本的投資人購買日本企業股份的報酬率便很高。

在一九八九年底，日本的房地產價格達到了最高點。房價似乎高到了看似適用棒球明星尤基·貝拉經常被引述的俏皮話：「它貴到沒人住得起那裡」。銀行發展出一百年、跨越三代的抵押貸款。日本銀行的就任行長擔心，高房價會侵蝕社會的和諧。央行推出新監管措施，下令日本的銀行限制房地產貸款的成長率，使它再也不會高於總貸款的成長率。

銀行貸款的成長率一放緩，房地產的一些近期買家便面臨手頭現金吃緊，因為租金收入比對抵押貸款所要付的利息還少。既然再也得不到所需要的資金來支付新銀行貸款的利息，他們就成了房地產的困頓賣家。房地產信貸的成長率急降加上這些困頓，便導致房地產的價格急跌，使「地價向來都漲」的老話落空。

在一九九〇年初時，日本的股價開始下跌，一九九〇年下挫了三成，一九九一年又是三成。雖然有四次的顯著的反彈，但總體股價趨勢仍是向下的。在二〇一〇年初時，日本的股價僅僅等同其三十年前的

水準。

此時永動機開始反向運轉。房地產賣出導致價格下跌。房價和股價下跌意味著銀行的資本在下降；此時銀行在放貸上，所受到的約束就大得多。由於日股的價值在下跌，美股則在上漲，全球的股票權益基金，便賣出日股而買進美股。

貨幣經濟學中的典型事實之一是，家庭財富的急劇減少會造成通縮，這是在循環擴張階段，隨著家庭財富飆升而發生的經濟繁榮的另一面。日本的投資支出下降，有部分是因為資本的成本過高，使預期的獲利成長下修；有部分則是因為在擴張階段的期間對投資支出揮霍，而造成顯著的產能過剩。日本的家庭支出這時期增加得也比較慢，因為數以百萬計的家庭必須削減支出，將收入的更大一部分儲蓄起來，以彌補股價和房價下挫所帶來的財富下降。

一九九一年，日本的衰退顯示，當時出口達到高峰，進口成長則顯著放緩；有些日本企業全力開拓海外市場，因為產品在國內市場供過於求。進口成長趨緩和出口成長飆升，意味著日本的貿易順差增加，而助長日本的投資流入增加，導致日圓升值，貨幣升值對出口導向的日本企業來說，便成了阻礙。於是很多日本企業轉而對中國、馬來西亞和泰國增加投資，以善用這些國家較低的工資成本。

| 東亞經濟奇蹟與新興市場股權泡沫

在一九九〇年代初的墨西哥、泰國和其他新興市場國家出現了嚴重的資產泡沫，主要由以下四項變革促成：第一，銀行壞帳轉為布雷迪債券（Brady bond；編按：以美國財政部部長尼古拉斯·布雷迪（Nicholas Brady）的名字命名的一種債券，由美國政府發行，是一項供第三世界國家使用的債務工具。把發展中國家現有的債務轉為新

的債務時產生的一種債券。這種新債券與原來的債券相比，面值較小或名義利率較低，但通過對其本金和〔或〕部分利息提供抵押擔保等方式可以提高。）），有效為這些國家消除了破產，各國則重新劃入新興市場國家的行列。第二，在新創了「新興市場股權是新的資產類別」下，全球的基金經理人預期這些國家會以很快的速度工業化，而且相關企業在獲利上會快速增長，便開始購入這些市場的證券。第三，在資源開採、通訊、製造和其他產業上，國有企業的民營化引發投資流入衝高，因為投資人大量去購買這些企業的股份。第四，從股價急跌所接續而來的日圓升值導致了日本經濟的「空洞化」，導致相關企業到泰國、馬來西亞、印尼和它們的鄰國等地，去尋求成本較低的生產基地。

針對從泰國到南韓，弧線上各國的經濟表現，世界銀行在一九九二年時發行《東亞奇蹟》一書（*The East Asian Miracle*），書中詳細描述，從泰國到韓國的東亞地區的經濟增長，其國內生產毛額增速甚至可以媲美一九五、六〇年代的日本。一九五〇年代初，朝鮮半島遭到戰爭分裂；在一九六〇年代中，南韓展開了經濟成長快速的不凡時期。新加坡在一九五〇年代只是一個海防要塞，但到一九九〇年代時，卻達到了第一世界的生活水準。中國的政治領導在一九七八年從毛澤東換成了鄧小平，從一個只想自給自足的孤立國家，改變為開放並熱中於國際貿易與國際投資的國家；年成長率平均近一〇%的年份超過了二十年，而且在毗鄰海岸的省分以及大城市，好比說北京、上海和深圳，增幅更是劇烈。在一九五〇、一九六〇和一九七〇年代，香港則從一窺中國的前哨站演變為轉口貿易中心，準備把中國所生產的財貨出口到外國市場。

因此，亞洲各國的股價飆漲，是緊隨著東京的股價和房價下跌之後。一九九〇年代，熱錢從日本流出。這些國家的投資流入有很多是來自日本，而導致實施浮動匯率制的國家，貨幣升值，而實施固定匯

率制的國家，央行就增持國際準備資產。這些國家的房價和股價急漲，投資支出與消費支出隨之增加，並帶動國內生產毛額成長率提高。這些國家的居民把證券和資產賣給日本人和其他的外國投資人，然後把大部分的收入用來買進國內其他的證券和房地產。

墨西哥的薩利納斯（Salinas）政府採行了三套改革措施，來讓該國做足準備，以便加入北美自由貿易協定。第一，讓幾百家國有企業民營化。第二，央行採取強烈的緊縮貨幣政策，來降低超過一〇〇%的通膨率；結果就是墨西哥證券的實質利率高得異常。第三，放寬或撤除很多商業競爭的管制。目標是將墨西哥變成美國和加拿大的低成本製作的供應來源。結果墨西哥的投資流入大幅衝高，有部分是在回應披索計價證券的高實質利率，有部分則是去買一些新民營化企業的股份。

在布雷迪計畫下將原本違約的短期債券轉為長期債券後，這些國家在一九九〇年代初，便被重新打上「新興市場國家」的標籤。有些高明的投資銀行業者提出了非常有賺頭的想法：新興市場股權是新的「資產類別」。讓向來依循指數型基金的取向，來形成全球投資組合的每檔退休基金和每檔共同基金都相信，自己必須購入這些國家現有的股票；推銷的辭令則是，由於這些國家會成長得比較快，所以它們的股權報酬率會高於總部位於發達國家的企業股權報酬率。而且再者，這些國家在股權價格上的變化模式與發達國家的企業股權價格不相關，所以投資新興市場國家的證券會降低全球投資組合的風險。

一九九〇年代前期，泰國、馬來西亞和印尼的股價漲了三〇〇%到五〇〇%，而且製造業也得到了很大的發展。大部分東亞國家的股價在一九九三年都是翻倍成長，並在一九九四年續漲。房價一飛沖天，經濟一片榮景，貿易逆差成長。這些國家的股價上漲是普遍現象，儘管各國存在顯著的差異，如經濟結構、人均所得、匯率制度等，有些經濟體，像新加坡、台灣和香港等，為國際信貸市場提供資金，有些經

濟體，像泰國和馬來西亞等，則會從國際信貸市場貸入資金。

美國、日本和歐洲企業為了鞏固國內市場的市占率，尋求較為廉價的勞力供應來源，紛紛走向中國、泰國和其他的東亞國家。經濟飛速增長與外資流入互為因果，尤其是日本表現得最明顯。日本企業最初只在國外投資建廠，以獲得勞動力成本優勢，它們將日本本土生產的高附加值零部件，運到這些新建廠進行組裝。組裝生產的產品大部分仍然通過出口，運往美國、日本及其他國家。日本企業的對外直接投資，帶動上游產業及銀行的對外投資。這種由出口帶動的經濟成長，往往基於幣值在外匯市場上被低估。因此，在這些國家，很多出口都是由總部設在美國、日本和台灣的外商投資企業實施的。由於工資水準的巨大差異，很多韓國企業也紛紛到中國和印尼進行投資，因為它們的工資率要低得多。

一九九〇年代初，外資湧入墨西哥，導致披索的價格實質上漲，墨西哥的貿易逆差，則增加到國內生產毛額的六%。外債增加得比國內生產毛額要快得多。一九九四年時，有幾起與總統大選有關的政治事變，導致墨西哥的外資流入急降；墨西哥銀行動用所持有外匯儲備，來支撐披索的價格，等到繼續支撐披索的能力耗盡，披索的價格便急跌。

「龍舌蘭危機」（Tequila Crisis；編按：一九九〇年代開始，金融市場邁向全球化趨勢之下，當某一地區或國家產生嚴重金融震盪甚至是危機時，會對臨近地區而至於全球造成影響，媒體為增加報導吸引力，於是會從此地區或國家取一代表物名並直接冠於其上。而當一九九四年墨西哥爆發嚴重的金融危機時，媒體使用當地著名的代表物——龍舌蘭酒（Tequila）——冠上名號）導致拉美的其他國家的投資流入急降。後來在一九九六年的冬天，泰國的消費金融公司開始經歷到大幅虧損。泰國的外國放款方擔心泰國借款方的貸款價值不再，於是緊縮現金流。泰國銀行為泰銖的價格支撐現值的能力迅速耗盡，到

了一九九七年初，泰銖的價格便急挫。

泰銖的價格下跌觸發了蔓延效應，在東亞弧線上各國貨幣的價格在六個月內就跌了三成以上，人民幣和港幣則是例外。這些國家的股價跌了三到六成，有部分是因為外國投資人企圖把錢調回家，有部分則是因為國內的企業再也沒有賺頭。房地產的價格急跌。除了新加坡和香港之外的大部分銀行都倒閉了。印尼的許多銀行關門，觸發了社會騷亂，盧比遭到大肆擠兌，價格跌掉了三分之二以上。

隨著這些國家的銀行危機形成，市場發展的劇本便重演了日本在一九九〇年代前期的類似事件。裙帶資本主義、自發民營化，一組新的流行詞取代了東亞奇蹟的評論。

泰銖、印尼盧比和其他亞洲貨幣的價格急跌，導致借美元、日圓或其他某種外國貨幣在這些國家經營的企業面臨巨大虧損，因為對應於當地的貨幣，以外國貨幣計價的負債增加了。對這些企業放款的銀行，也蒙受虧損或倒閉，因為所放貸的企業，產生了重大虧損。

亞洲國家貨幣急貶，導致了貿易餘額從大逆差反轉為大順差。亞洲國家的貿易和經常帳餘額大擺盪，所對應的則是美國貿易逆差的鏡像式增加。

| 網路泡沫的非理性繁榮與美股價格

在一九八二到一九九九年間，美股價格漲了十三倍，這是美國股市兩百年來最不凡的增長時期。以長期來看，美股價格通常是每三年跌一次；在上世紀的最後二十年間，股價下挫只有一年，而且只有跌五%。美股的市值從一九八二年達美國國內生產毛額的六〇%，增加到一九九九年達國內生產毛額的三〇〇%。

在這段時期當中，以美國全國的情況來看，美國房地產價格漲得

不多，僅在那些人均所得增速較快或就業率大增的區域，有過明顯的上漲，包括矽谷和較廣大的舊金山灣區、華府，以及波士頓和紐約。

在一九九〇年代，美國的經濟一片榮景。通膨率從九〇年代初的六%以上降到九〇年代後期的不到二%，失業率則從八%降到了不到四%，經濟成長率從二·五%提高到三·五%，美國的生產力有不凡的增長。美國財政部的年度財政預算變動幅度超過五%以上，從一九九〇年代初的近三千億美元的赤字，到九〇年代末時近兩千億美元的盈餘。

以美國經濟表現的角度來說，仍有一些隱憂，一個是美國的年貿易逆差衝高到了五千億美元。另一個是家庭儲蓄率跌到了新低。

經濟增長主要是聚焦於「新經濟」，尤其是資訊科技的角色、電腦、網路公司，以及兼而提供軟硬體或是利用這些發展來迎合傳統需求的企業。這些科技發展導致了傳送和儲存資訊的成本急降。電子灣（eBay）為數萬款不同的產品提供了全國性的拍賣市場。亞馬遜（Amazon）發展了一種新的圖書和電子產品的銷售技術。豆莢（Peapod）幫助個人在家選購雜貨。折扣經紀商嘉信理財（Charles Schwab）和它的競爭對手建立起數以百萬計的投資帳戶，讓投資人可能透過電腦來交易股票，買賣成本極低。「當沖客」隨之興起，他們辭掉工作，專職在家利用電腦來進行股票交易。搭建網站平台（如priceline）銷售價格低廉的機票和房間。

企業家能靠風險投資家（venture capitalist）來提供種子資金，來發展這些想法。風險投資家通常會同時投資數家新創公司，希望公司能在三五年後公開上市，他們再透過賣出這些股份來實現獲利。風險投資家的報酬率就看所投資的公司在科技挑戰上是否成功，以及股份的賣價和持有期的長短。

隨著股價上漲，風險投資的高報酬吸引了大量資金，風險投資家的可用資本也飆高五倍。沒有投資人想要掉隊。為數眾多的想法獲得

資金的挹注，大量的資金都在追逐創業的想法和概念。每過三、四年，新企業就會首次公開發行股票（IPO）。首次公開發行股票的說明會透過傳統的路演（roadshow），此時投資銀行會向全國各地的資產經理人公司介紹公司，企圖誘使他們來買它的股份。

說明會結束時，投資銀行業者會估計首次公開發行或可賣出的股份金額，並把價格與數量都訂出來。在九九·四六%的案例中，首日交易結束時的股價都是高於首次公開發行的價格，而且如果夠幸運的話，以首次發行價買到的人就會賺到顯著的資本利得。

這種價格飆漲的第一項衝擊是，越來越多的投資人吵著要以首次公開發行的價格來買。第二項衝擊是，展現出的需求越強烈，代表越多的人想要分「一杯羹」——吸引企業家的是，成功創新或可賺取的巨大財富；吸引風險投資家的是，將可能成功的企業家辨認出來所能得到的重大獲利；投資銀行業者想要的則是，把這些為數眾多的成功企業送去上市的費用。在新股首次公開發行的價格和首日、首週及首月交易結束時的價格之間，投資人想要的是，股價飆漲帶來的價差報酬。

價格飆漲的規模就像是炸藥或硝化甘油，或者甚至是核爆。投資銀行業者在為首次公開發行的價格訂價時，儼然是以首日交易的價格飆漲最大化為目的，而不是股權融資最大化。從這個觀點來看，首次公開發行的價格較低或許比價格較高為宜，因為股票的需求會隨著價格飆漲而增加。首次公開發行時，企業家只會賣出一小部分的總股份；他們所計算的是，漲得越大，他們的財富就越多。他們比較感興趣的是，所持有的股份在首日交易結束時的價差，為他們帶來多少財富，而不是從首次公開發行中募得的資金總額。

在某些新股的首次公開發行日，交易股數是所賣出股數的三、四倍。既然首次公開發行的某些買家獲知要把股份抱住，流通的股數就會比所賣出的股數要少得多，所以在首日交易的過程中，這些流通的股份或許會轉手五、六次。

美國似乎有台設計來幫助數十萬家庭獲得更多財富的永動機。首日交易的價格漲得越大，首次公開發行所吸引到的投資人就會越多。首次公開發行的需求越強，願意力挺企業家的風險投資家就會越多。企業家願意投入的資本越多，跳脫現有工作來競逐身家的企業家就會大增。

一九九六年十二月，聯準會主席葛林斯潘用了「非理性繁榮」這個詞來形容上漲的股價，當時是道瓊指數是六千四百上下，那斯達克指數是一千三百。葛林斯潘要不是對資料進行過嚴謹的研究，發現當時股價起碼被高估一五%至二〇%，否則，他不可能會貿然對股價做出評論。一九九九年十二月底，道瓊指數是一萬一千七百，那斯達克指數是五千四百，而且那斯達克的股票市值達紐約股票交易所股票總市值的八成。

在一九九〇年代的後期，比起舊經濟的股票，如：奇異（GE）、通用汽車、美國電話電報公司、時代生活（Time-Life）等，在紐約股票交易所交易的價格；新經濟的股票在那斯達克交易的價格漲得快多了——網路公司、電子商務、光纖、伺服器、晶片、軟體、資訊科技、電信。但它們也產生了外溢效應，因為新經濟股的優異表現，也帶動了舊經濟股的價格上漲。

資訊科技的發展似乎推進了金融業的發展。電腦變得更強大、更便宜。傳輸和儲存資訊與資料的成本快速下降。摩爾定律（Moore's Law）發威，運算能力的單位成本持續每年下降三成。全球資訊網（World Wide Web）快速發展，將不同區域市場聯繫起來。電腦自動搓合取代了傳統的人工交易。個人透過上網就能訂飛機票。光纖把美國的東西岸聯繫起來，長途電話的價格降到了市話的水準。伺服器很大，儲存容量也是。數以萬計的新企業成立都是為了移動、儲存資訊或資料，而且投資這些企業的風險投資家所賺到的獲利之高，使更多來自退休基金、大學與慈善組織、富裕階層的錢湧入。新股的需求遠

大於供給，而導致投資銀行業者涉足「不當配售」的過程，把為數不少的股份配給大企業的負責人，以便為他們帶來更多的投資銀行業務。投資銀行業者變得有錢；他們有很多產品要賣，而且大眾也深信持有投資銀行的產品會帶來巨大的獲利。

理性繁榮是在什麼時候轉化成非理性繁榮？這個問題沒有簡單的答案。不同的投資人在不同時間產生了美股可能資產價格泡沫的想法。美股泡沫來襲的第一個時間點是在一九九五年春天，是葛林斯潘評論「非理性繁榮」的十八至二十個月前。股價在一九九五年平均上漲了三四%，在一九九六年的頭十一個月則是又漲了二五%。

股價在一九九五和一九九六年的漲幅，可歸因於在一九九四年時，墨西哥金融危機的兩個不同層面：分別是直接效應與間接效應。直接效應是墨西哥披索貶值，造成墨西哥的貿易餘額從一九九四年的逆差兩百億美元，突然轉變為隔年的順差七十億美元。既然美國顯然是墨西哥最大的貿易夥伴，相對的便是美國的貿易逆差增加了兩百五十億美元。墨西哥在貿易餘額上的這項變化所對應的是，美國有了投資流入（約略預演了一九九七年所發生的事件，所接續的是亞洲金融危機和亞洲國家的貿易餘額大翻轉）。從墨西哥流到美國的投資增加，等同導致了美國的股價上漲和美元升值。第二個層面是，聯準會修正一九九四年的緊縮政策，轉而執行寬鬆的貨幣政策。

泡沫來襲的另一個時間點是在一九九八年夏天，接續著亞洲金融危機、莫斯科金融潰堤，以及最大和最精巧的美國避險基金長期資本管理公司（LTCM）崩解。亞洲的貨幣價格急跌，導致了美國的貿易逆差一年增加超過一千五百億美元，或多或少反映出相對於進口，亞洲國家的出口增加。同時，聯準會再次實行寬鬆貨幣政策，部分原因是擔心在長期資本管理公司潰堤下，會削弱貨幣制度。

在一九九八年一月底後的十二個月裡，在紐約股票交易所交易的股票市值增加了四成，從九兆零五十億美元到十二兆六千七百一十億

美元。那斯達克的股票市值增加了九成。

隨著流到美國的投資激增，美元升值，貿易逆差增加。投資流入導致美國證券的價格走高，債券和股票皆然；家庭財富、消費支出和投資支出增加，國內的儲蓄率，則是急跌。

那些把資金移往美國的人開始不斷購買美元證券，導致股價上漲；美國的金融財富衝高。美國人把原本持有的證券賣了一些給外國投資人，接著就必須決定，賣完所拿到的錢要怎麼運用；他們把大部分的錢用來買更多的其他證券，但隨著財富目標達成，也增加了消費水準。在流到美國的投資增加之下，美國的儲蓄率下跌和貿易逆差增加是無可避免的結局。

資料顯示，投資從其他國家流到美國，其中九五%到九七%的資金是用來買美國證券，三%到五%是用來買消費品。然而，美國的家庭在透過賣出證券讓財富增加後，就會花更多錢購買消費品，此時國內的儲蓄率就會下降。

花在消費品上的資金具有槓桿效果。花在消費品上的金額越小，花在買證券和房地產上的金額就越大，資產價格就漲得越多。

在一九九九年的期間，聯準會、銀行和國家忙於應付千禧蟲危機——美國的經濟會崩潰，因為當年份變為二〇〇〇時，有些電腦會無法變換日期。聯準會的過度擔心，使其為銀行提供過多的流動性。銀行為回應流動性增加，再度增加放貸。

股價上漲引來了歐洲投資人，使美元兌歐元不斷升值。由於美元升值和貿易逆差擴大，美國的通膨壓力便下降。因此，聯準會就覺得在經濟一片榮景時，不需要採取緊縮的貨幣政策。

新的千禧年一到來，聯準會便開始把流動性抽走。股價開始下跌，在二〇〇〇到二〇〇三年間下挫了四成，在那斯達克交易的股票總市值跌了八成。美國企業的資本成本，隨著美股的價格下跌而上漲；類似的是，家庭支出隨著家庭財富下挫而下跌。二〇〇二年初，美國經濟

轉入衰退，股價下跌。由於證券的價格衝高並非奠基於信貸增加，所以後續的股價衰退並沒有顯著的衝擊到銀行。

| 全球房地產泡沫

進入新千禧年，前幾年的特別現象是，約莫從二〇〇二年開始，美國、英國、愛爾蘭、西班牙、冰島、南非、澳洲和紐西蘭的房價便顯著上漲。美國南方以及沿著大西洋和太平洋兩岸，也有十六個州的房價飆漲，這十六個州的國內生產毛額約占全國的一半，但並非所有的高成長州都經歷了房價飆漲。然而，西班牙和愛爾蘭沒有自己有貨幣，因為它們都是歐元區的成員國。

上述這些國家有相似的特點，例如：經常帳赤字、投資流入增加，本幣升值等。唯一的例外是美國，一九九〇年代股價持續下跌後，美元就不斷貶值，因此流入美國的投資增加，抑制了歐元升值。

在家庭財富占國內生產毛額的成長率上，冰島遠大於其他任何經歷過股價急漲的國家。此外，在投資流入占國內生產毛額的成長率上，冰島也遠大於其他任何國家。冰島在股市泡沫上的獨有特徵是，股價的漲幅比房價的漲幅大了三、四倍。在好幾年當中，每年流到冰島的投資都達到該國國內生產毛額的近兩成。冰島克朗升值超過三成。收支平衡的會計恆等式是，只要貨幣為浮動，一國資本帳餘額的價值變化和經常帳餘額的價值變化就必然相等。因此，由於外資對冰島證券的需求強烈，便導致冰島克朗升值、股價上漲，這時要確保進口量與出口量相對成長，好讓該國的經常帳赤字和資本帳盈餘保持一致。

| 美國房市泡沫

在美國的房地產泡沫破裂後，住宅與商用房地產的價格便開始下跌，銀行和其他金融機構開始崩解，媒體開始談論泡沫的成因。泡沫的原因很多，包括槓桿過高、《葛拉斯—史迪格法案》廢止、信評機構腐敗、貸款虧損調整後的薪酬是奠基於營收增加而非獲利增加、「金融創新」、衍生商品的店頭市場不透明、來自中國的資金大量流入、聯準會主席葛林斯潘習慣把利率壓得太低太久等。

這種討論列表是以美國為中心，卻忽略了約莫同時發生在英國、愛爾蘭、西班牙和其他好幾國的房地產價格急漲。

| 流竄的熱錢及房價和股價飆升

水往低處流是在回應萬有引力，投資則會跨越國境往預期報酬率較高的地方流動。不符合「萬有引力定律」或水往高處流的例子，或許有可能找到，但投資從報酬率高的國家移動到報酬率較低的國家，絕對稱得上奇聞軼事。一國的股價上漲和貨幣升值，都會引來外國資金流入。亞洲金融危機後，流到美國的投資激增，說明了跨境投資流動的變化與股價泡沫有關聯。

大規模跨境投資流動在三十年當中發生了四次，反映出全球資金池規模的變化，這個變化是一九六〇年代後期，幾十年來全球經濟失衡的結果。靠著在市場上銷售借據，大型國際銀行就能為自己籌得信貸資金（再者，浮動匯率制意味著，當貨幣流入增加時，一國的資產價格就會上漲）。總部位於不同國家的銀行努力去擴大貸款，便助長了各國借款方可取得更多的信貸。每一次房價和股價泡沫都是在放款方大量擴展信貸所造成，或是因為放款人有較高的預期報酬，抑或監管環境變得寬鬆，使放款方放貸不再受限。要不然就是，監管改變政

策，使得借款方能在外國的金融中心銷售借據，降低了預期的信貸成本。

一九七〇年代以來的第二個特徵是，不同貨幣計價的類似證券在利率和預期報酬率上的差異變大，因為各國再也不致力於控制通膨，這是因為美國、德國和其他好幾個歐洲國家在通膨率上有了不同的認知，讓調整平價的布列敦森林體系崩潰。當同類證券在不同國家的預期報酬率不同，甚至無法用貨幣價格變化解釋時，跨境投資流動就會發生。長期而言，這些跨境投資流動會減少各國在預期報酬率上的差異（套利空間消失）。不過，資金的流入會讓目標國的經濟成長走強，甚至可能發生立即的反饋，所以資金流入經常會導致股價衝高，信貸擴展可以自我維持，因為更高的信貸成長率會引發報酬率衝高。

冰島在二〇〇二年時的經驗闡明了跨境投資流入激增的衝擊。大多數工業國家利率相對較低，相形之下冰島克朗股票的報酬率很高，對外國投資人很有吸引力。這時流到冰島的資金大為增加，繼而引發克朗升值和股價飆漲，從投資流入增加到克朗價格的反饋，幾乎是立刻反應，這意味著克朗的市場很淺。相對於全球市場的供給，就算是投資金額小的流入，也會導致了克朗升值和冰島股價的飆漲。

由於大規模的跨境投資流入，二〇〇二年後大部分股價飆漲的國家，貨幣都升值了，只有歐元和瑞士法郎例外（一九八〇年代後期日本股價衝高，引來跨境投資流入，但隨著日本的貿易順差增加，日本人購買外國證券規模大於投資流入，日圓因此升值）。隨著貨幣升值，各國的資產價格上漲是經濟體調整過程中必備的一環，以確保該國貿易赤字和投資流入兩者增加一致。

在第一、第三和第四波資產泡沫所牽涉到的國家，其外債增加比國內生產毛額增加要來得快，也就是說，投資流入增加遠大於欠債所要付的利息。因此當投資流入放緩時，這些貨幣價格就無可避免下跌。同樣的，當房貸收緊，買家就會遇到現金流的問題，因為所要付

的利息會大於租金收入。那些在一九八〇年代去買日本房地產的人，債務增加得比收入要快，而且放款方已經開始緊縮信貸。

信貸供給增加過快，使信譽較差的借款方也輕易加入借款行列。這時較新的放款方常會以貸款利率打折的方式來提高市占率，接著較大、較老牌的放款方為了回應，或許就會調降價格。

第一波的信貸泡沫出現在全球通膨加速之際，國際銀行放貸大量的款項給墨西哥和其他開發中國家的政府和國有企業。需求大增，帶動商品價格上漲，石油和其他初級原料生產國經濟成長快速上升。同時，各國國際收支不平衡嚴重，離岸市場的存款快速增加，以及沙烏地阿拉伯、科威特和其他好幾個產油國的收支順差龐大，造成全球儲蓄水準不斷提高。

把開發中國家的銀行危機和日本的資產泡沫聯繫起來的是，一九八〇年後期日本流出的投資放緩，日本的資本帳逆差下降，導致日圓升值。日本銀行便大舉買進美元來阻止日圓升值。同時，放寬三十年來的房貸限制，貸款快速增加，引發房價衝高的榮景和激情。

一九九〇年代的前幾年，日圓持續升值，就連在國內股價下跌時也是。日圓升值是起因於，經濟成長率放緩，進口下降和出口提高的緣故。接著日本的企業對泰國和其他的新興市場國家增加投資，以補強和取代日本工廠的供給來源，所帶來的則是日本經濟的「空洞化」。約莫是同一時間，前文提到的四項監管變革助長了對這些國家對證券需求的增加。「新興市場股權是新的資產類別」成為投資界關注的焦點，往後，投資焦點從日本股市轉往新興市場。此外，一九八八年的創舉，布雷迪債券向開發中國家的銀行貸款提供資金，成為他們可長期使用的債券，從而使這些國家成為有「銀行可借」的國家。同時，在工業國家和新興市場國家，掀起了國有企業民營化的熱潮，引發大量資金流入墨西哥、巴西、阿根廷等國家。當時的墨西哥推出一系列穩定經濟的創舉政策，其目的是為了進入北美自由貿易協定而

做準備；包含為了降低通膨率而採取極為緊縮的貨幣政策，導致短期披索證券的實質利率偏高，而吸引了來自美國的投資流入。

隨著信譽提高，泰國、馬來西亞、南韓和印尼等國的銀行，便可增加在離岸貨幣市場所借的金額，因為利率比國內市場要低，雖然在境外借款意味著，銀行要以外幣放款給國內的借款方，會間接蒙受匯率風險。

一九九七下半年，當泰國和馬來西亞的房價和股價開始下跌時，它們的貨幣便貶值，而且隨著它們償還貸款，流往美國的資金也有所激增。聯準會在幾個月內就調降了三次利率，以削弱來自亞洲國家流入美國股市的熱錢、助長美股上漲的趨勢。

美股泡沫破滅、流往美國的錢減少，此舉引發許多外國貨幣升值，如歐元、瑞士法郎、日圓，這導致美國的貿易逆差減少，助長美國製造業的獲利率提高。同一時間內，中國貿易順差增加，導致美國和其他工業國家的貿易逆差增加。資金便由中國流往其他股市更有吸引力的國家。

泡沫破裂改變了跨境投資的流向。在一九八〇年代初，墨西哥和其他開發中國家的信貸泡沫破裂，引發工業國家的貨幣不斷升值；日本渴望透過削弱日圓的走強，增加貨幣的供應與房貸的供給。一九九〇年代初，日本的資金助長了各新興市場國家的資產價格上漲；同樣的，來自這些國家的錢流也助長了美國的泡沫。

日本股價和房價的瓦解導致日圓升值，泰國和馬來西亞在製造業上的預期獲利率提高；這三波泡沫破裂則導致這些國家的貨幣貶值，因為流到這些國家的錢減少了。

過去三十年的一個重要特徵是，大型的國際銀行可以在國際市場上取得資金，接著便能放款給各國的借款方。愛爾蘭的房地產榮景在二〇〇八年突發性的結束，此前為它融資的就是總部位於都柏林的商業銀行，而都柏林的商業銀行所拿到的資金，則是借自外國的銀行。類

似的是，西班牙的建築榮景約莫在同一時期產生，為它融資的是西班牙的商業銀行，它們籌集資金的來源也是國際市場。市場上有龐大規模的錢，可以拿來以相對低的成本融資，以便對各國的借款方放貸，而且還不斷擴大。**另一個特徵**是接二連三發生的各種衝擊，包括政策衝擊，像是從固定匯率制轉為浮動匯率制、日本在限制房貸上放寬監管，或是東南亞其中某國放寬銀行海外借款的管制等。一國的投資流入增加會導致經濟成長率提高並引來更多的錢，此時該國的貨幣會升值、股價上漲。接著放款方斷定借款方負債率過高，跨境投資放緩則導致貨幣貶值和股價下跌。最後，銀行就會開始出現倒閉潮。好幾個泡沫破裂，誘使了跨境錢流的方向改變，並讓經歷到這些資金流入的國家，加速形成資產泡沫。

10

歐元瘋狂與崩盤

從二次世界大戰結束以來，國際金融在七十年當中最有企圖心的創新之一就是，德國、法國、義大利、西班牙和其他大部分屬於歐盟（EU）成員的國家建立了共同的貨幣——歐元。在十四個歐盟成員國中，有十一個在一九九九年元月一日採用了歐元；英國和丹麥則選擇保留自己的貨幣。後續有十幾國加入了歐盟，要麼採用歐元，要麼承諾未來會使用歐元，做為加入歐盟的條件之一。

一九五一年，隨著歐洲煤鋼共同體（European Coal and Steel Community）成立，他們採取一系列旨在邁向更大經濟整合體的舉措——採行統一貨幣。歐洲煤鋼共同體也被稱為舒曼計畫（Schumann Plan），得名於當時的法國外長羅伯特·舒曼（Robert Schumann）。當時比利時、法國、德國、義大利、盧森堡和尼德蘭等六個參與國，各自消除掉其他五國進口煤鋼的關稅壁壘，在這些商品的貿易上，它們組成了整合的共同市場。

在經濟整合上，個人與國家的動機各不相同。很多人相信，經濟整合會帶動政治整合，最終會在歐洲成立一個超國家機構，而使德法第四次戰爭的機率急降。此外，國內市場擴張會促進生活水準提高，因為更多的企業會在生產和銷售上達到經濟規模。再者，競爭性會提升，因為各國的生產者可以在各個外國市場以更有利的條件來銷售。以義大利的汽車買家來說，福斯汽車和雷諾的價格會比較低，同樣

的，對法國的消費者來說，飛雅特（Fiats）和福斯汽車的價格也會比較低。有的人懷有政治目標——統一的歐洲會是經濟強權，並有機會挑戰美國，就跟空中巴士（Airbus）打破波音（Boeing）在生產大型噴射機上的壟斷很像。有的人則是希望，那些五百或一千萬人的國家裡，假如能登上全歐洲的舞台，而不是本國舞台，他們在經濟議題上的發聲會有更大的發言權。

一九五七年時，歐洲煤鋼共同體的六國簽署了《羅馬條約》（*Treaty of Rome*）來成立歐洲經濟共同體（European Economic Community）；它們同意在對內的財貨貿易上去掉所有的關稅，形成共同的對外關稅，並制訂共同的農業政策。自此之後，參與歐洲經濟共同體的國家數便有增無減。不過，一九六三年，英國申請加入歐洲經濟共同體卻遭到了戴高樂（de Gaulle）將軍否決，一九六七年時又一次申請失敗，最終英國在一九七三年加入。到一九八〇年代後期時，加入的有十二國。自此之後，整合的範圍就「深化」了；勞動市場整合，產品的品質標準化。個人不必在國境停下來出示護照，就能從這個成員國到另一個成員國去。為管理整合後的歐洲，成立一系列的中央機構，包括議會或立法機關、執委會和法院體系等。決策思考從國家層面轉為超國家層面。而且朝向更大整合的創舉，個別國家弱偏離歐洲一體化，也會受到約束。

採用共同貨幣的一個動機是為實現商品貿易一體化，此前由於各國使用不同貨幣，讓定價體系相當複雜。例如：相對於美元，隨著歐洲各國整體貨幣對美元升值，而德國馬克的價格相對其他歐洲經濟共同體的成員也在不斷上漲。

採用共同貨幣的一個優點是，歐洲內部的收支成本會降低。第二是在大部分的成員國所發行的公債上，相對於德國公債的利率，利差會顯著下降，因為投資人不再需要擔心相對於馬克，貿易夥伴的貨幣價格會下跌。再者，資本會比較容易從利率低的國家流到利率較高的

國家。同樣，各國民間債券和銀行貸款的利率相對於德國現有同類資產的利率會比較低。

還有一個優點是，在不同國家生產類似財貨的獲利能力變化將不再那麼劇烈。這是基於兩個相關的原因，第一是國內物價水準和外國物價水準的關係變化會比較小，因為通膨率會類似、甚至一模一樣，因為這些國家會有相同的貨幣政策；第二是以國內貨幣的角度來說，貨幣聯盟其他參與國的貨幣價格並不會改變。

形成共同貨幣的這些好處並非沒有代價。一大代價就是各國會失去運用貨幣政策來降低通膨率或擴張就業的能力，而只能對整體的共同貨幣政策施加影響。為財政赤字融資會難上許多，因為政府再也沒有自己的中央銀行會「自動」來買它的借據。此外，各國無法透過改變貨幣的價格，以縮減收支逆差時會出現的長時期高失業率，或是收支順差時延長對他國的信貸時間。

在考量加入貨幣聯盟時，各國的經濟取捨在於，商品和證券市場與其他國家整合起來所增進的就業和國內生產毛額，是不是會大過國內生產毛額的下降，因為它再也無法改變利率和匯率。

評論家認為走向共同的貨幣在一九九〇年代是過早了，因為歐洲的勞動市場還太分隔，收支不平衡不會自動自我修正；結果就是會有很長的時期是，一群國家會有高度的失業率和大舉的收支逆差。另一群則相信，在貨幣整合前，財政整合是必要的先前步驟，因為失業率居高不下的國家必須由中央財政主管機關來為它的收支逆差融資。

政治菁英相信，成立貨幣聯盟會是邁向更大政治整合的一大步，而激發了採用歐元的舉動。但這群人不見得了解貨幣聯盟，如果要為各成員國的居民提升經濟福祉，所須滿足的經濟條件。

《馬斯垂克條約》

在外交作為上，條約是以參與國的代表簽署基本文件的所在城市來辨別；成立國際貨幣基金組織的條約叫做布列敦森林協定，就是取自新罕布夏州的村落名。四十四國的代表是在此處簽署文件，再回到本國首都完成批准程序。

一九九二年的《馬斯垂克條約》（*Maastricht Treaty*）是得名自尼德蘭最南省份的省會，所提出的議程是參與國的政治統合，接續在「歐洲經濟共同體」之上，命名為「歐洲聯盟」上（「經濟」不再是體制制度名稱的一部分；「聯盟」則表示比共同體還大的整合）。參與國的個人會有歐洲護照，而且歐盟會訂出本身的外交政策。此外，在被視為夠格加入貨幣聯盟前，歐盟成員國必須滿足的條件明訂了出來，而成為眾所周知的趨同標準（convergence criteria）。第一項條件是通膨率不高於三%；第二是財政赤字對國內生產毛額的比率不高於三%，第三是政府欠債對國內生產毛額的比率不高於六〇%。

條約中也確立了歐洲央行（ECB）和歐洲央行體系（European System of Central Banks）。各國要按人口與國內生產毛額的比例來為該行貢獻資本。起初各成員央行要與歐洲央行「交換」，把一些政府證券轉移給歐洲央行，並從歐洲央行換得以歐元計價的存款。收支不平衡的會以歐洲央行所轉移的存款來融資。假如義大利在歐元區有收支逆差，德國有收支順差，可藉由把存款從義大利銀行（Bank of Italy）在歐洲央行的帳戶轉移到德國聯邦銀行的帳戶，不平衡就會自動結算。

德國馬克、法國法郎、義大利里拉等歐洲各國貨幣轉換為歐元的進程啟動了。第一個問題是，要確立各國貨幣與歐元之間的兌換關

係。在此幾年前，一個新的貨幣帳戶已被設立——歐洲貨幣單位 (European Currency Unit)，作為衡量各國貨幣匯率的基準。

一九九九年元月一日時，以各參與成員國的貨幣來計價的資產和負債，以歐元的角度重新計價，並以各國貨幣的角度來算出歐洲貨幣單位的價格。在二〇〇二年開年時，家庭和企業就已經把以各國貨幣計價的貨幣，換成了歐元來流通使用。

| 歐元的計分卡

從一九九九年的開年採用起，歐元和歐元區國家似乎事事順利，直到二〇〇八年的危機來襲為止。然後在接下來的十五個月，愛爾蘭、西班牙、希臘、葡萄牙和賽普勒斯五國經歷了金融崩盤；在這些國家的銀行存戶和國債持有人人都面臨了慘重損失。法國和義大利也陷入了經濟停滯；失業率都超過一〇%，而且政府欠債占國內生產毛額的比率也偏高。

相較之下，雖然美國和英國在二〇〇八年的金融危機比整個歐元區要慘烈得多，但美國和英國在危機後每年的經濟成長率卻顯著高於共用歐元的國家。出現危機的五個歐元區國家的國內生產毛額占了歐元區國內生產毛額的一〇%，而在美國房地產崩盤最慘烈的五個州，國內生產毛額則占了美國國內生產毛額的二五%。關鍵的問題是，歐元區國家的經濟表現疲軟是不是因為使用著共同的貨幣；而日本即使有本身的貨幣，經濟增長依舊十分疲軟。

愛爾蘭和西班牙在二〇〇八年的金融危機，類似於佛羅里達州和喬治亞州，是從房地產的價格崩跌所引起的。兩國的經濟成長率都較高。屋主和房地產開發商向國內的銀行借了很多錢，而國內銀行繼而向其他歐元區國家的銀行借取資金來發放信貸。愛爾蘭和西班牙的經

濟一片榮景，政府的財政赤字對國內生產毛額的比率不高，政府欠債對國內生產毛額的比率低於六〇%。當愛爾蘭和西班牙的榮景結束時，房地產的價格急跌，許多屋主和房地產開發商則是對貸款違約。

愛爾蘭的銀行全數倒閉，愛爾蘭政府接管，由政府向歐洲央行借歐元來取得資金，好讓銀行能對外國債權人償還貸款，外國債權人主要是其他歐元區國家的銀行。愛爾蘭政府的欠債比率一飛沖天，達該國國內生產毛額的九〇%；愛爾蘭也經歷失業率飆升。

在房價崩解上，西班牙沒有愛爾蘭來得劇烈；有些專營抵押貸款放款的金融機構破產了，但大型的商業銀行並未倒閉。失業率提高到二〇%以上，而且政府欠債飆高。

希臘有主權債務危機，在滿足或表面上滿足歐元區政府債務對國內生產毛額的比率不可過高的趨同標準後，它的財政赤字一度衝高，超過該國國內生產毛額的一〇%。此外，希臘的經常帳逆差達國國內生產毛額的一二%。希臘政府的支出增加，則導致成本與物價上漲。

葡萄牙也有主權債務危機。希臘和葡萄牙之所以出現財務赤字，是因為「錢就在那」的心態造成，認為透過向銀行和其他尋求更高報酬率的投資人出售國庫券和國債，就可以很容易的為財政赤字融資。

二〇〇八年的全球信貸凍結不久後，市場對希臘和葡萄牙國債的需求便銳減，意味著它們再也沒有足夠的錢來付公務員、警察、軍隊和領年金的人，而同時它們還得償還之前欠債所需支付的利息和本金。而後歐洲央行買進了希臘銀行（Bank of Greece）和葡萄牙銀行（Bank of Portugal）發行的債券；否則兩國政府就會在償還債務上違約，而導致在法國、德國、奧地利和其他買了這兩個政府債券的國家，其銀行會遭到重大的信貸損失。而且即使兩國政府停止償還此前累積的債務，稅收和其他歲收也少於國內開支。

賽普勒斯共和國和金融危機是由希臘的事件所觸發。賽普勒斯的好幾家銀行放款給俄羅斯人和其他非居民，還把許多錢拿來買希臘政

府的債券。當這些債券的價格下跌時，賽普勒斯的銀行便蒙受很大的重估虧損；假如非得「按市值計價」不可，它們就會破產。

歐洲央行不願對賽普勒斯的銀行提供資金援助，因為主要的受益者是賽普勒斯的銀行存戶，所以賽普勒斯的銀行不得不把大於十萬歐元的存款加以「凍結」。

這些崩盤的成因是什麼——又是從什麼時候展開？假如這些國家沒有加入歐元，愛爾蘭和西班牙的銀行對外國銀行的欠債規模就會小得多。同樣的，希臘和葡萄牙的政府欠債規模也會小得多。因為身為歐元區一員的愛爾蘭和西班牙的銀行以及希臘和葡萄牙的政府，都會被視為風險較小的借款方，而讓放款方掉以輕心，因為這些國家再也調降不了貨幣價格，起碼要到它們離開歐元區為止。

央行就是為了在危機發生，存戶擔心銀行的償債能力時，為提供銀行和民間的放款方提供流動性而成立的。假如不是歐洲央行貸款給希臘、愛爾蘭和葡萄牙的銀行，為其提供信貸的銀行，就會蒙受大幅虧損。歐洲央行等同是已經超過最終放款人的角色，而成了非正式的存款保險機關。

失業率高的國家有收支逆差和龐大的財政赤字，收支順差的國家有較低的失業率，這代表成本和物價與每一種貨幣（實際上是一種貨幣）的價格不一致，而且歐元區內存在著根本上的失衡狀況。

雅典的悲劇

試想屢陷入金融危機的國家榜單，阿根廷和希臘、奈及利亞和土耳其在這份榜單上名列前茅。而委內瑞拉和菲律賓也榜上有名。它們的共同特徵是，政府無法或不願意兌現其債務合約上的承諾；政府銷售債券是因為想要花錢來增加影響力，他們對放款

方強力承諾會把經濟管理好，以確保放款方獲得償還。這些國家非常熱中借貸，以至於增加債務的速度大於債務所要付的利息的速度，欠債增加的規模最終大到難以維持相同的模式。這些國家最顯著的特性就是，調降貨幣價格的頻率與金額，比貿易夥伴要來得高。

起初，希臘在一九九九年申請加入歐元區遭到回絕，因為它並未滿足趨同標準，直到二〇〇二年才加入。希臘政府玩了一些牽涉到遠期買賣的把戲，把一些政府債務從資產負債表上暫時移除，以滿足趨同標準。現在的議論之處在於，布魯塞爾的某些官僚知道這樣的把戲，但卻還是熱中於增加歐元區的國家數。

希臘一旦成為歐元區的成員，希臘政府債和雅典的其他借款方的利率便可大幅下降；這些借款方增加了所銷售的債券，有許多買家則是北歐的銀行。希臘政府的財政赤字在二〇〇三年大幅衝高，幾乎是緊接在加入歐元區之後。在雷曼危機後，市場對希臘國債的需求急降，希臘政府陷入困境；它對軍隊、警察、領年金的人和國債持有人付款的承諾大過了它的稅收。

希臘政府的一項選擇是，對所承諾的其中一些人跳票——軍隊、領年金的人等。另一項是對外國債權人跳票。第三項就是向歐洲央行和其他任何會提供貸款的人借款。在希臘加入歐元區前，假如沒辦法從民間籌得資金，政府就會依賴希臘銀行來為它的財政赤字融資。一旦希臘銀行成了歐洲央行在法蘭克福的屬下，選擇便直截了當；要麼歐洲央行來提供錢，讓希臘政府能付帳單，或者讓希臘政府對一些付款承諾違約，又或者讓它離開歐元區，重新發行自己的貨幣。

假如希臘離開歐元區，布魯塞爾、巴黎和其他歐洲首府的主管機關就窘了。而且在德國、法國、義大利和其他國家，曾購買希臘政府國債的銀行會虧損巨大。在討價還價的立場上，希臘政

府的「優勢」在於，違約會造成他人的大幅虧損。

近乎舉世皆然的看法是，靠著更有效的課稅和壓縮政府開支，希臘的財政問題就能輕易解決。廣泛的會議記錄表示，北歐的主管機關獲得了希臘政府的諸多承諾，希臘政府能靠所提供的現金來避免違約，它就會提高稅率，對那些不付款的人加重裁罰來提升歲入稅收，並縮減政府人事與補助。就像那句老話說的：

「低處的果實容易採摘」，希臘政府為了減少的財政赤字，可以多採行相對低成本的措施。

希臘遭誤診為財政問題的問題其實指是症狀；希臘主要問題是出在競爭力上——希臘的成本與物價太高。減少財政赤字會導致失業率增加，而且對減少成本與提升競爭力的作用不大。

在危機來襲七年後，希臘的失業率還是高於二〇%，而且實質國內生產毛額比峰值低了二〇%，但財政赤字下降了，希臘現在有了基本盈餘。經常帳赤字下降了，因為國內生產毛額及消費支出下降。失業率持續偏高，代表成本與物價是有最小的降幅。假如失業率持續偏高，導致了成本與物價下降，經常帳赤字就會顯著下降，而且在淨出口增加之下，會帶動稅基擴大以及歲入稅收增加，如此一來，就業率就會提高、財政赤字下降。

問題在於，《馬斯垂克條約》沒有規定如何讓一個國家暫時或永久離開歐元區。條約只是條約。假如希臘政府認為繼續當成員的成本太高，而且要經過很多年，高失業率才會導致成本顯著下降，就會選擇離開，那屆時律師們就得徹查條文細節。

對於長期收支不平衡的傳統解釋是，收支逆差國的金融管理鬆散。但跳探戈向來都是牽涉到兩人，而收支不平衡向來都是牽涉到至少兩國。假如傳統觀點正確，收支不平衡是由逆差國來啟動，那順差

國就會被動受到調整，或是經由增加儲蓄，抑或容許將儲蓄從國內投資改為配置到外國投資上。此外，其中一國經歷到生產力大增、出口商品的價格下跌和收支順差，就意味著起碼有另外一國會形成對應的收支逆差。

現實狀況更為複雜。最初的不平衡可能是由高失業率和逆差日益增加的國家所造成的。但只有在其他一些國家的順差也相應增加的情況下，這些逆差（赤字）才可能發展起來。當順差國可能已經進行了調整，卻不願接受順差減少——這加大了逆差國家減少赤字的難度。

假如逆差無法融資，自我調整機制就會主動削減赤字規模，以減少逆差。調整必須付出代價——失業率和通膨率都會提高。有的調整牽涉到物價水準的變化，有的牽涉到所得和就業率的調整。為應對就業率和收入水準的下降，希臘曾尋求透過降低成本與價格來進行調整，結果帶來的成本降低效應，並不顯著，難以匹配在高度就業環境下實現令人滿意的國際收支平衡的需要。

假如希臘要脫離歐元區，其本幣的價格下跌將會使收支逆差縮小，那德國、奧地利、芬蘭和尼德蘭，就會經歷到收支順差下降，或是一些歐元區國家的收支逆差就會增加。後續則會變成是希臘的就業和所得提高，這時希臘就能為較大的財政赤字融資。

與歐元區經濟長期存在著不平衡的問題做類比，一個國內儲蓄大於投資的國家，也許是內需太小，但若多借款，國內的企業和家庭就會想去借款來花費，但可能是已經負債累累，被視為信用較差的客戶，所以難以獲得貸款支持。

| 歐元崩盤？

有個鮮明的對照在於，剛開始採用歐元時，各國給足保證，但共

用貨幣的國家在後續的經濟表現上，卻相對暗淡。長期存在的問題是，持續不斷的國際收支失衡，這導致歐元區內無法以統一貨幣的價格反映出各國的成本和價格。在一九二〇年代中，一九一四年前英鎊採用金本位制後，問題便被突顯了出來：一次世界大戰後的幾年當中，相對於美國的物價水準，英國的物價是顯著上漲的。在一九六〇年代末，不一致的問題重現。以外幣換算美元的角度來說，美國當時的物價水準明顯高於歐洲和日本的物價水準。啟動調整是為了修正一九七〇年代初的不一致問題，結果導致了可調整平價的布列敦森林體系崩潰。

持續不斷的國際收支不平衡會產生向心力。逆差國的高失業率為這些國家的外部人提供顛覆政府領導者的機會。這些外部人會打著民族主義的旗幟，批判政府，經濟整合搞得太過頭。此外，持續順差的國家也會出現外部人，他們會對「賴債」國家過度貸款的行為大加抨擊。

貨幣整合的這番創舉有為數眾多的可能結果，從是否有成員退出到共用貨幣的國家在經濟成長上的表現等。**最樂觀的結果**是成員都在，而且經濟成長率一年提高到二%。這個結果或許會發生，因為一直處於順差的國家，物價水準會顯著提高，又或者有某種「奇蹟」出現，導致收支不平衡的國家去調整機制，以降低收支不平衡的狀況。

第二種可能結果則是成員都在，但經濟成長率保持疲軟。在長期國際收支不平衡的背景下，長期逆差的國家可能會持續維持高失業率，經濟成長長期低於滿意的水準之下。

第三種結果會牽涉到一、兩個成員國脫離，而且最有可能是失業率居高不下的那些。脫離可以是暫時的，待其貨幣的價格有效下跌後，該國就會再度採用歐元。希臘似乎是最有可能暫時脫離的國家。但歐元區的管理階層會對這套戰術看不順眼，並認為暫時離開不可行，有些人認為此前對高失業率的成因，還分析得不正確；另外一些

人則是憂心暫時脫離，會立下不好的先例。

第四種結果是，歐元分成德國歐元（Germaniceuro）和拉丁歐元（Latineim）；一直順差的國家，就屬於德國歐元。以拉丁歐元的角度來說，德國歐元的價格會漲。希臘是拉丁歐元俱樂部的成員，而且仍無法迴避收支不平衡的問題，它或許會選擇利用這種分層機制來向歐元區請求暫時脫離。拉丁歐元派將成立自己的央行。建立拉丁歐元的技術問題不大；法國和義大利或許會同意在同一時間離開歐元區，使新貨幣的匯率與新的合成貨幣單位掛鉤。

第五種結果是，一、兩個持續順差的國家可能受夠了一直去補貼長期逆差的國家。它們將會容許貨幣匯率浮動。不過除非這些國家的通膨率高於預期、同時又有較大的盈餘，不然出現這種結局的機率很低。

第六種結果是歐元「消失」。每個成員國可能會離開歐元區，並將其轄區內的資產和債務以新的本國貨幣計價。其中一些國家將成為歐洲央行的債務國；他們的借據仍將以歐元計價。同樣的，其他國家將成為歐洲央行的債權人，實際上，它們在歐洲央行的存款超過它們對歐洲央行的負債。只要歐洲央行還在運作，歐元就會存在——而且，即使每個成員國都退出歐洲央行，歐洲央行的債權人和債務人之間的最終和解，也要過很多年。

歐洲央行的一項創舉是，它企圖透過較為擴張的貨幣政策，來誘使經濟成長率提高。政策或許會導致消費支出水準增加，但假如根本的問題在於歐元區有太大結構性的收支不平衡，那麼成長率顯著提高的機率就不大。

歐元崩盤會演變成「消失」的機率很小，反倒是成長率會疲軟的機會較大。那些對歐洲央行擁有淨債權的國家，將繼續持有歐元，以保護其債權的價值，同時限制其對歐元債權的增加。而那些高失業率國家退出歐元區的可能性很高。

11

政策回應： 良性忽視、敦促與銀行公休

假如很多金融危機都有一套固定演變模式，那該不該有標準的政策回應？假如相繼出現過熱、投機、恐慌時，那該怎麼辦？政府的主管機關該不該干預來應付危機，該的話要在什麼時候？政府該不該試圖在房地產價格和股價不斷上漲之際，試圖穩定資產價格，好讓後續的崩盤比較不慘烈？房地產和股價一旦成長過快，導致房租和公司盈餘的增長遠遠落時，政府該不該把泡沫戳破？當證券的價格開始下挫時，主管機關該不該採取措施來抑制下跌趨勢，以避免更嚴重的後果？

每個國家都有成立中央銀行來防止或盡量減少流動性短缺，尤其是在銀行危機的期間。很多國家設有存款保險機制，以降低小額存戶擠兌銀行的機率，且可避免掉原本可能發生自證預言（Self-fulfilling prophecy，編按：自證預言，又稱「自我應驗預言」或「自我實現預言」，是由美國社會學家羅伯特·金·莫頓提出的一種社會心理學現象，是指人們先入為主的判斷，無論其正確與否，都將或多或少的影響到人們的行為，以至於這個判斷最後真的實現），亦即流動性短缺會炸開成償債危機的預言，這時急於增加現金持有量的公司會把證券賣出，這樣一來股價就會下跌。即便公司的銀行存款沒有正式的保

險，但民眾還是相信，假如銀行倒閉，政府會確保他們不致蒙受虧損，等同是銀行會國有化，政府會成為銀行的業主。

聯準會前主席葛林斯潘起初所採取的看法是，聯準會應該要把貨幣政策聚焦在財貨與勞務上達成穩定的價格水準或起碼是低通膨率，以及總體就業目標上。後來隨著美國金融體系在二〇〇八年的最後幾個月崩潰時，他對聯準會的觀點似乎就變得比較開放，認為聯準會應該多加關注從二〇〇二年起的房地產價格持續上漲。

管理金融危機是本章的焦點，首先談的是可能採行的監管措施，來降低金融制度對狂熱的敏感性，接著是對恐慌的處置之道。下一章則是聚焦於國內最終放款人，接續下來則是國際脈絡下的最終放款人。

奧地利學派的看法是，對恐慌最好的補救之道與最有效率的回應就是「不理它」，讓它順其自然，並容許經濟靠自身力量調整，以適應家庭財富下跌、銀行減資，以及從房地產、股票和商品價格下跌中，所接續而來的家庭和企業支出放緩。

道德風險（moral hazard）的主張是政府不干預的主要理由，其觀點是主管機關如果干預了眼前的危機，下次的狂熱就會越凶猛，因為有些放款方和投資人會仗勢即便下次股價和房價急跌，自己也會得到紓困，藉此擴展信貸。以政府干預來抑制股價急跌，會使許多投資人（包括銀行的股東和一些債權人在內）錯估風險與報酬間的關係，例如：那些持有銀行債券或其他固定價格資產的人，會因此低估未來虧損的機率和範圍。這個觀點的第二個基本原理就是奧地利學派的立場，針對股價和房價急跌所造成的不平衡，假如政府進行干預，後續的經濟復甦，就會比政府沒有干預時要慢。

道德風險的主張通常不會區分出，哪些股東，哪些是債權人（持有債券）。雷曼兄弟、房利美和房地美這些銀行倒閉時，股東們都幾乎賠掉所有的錢，冰島的銀行也是。而北岩、蘇格蘭皇家銀行和駿懋

(Lloyds TSB) 的股東也賠掉了大部分的錢，大概有九〇%到九五%。類似的是，美國國際集團和貝爾斯登的股東賠掉了超過九〇%的錢。此外，雷曼兄弟和貝爾斯登的員工，其個人財富有很大一部分是公司股份和股份選擇權；因此兩家公司倒閉後，有些高層管理幹部賠掉了六〇%或七〇%以上的個人財富。

道德風險問題不僅限於股東，也涉及債權人和金融公司，包括債券持有人和銀行的短期債務持有人。跟股東不同的是，假如銀行的獲利暴增，這些債權人並不會有明顯的報酬。這些債權人的報酬是不對稱的——假如銀行倒閉，這些債權人就會蒙受重大的虧損，而假如銀行成功，債權人並不會分享到這些利得。債權人或許是受到哄騙而對可能發生的潛在虧損感到安心，因為他們相信，政府不會放任銀行倒閉不管，但事實上銀行倒閉並非不可能。假如在政府提供金融援助來「救銀行」前，股東就賠掉了九〇%到九五%的錢，銀行算不算倒閉？假如財富賠掉了九〇%到九五%，大部分的股東都不太可能同意自己有受到紓困的說法。債券持有人或許會拿到比較高一點的利率，因為銀行的經理人相信它們「大到不能倒」，而會去從事風險比較高一點的投資。銀行可以對債券持有人支付較高的利率，起碼是一陣子。「大到不能倒」的學說所帶來的信心或許就跟存款保險相同，除非銀行關門，且在政府的援助下重組，主管機關才會把債權人的債權價值縮減到低於面額。此後每當對銀行的償付能力有所懷疑時，存款遠大於保險所保金額的持有人，或許就會把錢領出來。

各國在應對危機時，必須面臨這樣的抉擇——是允許銀行破產，使銀行股東、債券持有人和風險投資人承受損失？還是直接提供某種形式的存款保險，避免銀行遭到擠兌？然後，由誰直接或者變相支付存款保險的費用？

金融改革：銀行監管與監督

金融危機能不能靠嚴格的監管與監督來避免？有些觀察家力倡監管要更全面。穩健經營銀行的規則大部分已涵蓋在監管體系中，或是隱含在銀行的傳統裡。只是對於其中很多的規則，銀行和監管機關有時會加以忽略。像是銀行理當「按市值計價」，也就是在按日（或按週或月）估算貸款與投資時，要依照今日賣出這些證券會實現的價格，而不是它的歷史成本。建立損失準備應該要以「問題貸款」為準，勾銷則要以「可疑」貸款為準。隨著銀行的貸款虧損增加和資本下降，依照傳統的規則，銀行就必須募集更多的資本，否則就得關門。為了說明遵循這些規則的銀行的不尋常之處，一九八七年的春天，各媒體的新聞都是，花旗銀行把對開發中國家借款方的貸款減計了帳面價值，而且聯邦儲蓄貸款保險公司（FSLIC）更容許五百家無力償債的銀行維持開張，希望它們可以創造利潤來重建資本。聯邦儲蓄貸款保險公司擔心，假如讓這些銀行關門，它必須賠償的金額就會大於資產。隨著監管過程的發展，聯準會開始跟十國的其他央行協作，而且為了強化全世界的銀行結構，而對跨國銀行套用相同的風險型資本規定。

隨著以資本適足率為核心的銀行監管體系全面確立，商業銀行開始轉向「表外」業務，以保持資產負債規模不變，但不斷擴大傭金、手續費、利息等中間業務的收入。中間業務的收入不會出現在銀行資產負債表上，而是體現在會計報表的附注之中。有些銀行為規避正式的資本規定，而建立了特別投資平台（SIV）來；因此特別投資平台便使銀行能增加整體財務槓桿比率。透過平台這些表外的買賣，包括利息和貨幣交換、期貨合約、選擇權、承銷風險、「附買回交易」（所賣出的證券保障會在往後的日期買回），以及票據發行便利等。這些部位各自都能當成選擇權來估價，並在計算適切的規定資本時包

含在銀行的資產中。

我們有充分理由對銀行實行更嚴格的監管和監督，來防止在可能演變為銀行業危機的繁榮時期放貸。在美國，銀行檢查的責任是劃分給貨幣監管署（Comptroller of the Currency）、聯邦準備銀行和州銀行委員會。有一派看法是，分頭監管容易導致監管過度，德國著名的政商人物說過：「劃分責任就是不負責任」。當數次出現股價暴跌時，精明的檢查人員不願在兩次危機之間默不做事。銀行的管理不善常難以在危機前看穿。在榮景時，監管並沒有禁止的投資標的，這可能會在危機時期對銀行帶來嚴重影響。假如銀行的資本降到低於規定的最低值，那監管的主管機關就必須決定是要關掉銀行、賣掉銀行，還是擺著不動，寄望奇蹟。

矛盾在於，雖然銀行受監管超過三百年餘，但對於銀行倒閉或接近倒閉時，舉世皆然的回應都是需要更多的監管或更多有效的監管。貝爾斯登、雷曼兄弟和美國其他投資銀行的問題都是歸因於，美國證券交易委員會放寬財務槓桿和資本準備的限制。投資銀行的崩解有時是歸因於廢止《葛拉斯—史迪格法案》，卻忽略了一九八〇年代，法規廢止前，數百家金融企業，以及英國、冰島、愛爾蘭和其他許多國家的銀行倒閉。

監管要付出代價。歷史顯示，對老牌機構所施行的加強監管，反而會創造出誘因來讓這些機構發展出監管範圍外的新機構。一大堆「影子銀行」成立，就是要規避監管和監管成本。當銀行遭到禁止對存款付息時，就發展出貨幣市場基金來當成對活期存款付息的方式；貨幣市場基金裡的存款並不受美國政府保障。為規避國內銀行風險準備金及存款保險費用，發展出離岸金融市場，所以美國很多銀行的海外分行，能提供比國內分行更有吸引力的存款利率。

狂熱是總體現象，起因於信貸成長過速。監管是針對個體下去做管制，因此不太可能去影響狂熱會不會形成，頂多能影響一些機構，

但至少能影響狂熱的形成步調。

銀行監管的問題出在哪？

政府監管銀行起碼有三百年了。監管措施估計可以寫滿小本的電話簿，其內容涵蓋資本規定、準備金規定、流動性規定、對分散投資組合的監管、限制對任何借款方貸款的最大規模，以及限制風險證券的交易。銀行對存款所能付的利率，設有限制或天花板。而銀行擴張到本地市場區域外的能力，一度受到了限制，儘管這些限制大部分再也不復存在。

進一步的，美國和其他許多國家都會對銀行進行檢查，以確保資產和負債實際符合它們所申報的價值。

每次危機都會導致一套新的監管措施推出。一九〇七年的銀行危機導致了聯準會成立。一九三〇年代初的銀行危機，導致聯邦存款保險成立、制定投資銀行作業與商業銀行作業分離的《葛拉斯－史迪格法案》，以及成立證券交易委員會來監管投資銀行與證券交易。二〇〇八年的銀行危機，則制定《陶德－法蘭克法案》（*Dodd-Frank*）進一步限制銀行的放貸作業。

這些監管措施使銀行付出了代價，意味著它們在放貸時，必須收取較高的利率，且對存戶支付較低的利息。這些監管措施所付出的一項代價，就是造就出一堆類銀行來規避監管；這些不受監管的放款方，很多就是由受監管的金融機構所設立。

假如不是這些監管措施，現在會發生的金融危機或許更多，但從歷史紀錄來推論，指望《陶德－法蘭克法案》的監管可以避免掉下一次系統性危機的機率很低。問題的根源是，在危機爆發的兩年、三年或四年前，信貸供給激增會導致股價以難以維持的

速度急漲。短期內，股價和貨幣價格上漲或許是受到順勢交易的投資人所驅動。但接著等到價格開始下跌，投資人和銀行就會蒙受虧損。銀行整體遭受虧損的嚴重程度，主要是看兩個因素：一個是銀行危機爆發前數月（年）股價上漲的範圍和急切度；另一個則是政府決定應用自有資金或信貸能力避免銀行破產的時間。在危機前的幾年和幾個月裡，股價和房價的上漲幅度主要取決於信貸供應的增長。如果銀行被要求持有更多的資金，那麼信貸將由非銀行放款方所分配。一旦房價和股價開始下跌，現金流可能會加速枯竭，直到政府明確表示，它將提供無限的資金。

Ⅰ 良性忽視

許多經濟學家相信恐慌會自行痊癒，而且「火可以任由它自己燒光」。「在英格蘭銀行的廳室裡，淡定、甚至是非常有想像力的銀行家認為，恐慌在本質上就是會把自己耗盡。」奧佛史東伯爵力主張，在危機時，支援金融體系並非真有必要，因為體系的資源多到就連在最為嚴峻的時候，那些願意承擔高利率的人都能借到高額的錢。一八四七年時，倫敦的貼現率提高到一〇%到一二%，以阻止黃金流到美國：小型單桅船獲派去追趕已經航向紐約的船，要讓它調頭卸載十萬英鎊的黃金。一八六五年，在法國諮詢貨幣流通情況之前，詹姆斯·德·羅斯柴爾德（James de Rothschild）男爵表明，可以仰賴提高利率來抑制商品與股票的投機行為。他補充說：「假如投機者能找到無限的信貸，你就不能說危機會接踵而來。」

道德風險的兩難在於，若為眼前的危機採取政策措施，來提供金融體系的穩定性，或許會鼓勵大家在下次擴張的期間大肆投機：他們

會尋求高得不得了的報酬，並深信，政府有強烈的機率會採取措施來防止經濟泡沫，所以他們在跌勢中的虧損會有限，但獲利無限。這相當於對投機者提供一份「白吃的午餐」，也意味著投資人將來可能會比較不審慎。因此，接下來可能會出現更慘烈的金融危機，因為在榮景期間，放款方會願意承擔風險較高的部位。道德風險是在金融危機形成之際不干預的強力主張，其認為不干預可以降低未來發生金融危機的機率和慘烈度。決策者能不能把政策設計成，裁罰個別的投機者，同時盡量減少投機者魯莽行為對經濟的不利衝擊？若考慮到「成本與效益」，以投機者不配受到獎賞的角度來看，容許恐慌順其自然，對經濟的好處是否值得。

貝爾斯登、房利美與房地美、美國國際集團、美國銀行的股東蒙受了巨大的虧損。此外，這些機構的領導階層、董事和高階管理人都遭取代，他們還賠掉了大部分的財富。有些機構繼續營業，有些則是倒了。在投資時假定這些機構是「大到不能倒」的個人投資者，蒙受了大幅虧損。政府干預的重大受益者是債券持有者和利益相關人。

應容許恐慌順其自然的看法有兩個觀點。一個觀點是對投資人或投機者在過度投資上所碰到的麻煩幸災樂禍，這派清教徒式的看法，歡迎過度貪婪的人受到地獄之火的嚴正制裁。另一個觀點是把恐慌視為「在惡臭與不健康的熱帶大氣中」使空氣清淨的雷暴雨。「它淨化了商業與金融元素，而且往往會恢復生機與健康，同樣有益於正常的交易行為、穩健的進步和永久的繁榮。」赫伯特·胡佛發出過一則有力的聲明，在未徵求許可下，形容了安德魯·梅隆（Andrew Mellon）的看法：

以財政部長梅隆為首的「放任清算主義」（leave-it-alone liquidationists）覺得，政府必須把手拿開，讓蕭條自我清算。梅隆先生只有一道公式：「清算勞動力，出清股票，清算農人，清算房地產。」他堅持當眾人忙著對通膨腦力激盪時，要除掉它的唯一辦法就

是讓它崩解。他認定，連恐慌都不全然是壞事。他說：「它會清除體系中的陳腐。高生活費和高檔的生活就會下滑。民眾會更賣力工作，過合乎道德的日子。價值會調整，而且進取的人會從能力不足的人身上接過已受危機重創的事業。」

新奧地利派的經濟史學家莫瑞·羅斯巴德（Murray Rothbard）補充說：「措詞固然有點驚世駭俗，但這是條穩健的路線來讓政府依循。」保守派的歷史學家保羅·強森（Paul Johnson）評論說：「在當總統的期間，它是胡佛所得到唯一明智的建言。」

反對者雖然承認清除體系中的泡沫與狂熱投資，固然是好事，但有個風險是，假如政府不以干預來止住危機，那通縮的恐慌就會散布出去，讓保守的投資人在拿不到所需的信貸下葬送掉穩健的投資。

流動性危機的一個特徵是，對私人借款者來說，利率變得太高，尤其因為它是以年率的百分比來表示，而它其實是流動性一天、兩天或頂多幾天的溢價。更根本的問題是，在這些高利率下，錢是不是調得到，或者信貸市場是不是可實現數量出清（而非價格出清）。以下多次危機證明，在恐慌中要借款很難，有時候是不可能，而且所報出的利率多高也沒用，因為信貸調不到：

- 一七六三年，在鄂蘭·約瑟夫（Arend Joseph）和德努維耶（DeNeufville）先後破產，並在七月二十二日爆發恐慌後，一份報導評論說：「恐慌！甚至在股市和商品市場中都弄不到錢了」。
- 一八二五年的說法是：「恐慌找上了大眾，以前從來沒目睹過會這樣：人人都在跪求錢，錢，但在任何條件下，錢幾乎都弄不到。《泰晤士報》（Times）談道：『所考量的不是證券的性質，而是壓根不可能生出錢來。』」
- 一八四七年，湯瑪斯·圖克在商業危機專責委員會（Select

Committee on the Commercial Crisis) 前接受質詢，問題第五四二一號：「有好幾天、甚至是數週，英格蘭銀行是唯一在貼現的機關？」答：「是。」問題第五四七二號：「英格蘭銀行的行長說，在十月十四日後的那週，假如沒有函件，他連一百萬英鎊的英格蘭公債都賣不了。你認為可能嗎？」答：「不，完全沒可能，就是用沒可能這幾個字來形容，除非價格降到了不可能去考量的地步」。

- 葛林 (Glyn) 先生在相同質詢中的證詞如下。問：「你有沒有覺察到銀行經紀商認為，可在不嚴重影響統一公債 (Consols；英格蘭永久債券) 的價格下，賣出一大筆國債？」答：「我沒有覺察到銀行經紀商這麼認為。應該說依我當時所見，沒有把價格壓到會造成進一步恐慌的地步，要賣到一、兩百萬英鎊幾乎是不可能」。
- 國會議員布朗 (Browne) 先生不認為這樣的銷售行得通，除非大舉犧牲，並補充說，「假如恐慌等於我們所想的那樣，在這樣的情境下，我壓根就懷疑它賣不賣得掉」。
- 然後在一八五七年，「在危機期間，票據一度壓根就不可能轉讓。在最有利的情境下，都要折價一二%和一五%進行貼現」。
- 從利物浦寄來的一封信寫道：「即使信譽最好、其他銀行也願意背書的票據，都兌換不了現金。雖然我認為許多票據貼現所沒有財務問題，但他們拒絕貼現，除非出具政府保函」。
- 「漢堡的商業信心整個到底了。只有三、四家一級商號的票券能以最高的利率轉讓.....發行一千五百萬馬克並由銀行支付的公債沒能幫上忙。恐慌大到使公債無法貼現，而且不管是什麼證券，資本家都不會掏錢出來.....等到十二月十二日，一知道援助會全部都幫，恐慌就平息了。在當月一日以一五%都貼現不了的公債，最後就以二%和三%貼現」。

- 紐約的愛德華·克拉克（Edward Clark）寫信給費城的傑·庫克，之後庫克便離開克拉克的企業，並去創立本身的企業：「錢不是緊縮，而是壓根就調不到。沒有錢，沒有信心，什麼東西都沒有價值。這樣的情形再持續一星期，銀行就會倒閉」。
- 然後在一八六六年，「英格蘭銀行把貼現率調高到九%，並透露政府債券抵押貸款的利率會訂為一〇%。所以在這項消息宣布前，統一公債或國庫券則是不可能賣掉」。
- 在一八七三年的危機期間，「紐約的國民信託公司（National Trust Company）有值八十萬美元的政府債券在它的金庫裡，但沒辦法靠它借到一塊錢；而且它停業了」。
- 最後在一八八三年，「對錢的需求增長最後導致了錢荒。定期貸款變得難以獲得，活期貸款在六月是七二%，七月二十八日是七二%，八月四日跌至五一%。一級商業票據在名目上報到了八%到一二%，但也只能籌得非常小額的錢」。

以上證據或許並不明確，但看得出來公債的銷售會受到諸如此類的話所限定：「除非價格降到了（亦即利率升到了）難以想像的地步。」此外，偶爾會有消息是來自另一種情況，尤其是在欠缺最終放款人的美國國家銀行體制下。對一八八四年的情形有如以下陳述：

為了進一步補充業者的慘況：借貸條件變得極為嚴苛，而且隔夜拆借利率一度來到高達四%。這造成了股票急挫，因為鮮少人能負擔得起這麼高的利率。既然資金沒有真的匱乏到這種誇張的地步，漫天要價當然就是不信任盛行的結果.....美國公債在週四和週五大跌了近七%，就是歸因於.....渴望變賣證券來取得現金。事實上，市場對美國國債的信心並沒有喪失，對好的鐵路債券和股票也是。

利率暫時急劇升高的一個結果是，把巨額的外國資本吸到市場上來。有些資金是流到這裡來買折價的股票，更多資金則是以股票或其

他任何的好證券做抵押來發放高利貸。這帶來的效應是，使狂奔的外匯完全轉向美國。對於資金轉向的這番說法，並不是非黑即白，因為在形成嚴峻的流動性短缺前，恐慌就開始了。

在一九九七年的亞洲危機中，國際貨幣基金組織擔任起了最終放款人，雖然是在泰銖、印尼盧比和其他貨幣的價格急跌了很久以後，它堅持用傳統的方式來平息危機，要求亞洲各國的政府要平衡預算，各國的央行要提高利率。有些經濟學家反對這些緊縮措施，因為它會導致失業率增加，窮人大受影響，但引發金融問題的那些安逸的官員和銀行業者卻仍過著好日子。

不過，這種傳統作法的支持論據，有些是來自於日本一九九〇年代的經驗，擴張的貨幣政策加上日圓的價格下跌，便產生了「流動性陷阱」。在股價和房價下跌後，日本的利率和銀行貸款也雙雙下降，推論原因是「信貸收縮」。銀行不願放款，因為貸款虧損會侵蝕了資本，企業則不願向銀行借款，因為產品的需求成長疲軟。

東京的短期利率降到一%以下，而導致「利差交易」衝高。美國的避險基金借入日圓，再將借來的日圓換成美元，用來買殖利率達三%或四%的美元證券。「利差交易」的買賣導致從東京流到紐約的資金增加，以及日圓的價格下跌，進而導致日本的貿易順差增加，以及日本的產出與就業增加。日本的貿易順差增加，解決「流動性陷阱」的問題，也有效補強日本擴張性的財政與貨幣政策。只要日圓價格保持上漲，美元證券利率和日圓貸款利率維持利差，美國的避險基金在利差交易的買賣上，就會保有賺頭。

| 道德勸說和其他招式

對於「不理會恐慌，讓它自行治癒」的假設，頭號的反對主張

是，恐慌幾乎從來沒有出現過自生自滅的案例。主管機關總會進行干預，以避免股價進一步崩跌。在一次又一次的恐慌、一次又一次的崩盤、一次又一次的危機中，主管機關或一些「負責任的公民」都會試著藉由某項措施來阻斷恐慌。主管機關在學習上，或許是愚蠢又無能（芝加哥學派是假定，市場參與者向來都比主管機關聰明、智力高，很大的部分是因為，主管機關會受到短期的政治目標所宰制）。我們無法用危機管理來檢驗人們智力高低，因為主管機關和市場上的領導人物都會盡力去阻斷證券價格下跌、破產狀況和銀行倒閉。假如智力狀況或聰明可以學習——理性假定，我們都可以透過學習，發現可行的作法——就是依靠最終放款人，會比單靠市場的競爭力，來得有效且代價便宜。

歷史上過去出現很多例子，主管機關起初下定決心不干預，但最終卻被迫不情願的出手了。一八二五年十二月時，利物浦伯爵威脅說，在他六個月前就對過度投機示警，假如現在還要發行國庫券來拯救市場，他就要辭去財政大臣。在霸菱危機的時候，英格蘭銀行的行長威廉·李德道爾（William Lidderdale）斷然拒絕接受「保結書」，來允許該行超出放款限制。兩個情況都是另找其他途徑來避免恐慌，以保住面子。其他許多情況則是，起初對不干預的強硬立場隨著恐慌升高而反轉。其中包括腓特烈二世在一七六三年的柏林危機中干預、英格蘭銀行拒絕為「某銀行」貼現，以及美國財政部在一八六九年的決定等，都是最後不得不出手干預。

美國主管機關在二〇〇八年九月的看法是，應該要放手讓雷曼兄弟倒閉，即使當時政府庇護摩根大通去購買貝爾斯登，也接管房利美和房地美。一派解釋是，當時的財政部長亨利·鮑爾森並不想成為眾所周知的「紓困先生」。雷曼關門一天後，美國國際集團遭到大舉擠兌，這時「政策」便反轉。事後看，對所有大型金融機構提供百分之百的存款保險覆蓋率，等於給所有存戶一個隱性保障。

卡關

在擠兌時，存戶會在銀行把門關上前衝去把錢領出來，因為相對於存戶領錢的需求，銀行所持有的錢很可能太少。這時銀行常不願把錢付給想要領錢的存戶，因為銀行所留存的現金比短期存款負債要少得多。在大蕭條的期間，銀行是慢慢清償存戶，就像米考伯（編按：威爾金斯·米考伯（Wilkins Micawber）是查爾斯·狄更斯（Charles Dickens）一八五〇年的小說《塊肉餘生記》裡的書記員。他以樂觀的信念認為「事情會變好」）。那樣希望情勢翻轉。這招可追溯自十八世紀。

麥克李奧（Macleod）的《銀行理論與實務》（*Theory and Practice of Banking*）描述了一七二〇年九月英格蘭銀行是如何來保衛自己的故事，起因是英格蘭銀行保證以四百英鎊來吸收南海公司的債券卻反悔，這引發擠兌。銀行為了避免擠兌而關閉，在想要領錢的排隊存戶前方安排了大批自己人，銀行慢慢六便士六便士付錢給他們，這些人再從另一道門把錢幣拿回該行，將錢存了進去，又是數得很慢，然後再付出去。透過這個方法，擠兌狀況撐到米迦勒節（九月二十九日），終於結束，該行照舊開門。

第二則的起因差不多，但卻更真實一些。支援南海公司的劍刃銀行（Sword Blade Bank）所抵抗的是，企圖拿票據來贖回銀幣的群眾。當九月十九日發生擠兌時，該行抬出了一車車的銀幣，「以小額的零錢」慢慢的支付出去。該行在九月二十四日星期六把門關上前，一位存戶據報領到八千英鎊的先令和六便士。第一個故事強調的是情境，第二個故事強調的則是時間。不過這兩個故事沒有關係，因為劍刃銀行和英格蘭銀行是死敵，它們不太可能合作。

過了四分之一個世紀，一七二〇年的這兩個故事，對英格蘭銀行仍舊有用。年輕僭王（Young Pretender）（查爾斯·愛德華 [Charles

Edward]，詹姆士二世 [James II] 之孫）在一七四五年七月登陸蘇格蘭，九月揚起旗幟，十一月入侵英格蘭，十一月十五日抵達喀來耳，十二月四日逼近德貝。在一七四五年十二月五日的黑色星期五，恐慌爆發。英國統一公債下挫到四十五英鎊，是有紀錄以來的最低價，於是英格蘭銀行發生擠兌。那時該行靠著用六便士的錢幣來清償鈔券來爭取時間，利用所獲得的時間，誘使倫敦的商人在支持和接受英格蘭銀行鈔券的聲明上簽字，表明他們願意接受英格蘭銀行的鈔票。而法國人在一七九七年登陸菲什加德時，英格蘭銀行再次使用同一策略，而去募集對鈔券有信心的簽字。在那次的情況中，一天就募集到了一千一百四十個商人和投資人的署名。一七四五年時，靠緩慢兌付和請求支援所爭取到的時間，使政府能組織軍隊，而在一七四六年四月的卡洛登打敗了年輕僭王。

｜ 完全停工與銀行公休

停止恐慌的一個辦法是把市場關閉，停止交易。一八七三年紐約股票交易所，臨時停止交易，一九一四年戰爭爆發，倫敦和其他許多的證券交易中心也是。在兩個案例中，動機都是要阻止擠兌，為市場參與者提供更多時間來思考，是否有必要現在就以低價賣出證券。

不過，關閉市場或許會把原本的交易行為逼入地下、加重恐慌，甚至導致短期和長期目標的衝突。也會讓投資人因為怕交易中斷而把股票賣掉，或是把錢從拆款市場中抽走，恐慌期間關閉股市一次，或許會使下一次雪上加霜。某財經編輯指出，在一九二九年的十月，外埠銀行和其他的市場參與者覺察到股市曾在一八七三年關閉，所以害怕紐約股票交易所的交易或許會遭到阻斷，便加快把拆款給抽走。匹茲堡和紐奧良的股票交易所在一八七三年關閉了兩個月，由於它們只

交易當地企業的證券，故未造成嚴重的後果。

在二〇〇一年九月十一日，世貿中心（World Trade Center）大樓遭到轟炸後，因為通訊和技術支援系統動不了，紐約股票交易所和美國其他的股票交易所關閉了一週，於是很多證券轉移至區域的股票交易所交易，導致他們不堪重負。

政府宣告法定公休日是關閉市場另一種變通的方式。一九〇七年的危機期間，奧克拉荷馬州、內華達州、華盛頓州、奧瑞岡州和加州都用上這個方法。一九三二年秋天，美國各州開始宣告銀行公休，接著在一九三三年三月三日，富蘭克林·羅斯福（Franklin D. Roosevelt）就任總統的那天，則是宣布全國銀行公休，不涉及其他各行各業。

另一個招式是，像一八七三年那樣中止發布銀行報表，希望「不知道就沒有傷害」。這招是設計來隱匿少數銀行的大幅虧損，因為怕消息被披露會進一步減損存戶的信心。

有些大宗商品與金融市場是對每日價格的最大變化訂出限制；達到限度時，當天就中止交易。每當買單與賣單的失衡大到不得了時，就有可能出現這種「暫停」現象。在一九八七年十月十九日黑色星期一的瓦解後，這種「熔斷機制」在美國股市中便受到力薦。而對紐約股票交易所的建議是，如果證券價格高於或低於限額，只暫停交易一段時間，如二十分鐘。

暫緩支付所有的債務或特定類型的債款也可以為擠兌危機爭取到時間，例如暫緩支付兩週不到就要到期的匯票。這種措施最普遍的作法就是，只要銀行檢查單位，忽略掉銀行所持有的不良貸款，就不會對銀行市值產生影響。一九八〇年代，美國在儲貸潰堤的危機中，所用的方法是監管寬限。國際貨幣基金組織和世界銀行持續容許很多非洲國家把應付的利息金額轉為欠債，也就是延長期限，但以後要償還更多的貸款；假如國際貨幣基金組織和世界銀行宣告貸款違約，它們

就必須認列這些國家的貸款虧損。身為房地產投資信託（REITS）的放款方、抵押購物中心的房東，以及波音七四七的持有人，銀行會容許銀行貸款的利息滾下去，是因為它們想要把認列貸款虧損延緩到比較妥當、本身的資本比較大的時刻。所以放款方需要得到銀行檢查單位的寬限。

不過，正式暫緩或許不如非正式來得有效。在一八七三年的維也納股票交易所，暫緩應付款項差額結算，僅持續了一週，股市就崩解到五月十五日。奧地利國民銀行和商業銀行推出兩千萬基爾德的保障基金。在七月王朝後，巴黎注意到另一項暫緩，當時市政委員會頒布，巴黎從七月二十五日到八月十五日的應付票券全都延期十天。這項暫緩為銀行投資組合中的商業票據消了毒，但並沒有抑制票據持有者的擠兌。

票據交換所憑證

在聯邦準備體系成立之前，美國在應付銀行擠兌時，所用的主要招式是票據交換所憑證，一般由較大的地區性銀行發行，是近似貨幣的替代品。銀行陷入擠兌時，就能以這些憑證，而不是錢幣來給付給想要領錢的存戶。紐約票據交換所成立於一八五三年，費城票據交換所的成立，則是在一八五七年的恐慌過後一年。在一八五七年的恐慌期間，紐約的銀行還未加入阻斷擠兌的合作之中。紐約的商業徵信所（Mercantile Agency）所抱持的立場是，假如四、五家最強的銀行出面援助俄亥俄人壽信託公司，使它能支應債款，該企業和美國的商業信用就可以保住。到一八七三年時，紐約的銀行準備好接受以票據交換所憑證來當作支付工具。這些憑證的優點是，減少銀行間爭奪存款的競爭動力。史博拉格堅稱，該制度必須附有一項合併銀行準備金的

協議，否則沒有陷入淨虧損的銀行把現金付給本身的存戶後，假如沒有收到其他銀行結算的現金，或許就會被迫中止付款。一八七三年時，準備金匯集完畢。

票據交換所憑證有一個嚴重的缺點，只接受當地區域流通——紐約、費城、巴爾的摩，於是這些憑證幫忙維持城市內的支付，好比說城內的人事和零售銷售，但卻削弱了支付在其他城市之間有效流動。在一九〇七年的恐慌中，美國的一百六十家票據交換所，有六十家使用這些憑證來促進當地的支付。然而史博拉格宣稱，國內匯兌的亂局跟以往的情況一樣大。在一九〇七年的十月二十六日到十二月十五日之間，紐約的基金在波士頓、費城、芝加哥、聖路易、辛辛那提、堪薩斯市和紐奧良的價格各異，從芝加哥在十一月二日是折價一・二五%，而聖路易在十一月二十六日則是從前一週的一・五%上漲到七%。一九〇七年十二月時，雅各・席夫（Jacob H. Schiff）寫道：「從近期的經驗中，我們應該學到的一項啟示是，不同銀行中心發行票據交換所憑證，也造成了滿大的損害。它使得國內匯兌崩潰，並大幅癱瘓了國內的商業」。

其他具有相同性質的支付工具，還有票據交換所支票和保付支票，它們是貨幣的緊密替代品，增加了流通中的支付手段。

非銀行團體也組織起來緩解恐慌，如股票市場團體等。在一九〇七年十月二十四日，以摩根大通為首的銀行業者團體，以一〇%貸出兩千五百萬美元的拆款，企圖遏止股市崩解。二十二年後的同一天，來到一九二九年的黑色星期四，李察・惠特尼（Richard Whitney）則是在紐約股票交易所的場內逐站奔走，代表以摩根大通公司為首的財團來出價買進股票。

｜ 銀行合作

銀行也通過拯救委員會（如一八七三年五月及更早的維也納事件）、貸款基金、負債保障基金、合併管理體弱的銀行和企業，以及其他由體強的銀行支持體弱和瀕臨破產的銀行等手段進行合作。在此列舉三個例子，包括巴黎的銀行在一八二八年阿爾薩斯危機中的角色，漢堡在應對一八五七年的困局時所採行的各個招式，以及霸菱兄弟在一八九〇年的貸款保障。

一八二八年的阿爾薩斯危機

一八二七年，米盧斯倒了三家紡織業公司。接著巴黎的銀行便拒絕接受阿爾薩斯的任何票據，法蘭西銀行則在它會支援的金額上，訂出了六百萬法郎的限制，這個數目「還不及阿爾薩斯這兩家公司的身家」。緊接著法蘭西銀行決定，不接受米盧斯和巴塞爾背書的任何票據，這個決定便引爆了恐慌。到了一月十九日，米盧斯又有兩個公司倒閉。到了一月二十二日，巴黎有謠傳說，施倫貝謝（Schlumberger）也倒了兩家公司。巴黎的銀行派出雅克·拉菲特（Jacques Laffitte）擔任特使去米盧斯；他在一月二十六日抵達，提出了針對寄售貨物放款一百萬法郎。不過在他到之前，兩個紡織商尼古拉·柯赫林（Nicholas Koechlin）與尚·陶爾斐斯（Jean Dollfuss）就離開米盧斯去了巴黎。為了籌措現金，這些商人以低於傳統市價三到四成的折扣來賣出庫存品。從一月二十六日到二月十五日，就倒了九家公司。列維－勒博耶（Lévy-Leboyer）寫道，原本可能會更糟。在最後一刻，由達維利埃（J.C. Davillier）主掌、涵蓋巴黎二十六家銀行的財團，對柯赫林和陶爾斐斯擴展了五百萬法郎的信貸，等他們在二月三日回到阿爾薩斯時，就把一百萬法郎分配給那些提出保障的同行，並把四百萬留給自己。這些措施恢復了信心。那些未能得到柯赫

林－陶爾斐斯的基金和巴塞爾的錢的公司則倒閉了。

一八五七年的漢堡危機

一八五七年的漢堡危機，當時的背景狀況是貿易擴張，尤其是克里米亞戰爭所導致的信貸擴張。漢堡是德國的「全英」城市，但在糖、菸草、咖啡和棉花上與美國與北歐關係密切。當通縮的浪潮跨過大西洋席捲而來，漢堡就被淹沒了。俄亥俄人壽在八月二十四日倒閉引發恐慌，三個月後恐慌抵達漢堡（當時物價跌三成），當時從事美國貿易的溫派公司（Winterhoff and Piper）停業。英國駐漢堡領事館的每日電文，依日期訴說了當時情形的緊張：

- 十一月二十一日：一些領頭的商貿公司和兩家銀行在計畫救濟。
- 十一月二十三日：從事倫敦貿易的兩大公司倒閉，而且在為漢堡的票券背書上，貼現保障協會（Discount Guarantee Association）變得較為謹慎。根據一則權威消息，貼現保障協會三天就會耗盡資金。
- 十一月二十四日：貼現保障協會（Garantie-Diskontverein）組成，起初的資本是一千萬馬克，後來拉高到一千三百萬馬克（約莫一百萬英鎊），其中一百萬馬克的數額立刻就要支付。
- 十一月二十八日：商會和領頭的商人施壓參議院訴請國會（Burgerschaft）安排發行公債，以按照抵押財貨、債券和股份的價值，對困頓的商人放款其市值的二分之一到三分之二。
- 十二月一日：在烏爾貝（Ullberg）和克萊莫（Cremer）停業下，十到十二家的瑞典貿易公司每下愈況。貼現保障協會將不會再發出任何保障。商業活動停滯。

- 十二月二日：有人建議更改破產法令，使債權人能參與破產公司剩餘的資產分配。
- 十二月七日：有人提議成立國有銀行來為高資質票據貼現到三千萬馬克（約莫兩百四十萬英鎊）的金額。國會否決了這點，反倒是要發行三千萬馬克的國庫券來當成法定貨幣。參議院否決了這點，堅持要死守銀本位。

最後，雙方達成妥協，為國家貸款機構提供一千五百萬馬克的資金，其中包括五百萬馬克的漢堡銀行政府債券和一千萬的白銀，由外國金融中心借貸。第十三章敘述了銀火車的故事，就是國際最終放款人的早期例子。

一位觀察家推算了德國政府救助資金的可用額度是三千五百萬馬克，包括貼現保障協會的一千五百萬、國家貸款機構的一千五百萬，以及德國商會的五百萬。他拿這個金額與一億馬克的銀行票券做比較，指出假如商人投機的資本等於商品價值的六分之一，這些商品的價格，只要下跌一七%，就足夠讓他們的資本部位陣亡。對於有人嘲諷參議院比時代落後三百年，他報導了參議院的回答：「商人在發行債務上比時代超前三百年」。他深信，在這些案例中，國家的幫忙僅意味著在援助投機，使價格維持在高位，而犧牲掉消費者利益。

| 負債保障：霸菱危機

最有名的負債保障是一八九〇年由當時的英格蘭銀行行長威廉·李德道爾在霸菱危機期間所制訂。不過類似的保障之前在英國就出現過。在一八三六年的十二月時，私人銀行艾葛湯公司（Esdailes, Grenfell, Thomas and Company）做為七十二家國有銀行在倫敦的代理行，因而陷入財務困難。當時外界的觀點認為，基於它和國有銀行間

關係密切，這家銀行不能倒閉；而且，它的票據涵蓋了該市所有的最佳公司的名字。銀行的資產也遠遠超過負債，並由倫敦銀行提供擔保。英格蘭銀行以每年十五萬英鎊的收入，名列榜首。最終，艾葛湯活了下來，但只有多活兩年。

制訂保障就是為了代替允許把一八四四年的《銀行法案》加以中止的保結書。該書是由財政大臣戈申（Goschen）伯爵提交給李德道爾，卻遭到了拒絕，理由是「依賴這樣的保結書，就是英格蘭出現大量不良銀行的成因」。

李德道爾拒絕依靠在一八四七、一八五七和一八六六年採行過的尋常手段來平息市場，但他並沒有堅持「讓市場自食其果」。一八九〇年八月時，他示警霸菱兄弟，該公司必須節制對阿根廷代理商哈雷斯（S. B. Hales）的承兌。十一月八日星期六，霸菱兄弟向李德道爾透露，自己的財務狀況嚴峻。在害怕霸菱銀行的財務狀況公開，造成恐慌的狀況之下，英格蘭銀行在十一月十日星期一會見財政大臣，但回絕保結書，而是向外國尋求援助來解決問題（第十三章的主題），並組成以羅斯柴爾德伯爵為首的委員會，來因應市場中阿根廷證券大量積壓的問題。

隨著日子過去，謠傳擴散了開來，霸菱銀行的票券逐漸在英格蘭銀行貼現。到了週三，李德道爾得知，霸菱雖然有能力償債，但會需要八百萬到九百萬英鎊的金融援助。在公開市場操作上，英格蘭銀行是透過穆藍斯公司（Mullens and Co.），它的領導人物約翰·丹尼爾（John Daniell）在週五去找李德道爾，疾呼「眾人的心不是你做什麼或說什麼就安撫得了：『他們認定大事不妙了』，而且他們議論紛紛的都是最有名的企業——最有名的那些！」

十一月十四日時，李德道爾會見了兩位代表大臣的內閣成員史密斯（Smith）和薩利斯伯里（Salisbury）伯爵。他們同意，英國政府會立刻提高英格蘭銀行可動用的錢，對於該行貼現霸菱兄弟的票據，政

府都會與英格蘭銀行共同扛起，在週五下午兩點到週六下午兩點間所產生的任何虧損。以這項協議為基礎，李德道爾會見了十一家私人銀行，要它們捐助、成立基金來為霸菱的負債擔保，而且他請俄羅斯國家銀行（State Bank of Russia）同意，不要把霸菱兩百四十萬英鎊的存款提走。這些私人銀行捐助了三百二十五萬英鎊，其中包括英格蘭銀行的一百萬英鎊，以及三家放款方葛米公司（Glyn, Mills & Co.）、柯瑞公司（Currie and Co.）和羅斯柴爾德，各五十萬英鎊。接著李德道爾用這些承諾來跟倫敦的五家合股銀行取得共識，再對保障基金加碼三百二十五萬英鎊。以這些保證為基礎，《泰晤士報》在十一月十五日宣布霸菱兄弟會倒閉，但霸菱的債權人不會蒙受虧損。保障基金的工作在週六繼續，因為合股銀行的董事必須開會來准許認購，到了上午十一點則宣告完成。接著其他的銀行和金融機構把基金從上午的七百五十萬英鎊，募集到了下午四點的一千萬英鎊；保障基金最終達到了一千七百萬英鎊，並由此度量出倫敦金融體系的實力。倫敦金融體系的實力與團結，還可以從馬丁銀行的案例發現，馬丁銀行（Martin's Bank）因為對霸菱和另一家牽涉到阿根廷的銀行穆瑞耶塔斯（Murriettas）貸款而處境困難。十一月十八日週二時，馬丁銀行卻仍以十萬英鎊加入保障基金，雖因太遲而幫不了霸菱多少忙，但足以展現出本身的實力。在總結這一事件時，包威爾（Powell）表明：

「英格蘭銀行不是必須非戰即退的一人戰士，而是迄今世界上見證過聚集起最巨大金融力量的共同領導者。」

十一月二十五日時，新的股份制公司——霸菱銀行（Baring Brothers and Co, Ltd）組成，是資本為一百萬英鎊的合股公司。當時的擔保形式引起了後來研究者的興趣。

｜ 保障基金

英格蘭銀行，一八九〇年十一月

按英格蘭銀行同意對霸菱兄弟公司提供貸款，使其能於到期日履行一八九〇年十一月十五日當晚所既存或源自一八九〇年十一月十五日前所啟業務之負債。

吾等簽署人茲同意，凡經英格蘭銀行判定，霸菱兄弟先生公司之負債迄今已完成最後出清，依行長之意見為準，個人、行號或公司即單就其本人及僅限針對本身名義分別所訂之金額填補英格蘭銀行或將出現之任何虧損。

全體保障人將按比例捐助，且在他人未受類似要求下，不可要求單一個人、行號或公司捐助。出清或可擴展之最長期限為三年，自一八九〇年十一月十五日起算。

一九九八年九月的美國採取類似手段（英格蘭銀行拯救霸菱的行動為它提供了對照）拯救長期資本管理公司。紐約聯邦準備銀行總裁威廉·麥唐諾（William McDonough）成功拉到了十四家大型商業銀行和投資銀行，包括美林、摩根士丹利添惠（Morgan Stanley Dean Witter）、摩根大通、大通曼哈頓銀行（Chase Manhattan Bank）和瑞士聯合銀行（Union Bank of Switzerland），以提供三十六億美元的資本，來防止長期資本管理公司崩解；它們所換得的則是收購長期資本管理公司的九成股權。這些銀行都變成長期資本管理公司的債權人，所以「紓困」牽涉到對長期資本管理公司的債權在法定本質上的改變。聯準會擔心，假如長期資本管理公司倒閉，其拋出的期貨和選擇權合約以及其他類型衍生商品，過於龐大，這會讓市場癱瘓。

| 存款保險

從一九三四年起，美國的聯邦存款公司就為投保銀行提供事前擔

保來防止銀行發生擠兌。起初存款是保障到五千美元，但存款的天花板分階段逐漸拉高，最終達到了十萬美元，然後在二〇〇八年的危機期間，則是二十五萬美元。當大銀行陷入麻煩時，聯邦存款保險公司慎重取消承保金額的所有限制，以阻斷迫在眉睫的擠兌，在這樣的操作中，就確立超過十萬美元存款的某些銀行，會定義為「大到不能倒」的銀行（雖然這些銀行的股東八成會賠掉大部分或所有的錢）。同樣的，這些銀行在次級債券上的持有人能會損失大部分或全部資金。但在外國分行的存款會受到保障，即使銀行並沒有付這些存款的保費。雖然存款保險是設計來防止銀行擠兌，以照顧「市井小民」的，但這樣的天花板實際上是拉高到了天上，小存戶的利益未受到良好的保障，雖然存款達天花板以上的持有者的確遭到了嚴重損失。

當存款保險的限度是十萬美元時，美林和其他大型券商的經紀商，便安排把更大金額的錢納進存款保障裡。某甲可以有十萬美元的投保存款，他太太也可以有十萬美元的投保存款，某甲和太太又可以一起有相同金額的第三筆投保存款。而且某甲還可以到對街的銀行，依循相同的策略。

這項創新為富有的人提供了保障，卻忽略了當初設立天花板的目的是，那就是保障財富不多的人。此外，該創新鼓勵了銀行從事風險較高的放貸，因為它們有把握會受到保護，而免於遭到較大筆存款的持有人擠兌。假如這些風險較高的貸款證明有賺頭，銀行的業主就會受益，而假如貸款違約，業主也不必憂心銀行擠兌（雖然本身股份的市值或許會下跌，甚至是變得不值錢）。

一九九〇年代，日本的股價和房價下挫，造成了總部位於東京和大阪及各區域中心的銀行，其放款的價值上急跌到低於負債的價值。然而銀行並沒有擠兌，因為日本的存戶（對比非日本的存戶）十分有信心，假如有任何銀行關門，自己都會受到日本政府所保障。

既然存款保險可以限制銀行擠兌，以及防止恐慌從一家身陷麻煩

的銀行蔓延到鄰近的其他銀行。那麼為何不早點實施存款保險制度呢？

在美國的漫長傳統中，就是崇尚銀行自由運作，甚至是野貓銀行都行。任何人都能開銀行，開的人也多。由於風險大，銀行業者異動極快。保障銀行業者的存款，就等於給投機、甚至是挪用存款的人發出許可證，還可除去防止銀行業者不負責任的檢查手段。遲至一九三三年三月二日，全國銀行公休的前夕，存款保險都被視為圖利不良銀行而遭到否決，聯邦準備理事會並不準備推薦這樣的保障或其他任何措施。

直到一九七〇年代，聯邦存款保險公司都有絕佳的財務紀錄，它向投保銀行所收到的保費，遠多於為填補銀行倒閉的虧損所支付的金額。從一九三四年到一九七〇年，只有一家存款超過五千萬美元的銀行倒閉，其他倒閉的銀行存款大部分都不到五百萬美元。在大部分的案例中，聯邦存款保險公司都會安排去接管倒閉的銀行，使存款高於最高投保金額的個人和企業並沒有蒙受虧損。

從一九七〇年代後期開始，隨著越來越多的銀行和儲蓄機構關門，聯邦存款保險公司和聯邦儲蓄貸款保險的財務問題便急速增加。聯邦存款保險公司拯救了為數眾多的銀行，包括兩家巨擘——芝加哥的大陸伊利諾銀行和達拉斯的第一共和銀行（First Republic Bank）；兌付存款保險的保障花掉了這些機關數百億美元。通常的處理程序是，當銀行和儲蓄機構的資本耗盡時，就直接關閉，然後把「好銀行」跟受拯救的機構切割開來，倒閉機構的剩餘資產則留待最終由另一家新創立的政府機關清理信託公司（RTC）來出售。兩家保險機關在兌付保障上蒙受了大幅虧損而使資本和準備金耗盡；後來則是向美國財政部借款。在一九九〇年代初，美國納稅人的虧損估計共達一千五百億美元，但美國的成長率提高意味著，清理信託公司出售的房地產和不良貸款所拿到的錢比預期中要多，使虧損減少，總計為一千億

美元出頭。有個備受討論的問題在於，這其中一部分能不能透過提高銀行存款的保費來彌補，這項建議則遭到了其他穩健運行的銀行疾聲反對。

在二〇〇八年的危機期間，美國政府把存款保險擴展到貨幣市場基金，原因是擔心這些基金的持有人會把錢轉去存款得到聯邦存款保險公司保障的銀行。然後，貨幣市場基金就非得被迫縮小規模並賣掉證券不可，這將壓低他們的價格。這些貨幣市場基金就會「跌破面值」；每股的資產淨值將跌至一美元以下，進而觸發一場龐大、自證預言式的擠兌危機。

| 國庫券

要對有麻煩的企業放錢時，一個古老的手段是向企業發行有擔保抵押品的證券（當然，當市場崩潰時，連最有流動性的證券，或許都不容易賣掉）。證券既屬於私人持有，也屬於公共持有，兩類都是在一八五七年由漢堡所推出的複雜配套的一部分。在處理一七六三和一七九九年危機時，提出的同樣複雜卻隨意的拯救方案中，海事券是其中一種方案。不過，牽涉最廣的是，一七九三、一七九九和一八一一年英國發行的國庫券，但在一八二五年時，卻加以嚴正拒絕使用。

國庫券公認是約翰·辛克萊（John Sinclair）爵士的想法，雖然它或許是源自英格蘭銀行。一七九三年四月二十二日，該市的領袖會見了首相威廉·彼特（William Pitt），討論如何應對一百家國有銀行倒閉，及大宗商品價格暴跌引發的危機。第二天，這群人有十一位成員在市長官邸聚會，構思國家援助方案。克拉芬表示，對於該怎麼做，並沒有清楚的指引。接著所浮現的想法是，由政府發行三百萬英鎊的國庫券，國會後來把總額調高到五百萬英鎊，發行對象是商人，並以

他們存在海關的商品為擔保品。

這項計畫的另一方式是，發行五英鎊的紙幣（以往的最低面額是十英鎊），以節約金、銀幣的用量。國庫券是由特別委員會來發行，而不是由英格蘭銀行；其中的七萬英鎊立刻就送往曼徹斯特，也送同等金額到格拉斯哥。麥佛森（MacPherson）表示，此招式就像是魔法術。三百三十八家企業去申請三百萬英鎊的總額，共有兩百二十萬英鎊撥給了兩百二十八家企業，其中只有兩家在後續破產。在恐慌緩和後，有一百二十萬英鎊的申請被撤回了。

一七九九年，漢堡的恐慌也對利物浦造成了影響，國庫券再次派上用場。憑著倉庫裡所存放兩百萬英鎊的商品，國會提供了五十萬英鎊的國庫券專用於利物浦。

一八一一年時，問題再次出現。國家商業信貸專責委員會（Select Committee on the State of Commercial Credit）獲得任命。它的成員有亨利·宋頓（Henry Thornton）、約翰·辛克萊爵士、湯瑪斯·霸菱（Thomas Baring）爵士和亞歷山大·霸菱（Alexander Baring）。委員會的報告一週就完成了，記錄了出口商和進口商在西印度群島和南美的困頓，以及要運往波羅的海的成堆商品，遭到撤銷而存放在倫敦的倉庫，並建議發行六百萬英鎊的國庫券。對商會的支援則不算多，因為南美已經過度交易了；反對黨固然同情困頓，卻質疑對投機者紓困是否明智。後來以擔任貿易委員會主席而打響名號的威廉·赫斯基森（William Huskisson）宣稱，惡果是來自信貸太寬鬆：

君不見，那種從不說服自己去透支資本的傳統英國商人，被一群只要能弄到信貸就絕不停手的過度投機者所取代，而且那些只有小資本的人現在把本錢最雄厚的人給比了下去；所以連在最低層的商業品項上，現在都發生了投機.....假如所得到的紓困資金是用在進一步的投機上，它只會使邪惡升級，而且他怕這或許會成真。如此一來，現行的措施只會增添六百萬的流通量，並拉高所有商品的價格。

對這番爭論有最全盤描述的司馬特提到，儘管措施遭到了許多人批評，但很少有人全盤否定。到最後，提案過關了，不過申請的人並不多，只發出了兩百萬英鎊的票據。「那些處境困窘的人沒有多少個能取得渴望的證券，而且當商品沒有市場時，就很難看出它所採行的補救之道，能帶來多大好處。」

｜ 幸運：補白

幸運女神曾出手援助一家困頓的銀行。沃斯寫道，漢堡的考夫曼兄弟（Brothers Kauffmann）在一七九九年期間倒閉，其中一個兄弟送了張漢堡市的樂透彩給他的新娘，最後中了頭獎十萬馬克。而這位新娘在梅克倫堡公國（Duchy of Mecklenburg）買了另一張號碼相同的樂透，獎項是五萬普魯士塔勒的地產，在當時等於十萬馬克。她兩張都中了，而使考夫曼兄弟東山再起。要解決全球危機，靠拉斯維加斯的機會或許更大。

12

國內最終放款人

在過去兩百年的發展中，「央行藝術」的特色在於演進出了「最終放款人」的概念。該詞是來自法文dernier ressort，本意是指訴願人所能上訴的最後法定裁判權。如今這個詞已徹底英文化，且強調的是放款人的責任，而不是借款人（上訴人）的權利。

最終放款人需創造更多貨幣，阻止存戶和其他投資人將房地產和欠缺流動性的證券擠兌成錢。當金融資產流動性普遍受限，出現擠兌風險時，最終放款人將施行「彈性貨幣供給制度」為市場提供必要流動性，避免恐慌進一步蔓延；若是貨幣供給受到限制時，個別放款人就會試圖靠賣出證券來增加手邊現金，造成證券價格下跌。但要提供多少錢？向誰提供？以什麼條件為基礎？以及何時提供呢？

這些問題構成了最終放款人的兩難，也就是所謂的道德風險。假如銀行的業主和經理人認為，公司在困頓的時刻會得到支援，那麼，他們在下次的經濟繁榮期間，對於承作風險貸款就會較不提防。當有更多來自最終放款人的可用信貸來應付危機時，公共財就會弱化銀行體系確保所承作的貸款是否「健全」的責任。不過，假如在恐慌時無法阻止擠兌，所謂的合成謬誤就會出現，意即投資人急於賣出這些證券，導致價格下跌，反而使得許多本來有能力償債的公司，隨著投資組合的資產價格下跌，遭到拖累而破產。

反對最終放款人的聲音從未間斷過。拿破崙的公庫部長弗朗索

瓦·尼古拉·莫里恩（François Nicholas Mollien）曾撰文強烈反對他的導師過於干預經濟，他的導師想要挽救受到歐陸體系封鎖而瀕臨破產的製造商，但莫里恩堅稱一旦依此行事，只會使財政部越陷越深。一八四八年，法國財政部長路易·安托萬·加尼耶帕熱斯（Louis Antoine Garnier-Pagès）認為，藉由引爆危機來縮短它的影響時間才有用，他主張「不出手救公債，把股票清光，賣掉企業。」他聲稱此政策促使了法國從一八五〇到一八五二年的經濟輝煌發展。莫瑞·羅斯巴德（Murray Rothbard）認為，「援助任何岌岌可危的部位，都只是在延後清算，並增加對局勢的不利」。最犀利的思維是來自赫伯特·史賓塞（Herbert Spencer）：「替人擋下蠢事的作用，結果就是使世上充斥著傻蛋。」

在達爾文的時代，這種觀點是很容易可以理解的。

丨 概念起源

最終放款人的發展是從市場的實際狀況所演進而來。艾希頓（Ashton）聲稱，英格蘭銀行在十八世紀已開始擔任最終放款人，雖然這項說法似乎與他曾表述過的不盡相同，他說：「早在經濟學家想出應對危機的辦法之前，就已經體認到，解決（金融危機的）辦法在於，由貨幣主管機關（英格蘭銀行或英國政府）緊急發行某種會得到銀行業者、商人和普遍大眾接受的票據。如此一來，恐慌就會得到緩解。」

但當時到底是央行還是政府做為最終的貨幣主管機關，至今仍無定論。因此，英格蘭銀行是在十八世紀就成為最終放款人的說法也值得商榷。摩根（E. V. Morgan）認為，英格蘭銀行在履行責任上受到政府在一七九三、一七九九和一八一一年發行國庫券的行動所延緩，而

且在十九世紀上半葉期間，該行是在「理論學家反對聲浪中」逐步承擔起最終放款人的角色。在法蘭西銀行身上可以看到相同的演進過程。一八三三年時，省議會以過半數推翻了霍丁格（Hottinguer）在政策上提出採取英格蘭模式的想法，以及奧迪耶（Odier）所請求的全新政策，執意要求法蘭西銀行以捍衛法國法郎為主要職責。他們認為，無須懼怕資本外流，不應人為壓低利率，否則就會鼓勵投機並加重危機；不過當危機發生時，法蘭西銀行應該要提供充足與廉價的貼現，以控制它的強度並縮短它的存續期。

直到白芝浩（Bagehot）的《倫巴德街》在一八七三年問世之前，在理論學家的眼中，最終放款人的角色並不正派，雖然法蘭西斯·霸菱爵士（Sir Francis Baring）在十八世紀末使想法受到了關注，以及宋頓（Thornton）的經典之作《票據信貸》（*Paper Credit*）在討論英格蘭鄉間銀行的金融問題時，分析了正反雙方的論點。一八七五年，白芝浩在國會銀行舉行專責委員會（Parliamentary Select Committee on Banks of Issue）前，把學說的起源追溯到大衛·李嘉圖（David Ricardo）：「李嘉圖所立下的正統學說是，在恐慌時期會出現一個階段，在這個階段中，法定貨幣的發行不應受到限制。」白芝浩是在首次發表的文章裡勾勒出學說，實際寫成則是在一八四八年，當時是為了評論一八四四年的《銀行法案》在一八四七年的恐慌中遭到中止：

純金屬流通的一大缺陷在於，它的量無法隨時滿足任何突如其來的需求.....隨著紙幣出現後，不管需求有多突然，都可以無限量供給。在我們看來，緊急發行紙幣應付突然和大量的需求並沒有違背任何原則.....發行鈔券的這項權力極容易遭到濫用.....它只該用於罕見和例外的情況下。

有些學者持續否定學說，也有許多著名思想家極力闡明問題的利弊。大家該憂心眼前的恐慌還是下次的繁榮？該考慮爆發危機的原因，還是解決危機的辦法？「有的時候，規則與先例不能被打破；但

在特定時期，也不能墨守成規。」兩難在於，打破規則會創造出新的先例和新的規則。貨幣學派的優秀理論學家奧佛史東伯爵（Lord Overstone）強烈反對危機時增加貨幣供給，但他不得不承認，恐慌或許少不了「這項所有的政府都必須具備的權力，以便在緊急情況和國家需要時，行使特殊的干預」。有一次，他用了一個令人印象深刻的比喻來說明其觀點：「東方的古諺說，錐子或許堵得了噴泉，但它一旦溢出，最終會淹沒整座城市。」傅利曼（Friedman）和史瓦茲（Schwartz）也以類似的比喻消遣了最終放款人的學說：

歷史上每場銀行危機的詳細描述，都顯示出有多仰賴某個或某幾個負責任、願意領導的傑出人物.....經濟崩解常具有累積的特性。當它在時間的座標上越過某個點，它往往就會從本身的發展中再度增強力量.....因為不需要什麼偉大的力量來擋住引起山崩的岩石，山崩本身的破壞性就很大。

此矛盾就相當於囚徒困境。一方面，央行應該無限度放款來阻止恐慌；另一方面，卻要讓市場發揮自我預警作用，來降低未來恐慌發生的機率。其中，現實問題遠比體制問題迫切，人們只能先全力解決眼前的問題，根本來不及想明天的事。

一八四四年的《銀行法案》代表支持穩定貨幣供給的貨幣學派，戰勝了要求貨幣隨生產與貿易增加的銀行學派。兩派都是關切長期而非短期，並且都不允許以增加貨幣供給來當成應付危機的權宜之計。

《銀行法案》在起草時，否決了政府有權在緊急時把它的條款加以中止的想法。

一八四七年和一八五七年兩次危機證明了暫緩法律施行、以增發貨幣做為最後手段是必要的。為此，國會進行了調查，以了解有沒有需要改變立法。兩次調查都判定，有中止法案的內建條款不是好事，即使中止有用且必要。一八五七年的危機中，票券經紀商成了無限制借款人，为了不使之成為可援引的先例，國會明確告知票券經紀商下

不為例。規則是必須的，但在不得已的情況下也可以打破。這個原則已被大家廣泛接受。因此一八六六年再次中止後，國會就沒有進行新的調查了。

在一八五〇年代，傑利科（Jellico）和查普曼（Chapman）建議英格蘭銀行，依照寫入立法的數學公式，視準備狀態來調整貼現率。伍德（Wood）批評他們，對英格蘭銀行的買賣與程序一無所知。一八七五年六月時，財政大臣羅伯特·勒夫（Robert Love）所導入的議案是，授權臨時增加英格蘭銀行的鈔券來換取證券（在特定的情況下，包括恐慌發生時）、提高一二%以上的銀行率，以及調整匯率的權力。該議案是在六月十二日提交並獲得一讀，但未再進入二讀，就於七月時撤回了，可見硬梆梆的規則是行不通的。《經濟學人》和白芝浩認為，讓國家度過恐慌的必要準備應該要由英格蘭銀行來持有，而不是眾家銀行。英格蘭銀行的前行長韓奇（Hankey）先生稱之為「本國的貨幣或銀行界歷來所提過最胡來的學說，亦即英格蘭銀行的作用就是隨時準備，為那些無法動用自有資產的銀行家們提供貨幣。」不過，大眾普遍認可白芝浩的理論、反對韓奇的理論。假如在繁榮時期無法控制信貸擴張，那在危機時至少就該採取措施來防止信貸收縮。

誰來擔任最終放款人？

對於英國財政部該不該透過發國庫券來紓解恐慌，以及英格蘭銀行根據一八四四年的《銀行法案》所加諸的限制，允許金融機構以罰息貼現其票據的作法是否合適，目前沒有最佳的答案；連帶的問題是，政府主管機關該不該拯救困頓的公司，以及錢會不會及時到手。於是英國便沒有關於最終放款人的明確條款，關於這個角色該由哪個機關來出任也沒有固定的規則。一八二五年時，最終放款人的角色並

不是由英國財政部擔任，而是由英格蘭銀行勉為其難的接受了任務。一八九〇年時，英格蘭銀行和財政部都未承擔這一角色，而是使用了擔保工具。但英格蘭銀行逐漸承擔起了最終放款人的責任。阿弗雷德·馬歇爾（Alfred Marshall）因此寫下，「它（英格蘭銀行）的理事會在國內外漸被普遍視為英格蘭商業的安全委員會」。

到一八三〇年時，法蘭西銀行認為，自己除了在危機中有責任之外，還有其他責任，好比說確保紙鈔流通的壟斷——這一責任使得它在一八四八年放棄拯救區域銀行，讓它們倒閉並轉為法蘭西銀行的子行（comptoir）。各省都對巴黎十分畏懼，它們擔心在危機時，巴黎會只關心自身需求，而犧牲其他區域，因此各地區銀行也想要發行鈔券的特權。如勒阿弗爾（Le Havre）收購一家銀行後，由於承作了太多欠缺流動性的產業貸款，像是船廠、棉花進口商，因此，阿弗爾銀行（Banque du Havre）在一八四八年去向巴黎尋求金融援助，但結果卻是「收效甚微，法蘭西銀行不為所動。」法蘭西銀行拒絕憑抵押來放款，並說：「這是法律所禁止，而且你們拒絕接受成為子行。」

法蘭西銀行在這個問題上搖擺不定，即便在撤銷區域銀行的過程中也是。謝瓦利耶（Chevalier）從美國觀察，法蘭西銀行在一八一〇、一八一八和一八二六年尚能無限度貼現，擔任前兩年行長的雅克·拉菲特（Jacques Laffitte）盡了很大的努力來維繫商業發展，但在一八一三到一八三二年的危機中，卻缺乏相同的勇氣。法國大革命後的一八三〇年，這一任務交給了地方主管機關。在僅靠誠實卻不審慎的經營下，區域銀行極大的威脅到本地區的金融穩定。當地的庫務局基於「大眾利益高於財政部利益」的考量，在諮詢巴黎後，只對有疑點的票據提供貼現，避免了銀行倒閉及連帶的動盪。

在法蘭西銀行達成壟斷鈔券發行和把區域中的銀行轉為旗下子行後，該行便開始擔任起最終放款人。它的法律規定，它只為三方聯名票據貼現，因此其主要任務變成鑑定可接受的背書人。法國各地成立

了六十家貼現銀行，以及若干由各同業分行所組織的子貼現銀行（souscomptoir），以持有財貨的股票，並把它當成擔保品來發行借據。在商人、子貼現銀行和子行聯名下，法蘭西銀行就能為票據貼現，並紓解流動性危機。比戈（Bischoffsheim & Goldschmidt）的路易·拉斐爾·比斯紹夫桑（Louis Raphael Bischoffsheim）取笑三方聯名的規定說：「數目不重要，隨便的署名，你可以拿到十個，而不是三個。一份有效的背書勝過二十個無效的簽字。」危機結束後，若干子貼現銀行遭到了銀行業者、商人和實業家接管，並成了正規的銀行。其中最著名的巴黎貼現銀行（Comptoir d'Escompte de Paris），後來躋身到了該國的領導銀行之列。

佩雷爾（Pereire）兄弟的動產信貸公司在一八六八年時未能獲得救助；法蘭西銀行拒絕為它的票據貼現，可解讀為建制派對外部人的報復，以懲罰它不把薩瓦銀行（Banque de Savoie）的鈔券發行讓給法蘭西銀行。義大利在一八六〇年把該區割給法國後，佩雷爾便接管了薩瓦的該銀行。這也可以視為是法蘭西銀行拒絕作為最終放款人拯救破產機構的實例。卡梅倫（Cameron）指控法蘭西銀行對佩雷爾兄弟發動襲擊，是因為回溯到一八三〇年代，羅斯柴爾德（Rothschild）與佩雷爾的不和。

法蘭西銀行和巴黎的銀行業者在一八八二年並沒有前來拯救總聯，但七年後卻拯救了巴黎貼現銀行。法蘭西銀行的批評者把這不同的結局歸因於賄賂。但另一種較為理性的觀點則是認為，七年中有兩家大銀行倒閉可能會徹底摧毀法國的銀行體系。基於此種考慮，財政部長魯維耶（Rouvier）採取了必要措施，要求法蘭西銀行和巴黎的銀行對該貼現銀行發放一億四千萬法郎的貸款。而總聯的作業中，如前一章所論及，在一八八一年八月開始觸頂時，巴黎的銀行就退出了投機作業，並在崩盤後的一個月對總聯提供了一千八百一十萬法郎的貸款，但只是讓該行能清算得較有秩序，而非加以挽救。在羅斯柴爾德

和霍丁格帶領下，並納入該貼現銀行和總協（Société Générale）（但不包括邦塗在里昂的對手——里昂信貸），該團代表了建制派，而且其實沒有必要把法蘭西銀行與主要的私人銀行（hautes banque）與存款銀行區分開來。

在一七六三年的普魯士，國王就是最終放款人。一八四八年時，包括普魯士銀行、海上貿易和普魯士樂透彩，各邦主管機關試著去幫助科隆的銀行沙夫豪森，後來才允許它重組為合股銀行。一七六三、一七九九和一八五七年，在缺少央行的情況下，漢堡市政府、商會和銀行，以及所有主要的機關都參與了拯救問題銀行的行列中。

關於最終放款人的身分，美國的經驗尤其貼切。美國第一銀行（First Bank of the United States）和後來的美國第二銀行是不是最終放款人，是有一些模糊之處，儘管在各自的案例中，該行都被指定為最終放款人。有好幾次，美國財政部為了援助銀行，便接受遠期三十天鈔券的海關收據（一七九二年），把政府基金特別存入問題銀行（一八〇一、一八一八和一八一九年），以及放寬商業銀行要以實體來付給美國銀行的規定（一八〇一年）。美國第二銀行的執照在一八三三年沒能展延後，美國財政部更忙了，在一八四五年前後都是。當時所通過的法律規定，財政部要把旗下的基金跟銀行分隔開來。在危機時期或農作物收成變化造成信貸緊俏的時期，美國財政部就會提前對債務支付利息或本金、對銀行存款，並接受以證券而不是公債來當成政府基金存款的擔保品。銀行也習慣在緊急時去找財政部長幫忙，並紓解信貸供給的季度緊縮。在一八七二年的秋天，財政部長喬治·鮑特威爾（George S. Boutwell）當起了最終放款人，把退場的美元重新發行，但這作法有違法的嫌疑。到了一年後，他的接班人威廉·李察森（William A. Richardson）做了相同的事。

當時的美國財政部可以吸收存款資金，並用現有資金支付盈餘部分，但除了美元的時期，它無法創造貨幣。於是以最終放款人來說，

財政部還不是合格的最終放款人，除非它在此之前就從預算盈餘中加強持有現金。一九〇七年時，在持有的現金偏低下，財政部發行了新債券，有五千萬美元的巴拿馬運河債券，可以用來當成本國紙鈔的擔保品，以及一億美元、利率三%的財政債券，希望能借此回籠市場上囤積的貨幣。最後，危機是靠來自英國超過一億美元的流動黃金所化解。應付危機所用的手段很特別。一八五七年危機的分析顯示出，聯邦政府無法進行有效干預，而且包括銀行在內，大眾缺乏指引來遏止危機。事實上，這種干預太多，時機也太早。

美國財政部涉入的複雜歷史，點出了一個問題：市場該不該自行監管，該的話要怎麼做？一九一〇年，阿德里奇委員會（Aldrich Commission），研究國家銀行體系的危機史學家史博拉格相信，銀行應該要負起責任來確保，自己有足夠的準備來因應所有的需要。但史博拉格沒有說明清楚的是，該負起這項責任的是哪些銀行？或者在缺乏明訂責任的立法下，為什麼是由它們來承擔責任。是因為它們位高權重？還是這是職責所在？史博拉格的幾項說法指出，為數有限的紐約銀行有義務要穩定體系，並表現得與其他銀行有別：

在一八七三年危機之前，五十家紐約銀行大約有十五家，實際上是持有該市銀行業者的所有存款，其中七家則持有這些存款的七到八成。國家的信貸機器要運轉得令人滿意，就是由這七家銀行直接負責（取自紐約票據交換所於一八七三年十一月十一日的報告；第十五頁）。

必須記住，在缺少一個像其他國家一樣重要的中央機構情況下，相關的銀行在金融走到極端的時候，就是這個國家的最後依靠，而且國家的繁榮大大仰賴它們穩健的舉措（第九十五頁）。

我們銀行體系的基本特性（在一八九〇年）表明，以任何異常的現金規定來說，鄉間銀行的準備金都是未使用資產。再次顯示應該讓城市機構認清，它們須連帶負起吸收其他銀行的儲備責任（第一百四

十七頁)。

紐約的銀行並沒有正常維持與其地位相當的儲備 (第一百五十三頁)。

.....有可能的是，外地銀行、信託公司和外國放款人的貸款收縮或許會湊在一起，所造成的情勢則是.....假如在正常的時候，重要的票據交換所沒能加以大舉提防並維持大量的準備金，幾乎不可能會如此 (第兩百三十頁)。

還有另一個方向彰顯出，持有國家最終準備的銀行在地位上沒能善盡責任。一九〇七年危機確切爆發的時刻雖無法預知，但反常的貿易變動已有數月，雖然一般公眾和一般銀行尚無此意識，但這些主要銀行早就該採取一些預防性措施了 (第兩百三十六到兩百三十七頁)。

外地銀行覺得對市場走向沒有責任。當本地的事有賴於它們的更多資金，或者當它們對市場的未來發展漸感不信任時，它們自然就會撤離。因此，地方銀行就變得有必要能隨時扛下一部分或外地銀行所出清的貸款，還要供給現金，於是才有把它抽走的權力 (第兩百三十九頁)。

主貨幣市場疲弱的元素肯定在於，有影響力的信貸機構應該必須被迫去做符合本身利益以及普遍利民的事 (第兩百五十五頁)。

.....紐約的銀行業者共同覺得，要求他們將外來銀行在紐約貨幣市場放款的收益及緊急出清的收益匯出是不合理的.....不過該記住的是，從特權地位獲取的利益是有代價的。倫敦握有舉足輕重的地位，就是因為大家知道在那裡放錢可以馬上收回。同樣的，身為我們國內的貨幣中心，只要它無法或不願意回應任何在現金上可以依法對它提出的要求，紐約都難以承擔作為本國貨幣中心所應有的責任，更不用說是善盡未來的國際責任 (第兩百七十三到兩百七十四頁)。

史博拉格相信市場需要穩定者，而且銀行不能仰賴美國財政部來

幫忙供給所需要的季度現金，但他也不相信這份責任該由美國最大和獲利最多的銀行來擔當。這些銀行應該要覺察到季度的貨幣需求變化，意識到外埠銀行可能會把存款抽走，以及國際收支的狀況。史博拉格相信，紐約的銀行只有對外埠存款收取利息、最大型、與股票交易所連結密切，或身為紐約票據交換所主要成員的那些，才該擔起這樣的責任。

紐約的主要銀行業者則得出了不同的結論，他們相信困局是肇因於貨幣供給缺乏彈性，於是他們便落入了銀行學派的陷阱。這是實質票券學說，想法是貿易票券代表在國內貿易和國外貿易中移動的財貨，貨幣供給應該按照它的供給來擴張和收縮。於是只要與所增加的財貨供給相應，貨幣供給增加就不會通膨，而且只要在銀行貼現和在央行重貼現，就會有必要的彈性。無可置疑的是：「金融定律在運作上就跟物理定律一樣眾所周知。」法蘭克·范德里普、邁倫·賀里克（Myron T. Herrick）、威廉·巴瑞·李奇利（William Barret Ridgely）、喬治·羅伯茲（George E. Roberts）、艾薩克·賽里格曼（Isaac N. Seligman）和雅各·席夫從一九〇七年的恐慌中所得到的啟示在於，應該要有央行，才能靠產出更多的貨幣來回應需求的增加。

在貨幣供給變化的最終責任歸屬上，還有一些模糊之處，但這也是有好處的，因為它能使銀行業者比較自力更生，倘若沒有這麼不確定，市場就會迷失方向。在倫敦的理解是，不該有正式規定的最終放款人，但在危機時該有。英國政府裡的直覺型政治人物和主掌英格蘭銀行的商人銀行業者認為，出手紓解的權力最好是不要全部交給該行，也不要全部交給政府。假如出面紓解正式落在該行或政府的權力內，就會難以抗拒大眾的壓力。

團體太大就沒有人會承擔責任。假如負責的實體只有一個，行動的壓力又會變得不可抗拒。最好的情況是行動者的人數少，彼此在寡頭式的關係中密切熟識，志趣相投，會施加強大的壓力來壓制誣騙和

搭便車的人，而且承擔責任。舉個比較晚進的例子，在誰會是紐約市的最終放款人議題上，紐約市的官員、工會、銀行業者、紐約州和聯邦政府在一九七五和一九七六年的摩擦或許維持了不確定性，但這也鼓勵了揚克斯、水牛城、波士頓、費城和其他大量欠債的城市不要放鬆努力來減少赤字，而且他們最終仍採取了行動來挽救紐約。

在二〇〇八年的早期階段，聯準會提供了信貸來促使摩根大通收購貝爾斯登，並讓它有權把多達兩百九十億美元的有毒資產放回聯準會。這項便利或許是信貸，但假如虧損龐大，那這項承諾就會被視為投資。此後聯準會主席班·柏南克便建議，在它進一步投資銀行前，布希當局需要經過國會授權。

對於義大利在一九〇七年的危機，博內利把混亂描述得很生動。義大利協會銀行快要倒閉，並拖累了一票小型、經商和產業公司，一團較大的銀行推出了支援基金，義大利銀行涉入得既早且深，而且差點無法自拔。在義大利銀行行長波納多·史特林格（Bonaldo Stringer）堅持下，義大利財政部終於前來拯救，並早早就對國債付息，於是便紓解了流動性危機。博內利看出，這個事件無可避免的同時牽涉到義大利銀行和政府，並表示這樣的懸而未決或許是發展自經濟運行有超過十年都沒人主導。部分的困局或許反映出杜林、熱那亞、米蘭和羅馬缺乏充分的凝聚，以及連帶的不確定、卸責與懸而未決。

有時候，這種不確定性是不可避免的。英國下議院的委員會在一八四六年所論及，「要實現對經濟形勢的精確預見幾乎是不可能的」；於是「權宜之計，是把政府的責任留給在當時或許要扛下來的人，採取諸如在他們看來或許是緊急時最適當的措施」。試想羅伯特·皮爾（Robert Peel）爵士在一八四四年六月四日對《銀行法》（*Bank Bill*）的說法：

我堅信我們在立法上採取了所有可採取的審慎措施，防止金融危

機的再度爆發。但危機卻不會因我們的預防措施而銷聲匿跡。如果需要有人勇敢地承擔責任，我確信一定能找到這個人。

股市在一九二九年十月崩盤的期間，紐約聯邦儲備銀行在一九二〇年代後期的總裁喬治·哈里森（George Harrison）大開貼現窗口，後來遭到了華府的聯準會批評。當時紐約聯邦儲備銀行在公開市場上買進公債，十月是一億六千萬美元，十一月又是兩億一千萬美元。聯準會對紐約的該行看不順眼，是因為班哲明·史壯（卒於一九二八年）在較早期高壓統治了體系，而當哈里森試著仿效史壯的路數，以強勢領導來填補權力真空時，對他打壓起來便不手軟。對於緊密交織的社會是否會有最終放款人和會由誰來擔任，界線不明或許是最好。在應付一九二九年的股價崩解時，由於華盛頓和紐約在經驗和展望上的看法存在差異，這種模糊不清的認識卻導致難以推行有效的拯救行動。

絲毫沒有受到批評的是，艾倫·葛林斯潘當上主席的六個月後，當一九八七年十月十九日的崩盤一過，聯準會便啟動擴張性的公開市場操作，而且套用白芝浩的措辭，「四處」灌注強力貨幣。葛林斯潘主持的聯準會提供了流動性來應付一九九七年的亞洲金融危機，然後在一九九八年夏天，則是以更多的流動性來回應俄羅斯盧布潰堤和墨西哥的銀行倒閉，以及長期資本管理公司崩解。再者，葛林斯潘的聯準會還提供了充沛的流動性，以預防在一九九九年的最後幾個月的千禧年危機，並在二〇〇〇和二〇〇一年回應股價急跌。

在班·柏南克擔任主席下，聯準會則遲於看出房市泡沫的級數，以及後續的房地產價格下跌對銀行資本、金融市場調性和經濟的衝擊。直到二〇〇八年九月中的雷曼兄弟倒閉觸發了恐慌後，聯準會才開放了「所有的窗口」。聯準會願意接受許多不同類型的擔保品在貼現窗口貸款，而且窗口對非銀行開放。聯準會成了企業的直接放款人，使聯準會的資產一年就來到近三倍。

提供給誰？以什麼為依據？

白芝浩所立下的規則是，只要公眾向他們提出了貸款要求，就應該讓其得到貸款，並「廣到有求必應」。一八七五年的調查會前，在《倫巴德街》一書出版兩年後，白芝浩反對把最後貸款權交到由政府所任命的行政長官手上，理由是他們會對「不適當的人」放貸，他們會受制於政治壓力，但英格蘭銀行則是「超脫政界的單位，不受政治壓力影響」。

白芝浩認為央行對政治壓力免疫的想法過於天真。擔保品的兩難在於，它的穩健度端看恐慌會在什麼時候和會不會停止，恐慌持續得越久，證券、房地產、匯票和商品的價格跌得就越急，擔保品越不穩健。如此一來，觀察借款人的品性就變得有必要，據說，這就是摩根大通會在放款時特別考慮到的事。此處的悖論是，銀行業者只會把錢借給不需要的人。

央行一般都有其規則，當規則無法被打破時，就會出現麻煩，如同在聯準會對鈔券和活期存款的準備上，一九一三年的《聯邦準備法案》只允許持有黃金和可轉讓匯票，而沒有政府證券；但當規則太容易打破時，也會有一系列問題。財政大臣保結書的微妙之處在於，它在打破規則的同時又維護了規則，而且不會創下先例，起碼在一定時期內是如此。法蘭西銀行和帝國銀行偶爾只為三方聯名票據貼現，但也會因票據「不健全」或因借款人的品性而加以回絕，生殺大權都掌握在最終放款人的手上，而且在評斷上並非完全客觀。不少文獻裡都指控央行的理事遭到賄賂。法蘭西銀行的新教和猶太理事便涉嫌在一八八二年懲罰總聯的天主教（和清寒）支持者，卻在一八八八年救了內部人的貼現銀行。在一七七二年的危機中，英格蘭銀行對貼現和拒絕為可疑的票據貼現發布了新的規定，這被解讀為企圖打垮阿姆斯特丹涉入投機的猶太商號。接著，英格蘭銀行決定拒絕蘇格蘭銀行的票

券，最後則全面停止貼現，這很有可能是「蓄意的採取措施，來打擊一群荷蘭投機者」。外部人尤其倒楣。一九三〇年十二月時，銀行財團容許美國銀行倒閉，便遭到指控是在懲罰該行硬幹的作風。

在英國，為每一個人提供優質票據貼現機會的規則慢慢演進著。為票券貼現的「常態作為」是倫敦對僅有兩個月到期的票據的總稱；但從一七九三年開始，這一稱呼出現了新變化，曼徹斯特（連同奇切斯特，而幫忙拖垮了一家銀行）的貼現請求遭到了駁回，利物浦的銀行卻獲得了四萬英鎊的貸款。直到一八一六年七月，英格蘭銀行才打破陳規，同意接受公司沒有足夠的倫敦票據的情況下，接受那些「信譽良好的鄉間證券」。

英格蘭銀行對一票廣泛不同類型的證券貸款遠不止於兩方聯名票據。一八一六年時，該行打破憑抵押放款的規則，從事了「跳脫平常業務走向的買賣」，以紓解黑鄉（Black Country）窮人的困頓。該行下定決心只以舊的方式對「正派方的鈔券」放款，但過了幾年，該行便展開常規的抵押貸款業務，理由是貼現量，尤其是貼現的收益崩解——目的是為私而非為公。有一段時間，英格蘭銀行甚至向西印度群島的農園（該行最後還是撤銷了這筆貸款）和英格蘭的未耕地放款，當時蘇格蘭和愛爾蘭還不允許對土地放貸。該地未被抵押過，但屬於某公爵，意指借款人的擔保品與品性（或身分）並非毫無聯繫。

隨著鐵路發展，英格蘭銀行便以鐵路公司債為擔保品來貼現。一八四二年時，第二次鐵路投資熱烈進行中，該行表決要偶爾放貸給受困的公司和面臨考驗的公司。法蘭西銀行在一八五二年開始放貸給鐵路財團，事實上，它遭到指控支援、甚至開啟了對鐵路的投機熱潮。白芝浩認為，英格蘭銀行沒有向鐵路債券放款卻對永久債券和印度債券放款，這麼做是搞不清楚，因為鐵道不如印度帝國容易出意外。但印度證券是受到殖民部（Colonial Office）保障，實際上是英國政府的債務。

國庫券是以財貨為擔保品來發行，一如漢堡的海事券。克拉芬曾談到，英格蘭銀行在一八二五年的貸款有很多實際上沒有貨物抵押，而只是由個人提出擔保；該行拚命放貸，並沒有「太講究」。在一八四七年時，該行透過各種形式在數週內就貸款出了兩百二十五萬英鎊，包括對銅礦工公司（Company of Copper Miners）的證券，並因此不得已地收購了銅廠。

所謂規則實際上就是沒有規則。你不會放款給無力償債的銀行，例外則是為了要避免倫敦市場倒閉而出現的破壞效應（一七九三年），或為了暫時維持紐卡斯爾鎮（一個經常爆發銀行危機的小鎮）的人事。美國的銀行業者山謬·威爾斯在一八三七年申請時，除了雅克·拉菲特，法蘭西銀行從來沒有對任何人貼現達四百萬法郎，他是個例外。（拉菲特的買賣也是例外，憑的是政治動機。）省議會不能棄守這麼重要的銀行，所以該行拿到了一千五百萬法郎的信貸額度。在一八三〇年的危機中，法蘭西銀行貼現了皇家和市政債券、海關收據、伐木收據、巴黎市債款，以及應由樂透彩來清償的運河債券。

最終放款人必須決定的事有的容易，有的則困難。容易的像是要不要為國庫券貼現，困難的則好比說要不要接受有問題的擔保品來為岌岌可危的銀行貼現。紀錄裡多是公司求助遭拒、倒閉並如數清償，以及銀行在一次的危機中受到幫助，到了下次就倒閉的事情。在伊凡斯以一八五七年的商業危機為題的著作中，兩百四十一頁的附錄裡盡是英國在一八四九到一八五八年間的破產法庭紀錄，讀來令人不勝唏噓。布賴恩（G. T. Braine）在一八四八年遭到英格蘭銀行拒絕融通並如數付清，付完時的餘額則是原本估計的兩倍，你也會發現該行在破產中提過訴願，好比說對克梅公司（Cruickshank, Melville and Co.），因為它對另一家破產公司所開出的票券有餘數未付，只付了六、七成。

連歷史的評判也不是向來都有幫助。英格蘭銀行先是在一八三六

年秋天拒絕幫助美國三家「威字頭銀行」（威金斯、威爾森、威德斯），後來在一八三七年三月又軟化下來向它們提供信貸。安德烈亞德曾論及，該行走了大膽的一步，而且沒有必要為它的勇氣懊悔。相反地，克拉芬則認定，該行在放款時並不情願，導致威爾森和威金斯在五月底倒閉，以及威德斯隨後也破產，這結果並不令人訝異，結果則是「又臭又長的欠債故事延續了十四年」。不過對馬修斯來說，英格蘭銀行救助三家銀行「為避免它們停業，在不抱希望的情況下向三家銀行提供援助，是由於判斷錯誤，但他們的操作原則是正確的」。

丨 何時提供？提供多少？

在談論央行政策時，「太少、太遲」是最令人難過的話之一。但多少才足夠？而什麼時候才是對的時間？

白芝浩的規則是，只要願意承擔罰息就可自由放款。「自由」指的是只有對有能力償債並有良好擔保品的借款人，必要時也可以有例外。這一規則指的是，中央銀行在危機時期不應僅採用權宜之計。在一七七二年初，英格蘭銀行試著靠選擇性的限制貼現來限制過度交易，結果遭到了批評。一七九七年時，該行開始按比例貼現，福克斯威爾認為，這在一八〇九年又進行了一次。當央行認為承兌過多時，另一個解決方法就是提高抵押品的合格要求，以便把合格票券的到期日從九十五或九十天縮短到六十五或六十天，或是要求增加簽署的數量。一七八三年五月時，英格蘭銀行為本身的客戶貼現過多，脫離了正常的作法，當年就拒絕對公債的認購放款。克拉芬評論說，很幸運當年夏天沒有出現引起恐慌的公共或私人災難，因為英格蘭銀行滿足貨幣需求的能力已受到限制。在這個案例中，該行表現得像是憂心本身安全的私人銀行，而不是負責為體系帶來穩定的公家機構。

最終放款人在為體系供給資金時，不再是透過貼現機制，而是透過公開市場購買。央行該把貨幣供給擴張多少？紐約聯邦儲備銀行在一九二九年十月貸款了一億六千萬美元，加上一九二九年十一月的兩億一千萬美元，這樣是不是足夠？紐約聯邦儲備銀行相信，這些貸款不夠多。紐約聯邦儲備銀行在操作時，所奉行的理事會指令允許它每週買進兩千五百萬美元的公債，但它在十月時卻違反了這條規則，所買進的值達一億六千萬美元，並在十一月十二日向該會力薦，把一週兩千五百萬美元的限度去掉，並授權公開市場投資委員會（Open Market Investment Committee）為體系買進兩億美元的債券。在大舉協商後，該會在十一月二十七日不情願的准許了這項請求，而在十一月二十七日到一九三〇年一月一日購買了一億五千五百萬美元的債券。至此，貼現快速開展，而且利率急挫，市場上對最終放款人的需求也宣告結束。

對於最終放款人的角色，有些貨幣派似乎很糾結。傅利曼和史瓦茲引述了白芝浩「不要把恐慌給餓死」，似乎是同意此一觀點。他們認為，紐約聯邦儲備銀行在一九二九年十月買進一億六千萬美元時，所採取的行動「及時又有效」，雖然他們對哈里森宣稱紐約股票交易所就是靠著公開市場購買才開得下去有所懷疑。但傅利曼反對所有的貼現。超貨幣派的看法力主，該時期的公開市場操作使一九二〇年代的信貸膨脹受到了展延。但大部分的貨幣派都相信，只要貨幣供給以固定的速度增加，就不需要最終放款人。回顧起來，從一九二九年十月中到十一月底的那幾週，公開市場操作是不足的。它使紐約的銀行得以接管外埠銀行的活期貸款，但代價是減少了購買股票、商品和房地產時可用信貸的金額，而導致它們的價格下跌，並助長了後續的蕭條。

在一九八七年十月黑色星期一的崩盤中，聯準會處理危機的時間點無懈可擊，如同長期資本管理公司在一九九八年九月崩解時，它也

幫助了美國的資本市場。

時機的掌握是一項特別的問題。隨著繁榮攀升到最高點，沒有引爆恐慌也一定會放緩。在崩盤發生後，重要的是要等得夠久來讓無力償債的公司倒閉，但不能久到讓本有能力償債的公司也受到危機影響，照克拉芬所說就是「延緩游泳高手送命」。在賠款券引發爭論的期間，狄斯雷利（Disraeli）在一八五七年十二月四日的發言中引述了不具名「倫巴德街最大貼現商號」的領導人說，「要不是他得知政府會在壓力極大時出手干預，他應該會放棄繼續掙扎，而就是基於這樣的默契，他才把生意做下去」。可點出的問題在於公平性，內部人有私人消息和默契，但外部人沒有，這一段引述凸顯了時機的重要性。很難回答的是，太快、太多，是不是比太少、太遲要來得糟。

一八五七年時，美國財政部就太早出手拯救市場，反而造成了經濟更進一步通膨。一八七三年則是反應太慢，在上半年的期間竟然沒有採取任何措施。史博拉格指出「票據交換所受到了不幸的延緩」，也就是在回應一九〇七年的危機上，當局干預得太慢，讓事情拖得太久，這種情況在美國內戰之後再未發生。

假如承認最終放款人在投機性的繁榮之後存在的必要性，並相信限縮措施不可能在不引爆崩解下就使榮景放緩，最終放款人就會在金額與時機上都面臨兩難。公開市場操作的兩難比貼現體系要來得嚴重。在後者的案例中，白芝浩提出最佳的處理辦法：透過有償債能力的公司來提供穩健的擔保品，以懲罰的利率來把市場餵飽。在公開市場操作上，主管機關就要自己決定了。白芝浩主張不要把市場給餓死的觀點是正確的。要讓信貸在體系中發作，多比少要來得安全，因為過剩可以等事後來收拾。

出手時機是一門藝術。聽起來很空泛，但卻是它的精髓。

援助無力償債的銀行？

白芝浩的學說是，央行對於無力償債的銀行應開放無限度放款，但前提是要以懲罰的利率，即使利率比銀行在貸款上所賺取的要高。原理在於，假如央行不提供無限度放款，當放款人面臨流動性不足時，就會出售其所持有的證券資產，使價格無可避免的下跌，這意味著某些本來有能力償債的銀行，很可能會因為資產的市值下跌而倒閉。

白芝浩並不主張要央行對無力償債的機構擴展信貸。假如銀行無力償債，法院就會規定財產管理人把證券與資產賣掉，以換取現金來付給債券人和存戶。這種變賣行為會使證券與資產的價格折損，與有能力償債卻欠缺流動性的銀行賣出證券與資產，而導致價格下跌相同。這些證券與資產的買家不會知道其交易對手是流動性不足的銀行，還是破產銀行。

白芝浩的學說區分出對有能力償債的銀行要提供支援，對無力償債的則不要。但這其中有一些技術問題，因為銀行是否無力償債要看它所持有證券的價格，以及它的競爭對手所持有證券的價格。在危機期間，既然央行非得買進政府債券不可，很多投資資金從私人部門證券轉移至公共部門證券，因為公共部門不會破產。私人部門因此而不得不出售其所持有的國債等資產，因為其價格出現下跌，甚至劇烈下跌。與其未來的利息收入相比，這些證券的價格會極低。最終放款人的角色可以阻止這些證券的價格下跌，即便如此，很多謹慎的金融機構仍然會出售其所持有的私人部門證券，因為其不敢百分之百的確信，私人部門證券不比公共部門證券的風險更高。因此，當經濟活動放緩時，相對於公債的價格，較高風險證券的價格下跌便很正常。但最終放款人會無

法事先判定，哪些銀行很可能會活下來，也許一月一日有能力償債的銀行過了一個月就無力償債了。因此，最終放款人必須選擇是要更謹慎提供流動性，因為它對於各家銀行並非全然有信心；還是要實施寬鬆政策，因為其提供流動性的措施和額度可能無法阻止證券資產價格的進一步下跌。

白芝浩會如何看待量化寬鬆——一次量化寬鬆、二次量化寬鬆、三次量化寬鬆、四次量化寬鬆？

在二〇〇八年十二月，聯準會開始買進美國財政部的證券，其初衷是為了避免私部門的證券價格進一步下跌。從二〇〇八年到二〇一四年量化寬鬆政策結束，聯準會在該方案上總共花了四・五兆美元。聯準會等同是減少了銀行持有的政府債券，這使銀行只能選擇將資金存在聯準會的無息帳戶上，或者購買更多的私人部門證券。聯準會為證券的價格設置了下限，以穩定銀行體系。一次量化寬鬆接續二次量化寬鬆、三次量化寬鬆、四次量化寬鬆，結果就是聯準會的資產大增，以銀行存款形式的負債也相應增加。

英格蘭銀行、歐洲央行和日本銀行則效法聯準會，訂出了本身的量化寬鬆方案。

按照白芝浩的學說，央行應該要以懲罰的利率提供不限金額的信貸，以避免流動性危機演變成償債危機。假如他認為，依照這些方案來購買證券會顯著降低房地產價格進一步下跌的機率，他或許就會對方案加以稱許；但假如他認為，方案提高了證券資產價格，增加了家庭的財富水準，進而提高消費支出，他可能會持批評態度。

13

國際最終放款人

國際最終放款人的基本主張是，要降低國家把通貨緊縮的壓力傳給貿易夥伴的機率，因為當進口支付暫時衝高或出口盈餘不足時，貨幣價格通常都會下跌。這樣的下跌情況將影響到貿易夥伴，不論是因為主動下調還是受市場影響的被動下挫。一九三〇年代，有些國家奉行「以鄰為壑」的政策，主動下調貨幣的價格，或是為貨幣建立較低的新平價，以推動國內製造業就業及發展。當奧地利先令的價格在一九三一年五月下調時，通縮的壓力便傳到了德國，後來又傳至英國；一九三一年九月，英鎊不再與黃金保持平價關係後，通縮的壓力便傳到了美國、法國、義大利和其他與黃金維持平價的國家；一九三三年三月，美元與黃金間的聯繫也大大削弱，通縮的壓力便傳到了法國和其他仍維持金本位貨幣制度的國家。

芬蘭馬克的價格在一九九二年下跌時，通縮的壓力曾傳到瑞典，瑞典是它在全球市場上生產和銷售木材的一大競爭對手。泰銖、馬來西亞令吉和韓元的價格在一九九七年下半年下跌時，大大衝擊到了美國的財貨市場；相對於進口，這些國家的出口劇增，導致美國的貿易逆差增加。但從這些國家流到美國的資金，反而助長了美國的股價上漲，家庭財富也因此增加，連帶使支出變高，這一項經濟效應大於美國貿易逆差所帶來的損失。一九九〇年代，隨著房地產和股票的價格下跌，日本的貿易順差不斷增加，使其主要貿易夥伴面臨巨大的通縮

衝擊，尤其是美國。同樣的，中國的貿易順差在二〇〇二年後急增，也是跟美國的貿易逆差不斷上升有關，但進口增加對總體美國就業率的影響有部分遭到了掩藏，因為美國房地產市場的繁榮導致了營建業的就業率衝高。

主要的問題在於，假如其中一些國家能夠透過向外國借貸來彌補逆差，它們是否會限制貨幣的價格下跌或保持它的平價。在一九九七年的金融危機後，假如能比較容易取得外國的貨幣，用來支撐本身貨幣的價格，某些亞洲貨幣的價格就不會跌得那麼嚴重。同樣的，在一九九四年底和一九九五年的墨西哥披索危機中，假如墨西哥政府能立即取得美元，披索的價格就會跌得比較少。

國際最終放款人會遇到的問題是，只要各國有獨立的中央銀行，貨幣的價格勢必會產生變化。當遇到衝擊時，國家調整貨幣價格能減少付出的代價。貨幣價格下跌有時是必要的，尤其是在達成低通膨率或實現生產力增長上，不如主要貿易夥伴成功。於是比起等待成本與價格下跌，調降國家的貨幣價格或許是付出代價較少的方式來維持高度就業，以及達成令人滿意的貿易餘額。貨幣的價格變化有些或許是由重大的結構性衝擊所引起，包括因為科技變革而失去出口市場、原物料的國內供給遭到掏空，以及工業化程度較低國家的勞動生產力提高等。貨幣價格下跌有時是非必要的，但較低的貨幣的價格能使政府能達成高度就業率與經濟成長。

國際最終放款人的管理人必須決定何時向危機國提供信貸支持，以幫助他們應對暫時性的收支逆差，以及何時拒絕其信貸支援請求，因為該國需要自己針對不平衡來調整，無論是靠管理或允許貨幣價格下跌等。匯率變化是為應對衝擊而不得不做出的調整，這種調整的代價是高昂的。相對於長期均衡價，一國的貨幣隨著市價上漲而「超漲」，幾乎都會對該國的貿易財部門造成通縮的衝擊，因為相對於出口量，進口量會增加。反過來說，相對於長期均衡價，一國的貨幣隨

著市價下跌而「超跌」，就會觸發通膨率和國內的利率衝高。再者，一國的貨幣價格急跌，常導致利率衝高和信貸供給下降，造成企業與銀行倒閉。

貨幣大規模超跌常是以顯著超漲為前導。在一九九四年的前十一個月，經調整墨西哥和貿易夥伴在通膨率上的差異後，墨西哥披索的價格高得異常；墨西哥的貿易逆差對該國國內生產毛額的比率太高，很難繼續維持三、四年以上。在一九九四年最後幾個月，總統換人期間，跨境投資流動突然反轉，披索的價格急跌，因為外國投資人試圖減持墨西哥證券，而墨西哥國內投資人則是買進更多美元證券。隨著國內企業的競爭力改善，墨西哥的經濟必須加以調整，但調整起來很複雜，因為披索證券的利率一飛沖天，再加上國內出現銀行倒閉。體制和政策創新能控制起初的超漲和後續的超跌，就能提升墨西哥的經濟福祉。國際最終放款人在削弱超跌上所採取的措施顯而易見；但在削弱超漲上所採取措施的則比較不清楚。

國內最終放款人的主要責任是，避免流動性不足引發成償債危機，使得許多銀行和其他放款人必須賣出證券來增加手邊現金；而證券的價格將會下跌，先前有能力償債的企業可能會面臨破產。這時國內最終放款人就像是站在蹺蹺板上找平衡，一端是拯救由於風險投資、經營不善而瀕臨破產的金融機構；一端是拯救這些金融機構的競爭者，避免它們因為擠兌導致資產價格下跌而破產。

國際最終放款人的主要責任是對國家提供流動性，避免出現偏離經濟基本面較大的價格波動。國際最終放款人會遇到的風險是，國家或許會用增加信貸來延緩其貨幣價格下跌的時間，或會減少國際收支逆差的調整。

至少有四個世紀，當政府向海外借款，以及一國的私人銀行向外國的對應方借款來應付資金突然遭到抽走時，國際信貸都使國家能夠抑制貨幣的價格下跌。全球第一次出現流動性短缺是在一九二〇年代

時，更確切地說，是貨幣性黃金短缺。隨著第一次世界大戰結束，國內物價水準上漲、黃金的產量下跌，導致政府和私人對黃金的需求都顯著增長。大國的金融主管機關擔心黃金短缺會變得更嚴重，因為在曾屬奧匈帝國的捷克斯洛伐克、南斯拉夫等地新成立的央行，會買黃金來當成國際準備資產的一部分。好幾場由國際聯盟（League of Nations）所舉行的會議，呼籲央行在持有國際準備資產上，以黃金為形式的比重要小，以英鎊或美元計價的流動資產形式的比重大。

成立於一九四〇年的國際貨幣基金組織（IMF）提供了正式的協議來對本國政府擴展信貸，以援助它們應付龐大的收支逆差與貨幣危機。成立該基金的原因是，認為各國在一九二〇和一九三〇年代很多破壞性的競爭行為是起因於國際信貸短缺，導致貨幣價格急遽下跌和國際貿易量劇烈下降。各國把關稅稅率急速提高，並容許貨幣價格下跌，利用減少進口、增加出口來刺激國內就業，也就是所謂的「以鄰為壑」政策。這裡用合成謬誤來形容很貼切，因為這樣的政策或許對個別的國家來說是成功的，但卻會傷害其他所有國家的利益。

當國家成為國際貨幣基金組織的成員時，代表同意限制貨幣在平價上的價格變化，而且平價要調整超過一成之前，必須向該基金徵求許可。該基金是靠成員國認購資本，再將這些所募到的貨幣池用來借入美元或其他外國貨幣，國際貨幣基金的成員國就能為收支逆差來融資。

一國的貨幣價格下跌，通常都會提升它的國際競爭地位和減少貿易逆差。但這一過程可能是長期的，因為企業提高其生產能力，製造更多具備出口優勢的產品需要一段時間調整，因此，在短期內，國家的貨幣市價會因供需結構的變化和貿易逆差的增加而快速貶值，直到達到新的平衡。

當貨幣沒有以平價來定錨時，為了回應跨境投資流入的變化，超漲和超跌是無可避免的發展。在貨幣交易員聽從「趨勢是朋友」的誤

導下，超漲和超跌的範圍常會擴張。近年來，投機性交易更是屢見不鮮，各貨幣的價格變化遠大於用通膨率的差別所預估的金額。早一代的經濟學家則是用「破壞穩定的投機」這個詞來形容貨幣價格的這種變化模式。

有時候貨幣價格的調整是在有利的情況下發生，但並非總是如此。一九九四年時，相對於國內生產毛額，墨西哥的貿易逆差太大，而且外債增加得太快，要把這個比率調整到可維繫的值，或是經常帳逆差對國內生產毛額的比率降為三%到四%，披索的價格就必須降低，披索價格這種必要且無可避免的下跌，會劇烈衝擊到墨西哥的儲蓄、財政局勢，以及墨西哥的國內生產毛額。當龐大的貿易逆差開始修正時，大量資金便流出，披索的價格跌了五成以上，而且墨西哥經常帳餘額對國內生產毛額的比率變化超過一成，對該國的經濟來說造成了巨大的震撼。

在一九九七年十二月，韓元的價格跌了近五成；在危機前，該國的經常帳赤字是國內生產毛額的一%，之後該國則形成了三%的經常帳盈餘。經常帳餘額出現4%的變化，對該國經濟產生巨大衝擊。在亞洲危機之前，印尼幣的超漲範圍很大；在危機後，則是超跌要大得多。

超漲和超跌是過渡現象，跟國際資金流向與規模的變化有關，它對國內經濟有強大的實質效應，而且其中一些是永久的效應。分析師會低估貨幣價格邁向新均衡價的變化幅度，其原因在於他們往往忽略了超漲、尤其是超跌的永久效應。

國際最終放款人會幫助國家來節制貨幣的市價偏離長期的均價。來自金融史的一項推論是，如果沒有國際最終放款人，接續金融危機而來的經濟蕭條將持續更長、更久，如同在一八七三年、一八九〇年和一九三〇年初。

在形成國際最終放款人時，一個關鍵問題在於要構思法律框架來

規範它的作業，尤其是分配信貸的規則與程序。在沒有單一世界貨幣的情況下，國際最終放款人提供貸款多是一國或好幾國的貨幣——貨幣所屬的國家八成都是大量持有國際準備資產或大量的收支順差，或是首屈一指金融中心國的貨幣。

一九三〇年代的債務通縮循環，連帶影響包含了事業倒閉、銀行關門，以及消費者物價水準下降。當企業倒閉時，就會出清庫存而使財貨價格水準受到折損，並使其他生產或持有類似財貨類型的企業減少淨值。企業倒閉導致銀行貸款的虧損變大，銀行開始惜貸，它們拒絕展延一些到期貸款，因為其中一些借款人可能未來會有無法償債的問題。即使名目利率偏低，實質利率卻因為財貨價格水準下降而偏高，因此抑制了投資支出。

在一九九〇年代末，日本物價水準下跌近一%，許多企業倒閉。在亞洲金融危機接續下來的六年，香港都處在債務通縮循環中，其他亞洲國家的貨幣價格也幾乎是全數下跌，大大削弱了香港企業的出口競爭力。

國際最終放款人的外在條件有兩方面與國內放款人不同，一是流動性危機常跟貨幣價格的變化有關，另一是在國際脈絡下的法規比較脆弱。國際最終放款人也要更謹慎和精確的是，對國家提供流動性來讓貨幣價格避免不必要的變化，並把供應流動性會使國家能把貨幣價格的必要變化加以延後的機率降到最低。在一九九九和二〇〇〇年時，阿根廷靠國際借貸，降低貿易逆差與延緩財政赤字的必要調整。（在披索的價格急跌後，阿根廷便吃定外國債權人，要他們把所持有的阿根廷借據大舉裁減。）再者，一國的貨幣價格有必要變化時，國際最終放款人擴展信貸或許也會減少邁向新均衡價的超跌；最後，有時研判一國的貨幣價格有沒有需要變化是主觀的判斷，國家的收支逆差或許會受到景氣循環或商品價格的變化有所反轉。

若要將國內最終放款人和國際最終放款人進行類比會很困難，因

為本國貨幣價格的變化沒有好的國內對應。正常來說，國內最終放款人不會對無力償債的機構放款，除非這家機構面臨的困難是暫時的，且得到存款保險機構或其他政府組織的擔保。許多金融危機都牽涉到，價格下跌的貨幣已變得嚴重高估。問題是要判定，國家何時該因為根本性失衡（fundamental dis-equilibrium）（此詞是被國際貨幣基金所推廣普及的）而把貨幣價格降低，意指國家允許貨幣變得嚴重高估。只要國家保有改變貨幣價格的能力，國際最終放款人就必須判定，動支基金何時會使國家能把貨幣價格的必要變化延緩，以及這樣的動支何時會使國家能讓貨幣價格避免不必要的下跌。

從一九七〇年代初起，已經出現超過四十起銀行危機，其中很多都造成產出水準的嚴重衰退。這些危機大部分都伴隨著貨幣危機，本國貨幣的價格大跌，導致以外國貨幣計價的負債，按比例對應國內貨幣來增加。稱職的國際最終放款人可以節制貨幣市場的波動，以及降低證券與房地產對國內市場的衝擊。

讓我們看一下從一九八〇年代初起的一些大型貨幣危機：

- 墨西哥、巴西、阿根廷和其他十個開發中國家，一九八二年
- 英鎊、義大利里拉和其他歐洲貨幣，一九九二年
- 墨西哥披索，一九九四和一九九五年
- 泰銖、馬來西亞令吉和其他亞洲貨幣，一九九七年
- 俄羅斯盧布，一九九八年
- 巴西雷亞爾，一九九九年
- 阿根廷披索，二〇〇一年
- 冰島克朗，二〇〇八年

美國的金融援助方案緩解了一九九五年的墨西哥披索危機。泰國、南韓、印尼和菲律賓在貨幣價格急跌後，從國際貨幣基金取得了

大筆的信貸。俄羅斯在一九九八年春天從國際貨幣基金取得了大筆的貸款，即使盧布的價格急跌似乎無可挽回；同樣地，阿根廷在二〇〇〇年秋從國際貨幣基金取得了大筆的信貸，即使從當時的情況看，要扭轉披索兌美元的跌勢只能祈禱奇蹟發生（在以上兩次危機中，美國及其他成員國都透過國際貨幣基金向危機國提供信貸援助，而未親身參與）。

■ 從歷史角度看國際金融危機

研究者通常會區分內部流失與外部流失。內部流失牽涉到國內對貨幣或黃金的需求增加；外部流失則是以黃金流到外國的形式。外部流失普遍可以靠提高利率來抑制，因此戲稱，英格蘭銀行把貼現率提高一%，就會把「月亮上的黃金都吸引過來」。雖然利率提高與資金流向國內之間常會有時間差。假如投資人把貼現率提高視為該國經濟疲弱的徵兆，便會把該國的貨幣大量賣出，外部流失就會增加，央行便需要把利率進一步提高。有時，僅僅依靠提高利率並不足以改變經濟失衡，或是因為時間差很長和時間有限，央行需要干預來避免貨幣的價格急跌。假如央行持有國際準備資產太少而無以支撐貨幣，可向其他的央行借款，或是靠啟動交換額度。

要降低國際金融危機發生的機率，並在其爆發時將危害降至最低，最好的公共政策是什麼呢？在一八四六到一八四八年的金融危機期間，歐洲各地的債券價格一落千丈，有些跌幅甚至達七五%之多。羅斯柴爾德銀行在巴黎、維也納和法蘭克福的分行都面臨破產的威脅，最後，幸虧倫敦的納森·羅斯柴爾德（Nathan Rothschild）獲得了其紐約代表奧古斯特·貝蒙（Auguste Belmont）的私人援助，貝蒙把白銀從紐約運到倫敦，然後由羅斯柴爾德兄弟共用。央行以壓低利率

來幫忙，但在紐約公司的協助下，納森作為最終放款人化解了這次危機。在一九三〇年代，紐約庫羅的保羅和菲力克斯·華伯格以同樣方式，為當時在漢堡的兄弟麥克斯（Max）提供超過九百萬美元的信貸。

最後放款是聚焦於以央行為本身貨幣或現金的提供者。一六九四年時，英格蘭銀行向荷蘭的國會（States General）借了兩百萬基爾德，以援助英國財政部在九年戰爭期間把資金匯到歐陸去支援軍隊和盟軍。

在接下來的幾年（一六九五到一六九七年），阿姆斯特丹繼續幫助英格蘭銀行，購進它在歐洲大陸遭到拒付的匯票，荷蘭對該服務所收取的利率是一〇%；白芝浩稱之為懲罰率。但它畢竟是生意，而不是供應公共財。

在一七六三年的危機中，英格蘭銀行和倫敦的私人銀行業者發放的信貸數量超過了繁榮時期，以幫助處境困難的荷蘭客戶。它們在八月時運送了五趟黃金、九月時也運了兩趟，此外，英格蘭銀行和其他的銀行還延緩票據兌付。威爾森評論說，這些舉動沒有一項是純粹的利他。相反的，英國了解到其經濟繁榮與荷蘭的經濟密切相關，荷蘭危機的加重會切斷英國的資金來源，因此這是一項務實的政策。

隨著一七七二年的危機在一七七三年一月達到頂點，英荷貿易也為之癱瘓。阿姆斯特丹因為信貸短缺而一片愁雲慘霧，威爾森說，只有英格蘭銀行能拯救該城。一月十日星期日，英格蘭銀行開放了窗口，容許提交鈔券和公債來提領硬幣。首班定期船運出了成艘的金銀，據說一位荷蘭的銀行業者就提領了五十萬英鎊。在同一時間，英格蘭銀行則拒絕為可疑的票據貼現，這使得許多阿姆斯特丹的猶太人銀行被拖垮。俄羅斯的凱薩琳大帝則向她最好的客戶——英國商人提供幫助。這是多次危機中，俄羅斯沙皇首次向西歐伸出援手。

在一八二五年的危機中，有謠傳說法蘭西銀行試著要增添英格蘭

銀行的困局。但克拉芬認為，法國反而是參與國際金融合作的早期例子，把黃金運去倫敦來換取白銀。以白銀的角度來說，倫敦的金價（十五・二比一）比巴黎高（十四・六二五比一），有利於匯兌，但在一八二五年十二月十九日星期一，從巴黎經由羅斯柴爾德的銀行所送來的四十萬英鎊（多半是索維林。編按：「索維林」是一種英國發行的黃金鑄幣，面值一英鎊。）幫上了大忙，因為在先前的星期六遭到擠兌後，英格蘭銀行的金庫等於是空了。

在一八三六到一八三九年的漫長危機期間，英格蘭銀行為了保持流動性，向法蘭西銀行和漢堡市求助過兩次。第一次是對巴黎開出四十萬英鎊的票，英格蘭銀行在一八三八年安排信貸額度，並在一八三九年透過霸菱兄弟公司和其他十家巴黎銀行作為仲介，對這筆額度動支了兩百萬英鎊。在漢堡的另一個類似的信貸額度中，也取到了九十萬英鎊的黃金，當然這個安排也幫助了漢堡，因為漢堡需要白銀。一八三八年時，英格蘭銀行不是最大的黃金商號，卻送了近七十萬索維林去美國。克拉芬說這是史無前例的操作，而且鼓勵了美國的銀行業者在一八三八和一八三九年時在英國的市場上發行更多證券，這是有害的。但他也坦承，英格蘭銀行很聰明的意識到，英國和美國的利益是環環相扣的。

根據法國的資料記載，在一八四六年的下半年，法蘭西銀行向英國的資本家借了兩千五百萬法郎，英國的資料卻記載，這筆款項是在一八四七年一月從英格蘭銀行借入。在那時候，俄羅斯沙皇提議買進五千萬法郎的法國三％公債，以便為法國和英國所需要的小麥進口援助融資。英國也因此而受益，因為法國把半數的錢用來償還英國的預支款。英格蘭銀行當時的行長帕默（Palmer）在國會專責委員會（Select Committee of Parliament）前表明，要跟美國、漢堡、阿姆斯特丹和巴黎的主要銀行達成理解比運送黃金更有利。

央行的合作並非全都是讚譽。凡納寫道，英格蘭銀行於一八三六

年「在不情願下」拜託法國幫忙，這種作法被英國視為恥辱，因為當時兩國關係並不特別友好，「尤其是據報導，提耶爾的追隨者都在自誇法國人的大方……但一面又強調以後無論在什麼情況下，都不該再這麼慷慨」。湯瑪斯·圖克認為，貸款是「丟臉的權宜之計」、「近乎國恥的情境」。巴黎有些人則批評法蘭西銀行不負責任，竟然在對方國內求助無門的情況下牟取利潤，而不是提供幫助。

在一八五〇年代，共同應對危機的國際間合作減少了。克拉芬寫道，在一八五七年十一月時，英格蘭銀行曾考慮與法蘭西銀行聯合行動，但他並沒有指出是什麼行動，所提到的行動內容也「沒有下文」。最有趣的操作應該是十二月對漢堡西爾伯茲恩（Silberzug）的援助，它是一場連環危機的最後一站——從俄亥俄州開始一路蔓延到紐約、利物浦，然後蔓延到歐洲大陸，尤其是斯堪地那維亞半島。十二月四日，漢堡參議院表決通過成立了一千五百萬馬克的基金，是由五百萬的漢堡債券和一千萬的白銀所構成，將在一個或好幾個外國中心借款來募集。接下來的任務就是把錢借到手。請託貸款的有倫敦的羅斯柴爾德、霸菱和漢布洛斯（Hambros），巴黎的富爾德（Fould），以及阿姆斯特丹、哥本哈根、布魯塞爾、柏林、德勒斯登和漢諾威的各政治與金融機關，但各筆請求都遭到了回絕。來自富爾德的答覆如下：「貴司的訊息並非十足清晰。」來自柏林的是：「未見布魯克（Bruck）和陛下的金融企圖心。」在十二月八日，除了海涅（Heine），漢堡的每家銀行都瀕臨破產，而且船長不願意卸貨，因為他們擔心收不到錢。此時維也納捎來音信，它們願意負責所有的貸款，載送白銀的列車旋即抵達。

白銀搬下了列車，並以白銀來放貸給默克（Merck）、戈弗雷（Godeffroy）、貝倫堡銀行（Berenburg, Gossler and Co.）等首屈一指的銀行業者，再加上比較小的五家。當市場得知有足夠的白銀時，恐慌便在十二月十二日結束。有些公司，如唐訥公司（Donner & Co.）

起初分配到的是七十萬馬克的信貸額度，結果由於市場信心恢復，對這筆錢就毫無需要了。布姆（Böhme）詳細描述了這次危機，他說多年以來，每當漢堡人和非漢堡人聊到貨幣時，都會不斷提起這段往事。英國的外交電文揭露了援助行動的政治層面，英國駐漢堡的領事曾論及，所幸對英國來說，出手救助的是奧地利，而不是俄羅斯，因為這樣才不會讓漢堡有要加入關稅同盟的壓力。十二月二十九日，來自柏林的電文把曼陀菲（Manteuffel）男爵的聲明轉發到漢堡，他解釋了柏林無法提供援助的原因，然而這一連串蹩腳的解釋卻只暴露出缺乏企圖心，所凸顯的則是柏林「錯失了機會」。

漢堡的恐慌消退使北歐的困頓得到了紓解。不過，一項正面的國際官方救助是，英格蘭銀行在十二月十八日對挪威政府的本票放貸，它用於支援英格蘭銀行所持有的挪威企業的逾期票券。

一八六一年，南北戰爭爆發時，紐約的恐慌把巴黎和倫敦的硬幣吸引了過來。法國不願調高貼現率，加上法國的金銀比率與市場比率日益背離，導致法國用兩百萬英鎊的白銀來跟英格蘭銀行換取兩百萬英鎊的黃金。這筆買賣所生出的資金沒能挽救情勢，所以在一八六一年，法國便以高於出口點的價格在倫敦買入黃金，接著法蘭西銀行透過羅斯柴爾德和霸菱，安排對倫敦開出了兩百萬英鎊的票券。

在一八七三年的危機期間並沒有國際合作，但有兩個層面凸顯了央行買賣的政治敏感性。在一八七二到一八七三年的書信中，英格蘭銀行指出並否認了「荒謬的謠言」，即它想過要向法蘭西銀行申辦貸款。普魯士銀行（一八七五年成立的帝國銀行的前身）行長在十一月的第二週寫了封信給英格蘭銀行，提議在當時或將來的任何時候都願意提供黃金貸款。（克拉芬在之前評論說，德國被勝利沖昏了頭，柏林膨脹得像是伊索寓言中的青蛙）。英格蘭銀行禮貌且明確的婉謝了提議：「本行現在沒有需要，以後應該也不會需要此等救助，感謝貴行一片善心之安排。」克拉芬補充說，這種暴發戶式的建議對英格蘭

銀行行長來說，不啻為一種侮辱。

一八九〇年時，由於意識到霸菱財務狀況披露後可能會引發危機，英格蘭銀行的行長威廉·李德道爾準備了兩道防線。除了國內的保障，他還安排讓俄羅斯政府放棄從霸菱提取兩百四十萬英鎊的存款，以及申貸法蘭西銀行的三百萬英鎊和俄羅斯國家銀行的一百五十萬英鎊，用的都是黃金。李德道爾告訴法蘭西銀行的行長，以平常的銀行率操作就會及時籌到黃金，而且在突如其來的風暴下，採用非常規措施並沒有什麼好丟臉。儘管如此，李德道爾和該市對於向法國人和俄羅斯人求助仍感到不安。克拉芬這麼說道：「假設基於某種政治、金融的原因，他們不願意伸出援手呢？」

在一次世界大戰前，這種國際援助的敏感性就顯露在一九〇六到一九〇七年的危機中。當時受到諸多討論的不是法蘭西銀行會不會幫助英格蘭銀行（它顯然是會），而是英格蘭銀行會不會尋求這樣的幫助，假如不會，法蘭西銀行所採取的舉動會不會多半是為了本身的利益。謝爾斯（Sayers）描述了從一八九〇年到一九一四年的英格蘭銀行時，在名為〈假設歐陸支援該行〉的一章裡，他斷定英格蘭銀行並沒有求助。謝爾斯引述了一九〇六年九月的《經濟學人》：

有些人說，由法蘭西銀行來幫助英格蘭銀行應付美國對黃金的需求.....但絕不應該因此認為，英格蘭銀行真的僅是為了讓美國的投機者能輕易得到黃金，而使自己受辱。

在一九〇七年的秋天，法蘭西銀行又向倫敦運送了八千萬法郎的美國鷹揚金幣。法蘭西銀行的一九〇七年報告指出，兩次事件都是其決策的結果。法國的報刊舉出了所指稱的原因：讓英格蘭銀行擺脫提高貼現率的壓力，這意味著英格蘭銀行提出過援助要求。英國的資料卻強調，英國方面從未有過此類聲明，就像一八九〇年的情況一樣，是法國希望降低英格蘭銀行的貼現率的結果。《泰晤士報》的財經編輯哈特利·韋瑟斯（Hartley Withers）在事後寫道：

它（英格蘭銀行）所顯示的判定最後使法蘭西銀行不得不分攤一些國際負擔，它的三百萬黃金不是送去給美國，而是給倫敦，因為它知道倫敦是可以收回黃金的地方。一般人認為，它執行這項作業是應英格蘭銀行所請，但這實際上是誤解。

另一派看法是，一九〇六、一九〇七、一九〇九和一九一〇年在倫敦市場上進行的英鎊票據交易中，實際上已經出現了法蘭西銀行的公開市場操作。但巴黎的公開市場操作直到一九三八年才開始。

■ 倫敦與巴黎：世界金融中心

盎格魯薩克遜經濟史學者的普遍看法是，從十九世紀初至一九一四年，倫敦就是世界金融中心，巴黎、柏林、法蘭克福、紐約和米蘭則是衛星。

某德國觀察家表示：「到一八五〇年代，資本出口都是由英格蘭壟斷。後來法國插足，多半是為了榮耀，以從事資本出口來服務國家政策、擴大商業利益和開拓新市場。」在一八五〇年代，巴黎在國際貨幣關係上占據了中心角色。凡佛勒克曾寫到一八五七年的恐慌：

「就如同在十九世紀的上半葉，法國是歐洲的政治神經中樞，在一八五〇到一八五七那幾年的期間，它則是經濟循環發散波動的中心。」

經濟循環的中心未必是國際金融體系的樞紐。在一八二〇到一八四〇年間，巴黎援助了倫敦清理在波羅的海、俄羅斯、中國、拉美和美國的外國付款，然後在一八五〇到一八七〇年間成為了「歐洲在外匯上的第一名」。假如這派看法正確，改變情勢的就是普法戰爭。白芝浩表示：

從普法戰爭以來，或許有人說歐洲的準備是掌握在我們手上……所有的大型社群有時都必須以大額的現金來付款，而那些現金則有龐

大的儲量必須找地方放。原先歐洲有兩個這樣的儲存處，一個是法蘭西銀行，另一個是英格蘭銀行。但從法蘭西銀行中止硬幣付款以來，它在貯存硬幣上的用途就畫下了句點。沒有人能保證法蘭西銀行開出的支票一定能兌付成黃金或白銀。如此一來，這種國際收支現金的整體負債便落到了英格蘭銀行的頭上.....所有的匯兌作業越來越集中在倫敦。原先基於諸多的目的，巴黎是歐洲的結算所，但現在不復如此了.....如此一來，倫敦便成了歐洲僅有的大型結算所，而不是原先的兩者之一。而且倫敦八成會保持這種優勢，因為它是自然的優勢.....巴黎的優勢有部分是肇因於已經打亂的政治權力分布，但倫敦的優勢則是仰賴常規的商業走向，非常穩定而難以改變。

一九一〇年時，史博拉格從美國呼應了這番看法。他解釋說，英格蘭銀行在一九〇七年調高貼現率，是為了把其他國家要償還給美國的錢給留住，而不是制止黃金流向紐約。倫敦是世界的貨幣市場中心，提高利率是為了避免必須為所有流向美國的付款融資。

對照之下，博內利在討論義大利與一九〇七年危機的關係時，則堅稱巴黎是控制世界流動性的真正中心。一位研究第一次世界大戰前國際金融態勢的學者認為，「在這項研究中，假如『巴黎的短期利率相對最低』這個事實代表它的實力強大，那麼巴黎將成為一九一四年以前世界最強的金融中心。這項結論似乎牴觸了『倫敦是世界貨幣中心』的普遍觀點。摩根斯特恩企圖調和這些說法，而區分出巴黎是資金充沛，倫敦的功用則是在引動資金。這樣的區別似乎很牽強。各中心都有本身的特定客戶：巴黎有義大利和俄羅斯、倫敦則有美國和英國的殖民地，比利時、荷蘭和德國聯繫較緊密的是倫敦，而不是巴黎；再者，倫敦是對全世界放款，巴黎則是把資金放給為數較少的國家。

| 一次世界大戰後的最終放款人

一九二〇到一九二一年的危機中並沒有國際最終放款人。有部分的遲緩是由各歐洲貨幣的價格下跌所造成。在收支平衡疲弱和貨幣外流所引發的危機中，國家的貨幣貶值會導致貿易財（那些進出口、能出口和要跟進口貨競爭的財貨與服務）的國內價格上漲。急速的通膨震撼或許會產生另一種危機——從貨幣進到財貨，而導致惡性通膨。在一九二三年時便發生在要應付新邊界和缺乏課稅機制的中東歐新獨立國家。場景類似於在保羅·厄德曼（Paul Erdman）的驚悚之作《七九年大崩盤》（*The Crash of '79*）裡，為了處理金融危機，便印製金額龐大的貨幣並讓美元浮動，而導致對財貨的需求衝高。

在一九二〇年代初，大部分的西歐政府都試圖把貨幣價格穩定在一九一四年的黃金平價，恢復戰前狀態。為了穩定，它們常常採用穩定貸款（stabilization loans），以應對貨幣在國際金融市場不斷貶值的勢頭，穩定貸款就類似於最終放款人的貸款，但並非一模一樣。一九二四年，法國法郎受到投機攻擊。首先，隨著法郎的價格在一九一九到一九二〇年下跌，很多外國人便買進法郎，因為預判它的價格後續會朝著戰前的平價上漲，但最後，他們還是放棄並賣掉法郎。阿姆斯特丹、維也納和柏林的投機者（或是受到德國政府所刺激）把法郎賣出，所預判的是事後能以低上許多的價格來購買。隨著一九二三到一九二四年的惡性通膨使德國馬克的價格急挫，從作空部位中獲利的投機者接著便把注意力轉向法國法郎。數十萬的法國人持有以法郎計價的流動證券，關注著各種信號，如法律對法蘭西銀行向國家貸款的限額等。

恐慌在一九二四年三月四日爆發，法郎兌英鎊來到了一百零七，二月十七日是九十八，二月二十八日則是一百零四。法國政府和法蘭西銀行召開了緊急會議，摩根大通公司表示願意幫忙，但附帶一定的

條件：在六個月的循環信貸下，貸款為一億美元，而不是五千萬美元，因為湯瑪斯·拉蒙（Thomas W. Lamont）所代表的該行判斷它太少了。法蘭西銀行拒絕用黃金質押為擔保品，但最後還是屈服了，不過找到了一個更體面的辦法。包括羅斯柴爾德和德溫道（de Wendel），該行的董事進而向政府強討了保守的財政方案。方案在三月九日星期日敲定，而在三天內，投機者就開始潰逃，到三月二十四日時，法郎的價格從一百二十三法郎兌英鎊漲到了七十八，接著法蘭西銀行開始干預，限制法郎的價格進一步上漲。對投機者的限縮很成功，拉蒙寫道，「從未有過令我們如此滿意的操作」。

但成功僅僅是暫時的。法郎在一九二六年受到另一次投機攻擊，價格在一九二六年七月時跌到了兩百四十法郎兌英鎊，接著，法郎的價格漲到了一百二十五，以回應龐加萊（Poincaré）保守的改革，利率衝高則是設計來讓持有財富的法國人安心，並誘使他們把錢帶回巴黎。

靠著安排倫敦、巴黎和紐約的放款人，國際聯盟在一九二〇年代為奧地利和匈牙利以及東歐的若干新央行安排了穩定貸款。最廣為人知的就是推出道斯和楊格（Young）貸款來讓德國的補償回流。道斯貸款刺激了美國去購買外國公債。在一九三〇年代的期間，由於英鎊、日圓和美元的價格連跌，以及德國和奧地利都對外國收支實施了匯兌管制，法郎和黃金陣營其他國家的貨幣變得高估了，但略具諷刺意味的建議是，法國需要黃金穩定貸款。有人說黃金應該要裝進透明的載具裡，像是玻璃靈車，並在法國的各城鎮和村落遊街，藉此說服民眾，主管機關有充沛的黃金，從而鼓勵他們把藏在羊毛襪（bas de laine）裡的路易金幣（louis d'or）脫手，不必囤積。

在一九三一年席捲而來的通縮凸顯出，所需要的國際最終放款人在某種程度上，規模要與之前幾章有所不同，種類也是。包括需要適切級數的貸款、買賣的政治性格、以及需要某個國家或某群國家為體

系承擔穩定的責任。那些寫過類似觀點的人包括喬詹·佩德森（Jørgen Pedersen）和霍特里及一些英國的經濟學家。當時，他們對政府提出的各種建言都收集在蘇珊·豪森（Susan Howson）和唐納·溫契（Donald Winch）的《經濟顧問委員會，一九三〇到一九三九年》（*The Economic Advisory Council, 1930–1939*）一書中。

霍特里提出了中肯的分析：

一九三一年的危機與較早期的危機在國際性格上有別。較早期的危機關乎國際的是，價格下挫和被迫賣出影響到世界市場。但債務只有不重要的部分是導因於外國債權人。一九三一年時，恐慌的顯著特點是，德國的債權人和東歐的債務人害怕外匯市場會崩潰，即使債務人依然有能力償債。為了對抗外國結餘在恐慌侵襲下從倫敦撤出，（該行）升率已經太晚。在恐慌侵襲下引起的撤資，以前從來沒發生過.....問題的根源在於貨幣不穩定。產業蕭條、無力償債、銀行倒閉、預算赤字和違約全都是價格水準下挫的自然結局.....對國際最終放款人的需要浮現。也許有朝一日會是國際清算銀行（Bank for International Settlements）.....但就現況而言，能發揮功能的只有外國央行，或是一群合作的外國央行。

霍特里對於限制這些穩定貸款的理論，十分有見地：

一般而言，假如真的要對受困的央行授信，就該授予所需要的全額，不該有所限制。假如金額不足，匯率終究會崩潰，所借出的資金就會白費.....要麼就不要對英格蘭銀行授信，要麼就不要限制。但這會有一些風險。不限制信貸會使該國能維持金本位，而把正快速變得無法忍受的條件拖延下去.....這樣的教訓是，假如該國能在沒有不當的吃緊下固守貨幣本位，那就無限授信；但假如要過度努力來固守平價，那信貸就免了，而要容許貨幣貶值。

豪森和溫契闡述了英國經濟學家在一九三〇年代寫給政府的一連串報告，包括一份是出自由凱恩斯（J. M. Keynes）擔任主席的經濟學

家委員會（Committee of Economists），其中包含了委員赫特伯·韓德森（Hubert Henderson）、阿弗雷德·庇古（Alfred Pigou）、萊諾·羅賓斯（Lionel Robbins）和約書亞·史坦普（Josiah Stamp），以及幹事漢明（Hemming）和李察·卡恩（Richard Kahn）。報告中力倡央行合作，特別是通過國際清算銀行來進行短期融資和建立貸款的貨幣池。它可用來防止像一九二〇年代所經歷過的那些貨幣潰堤，並恢復「現為不信任對象的國家在金融穩定上的信心」。

一九三二年七月時，英國賣掉了其持有的黃金。當時距一九三三年世界經濟會議（World Economic Conference）還有一段時間，由史坦普擔任主席的內閣經濟資訊委員會（Cabinet Committee on Economic Information）發出了報告來討論「國際金融危機」。其中包含了委員席垂恩（Citrine）、柯爾（Cole）、凱恩斯、阿弗雷德·路易斯（Alfred Lewis）爵士和腓特烈·里史－羅斯（Frederick Leith-Ross）爵士，以及幹事韓德森和漢明。文件中引述了白芝浩的觀點，舉出一八二五和一八四七年的危機，並論及英國再也無法擔任最終放款人；報告中力薦，這項功能該由國際清算銀行來執行，發行稱為國際憑證（International Certificates）的「紙黃金」。

一九三一年五月，奧地利的第一大銀行聯合信貸崩解，這提供了阻斷國際去中介化的第一次機會。奧地利央行維持高利率政策，以便把錢留在維也納，進而助長了經濟走軟，以及隨著證券與資產的價格下跌造成的大幅虧損。聯合信貸在五月十一日所發表的聲明透露出，它虧損了一億四千萬先令，約莫是四分之三的資本。奧地利政府向國際聯盟請求金融援助，因為聯盟在一九二〇年代籌辦過穩定貸款，聯盟則找上了國際清算銀行。它是在一九三〇年依楊格計畫（Young Plan）所成立，以援助德國補償的轉移。奧地利政府想要借一億五千萬先令（兩千一百萬美元）。在五月的最後兩週期間，國際清算銀行從十一家央行安排了一億先令的貸款。到了六月五日，貸款的錢耗

盡，奧地利國民銀行請求另一筆貸款，並需在六月十四日時安排好，但條件是，奧地利政府要拿到一億五千萬先令的兩到三年期貸款。法國人要求奧地利政府放棄在兩個月前所宣布與德國的關稅同盟協議，但奧地利政府拒絕了，並就此垮台。接著英格蘭銀行開出了一週五千萬先令（七百萬美元）的貸款。在奧地利政府停止把貨幣釘住黃金後，先令的價格便急跌。

擠兌轉向了德國。德國銀行的財務狀況因一系列典型的問題，包括過度投機、勾銷龐大的貸款、銀行業者不和、銀行買進本身的股份，以及流動準備遭到掏空等，而導致惡化。圈外人是雅各·戈舒密特（Jacob Goldschmidt），他所屬的達姆斯塔特國民銀行是達姆斯塔特與國民銀行合併的產物。包括德意志銀行（Deutsche Bank）的奧斯卡·華瑟曼（Oskar Wasserman）在內，其他的銀行業者都很厭惡戈舒密特和他的積極戰術。一九二七年時，柏林商貿（Berlin Handelsgesellschaft）停止對羊毛業的經營商北德意志羊毛梳理廠（Norddeutsche-Wolkämmerei）放貸。達姆斯塔特國民銀行把北德意志羊毛梳理廠納為了客戶。北德意志羊毛梳理廠在一九三一年六月十七日倒閉，而拖垮了達姆斯塔特國民銀行；其他的銀行業者不願意提供支援，是因為不喜歡戈舒密特。它有政治上的複雜性，而且內部的金融動盪導致了大舉提領，只有一度短暫因胡佛的暫緩而中斷。六月二十五日時，所安排的貸款為一億美元，包括英格蘭銀行、法蘭西銀行、紐約聯邦準備銀行和國際清算銀行各兩千五百萬，為期到七月十六日。帝國銀行的總裁漢斯·路德（Hans Luther）想要更多的貸款，並要求不要透露確切的金額，所以公報上只說，安排了金額充足的貼現便利。當貸款金額變得眾所周知，而且帝國銀行在六月二十三日的聲明顯示，它的準備覆蓋是四〇·四%，略高於最低規定的四〇%時，就應驗了那句諺語：「魔鬼總是在最後出現」。

為此，德國開始尋求新的貸款，但並未付諸實行。德國人想要借

十億美元。法國人願意考慮的貸款是五億美元，但他們想要設下政治條件。美國政府憂心，預算赤字將達十六億美元，並認為美國國會十分不可能會批准對德國放出更多的錢。美國政府願意考慮對德國展延現有的貸款，而帝國銀行對此事就跟對進一步的貸款一樣想要。在英國，外長亞瑟·韓德森（Arthur Henderson）對這項貸款請求很感興趣，但時任英格蘭銀行行長的蒙太古·諾曼認定，該行「已貸出能夠貸出的全部金額了」。反對外國貸款的一項主張是，危機是由國內資本出逃所引起，而不是外國投資人把資金給抽走。到了七月二十日，貸款的想法默默遭到放棄，「由於不合實際已被掃在了一邊」。德國人反倒是依賴內部的措施來阻斷國內銀行所遭到的擠兌，以及對不情願的外國銀行業者所訂下的凍結協議來阻斷外流。

投機壓力接著轉向了英國。擠兌是在一九三一年七月中展開，有一部分是受到歐陸的虧損所刺激，部分是由梅伊（May）和麥克米蘭（Macmillan）報告認為國內會出現大量的預算赤字，以及預計有大量的外國資金從倫敦撤走等原因而導致的。從一九二七年起，法蘭西銀行就以迂迴的招式把英鎊兌換成黃金，它在現貨的外匯市場上賣出英鎊，並在遠期的外匯市場上買進，然後在遠期匯兌合約到期的日子索取黃金。法蘭西銀行的這種手法看似只把新購入的英鎊餘額兌換成黃金，而不含原先購入的餘額。不過在一九三一年的夏天，法蘭西銀行全面合作，沒有賣出任何英鎊存款或證券。七月底時，紐約聯邦儲備銀行和法蘭西銀行各對英格蘭銀行放貸了一億兩千五百萬美元。當這些資金用完後，英國政府便考慮從紐約和巴黎市場籌集一年期的貸款。英格蘭銀行報告說，在預算赤字這麼大的時候，外國銀行業者不會把資金放給英國。英國的工會反對減少對失業者的救濟支付，並退出支持工黨政府，而使它在八月二十四日垮台。過了四天，在組成新的「國民政府」後，拉姆齊·麥唐納（Ramsay MacDonald）復任首相，財政大臣是菲力普·史諾登（Philip Snowden），所借的兩億美元

是來自摩根所領導的紐約財團，另一筆兩億美元則是來自法國財團。這樣看來，是銀行業者拉了英國政府一把，他們本身的解釋則呼應了摩根在一九二〇年代對法國人的說法，他們並不是在設下政治條件，而是在指出他們覺得有理由拿本身和存戶的錢去冒險的經濟情境。

一九三一年八月五日時，應英國首相麥唐納的要求，凱恩斯在寫給他的信中提出了一系列建議，包括讓英鎊價格下跌，並形成一個以黃金為基礎、低於現行的平價二五%的固定匯兌的貨幣單位，使大英帝國的成員國全都會受邀加入，並聯手南美、亞洲、中歐、義大利和西班牙，事實上就是所有的國家。信中指出，假如不能成功捍衛英鎊，繼續借外國貨幣來支撐它就很蠢了。

四億美元加上兩億五千萬美元的貸款並不夠，英國在九月二十一日停止支撐英鎊。法蘭西銀行並沒有以對英國的設限來對美國設限，並聯手了黃金陣營的其他成員把七億五千萬美元的存款兌換成黃金。美國所持有的黃金減少至此，以及英鎊和釘住英鎊的貨幣價格下跌，所帶來的通縮壓力弱化了美國的銀行體系。紐約聯邦儲備銀行並沒有請求幫助，甚或是暫緩把美元存款兌換成黃金。央行官員的守則講求要咬緊牙關，便讓人聯想起華特·米堤（Walter Mitty）拒絕在行刑隊前蒙眼的故事。一九二九年，哈里森問諾曼，紐約聯邦準備銀行所買的英鎊會不會兌換成黃金時，他得到了簡短的答覆：「當然會，先令可用黃金來清償。這是金本位。」一九三一年時，哈里森繼而提出，要援助莫羅（Moreau），可把法蘭西銀行的任何或所有美元都兌換成黃金。

在一九三一年的故事中，五個層面格外引人矚目：一、英國無法擔任最終放款人；二、美國不願意擔任最終放款人，除了對英國（「關係特殊」的國家）提供有限的貸款；三、法國想在奧地利和德國達到政治目的；四、在一九二三年後，德國便偏執於什麼都好，就是不要絲毫的通膨；五、較小的國家不承擔責任。

這項分析遭到了好幾位觀察家質疑。一位分析師認為，在一次世界大戰後，世界經濟必須靠影響更深遠的事來恢復穩定，或是與二次世界大戰後的馬歇爾計畫相似的事。另一位所考慮的是，德國的經濟無法靠最終放款人來矯正，因為主管機關下定決心要背棄《凡爾賽和約》（*Versailles Treaty*），尤其是它的補償條款。

■ 布列敦森林協定與國際貨幣制度

為了增強第一次世界大戰後二十年間世界經濟的穩定性，對於多邊經濟機構的設計，在一九四〇年代初有過很長的爭論。國際信貸機構（國際貨幣基金組織）成立，藉以幫助各國來為短期的收支平衡逆差融資。而國際復興開發銀行（International Bank for Reconstruction and Development）（IBRD或世界銀行）這個長期放款機關的成立，是為了幫助受到戰爭蹂躪的國家來為經濟重建融資；後續它的焦點成了低所得國家的經濟發展。要成立的國際貿易組織則是為了化解貿易爭議，並就減少關稅和其他的貿易壁壘來提供論壇。計畫中的國際貿易組織延緩了很久才問世，但它的前身關貿總協（General Agreement on Tariffs and Trade）提供了基礎，讓組織以企圖心較小的方式來因應貿易政策的課題。到了五十多年後，關貿總協轉化成了世界貿易組織（World Trade Organization）。

對於國際信貸機構會有助於各國為短期收支逆差來融資的關鍵特徵，主要是英國和美國在爭論，而且在它的財務結構和財務資源上所抱持的看法都不同。英國提出了「凱恩斯計畫」，所構想的機構是有本身的貨幣或記帳單位，各國變成成員後，在這個機構裡就會得到存款來為收支逆差融資。美國在「懷特計畫」裡的想法則是，各成員國在為收支逆差融資時，靠的是把美元或其他某種貨幣轉給有收支順差

的國家，逆差國要用本身的貨幣來向該基金購買美元或其他貨幣。各成員國會有的配額是以它的貿易量和所持有的黃金為準；各成員的配額將決定它的資本認購，以及做為認購的一部分，轉移到該基金的本國貨幣及黃金的額度上。成員國可從該基金取得美元和其他外國貨幣的金額都取決於它的配額。各成員國的配額是劃分成四筆，在十二個月的既定時期中，一國可動用的不超過一筆。第一筆或多或少是自動動用。此後取得信貸就是基於國際貨幣基金組織方面的關愛，而無關乎權利了。

最終，美國人的看法盛行是因為，美國人出了所有的錢。英國人則要美國人同意把該基金的初始資本加倍。

該基金的協議條款（Articles of Agreement）中包含了一套規則來管理成員國貨幣的價格或平價。各成員國必須以黃金或美元的角度來表示它的貨幣平價，並且必須依照平價來把本國貨幣價格的變異限制在平價附近。再者，相對於初始平價，在把平價更動超過一成前，必須得到國際貨幣基金組織的許可。

該基金的結構意味著，它對成員國的貸款是受到金額上的限制，因為它沒有本身的貨幣或記帳單位。（即使該基金有本身的貨幣或記帳單位，它的章程或許也會限制它對成員的貸款或信貸以及總貸款。）於是放款上的限制就是取決於它從變成成員的國家所取得的貨幣金額，以及該基金可向成員借到的貨幣金額。在二次世界大戰結束後的最初幾年中，美元是國家可向國際貨幣基金組織買入的主要貨幣。各國可以保持匯兌管制，以限制資本流動維持平價。各成員國從國際貨幣基金組織獲得的貸款必須歸還。

在二次世界大戰結束後的十五年間，該基金和世界銀行是處於附屬地位，因為經濟重建的融資大部分都是在馬歇爾計畫下提供，並以補助款的形式為主。直到一九五八年，英鎊變成可兌換為資本帳上的貨幣，以及工業國家廢止了對跨境投資流動的限縮後，布列敦森林體

系才全面運作。

連在保持資本管制下，對於外國貨幣的證券與存款，企業和投資人都開始增加了需求，這代表各國需要持有的國際準備資產會大上許多。大量資本轉移可以透過「提前和延後」的形式來進行；也就是改變與進出口都有關的付款時機。假如進口商原先是取得三個月的信貸，在對購買付款前突然被要求付現，國家就會經歷到所持有的國際準備資產急降。一項意涵是，許多國家將傾向持有更多的國際儲備資產；另一項是，與國際收支逆差國需要接待的額度相比，國際貨幣基金組織持有的外匯資產規模不足。

在一九六〇年所採用的一般借款協定（General Arrangements to Borrow）就是為了增加國際貨幣基金組織的可用資金；十國集團（Group of Ten）的十大國質押了共六十億美元，讓該基金可用來幫助成員為收支逆差融資。許多國家還是認為，該基金的資源會太少。

再者，國際貨幣基金組織的決策冗長又耗時。決策要靠董事的加權表決，而其中許多人代表了不只一國。要擬訂提案，並等待政府指示後再做出幫助危機國家的決定，這個過程可能要花上三週。

在一九五〇年代後期和一九六〇年代，跨境投資流動增加了。由於科技發展以及通訊和儲存資訊的成本急降，使經濟距離縮減。李察·庫柏（Richard Cooper）強調了這項發展：

這些發展的粗略量化指標在於，對照在一九四七年八月的「大舉」擠兌中，看壞英鎊的最大單日投機額不到一億美元，在一九六九年五月，看好德國馬克的最大單日投機額則超過了十五億美元，以及在一九七一年五月，不到一小時就有超過十億美元移入德國。再者，隨著無知的藩籬進一步倒下，沒有理由一天十五億美元不該上揚到一百五十億美元，或者甚至是五百億美元。

來到一九九〇年代後期，貨幣市場的單日交易量達到了一兆美元。新興市場的貨幣在買賣上增加得更快。

在一九六〇年代的下半葉，國際資本流動的增加，對央行把貨幣維持平價帶來挑戰。有些央行試著在遠期外匯市場上賣出貨幣，使它們能在不掏空的情況下固守平價，起碼是到遠期匯兌合約到期為止。而且在這些日期，央行或許會「回購」或展延遠期外匯合約。少數觀察家相信，這些遠期匯兌買賣會替央行緩解持有國際準備資產的需求，或起碼是減少所持有的金額。英格蘭銀行從一九六四年到一九六七年的經驗顯現出這派看法的限制；到一九六七年後期時，在遠期匯兌合約到期的日子，它承諾要在現貨的外匯市場上交割的美元比它所持有的國際準備資產多了七倍，而且市場參與者變得日益不願把到期的遠期匯兌合約加以展延。對於一九六七年十一月所發生的英鎊價格下跌，英國人在一九六四年時能夠把它延後。

在一九六〇年代，一項重大的國際金融創新就是《巴塞爾協議》（*Basel Agreement*），打造了央行間的貨幣交換機制。在一連串配對央行的雙邊信貸額度上，美國擔起了領導角色。各家央行的資產形式是指定的貨幣金額，並來自參與交換的外國央行；負債形式則是相當金額的本身貨幣，並屬於外國央行的資產。交換額度一經確立，外國貨幣就立刻可用，雖然憑交換額度所提領的錢必須償還。第一筆交換是法蘭西銀行和紐約聯邦準備銀行在一九六二年三月的五千萬美元。六月時，紐約聯準會跟荷蘭和比時利的央行都從事了五千萬美元的交換，跟加拿大銀行則是兩億五千萬美元的交換。七月時，紐約聯準會和瑞士國民銀行（*Swiss National Bank*）確立了兩億五千萬美元的交換額度。到了一九六三年十月，交換規模增加到二十億美元的總額，到一九六八年三月為四十五億美元，到一九七三年七月為一百八十億美元。

一九六一年時，英鎊受到了投機攻擊，在國際清算銀行的會議上，主要國家央行的代表所祭出的信貸共達十億美元。紐約聯邦準備銀行的資深副總裁查爾斯·昆伯斯（*Charles Coombs*）認為這是國際

戰後融資的重大突破。數目大到足以說服投機者，他們打破不了貨幣的平價。大部分的貸款都會靠出逃資本回流所取得的資金來償還。

在使用完持有的國際儲備資產以後，貨幣互換協議中的額度就成為了一國對抗資本衝擊的第一道防線，第二道則是向國際貨幣基金調錢。若干國家使用過交換額度：加拿大在一九六二年六月使用了超過十億美元；義大利在一九六三年三月是十億美元；英國在一九六四年秋天是二十億美元。法國在一九六八年七月動用了十三億美元配套，並在十一月時擴展到二十億美元，以捍衛貶值的法郎。在一九六五年九月時，法國人決定不幫助英國人，被形容是「令人震撼的背棄了央行共濟」。順應眾議的壓力和基於外交政策而與眾不同的意志都很強烈。「它並不奏效。英國人得到了所要的支援」。

布列敦森林體制崩潰的約略成因在於，聯準會和聯邦銀行開始依循分歧的貨幣政策，即使透過境外存款的市場，它們的貨幣市場是緊密聯繫。以任何方式去依循分歧的貨幣政策，都會導致大量的資本流動從紐約到法蘭克福，或是從法蘭克福到紐約。在一九七二年的美國總統大選前，聯準會實施了八個月的貨幣擴張政策，聯邦銀行則是固守高利率。投資人便把金額龐大的財富從美元證券轉為德國馬克證券。

美元證券的利率下跌導致了放款標準放寬，如同在一八二五、一八五三、一八七一和一八八五年。總部位於紐約、倫敦、東京和其他金融中心的銀行開始拚命放款給墨西哥、巴西、阿根廷和其他開發中國家，還有蘇聯和它在東歐陣營的鄰國。

龐大的資本流動從紐約到法蘭克福和其他金融中心，可調整平價制就不可能維繫住。美國並沒有努力去捍衛在史密森協議中所訂出的美元新平價。到了一九七三年二月，投機德國馬克的價格會上漲，導致了日益龐大的資本流動進到法蘭克福；聯邦銀行停止買入美元，德國馬克的價格立刻上漲。歐洲的其他央行大部分都跟隨了德國的腳

步。

大部分的經濟學家都認為，採用浮動匯率制會使對利率敏感的投資在移動上削弱，而且貨幣一浮動，央行就能依循獨立的貨幣政策，而不會有任何不穩定的外在效應。對於投機性的資本流動是否會穩定下來，還是只在偶爾的情況下才會產生嚴重的不穩定性，經濟學家則是意見不一；普遍的看法是，害怕貨幣虧損會嚇阻跨境投資流動。這派看法證明有誤，許多銀行是把貨幣視為可交易來獲利的新資產類別。

當貨幣浮動時，起初儼然是不需要國際最終放款人。假如一國的居民對外國財貨或外國證券的需求增加，該國並不會經歷到收支逆差增加，但它的貨幣價格反倒會下跌。預判貨幣的價格會變化，就會鼓勵投資人試圖靠這些變化來獲利，包括一些為銀行工作的人在內。科隆的赫斯特銀行和紐約的富蘭克林國民銀行在交易貨幣上賠了錢，並分別在一九七四年六月時倒閉。德國的主管機關在交易日當中把赫斯特關閉，而製造出新的問題，因為赫斯特收了在貨幣買賣上應付給它的錢，但在把應付給其他銀行的對應德國馬克付清前，就遭到了關閉。為它擔保負債的財團一度只對國內的德國債款感興趣，並準備讓應付給外國銀行的總額不了了之。不過，後來考慮後才將外國的債務包括進去，因此持有赫斯特負債的外國銀行獲得了保全。聯邦存款保險公司把富蘭克林國民的存款接管到四萬美元的限度，而擔任最終放款人的聯邦準備體系等同是確保了剩餘負債的持有人不會蒙受虧損。

在一九七五年三月的《巴塞爾協定》中，國際清算銀行所需要解決的課題是，當銀行倒閉時，結算聲索權的本國責任。一九八二年，當米蘭安保信銀行（Banco Ambrosiano）的盧森堡子公司在對歐洲其他銀行四億美元的負債上違約時，新的問題產生了。義大利銀行拒絕填補這些負債，理由是，安保信的盧森堡單位是歸盧森堡的法律管轄，它的資產和負債與該行的米蘭總行有別。這番詮釋打臉了《巴塞

爾協定》。

石油的價格在一九七三年和一九七九年兩次急漲，而導致產油國的出口盈餘和它們所持有的國際準備資產衝高。這些開發中國家的出口盈餘急增，國內生產毛額的成長率則是趨勢往上。很多總部設在發達國家的跨國銀行紛紛向墨西哥、巴西、阿根廷等發展中國家的政府和國有企業提供大量貸款。

北海、墨西哥和其他地方的產油增加，加上一九八〇年代初的全球衰退使需求下降，便導致了油價降低。來到一九八二年中，墨西哥和許多比較小的產油國都遭逢了金融困局。

在交換協議下，信貸是限制在大型的工業國家，開發中國家則沒份。當它們經歷到金融危機時，信貸就要仰賴國際貨幣基金組織。可是既然其中許多國家對國際貨幣基金組織所要求的條件有強烈的反感，它們便企圖與放款銀行重新談判。但通常，這些銀行同意為到期的貸款再融資前，需要國際貨幣基金組織的許可，這無疑是讓開發中國家再次進退維谷。

當金融條件變得嚴苛時，「過橋」貸款對於在協商時期當中的借款人或許會有幫助。一九八二年時，紐約聯邦準備銀行對墨西哥擴展了十億美元的貸款，美國財政部則靠著未來交割美國戰略石油準備的當下經常開支，買入了對比金額的石油。這些特殊貸款使墨西哥政府能度過危機且避免違約。債務人喜歡這樣的安排是因為，若非如此，他們就會有一代與國際資本市場斷絕（假如歷史顯現過任何指引的話），以及因為他們想要更多的外國資本來提升經濟成長率。債權人喜歡這些安排則是因為，若非如此，借款人違約就會迫使他們認列龐大的貸款虧損。較早期的違約比較不讓已開發國家的信貸體系擔心，因為它影響到的是個人所持有的債券，而不是銀行所擴展的貸款。而在一九八〇年代，第三世界的債務違約會導致一些大型國際銀行遭到擠兌，因為它們的資本適足率令人擔心。

| 限定性條件

民粹派的看法是，國際貨幣基金組織過度限縮了新興市場國家對貨幣政策和財政政策的選擇。大部分的放款人都會對貸款訂出條件，國內和國際都是。在一九二四年的穩定貸款中，摩根大通公司所立下的規定就惹惱了一些法國分析師，雖然標準的回應是放款人對存戶和債權人負有義務，要確保貸款獲得償還。一九三一年時，法國對奧地利和德國貸款的條件屬政治性。美國和法國後來在那年夏天對英國的貸款被工黨視為「銀行業者在敲詐」（在美國稱為「敲竹槓」），因為放款人認為，英國梅伊委員會（British May Committee）所力薦的平衡預算和減少失業津貼應該要加以落實。

憑交換來擴展信貸並沒有附條件，雖然是有「承兌」。當國際清算銀行憑交換來對匈牙利放貸時，它知道靠著向國際貨幣基金組織調度信貸，匈牙利會取得資金來償還貸款。這筆貸款會附條件。當七大集團國的成員向國際貨幣基金組織借款時，如同一九七六年的英國，也會加上條件。

| 一九九四到一九九五年的墨西哥危機

一九九四到一九九五年的墨西哥危機是始於一月時，農民在該國最南邊的省分造反，幾個月後，頭號政黨領先的總統候選人遭到了暗殺。跨境投資流入劇烈放緩，墨西哥銀行在貨幣市場上以干預來支撐披索的價格，以便為該國龐大的經常帳逆差融資；結果它所持有的國際準備資產便快速下降。一九九四年四月時，美國和加拿大前來拯救，多半是因為「關係特殊」，牽涉到一九九三年十一月的《北美自由貿易協定法案》（*North American Free Trade Agreement Act*）。所安排的信貸額度為六十七億美元，美國出六十億美元，加拿大出七億美

元。然而危機仍持續發展。披索再次出現危機是在一九九四年十二月，有部分原因是墨西哥的錢出逃，有部分則是美國和其他的外國投資人在幻滅下把錢給抽走。一九九五年一月時，美國財政部籌措了五百億美元的拯救基金，包括兩百億美元是來自美國財政部的匯兌穩定基金（Exchange Stabilization Fund），一百八十億美元是來自國際貨幣基金組織，一百億美元是來自歐洲各央行，由國際清算銀行所籌措，以及二十億美元是來自加拿大。這一措施發揮了作用。資本外流停止，而且接著便反轉。美國的信貸額度只有一百二十五億美元受到提領，而且到一九九五年秋天，在民間放出貸款幫忙下，還款就開始了。

一九九四到一九九五年的墨西哥拯救行動依舊有好幾個問題。一個是，一九八〇年代初的放貸是不是導致了墨西哥人相信，假如又遇到困局，自己會得到幫助——道德風險的問題。另一個是，金額龐大的信貸所創造出的先例是不是會導致未來的問題。再者，金融主管機關有沒有切斷蔓延，並防止危機散布到巴西和阿根廷，如同危機在一九三一年五月從奧地利散布開來？

白芝浩所開出的處方是，最終放款人應該要不受限制的放款，貸款的規模看似超出任何可能的需要，就能視之為不受限制放款。

| 一九九七年的東亞危機

始於一九九七年七月的東亞金融危機所牽涉到的是，已開發國家的激情放款人極欲分散投資組合，開發中國家的借款人則想要提高投資和成長率，並受到工業國家要求對金融市場鬆綁。其他的因素包括印尼的裙帶資本主義，泰國的體弱政府，以及南韓的巨大企業集團（財閥）。再者，在這些國家，國內銀行的許多貸款都變得逾放。經

濟政策的僵化狀態意味著，日本不再是強勁需求的來源，而且日本對工資較低國家的直接投資以及日本的銀行貸款擴張，便助長了泰國和鄰國的經常帳逆差增加。這些國家的經濟成長率高；一九九二年時，世界銀行發行了《東亞奇蹟》。對於總部位於這些國家的銀行，歐洲的銀行也增加了貸款。在回應這些資本流入下，這些國家形成了龐大的貿易逆差，而且經濟變得會受到任何或將導致資本流入下降的震撼所左右，就跟在一九九四年衝擊到墨西哥的震撼很像。

表 13.1 官方融資承諾（最終放款人）

單位：十億美元

國家	國際貨幣基金	世界銀行	亞洲開發銀行	雙邊承諾	總計
泰國	3.9	1.9	2.2	12.1	20.1
印尼	10.1	4.5	3.5	22.0	40.0
南韓	21.0	10.0	4.0	22.0	57.0
總計	35.0	16.4	9.7	56.1	107.1
比較項目					
墨西哥	17.8	1.5	1.3	21.0	41.6

備註：a 包含運用五十億美元的印尼應變準備。

b 美洲開發銀行（InterAmerican Development Bank）。

泰銖的價格在一九九七年的七月初急跌，而觸發了蔓延效應，並使亞洲其他國家的跨境投資流入放緩，接著便反轉。馬來西亞總統馬哈迪（Mahathir）博士怪罪外國的投機者，特別是美國的喬治·索羅斯（George Soros）。而索羅斯則堅稱，他並沒有放空令吉，同時馬來西亞則在蓋兩棟比世界上的其他任何大樓都要高的新大樓。馬來西亞並沒有向國際貨幣基金組織尋求貸款，反倒是針對資本外流和支付利息給外國債權人來實施管制。泰國、印尼和南韓則是向國際貨幣基金借款。這些貸款和一九九四到一九九五年貸給墨西哥的金額就列在表

13.1裡，出自國際清算銀行。

國際清算銀行的報告曾論及，對墨西哥五百億美元的信貸額度產生了「對市場的心理衝擊」，而阻斷了國內信心所遭到的侵蝕。這些信貸承諾也掏空了未來拯救作業的可用資金。在一九九八年末，美國國會同意了柯林頓當局所提案，提高國際貨幣基金組織的資本與成員國配額。巴西在貨幣危機後，國際貨幣基金組織便在它需要援助時加以幫忙。

以最終放款人來說，世界央行會比國際貨幣基金組織要來得有效率，但成立世界央行會得到許多國家同意的機率似乎偏低。歐洲貨幣聯盟以外的大國大部分都把貨幣的發行和管制視為主權的表徵；在美國，這些功能是銘記在憲法中。

■ 美國與美元

在一九四〇、一九五〇和一九六〇年代，美國帶頭建立了新的國際金融體制制度——國際貨幣基金組織、世界銀行、一般借款協定、特別提款權（Special Drawing Rights）、交換機制和黃金池。再者，在一九八〇年代末，對於墨西哥和開發中國家向大型國際銀行貸款的價值減損，美國採取了創舉來援助，使政府和這些國家的借款人或許能再次把借據賣到全球市場上。當個別國家有重大的國際收支問題時，例如墨西哥、俄羅斯和南韓，美國也是擔起了領導的角色。

一九八〇年代，美國持續貿易逆差的發展是一個重大的意外，在此之前，美國在二十世紀之中幾乎年年保持貿易順差。結果就是美國的國際金融局勢劇烈改變；在一九八〇年時，美國是世界最大的債權國，淨債權部位比其他所有債權國加起來的部位還大。來到二〇〇〇年，美國則成了世界最大的債務國，淨債務部位比其他所有成群淨債

務國的部位還大。美國的淨債務部位持續在增加。

對於美國在一九五〇和一九六〇年代一直是收支逆差，在一九八〇和一九九〇年代及後續一直是貿易逆差，類比則是美國在國際帳上的價值反映了其他所有國家在帳上的價值。美國在一九五〇年代後會形成收支逆差，是因為在其他國家方面，對國際準備資產的需求大過了非美國來源在黃金和其他的新準備資產上所增加的供給。美國在一九八〇年代後會形成持續的貿易逆差，則是因為其他國家對美元證券和美國實質資產的需求。

美國的貿易逆差衝高和美國興起為最大的國際債務國，導致了因果關係上的疑問——美國出現長期的貿易逆差，是因為美國家庭和美國政府胡亂支出，還是因為美元證券一直有外國需求，才形成了這樣的逆差？在一九九〇年代期間，美國是最成功的經濟體，有些經濟分析師表示，在低通膨、低失業、政府出現預算盈餘和技術進步下，它進入了景氣循環受到削弱與金融危機受到馴服的「新年代」。不過，並非全都很穩固。繁榮是依賴美國的消費支出增加和家庭儲蓄下降，以及在二〇〇二年後經證明是暫時的房地產價格衝高。信用卡債來到了新高，家庭破產也是。假如外國對美元價格的信心下降，美國的淨國際欠債增加或許就會出問題。英國經濟學家強烈、誇大的警示名為「無以維繫的七道過程」，雖然作者不願意討論時機，而只說從二〇一五年起，接下來的五到十五年內很可能會不振。有種可能是，美國和美元或許會失去「世界經濟和金融王者」的地位。但只有在其他某個國家形成龍頭地位下，美國才會失去它的龍頭地位，就跟美國在一次世界大戰後取代英國一樣。

有些政治學家很信他們所稱的「政體」，也就是在領導時期當中所培養的合作習慣（他們繼而稱之為「霸權」）。這樣的合作在一九八〇年代頗為管用，尤其是在財政部長詹姆斯·貝克（James Baker）的創舉下，棄守了對美元價格良性忽視的政策，並制訂出一九八五年

九月的廣場協議（Plaza Agreement）和一九八七年一月的羅浮宮協議（Louvre Agreement）。對七大集團國的峰會體系大幅依賴的觀察家屈指可數。這些都帶有強烈的儀式和故作姿態的意味。在制訂有效的協議上，比較適當的是法國、德國、日本、英國和美國的五大集團國。

對於美國的領導下滑，國際貨幣基金組織和世界央行能不能加以代替？這些機構是在布列敦森林會議所成立，以幫助其他國家來處理問題。它們運作緩慢，在必須以幾小時而不是幾週來決定的危機時刻便顯無能。再者，對於以外國貨幣來計價的證券，當投資人的需求有大幅度的變化時，它們的基金就顯得不足。它們的資源會需要靠七大集團國央行的金融資源來補充，尤其要是美元有受到擠兌的話。

儘管美國一直是貿易逆差，美元卻持續是當成記帳單位和匯兌媒介及保值的工具。戴高樂總統當政時，法國不斷挑戰美國的政策和美元的主宰力，不過並沒有大幅成功削弱美元的角色。歐盟或許在經濟和金融實力上有所成長，雖然從二〇〇八年的金融瓦解起，歐元區就一直有顯著的危機，成長極為疲軟。其他國家則是在缺乏更好的替代方案下仰賴美國的領導，但美國在擔起領導角色上力有未逮，滿腦子都是本身的政治和經濟問題，而不願花成本來提供國際公共財。政體在承平時運作順利，但在危機時需要更具有決定性的領導方式，而且在往後幾年，要閃過經濟和金融危機的機率似乎偏低。

國際貨幣基金組織擔任國際最終放款人的成績單

國際貨幣基金組織已成立七十年了。四十四國派代表出席了布列敦森林會議。它現在有十八個成員和兩千四百位員工；約莫

半數的員工是經濟學家。它是成立來服務和增進成員的利益，降低國際交易和付款制度裂解，如同一九三〇年代時曾經歷過的危機，以及世界貿易急降的機率。

該基金表現的成績單脫離不了世界經濟的表現。在國際貨幣基金組織的成績單上，可以打的分數包括：

- 世界貿易成長
- 貨幣價格穩定
- 貨幣保護主義
- 監控全球經濟
- 金融援助
- 技術援助

世界貿易成長十分顯著，有部分是因為較老牌的工業國家接受傳統製成品從新興工業化國家進口。起初是日本和台灣，接著是南韓和新加坡及香港，後續則是中國和泰國及馬來西亞。保護主義不時就會燒起來，以回應進口衝高。尤其是美國的產業保護主義，這個問題許多國家都表達過不滿。

要為國際貨幣基金組織的表現寫成績單，問題在於要區分出相對於一九四四年在布列敦森林的那些抱負，所感知到的缺點有多少該歸因於集體領導和成員國的問題，有多少該歸因於該基金的領導階層，包括常務董事和幹部。緊張關係是顯而易見的，以機構而言，該基金想要額外的權力，但成員國不願對該基金的幹部授予更大的權力，尤其是有最大投票權的成員國。更有可能的是，想要該基金更強大的小國家間存有緊張關係，為的是制衡四、五個最大國的投票實力。

世界貿易擴張快速，本國的關稅和其他在財貨、勞務與證券

上對跨境貿易的設限則是下降。

從一九七〇年代初以來，貨幣在名目和實質價格上的變動就非常大。貨幣市價和貨幣實價的偏離以及超漲和超跌的範圍很大。該基金儼然沒有把這些流動的變異與經濟活動的變化連結起來。

該基金推動了金融鬆綁。明斯基會把金融鬆綁當成震撼，並大為擔心自由化的步調，以及在對國內放款人供給信貸上，跨境投資流入的衝擊。

若干國家所依循的是以鄰為壑政策，尤其是在亞洲。新加坡名列前茅，努力要靠保持貨幣低價來達成增進就業，但顯現出來的就是它的經常帳順差一直很大，以及淨國際債權部位累積增加。沒有大國能做到順差一直是這麼大。

國際貨幣基金組織未能有效管理國際貨幣體系。對於跨境投資流入變動的危險，以及其帶來的非穩定性衝擊，該基金有的了解明顯的是不夠多。

14

雷曼恐慌： 可避免的崩盤

二〇〇八年九月中旬，美國第四大投資銀行雷曼兄弟破產，觸發二十一世紀最慘烈的金融恐慌與崩盤。長期以來，雷曼是一家積極購買抵押貸款擔保證券的公司，透過銷售本身的短期債券所拿到的錢來購買長期抵押債券。每家投資銀行使用槓桿投資，但以槓桿的角度來說，雷曼的槓桿率高得離譜，它的槓桿可以開到三十多倍，有時甚至會高達資本的四十倍。而在各季末，雷曼都會對其報表進行「窗飾」，使它所通報的槓桿比率看起來比前幾個月的低。

高盛雖歷史不如雷曼悠久，卻是獲利最高、最有聲望的投資銀行，儘管如此，雷曼的經營管理還是讓高盛稱羨不已。在美國房價不斷上漲的幾年裡，雷曼透過高槓桿獲得更為豐厚的利潤，但在風險上，承擔極高的信貸風險，以及短期利率的存續期風險。

槓桿率是一把雙面刃。當經濟持續繁榮、房價不斷上漲時，槓桿越大，獲利也越高。當房地產價格上漲時，家庭的財富淨值增加、槓桿就會下降，這是由於房地產價格的漲幅大於負債的漲幅。借款人看上去更加富有，因為其資產增值速度比負債增長速度更快。但當經濟走向衰退時，高槓桿就意味著，財務水準下降速度更快，借款人及銀行的財富貶值速度可能比房價下跌速度快上三、四倍。

本書中所審視的早期金融危機是發生在近四百年前，而許多恐慌則是發生在近一百多年。而二〇〇八年的危機發生，剛好是在本書第六版的籌備之際，也為書中提供了「真實素材」。

當房地產價格開始崩盤，擴張積極、高槓桿運營的公司，便首當其衝。美國的房地產價格在二〇〇六年底時觸頂，並在二〇〇七和二〇〇八年不斷下跌，二〇〇八年的夏天，隨著資產價格暴跌，雷曼遭到了兩波「擠兌」，第一是投資人和避險基金賣出雷曼的股份：有的賣出股票，有的做空股票，因為他們預期這些股份的價格會下跌；第二則是許多身為雷曼放款人和持有其借據的銀行，都不願展延這些到期的貸款。兩方人都擔心，雷曼無法籌集額外資本來應對抵押貸款擔保證券的價格下挫，這使得雷曼淨值下跌，而且在曼哈頓，雷曼的總裁並不是受歡迎的金融業者，確切來說，他或許是名列最不受歡迎的人之一。但假如依受歡迎程度來為銀行業者排名，肯定有人會因為將他排在排行榜上底部。

假如雷曼的負責人是比較受歡迎、有魅力的人，美國的金融史會不會有所不同？答案幾乎是肯定的。但假如雷曼的負責人是傑克·阿姆斯壯（Jack Armstrong），美國的金融史會不會顯著不同？這個問題就難多了。

雷曼一倒閉，全球的信貸市場就「凍結」，流動性消失無蹤，交易量也急降。當金融環境情勢不太明朗時，很多人都會選擇變現；但這時現金供給充沛的企業卻極其不願意提供信貸，因為它們想要保有流動性，部分原因是因為，它們發現到期的債務難以再融資，部分則是因為，流動性短缺意味著某些企業非得把證券以遠低於內含價值的價格賣出不可。大舉依賴借入短期資金來為購買長期證券的公司，如雷曼，便會發現，要為到期的借據再融資，日益困難，且成本昂貴。利率結構內含的風險溢酬一飛沖天；相對於美國國庫券的利率，銀行同業拆借利率漲了三、四十倍，而且高風險債券的利率衝高。二〇〇八

年的信貸衝擊，就像是俗稱的百年一遇大水；眾多市場交易員及投資人，在此之前都未曾經歷過如此驚人的暴跌。

在這之前最近的一次金融困頓是發生在一九九八年的夏天，當時美國最大的避險基金長期資本管理公司（LTCM）因巨額損失而瀕臨破產。長期資本管理公司也是使用高槓桿獲取高報酬，但在歷經一筆失敗的交易後，就不得不在市場上大肆拋售流動性較差的證券資產，以換取現金。這些大量的證券賣出，價格旋即下跌，而且鮮少市場參與者會熱中買進這些證券，因為他們知道，隨著虧損侵蝕資本，長期資本管理公司將拋售更多證券資產，會導致該類資產價格進一步下降。

長期資本管理公司進入了一個死亡旋渦裡，因為它非得賣掉一些欠缺流動性的證券，來換取現金，償還到期後不再展延的短期貸款。但證券價格的些許下降，都會對應長期資本管理公司的直接損失，隨著其資金不斷被侵蝕，其槓桿率不斷上升。但既然該企業的槓桿在提高，放款人就不會展延到期的貸款，長期資本管理公司就必須賣掉更多的證券。

紐約聯邦儲備銀行擔起領導人的角色，來解決這一難題，並「誘使」身為長期資本管理公司的放款人——十四家銀行，轉換一些貸款來買入長期資本管理公司的股份。這些銀行後來持有了長期資本管理公司九成的股份，而該公司規模則繼續萎縮。

二〇〇八年秋天，美國政府也面臨類似的政策「兩難」問題——是該採取新的措施，來為國內的金融體系提供額外的流動性，還是該繼續袖手旁觀，讓市場自我調整。即使證券的價格會進一步下跌、更多的銀行會倒閉，接踵而至的衰退會險峻且漫長，但是過了三、四年，市場最終就會穩定下來，而下一次的銀行危機或許會比較不慘烈，放款人學會更加謹慎。相反的，假如美國政府以干預來穩定信貸市場，經濟放緩會受到節制，但下一次的危機會更慘烈，因為放款人和投資

人會認定，自己會受到美國政府「紓困」，而導致下次更為嚴重的危機。

丨 二〇〇五年的美國房價衝高

房地產的價格急漲是起因於，對那些想要買房地產的人所獲得的信貸快速增加。信貸供給增加常常太快而難以維繫，因為相對於家庭所得，房地產的價格漲得太快。有些投資人購買房地產，是為了獲得房價預期上漲的報酬；在許多案例中，他們對借來的錢所支付的利息高過了租金收入，並靠申請新貸款的錢來支付貸款的利息。當信貸成長放緩時，其中一些借款人就會沒有足夠的錢來支付利息，而成為房地產的困頓賣方。在某些案例中，他們出售房地產所得到的價格不足以償還此前貸款利息，只能選擇貸款違約。

美國的房價是在二〇〇六年底時觸頂。在二〇〇二到二〇〇六年間，住宅房地產的市值從十六兆美元增加到二十三兆美元，美國國內生產毛額從一一〇%上升到一五〇%，二〇〇六年比二〇〇二年高出了一五%。房地產價格急漲是起因於抵押貸款唾手可得，並創造了建造新屋和分隔公寓的熱潮。房屋開工增加到一年兩百一十萬件，或許是為因應美國的人口成長，對第二間房有所需求，以及由於火災、風暴和興建公路而需重建的房屋，比所需要的數目多了近四成。

一九七〇年代，資產證券化促成房屋抵押貸款擴張，起初是以到期日和信貸風險的角度，把屬性類似的房屋抵押貸款以信託的形式寄存在專門的公司裡，接著信託的管理人便發行新證券（**抵押擔保憑證**或稱CMOs）來聲索信託的利息收入和本金。證券化在二〇〇〇年後加速，第二輪證券化把一組組的**抵押擔保憑證（CMOs）**「切丁切塊」成不同的四、五筆，所有人按照首先、次後、最後等不同的順序對

CMOs利息收入享有不同的索取權。保守投資人可以購買**擔保債務憑證（CDOs）**，CDOs風險小，投資人享有利息收入的第一索取權。而如果投資人想得到更高的收入，可以購買對利息收入優先權較低的CMOs，當然風險更高。一般而言，風險規避型投資人多選擇CDOs，而風險偏好型投資人則選擇CMOs。

就直覺上來看，CDOs對CMOs的利息收入與本金的索取權是倒數或最末的，風險應該比第一索取權的高，不知何故，在信用評級模型中，CDOs的等級竟高於CMOs，這個評等有違直覺。房價下跌，抵押貸款市場崩潰後，人們才發現，評級結論是基於投資銀行提供的資料制定出來的，投資銀行為取悅客戶，往往會誇大報酬、弱化風險。只要對免費午餐的需求是永無休止的，傻瓜們就會層出不窮。

抵押貸款的可用金額增加是證券化的結果，因為CMOs和CDOs比個別的抵押貸款要有流動性，而且抵押貸款的利率較低。投資人對抵押貸款相關證券的需求增加，意味著有些信貸史較差的借款人也合乎抵押貸款的資格了，因為「錢就在那」。再者，在對房屋買家所規定的最低頭期款以及對抵押貸款所支付的利息上，投資銀行業者都不斷創新，有可調式利率抵押貸款（ARM）、僅付息式抵押貸款、負攤提式抵押貸款（在抵押貸款的前幾年，借款人預定要付給放款人的利息有部分是要加到抵押貸款的本金裡）。有些抵押貸款用的是「彈性定價模式」，在抵押貸款的頭兩、三年，對借款人所收取的利率低得不得了，或是比在貸款的剩餘年份期間所要付的利率低了兩、三個百分點。

以抵押貸款的角度來說，這些創新之所以受到推動，是因為對抵押貸款相關證券的需求，遠遠大於來自信譽良好的借款人的貸款供應——這是擴張型信貸週期過去幾年的典型現象。

葛溫把錢推銷出去

山姆·葛溫是一九七〇年代的年輕銀行家，大學畢業不久後，他便進入一家領導銀行克里夫蘭信託的國際部門任職。當時，紐約、芝加哥、洛杉磯和舊金山的銀行正快速增加外國貸款，該行的管理階層擔心落後。克里夫蘭信託也積極爭取市占率。身為近期的外國放款新進業者，它的問題在於要找到夠格的借款人。於是葛溫便前往拉丁美洲和菲律賓，去尋找潛在客戶。在葛溫前往海外前，就在美國本土尋找夠格的借款人，不過有興趣向克里夫蘭信託借錢的企業很多都是之前曾遭其他銀行所回絕的。克里夫蘭信託到最後的投資組合都是高風險的開發中國家借款人，以及加州、內華達州和佛羅里達州的次級借款人。

在信貸循環的早期階段，會有為數眾多的合格借款人。但信貸供給會增加得比合格借款人的數目快。所以克里夫蘭信託面臨的選擇，不是「音樂不停，跳舞不止（繼續跳舞）」，就是坐等失去市占率。

證券化導致了「金融深化」，抵押貸款相關證券的供給增加得比抵押貸款的供給快了兩倍以上。例如每一億美元的新抵押貸款就會導致抵押擔保憑證（CMOs）增加近一億美元，進而導致擔保債務憑證（CDOs）多出近一億美元。成立信託並發行擔保抵押貸款憑證和擔保債務憑證的投資銀行，所愛的是，在產出這些新證券時所賺到的費用收入，因為這筆收入儼然是跟所增加的風險無關。在這個金融深化過程的期間，投資銀行在「生產和配發通路」裡，握有庫存龐大的抵押貸款和抵押貸款相關證券等著賣給投資人。其中有些通路是六個月之

久，也就是從投資銀行買進抵押貸款的那天，到發行新抵押擔保貸款憑證來涵蓋該抵押貸款的那天為止，或許要經過六個月。只要是在通路裡，這些抵押貸款就背負了信貸風險；有些投資銀行則是常規性地為這層風險來避險。

假如無法輕易賣給非相關的投資人，其中一些投資銀行就把這些抵押貸款相關證券「賣」給有恃無恐的支部。

抵押貸款擔保證券化導致了屋主借款人和抵押貸款放款人之間的關係為匿名，不同於傳統放款人與借款人彼此認識，因為他們可能是住在相同的鄰里。當個人借款人在按月支付債務上出問題時，這樣的匿名後來就會使「協商制度」變得複雜。在抵押貸款導向的過程中，放款人和借款人之間匿名的新關係引來了詐欺。有一些詐欺是出於借款人在收入、資產和信貸史上提供不完整或誤導的資訊（而叫做「騙子貸款」）。有一些詐欺則是出自相對於收入，抵押貸款經紀商鼓勵屋主負擔高於他們收入的負債。抵押貸款經紀商知道，有一些借款人在收入、資產和信貸史上撒了小謊，但他們並不擔心借款人的償還能力，因為信貸風險會轉移給抵押貸款配發通路裡的其他企業。

信評機構為投資銀行提供個別抵押貸款相關證券的風險評估，以賺取費用收入，因而「遮蔽」了它們的客觀性。委婉的解讀是，它們的「量尺扭曲」，而且假如沒能提供投資銀行想要的信評，它們就會把生意拱手讓給其中一家競爭對手（投資銀行付錢給信評機構來產出報告，原本就是要引導抵押貸款擔保證券的購買方在投資上的決定）。

達到某一階段後，美國、英國、愛爾蘭、西班牙和其他國家的房地產榮景無可避免就會結束，房價下跌，新屋營建量將會下挫，而且下降速度可能很快，經濟蕭條隨即而來。大眾對經濟衰退和房屋建設速度放緩對房價的影響看法一：有些人認為上升趨勢會繼續保持下去，房價會穩定在較高的水準；有些人認為房價會下跌。許多放款人

的看法是，房地產的價格不會跌，因為「美國的房地產價格以前從來沒有過舉國皆跌」（事實上是不正確的說法，因為美國的房地產價格在大蕭條時就跌過）。

從事房地產行業的大多數人，認為房價不會大幅下跌。而「均值回歸派」的成員，他們則認為，在美國房地產市場總市值與美國GDP的比率（正負一〇%）恢復到傳統水準之前，房價將會下降。第三種觀點認為，房價將會跌至比傳統歷史水準低一〇%至一五%，因為經濟需要「消化」繁榮時期大量過剩的房屋供應，當時房屋開工量大於人口需求；在那些房地產過度建設最嚴重的地區，房地產價格下跌到長期水準以下的程度更大。

在二〇〇六年接近尾聲時，房屋開工數開始下降，導致美國國內生產毛額的成長率放緩。話雖如此，二〇〇七年至二〇〇八年八月，美國國內生產毛額的成長率降得並不多。美國就業率在二〇〇六年十二月時創新高，此後數目就持續小幅下降。在二〇〇八年的上半年期間，美國經濟持續低迷，但並未出現斷崖式下降，好像逐漸消化超額房屋供給後，經濟也能逐漸走出頹勢。

接著在九月十五日時，雷曼破產觸發了從大蕭條以來最慘烈的銀行危機。美國家庭的代價巨大；失業率一飛沖天，超過一千萬戶家庭在查封訴訟中失去了房子。

日本在一九九〇年代的經驗顯示，證券和資產價格下跌不見得會導致危機或恐慌，即使日本的家庭淨值對GDP的比率增長速度比美國的高出十倍。日本的股價和房價都漲了五、六倍，同期的美國僅增長四成。雖然在「按市值計價」測試中，日本的銀行和其他大部分的金融機構都是負淨值，但日本的大銀行從來沒有擠兌過。

日本情況不同，是因為日本人普遍認為，即使金融機構破產，存款人也不會遭受損失。以日本的傳統觀念看來，很多在美國和其他西方工業化國家原本應由個人承擔的損失被「社會化」了。政府在填補

這些虧損時，靠的是對銀行提供額外的資本，或是成立新的政府機關來買入不良貸款，成本會落在全體納稅人頭上。日本等同是有百分之百的存款保險，而且日本的各金融機構都「大到不能倒」，所以最終損失的是股東，因此，資產價格泡沫並未導致日本的金融危機。

第一批受到美國房地產價格下跌影響的群體是二〇〇五到二〇〇六年購買房屋的人，他們通常是首付不多、信貸紀錄有瑕疵。假如這些借款人在按月付款上有困難，他們就會把房地產賣掉，來償還抵押貸款的欠債——只要房地產的價格持續上漲。但房地產的價格一旦停止上漲，他們就會「進退維谷」，因為抵押貸款的欠債，八成會高於把房地產賣掉所得到的淨額。而且這些屋主通常無法籌集到足夠的現金支應抵押貸款的欠債和賣掉住家的淨收益的差額。

次級抵押貸款在總抵押貸款中的占比，從二〇〇三和二〇〇四年的六%，增加到二〇〇五和二〇〇六年的二〇%。這些次級抵押貸款的首付要求極低。隨著房價下跌，此時許多以最低頭期款來購買房地產的個人就陷入了「抵押貸款倒掛」，欠債大於住家的市值。此時這些屋主有三個選擇，他們可以繼續按月支付抵押貸款，或是祭出「虧本出售」而把房地產賣掉，希望放款人可以「免除掉」欠債與出售報酬之間的差額，第三是索性把鑰匙退給放款人一走了之，將查封的代價與負擔留給放款人。房價跌得越多，屋主的淨值就跌得越多，抵押貸款違約的數目就越高。

第二批受到影響的是金融仲介機構。這些機構購入抵押貸款，再出售給投資銀行。假如借款人停止按月付款，它們有十二到十八個月來把這些抵押貸款返還給經紀商，並要經紀商把出售貸款時所收到的錢退還。對次級借款人擴展貸款的抵押貸款經紀商在二〇〇五年倒了幾家；到二〇〇六年底，經紀商出現大量信貸損失，破產數量明顯上升。這些經紀商倒閉，意味著投資銀行在近期向抵押貸款經紀商所收購的逾放貸款卡住了數百億美元。

投資銀行是屋主違約所衝擊到的第三群人，而且除了卡在近期所收購的逾放抵押貸款上，還在其他方面也受到影響。房價一開始下跌，抵押貸款相關證券就會變得難賣許多，因為它會難以估價。隨著抵押貸款的違約增加，投資銀行在抵押貸款和抵押貸款相關證券上，便蒙受了數百億美元的虧損，包括它們賣不掉的抵押擔保貸款憑證和擔保債務憑證。

投資銀行一旦是抵押貸款相關證券的困頓賣家，價格就會急跌。

「按市值計價」的慣例是，持有同樣證券的企業必須以最近期的市價來估價。甲企業或許迫切需要現金，而且在賣出A債券時，價格或許比在預判收益下的適切價格要低上許多。乙、丙和其他每家持有A債券的企業，接著就必須依照按市值計價的慣例，用甲所接受的市價來為所持有的A債券估價。反常的是，這些證券的市價遠低於以它們的現行和可望現金流為準的價格（突然之間，為庫存證券估價的人採用「按市值計價」的慣例來縮減詐欺的範圍，可能不是個好主意）。

結果在加州、喬治亞州、伊利諾州和另外幾州的商業銀行，因購買大量抵押貸款導致損失而倒閉。聯邦存款保險公司關閉了那些損失遠遠超過資本的銀行，並把存款賣給資本部位安穩的銀行；對於這些倒閉銀行的逾放貸款，聯邦存款保險公司必須接管一些或全部，或是付錢給一些收購銀行來接管這些貸款。到了二〇〇九年底，美國有近兩百家銀行破產，到了二〇一一年底，又有兩百五十家。聯邦存款保險公司利用存款保險費救助問題銀行，保障存款人權益，但隨著破產銀行數量的增加，結餘保費規模急劇縮水。

聯邦存款保險公司在美國財政部有五千億美元的信貸額度，它鮮少動支這筆額度。假如這筆額度耗盡，國會肯定會考慮向聯邦存款保險公司提供更多資金。最終還是必須靠維持營業的銀行以更高的保險費來償還。聯邦存款保險公司需要現金，並要銀行預付保險費。銀行肯定不會滿意此作法。

在二〇〇七年三月時，貝爾斯登所管理的避險基金倒了好幾檔，這些基金都持有抵押貸款相關證券，而且廣用槓桿。接著在八月中，美國最大的抵押貸款放款人美國全國金融公司出現流動性的問題；該企業快速提高了在本國抵押貸款市場上的占比，而且它所購買的抵押貸款，約莫三分之一是依賴在商業票據市場上借錢得來的。在商業票據的貸款到期時，全國金融公司無法加以展延；起初它動支了對商業銀行的信貸額度，接著全國金融把新發行的優先股賣給了美國銀行，而過了幾週，美國銀行便把全國金融購買下來。約莫同時，英國最大的抵押貸款放款人北岩開始向英格蘭銀行借款，因為在商業票據的借據到期時，它也無法再融資。

白芝浩的學說與無力償債的銀行

第十一章曾提到白芝浩的觀點，他認為，央行應該要無限制放款，但要以懲罰的利率，來閃避掉流動性危機引爆成償債危機的機率，因為商業銀行會賣出證券和資產，以取得現金來應付存戶想要錢的需求。這些證券的價格會下跌，而隨著投資組合裡的證券價格下挫，有些原先為資本妥適的銀行，接著或許就會資本過低。

央行對流動性短缺的銀行擴展信貸，可視為替銀行的股東「紓困」；否則這家銀行或許就會被迫關門，而使股東賠掉大部分或所有的錢。

白芝浩勸告，不要對無力償債的銀行擴展金融援助。不過，假定甲銀行或是雷曼或蘇格蘭皇家銀行無力償債，美國政府該不該提供金融援助來確保甲銀行能持續營運，即使它的淨值為負；如同在二〇〇八年九月中，房利美和房地美的「監護權」都交到美

國財政部的手上一樣？美國政府等同是變成了大股東，因為財政部買下甲銀行發行的新股，以確保甲銀行不會關門，不過這樣一來，甲銀行投資人的股權就會被稀釋。

假如甲銀行破產，法定程序就是把它的證券和資產賣掉，將現金拿來償還債權人，但資產清理導致的證券價格下跌會對其他機構帶來影響，原本清償能力好的銀行可能會因為持有與甲銀行相同的證券，而出現資產淨值縮水。

央行為什麼該對欠缺流動性而無力償債的銀行提供信貸，在白芝浩前述的邏輯中已經說明清楚。兩項主張都集中於金融機構倒閉對其他金融企業在償債能力上有所衝擊。

二〇〇八年初時，美國第六大投資銀行貝爾斯登遭到了兩次擠兌，一次是對股份，投資人認為該企業會蒙受更大的虧損，而且或許會倒閉；另一次則是短期借據的持有人不願對貝爾斯登展延貸款。貝爾斯登遭到了摩根大通收購，但只有在聯準會同意吃下在貝爾斯登的投資組合裡，一些達兩百九十億美元的「有毒資產」虧損後，摩根大通才肯收購。九月初，美國財政部宣告以「監護權」來接管房利美和房地美；據估計，由於各自所持有抵押貸款和抵押貸款相關證券的市值下跌的關係，這些企業的淨值各達負一千億到負兩千億美元。因此，為兩家企業重組資本，或許得花掉美國財政部至少三千億美元到四千億美元。

二〇〇八年九月時，以規模大與擴張快著稱的抵押貸款放款人之一的華盛頓互惠（WaMu）遭到擠兌；聯邦存款保險公司加以干預，把銀行從它的控股公司中分拆出來。將華盛頓互惠賣給了摩根大通，沒有花到聯邦存款保險公司的成本，但華盛頓互惠的股東賠掉了所有的錢。

雷曼嚴峻的金融局勢眾所皆知。潛在投資人無法全面評估它的資產狀況，更無從了解它的資本的缺口，也不知道要從何增資擴股。美國政府曾試著促成把雷曼賣給其他的金融機構，但政府官員說，政府不會用錢來庇護出售（但美國政府卻為救貝爾斯登，承諾了信貸，來鼓勵摩根大通買下貝爾斯登，方法就是讓聯準會買下貝爾斯登的投資組合裡多達兩百九十億美元的不良證券。另外，美國財政部也擴展信貸，確保房利美和房地美債券的持有人不會蒙受虧損）。

財政部長後續說道，把雷曼賣給巴克萊銀行（Barclays Bank）的努力遭到倫敦的金融主管機關阻擋，為的是擔心假如雷曼的虧損和所需要的資本遭低估，英國政府或許就必須對巴克萊銀行紓困。英國政府不願對美國的銀行紓困，即使雷曼在倫敦雇用了六千人。

雷曼倒閉一天後，美國政府以干預的方式來防止當時全世界最大的保險公司美國國際集團崩解。美國國際集團所賣出的信用違約交換（CDS）值好幾千億美元，在本質上就是債券買家的保單，使買家在債券發行方違約時，不會蒙受虧損。這些信用違約交換有很多是由持有雷曼債券的企業所購買；有些是由沒有直接保險利益的第三方所購買。從他們的觀點來看，相對於借款人違約時的報償，買入信用違約交換所要的保費較低，這無異是華爾街版的樂透彩。

如果沒有美國政府的救助，美國國際集團是否會倒閉？答案取決於美國政府是否出手干預，來防止或抑制證券價格的下跌，方法是同意提供額外資本，或是一筆非常大的資本，這樣各機構就不會因為虧損而被迫出售證券，因為他們的投資組合裡有些證券虧損，可能會造成他們的資本降低；因此他們或許會得出這樣的結論：與其試圖籌措額外資本，賣掉證券、縮小規模，更能符合股東的利益。

救雷曼至少意味著，債券持有人和持有交易對手頭寸的人不會遭受任何財務虧損；不過，現有的股東會發現，自己的持份被稀釋了九九%或九九·五%。最高管理階層將獲得飛去外斯洛玻維亞（Outer

Slobovia) 的單程票（編按：解職）。但雷曼公司的主體和所管理的信貸管道將維持開張，即便雷曼的資產後續可能會緩降。

美國政府並沒有針對單一大型銀行資本枯竭而進行救助的政策，這是放棄救助雷曼兄弟的重要原因。一九八四年，美國政府的干預意味著，大陸伊利諾銀行的放款人沒有一家機構賠錢，包括那些持有該行的控股公司所發行債券的人在內。另外，美國政府以干預「救」了貝爾斯登：摩根大通在聯準會的安排下併購了貝爾斯登，假如摩根大通在貝爾斯登的有毒資產上蒙受虧損，聯準會就會花多達兩百九十億美元買下這部分的資產，此舉讓摩根大通的股東獲得一股十美元的報酬。美國財政部為確保持有房利美和房地美債券的投資人不會蒙受虧損，已經準備了高達三、四千億，甚至更多的資金。這是十八個月來政府介入保護大型金融企業的債券持有人和其他債權人的兩起事件，這些大型金融公司本應破產。貝爾斯登比雷曼兄弟小，但房利美和房地美大得多。政府有足夠的想像力去拯救這些公司，然後當雷曼即將倒閉時，它的想像力卻消失了。此外，摩根大通能夠向貝爾斯登公司股東支付每股十美元的對價，完成對它的收購，完全仰賴於美國財政部所提供的兩百九十億美元的支持。此樁交易顯示出，聯準會願意接受價值成疑的證券，而使貝爾斯登的股東受惠。而在雷曼兄弟事件中，政府卻藉口無權動用納稅人的資源，聽任其破產。

在雷曼倒閉後，助長動盪和信貸凍結的第二個因素是，政府的監管機關不知道雷曼是商業票據市場上的主要業者。企業有過剩的現金時，就會向缺現金的企業買借據。雷曼會把借款人和投資人撮合在一起；雷曼的職員了解信貸管道。當雷曼關門時，很多消息就喪失了。

假如美國政府成了雷曼兄弟的大股東，讓它繼續經營，經濟史就會有所不同。雖然同樣會出現房地產價格下跌和房屋開工數急挫，但比起接續而來的大蕭條，經濟衰退的程度會輕微得多。

美國政府官員說，他們沒有職權來防止雷曼倒閉，他們不能去

支援破產的機構。但他們卻找到了職權來支援龐大的承諾，以便把貝爾斯登給賣掉；而且他們還找到了職權來確保房利美和房地美的債券持有人不會蒙受虧損。在容許雷曼關門一天後，他們便以稅納人的錢承諾了龐大的金額，好讓美國國際集團維持開張。或許這些官員可以祭出一個臨時安排，讓雷曼營業下去，直到國會立法通過讓政府擁有能救助雷曼的職權為止。

近親繁殖、裙帶關係與恩怨情仇

雷曼倒閉時，亨利（「漢克」）·鮑爾森是美國的財政部長。市場傳言，鮑爾森據說很討厭雷曼的負責人迪克·傅德。

鮑爾森的一個兄弟在雷曼的紐約營業處服務。小布希總統的親戚則在雷曼的一個區域營業處服務。

有人認為，鮑爾森部長擔心，假如美國政府以干預來防止雷曼關門，布希當局就會遭指控為「裙帶資本主義」。

這些因素有沒有哪個能解釋美國政府為什麼找不到職權來防止雷曼關門？

美國政府裡有很多人擔心，防止雷曼倒閉就意味著，在二〇二〇或二〇二五年的下一次金融危機時，會有更多的貝爾斯登、雷曼或美國全國金融公司陷入困境，因為管理階層承擔太多風險。美國的金融管理團隊希望釋放一個強烈的信號，即不認為其有職權「救助雷曼兄弟」。但問題是，如果政府對雷曼兄弟實施了救助，避免其破產，實質上又是救助了誰？

「大到不能倒」——老話的代價與詛咒

隨著房價上漲，雷曼兄弟、北岩銀行等機構實現了快速擴張，而隨著房價泡沫的破滅，這些經營激進的機構也紛紛破產。美國全國金融公司的創辦人安傑羅·莫茲羅（Angelo Mozilo）想要他的企業成為全國最大的抵押貸款放款人。總部位於西雅圖的華盛頓互惠，則不願把市占率拱手讓給美國全國金融公司。所以這些企業中數百家分行裡的貸款專員，幾乎每週都有放款配額需要達到：他們各週必須拉到多少新貸款，以滿足有配額。

「大到不能倒」這句老話的詛咒是，它掩藏起來的比透露出來的要多。假如是小銀行蒙受了虧損，聯邦存款保險公司就會接管銀行，並促使另外某家銀行買下它的存款和大部分或所有的貸款；聯邦存款保險公司或許需要丟出一些錢來吸引買家，像摩根大通購買貝爾斯登時，它就是這麼做。但假定是一家美國第三或第四大的銀行，蒙受龐大的貸款虧損，任何銀行試著買下這家快倒閉的銀行，都會蒙受到消化不良的問題。就算是全國的第五大銀行或第十大銀行蒙受大幅的貸款虧損，相同的問題也會冒出來。「大到不能倒」常被解讀是意味著「大到不能關」，因為假如玩不下去，信貸管道也會面臨崩盤的風險。

最大的銀行可以瀕臨倒閉仍維持營業，持續向借款方和放款方提供服務的同時，所有權和管理控制權將會發生變化。每家銀行至少有六組利益相關者，包括有保險存戶、無保險存戶、債券持有人、有交易對手風險的金融公司、銀行控股公司的債券持有人、普通股持有人、優先股持有人、高層經理人和董事會。銀行總部所位在城市也是利害關係者。當大陸伊利諾銀行在一九八四年倒閉時，投保存戶受到聯邦存款保險公司保護，無投保存戶則是在聯邦存款保險公司接管前，就把錢給領走。債券持有人全身而退，因為銀行壓根沒有關門，

而且類似的是，交易對手方也沒有賠到任何錢。普通股持有人賠掉了所有的錢。高層經理人遭到撤換，受到公眾譴責。董事會裡的董事丟了閒差，而且名譽掃地。出於種種實際目的考量，大陸伊利諾銀行倒閉了，大陸銀行並非大到不能倒。

假如美國財政部沒有大幅投資這些企業，若干大銀行在二〇〇八年就會倒閉關門。花旗銀行的普通股價格跌到了一美元以下，投資人仍然認為其有可能最終一文不值。美國政府購買四百五十億美元的花旗銀行新發行股票，最高時占其股份總額的三六%，而且美國政府出手更換管理階層。同樣的，因為美國政府也提供兩百五十億美元的資本給美國銀行，它才能夠維持經營。英國最大的銀行蘇格蘭皇家銀行倒了，英國政府重組該行資本，持有該行股份約莫達九成。

假如連最大的銀行都能倒，而使這些銀行的股東必定損失慘重甚至血本無歸，但在二〇〇八年九月「紓困」雷曼會鼓勵銀行在接下來幾十年當中繼續冒險，道德風險的主張還有什麼意義？這項主張是討論個體金融機構的冒險行為，也就是說，假如冒險成功，冒險的個體，就會獲致龐大的財務報酬；假如冒險沒有成功，政府及納稅人最終也會為它們的虧損埋單。貝爾斯登和雷曼的高層經理人都因為持有自家公司的股票及股票期權，而失去了不少個人財富，他們也失去了原來在家庭的賺錢主力地位。

傳統的爭論焦點是，政府不該以干預來挽救面臨財務困難的企業。提倡這派看法的人相信，假如資產價格下跌到足夠程度，市場最終就會穩定下來，在場邊等待的禿鷹投資人，接著就會買下賠掉大部分資本的機構。那些支持這派看法的人，認為對市場的過度干預，可能導致道德風險：放款人仗勢自己會獲得紓困，就如同上次政府防止像貝爾斯登等企業關門一樣。大陸伊利諾銀行、房利美和房地美及雷曼的股東，在其公司股價跌到一文不名時，都面臨慘重的損失。華盛頓互惠和美國全國金融公司的股東賠掉了不少財富（雖然安傑羅·莫

茲羅最後保住很多財富）。

這派看法的挑戰在於，各次的危機都不同，而且以為數眾多的企業無力償債、失業率衝高和生產力流失與國內生產毛額下降的角度來說，不把體系穩定下來的經濟代價極高。此外，道德風險的考慮忽視了政府出面干預救助單一企業，與穩定因系統性衝擊而出現經營失敗的一大批企業之間的區別。倒閉或近乎倒閉，是不是管理階層在經濟環境穩定的時候決策有誤的結果？在這種情況下，倒閉是反映出經營上的問題。但假如是股價或房價急跌，使為數眾多的銀行和其他金融機構在同一時間出現經營困難，倒閉就為系統性問題。這會使很多原本認為經營管理水準較高的企業，也會因此出現經營失敗。而銀行及其他企業倒閉的數量不斷增加，則可能是由於金融環境變化所致，或者說，是由於貨幣主管機關決策失誤導致。

回到「假如雷曼得救，誰就會『得救』？」的問題。干預的目的是要確保既有信貸管道的運轉，其債券持有人及交易對手方則可免予遭受損失。雷曼的股東會賠掉近乎所有的股份，雷曼的高層經理人會賠上職位。董事會也將捲鋪蓋走人。

對拯救雷曼兄弟會鼓勵冒險投資行為的考慮，基於這樣一個假設，即其股東可以保全大部分或相當部分的投資利益。它是一個可能的結局，但不是唯一的結局。

機率看似非常低的是，銀行的管理階層在二〇二五年時會認定，他們能從事非常有風險的投資，因為貝爾斯登的股東所賠掉的財富是九〇%，而不是一〇〇%。道德風險的傳統主張忽視了對銀行的救助與對銀行家的救助兩者之間的區別。可以把銀行當成功能性機構來救助，銀行業者則送上斷頭台，私人股東和高層經理人都是。全國民眾都反對對銀行業者紓困，而且對大部分的觀察家來說，弄清楚銀行紓困和對銀行業者紓困的差別非常重要。

對於不該用公家的錢來穩定金融體系的看法，有兩派回應：一是

以失業和事業倒閉以及增加政府欠債的角度來說，不救雷曼或AIG的代價很高。第二是政府最終會改變政策來努力穩定金融市場，而政府早點干預會比較不昂貴。延緩干預則意味著，股價會持續下跌，而且為數眾多的銀行會倒閉。

假如在房地產價格跌到長期均衡水準前，政府就決定干預來穩定金融體系，政府就需要連續注入資金，因為房地產價格下跌會導致銀行資本持續萎縮。相較之下，假如延緩很久才干預，那銀行的貸款虧損就會更大，而且或許需要挹注較多的政府資本來穩定資產負債表。政府需要準確把握進入市場進行干預的時機，尤其在證券價格不斷下跌，各方面面臨嚴重壓力的情形時。這也提示我們，及早入市干預的風險較小，否則，主管機關需要對參與交易各方的反應進行提前預判，做出一整套干預方案。

銀行在傳統上都是短期借款和長期放貸，而它們所承擔的一項風險就是短期利率會顯著提高，如同在一九八〇年代初。另一項則是流動性風險，存戶或許會把錢提走，以及在當時所持有的銀行借據到期時，債權人或許會不願購買更多，導致無法實現迴圈融資。這其中的重要假設是，當銀行資產面臨風險時，存戶和債權人會遵守銀行借貸規則，不會威脅提前取出存款。在二〇〇七年八月，房地產價格開始下跌的八或十個月後，美國全國金融公司和北岩銀行都遭到了懲戒（擠兌）。

存戶會把錢提走的隱含威脅，意味著，擠兌的可能性會阻擋銀行繼續承作風險貸款。從資料來看，只有在房地產價格開始下跌後，懲戒（擠兌）才會發生。聯邦存款保險公司在一九三四年成立時，就是為了減少存戶因擔心銀行倒閉，他們會賠錢而發生的擠兌。假如銀行倒閉，這些存戶等同是由美國政府來為虧損提供保障。各投保存戶的上限起初是兩千五百美元，很快就調高到五千元，然後是一九五〇年的一萬美元，一九六九年的兩萬美元，一九八〇年的十萬美元，以

及二〇〇八年的二十五萬美元。個人可以靠不同家族成員和不同成員組合的名義，在相同的銀行開立帳戶，以及在不同的銀行開戶，來輕易規避掉這道限制。只要以二十五萬美元為單位來分拆大額的錢，存款保險都等同是沒有限制。

存款保險的體制創新消滅了存戶或許會對銀行施予的「懲戒」，減少清償危機出現的頻率。從其設計初衷來看，認為小規模存款人相對單純，容易盲動，因此為他們提供了存款保險機制。規模較大的存款人則更加老練，一般不會引發擠兌危機。

關於要不要「救雷曼」，所牽涉到的實際課題在於，假如政府的援助使企業能避免破產，企業的利害關係人就能避免虧損。雷曼的規模遠大於貝爾斯登，既然做為投資銀行，雷曼就是由證券交易委員會來監理；假如它是商業銀行，它就會由聯準會來監理。

「大到不能倒」的一項解讀是，銀行如果太大，其他機構可能沒有足夠的資本來收購它，最後就會像跟摩根大通購買貝爾斯登時很像，需要政府提供足夠的支持；因此，美國政府將不得不向這五到十家大型企業中的任何一家提供財政援助，因為它們的倒閉將給競爭對手和經濟帶來代價高昂的後果。

「大而不能倒」也可能帶來負面影響。這些大銀行的股東享有「免費午餐」。也就是說，大銀行受到保護，而小銀行卻倒閉、需承擔損失。在二〇〇八年的危機前，最大型的銀行倒閉是一九八四年的大陸伊利諾銀行，美國當時的第七大銀行。當油價急跌，大陸伊利諾銀行蒙受了大幅的貸款虧損。在「前十大銀行」中，大陸銀行跟其他大部分的銀行不同的是，它的國內存款基數相對小。大陸伊利諾銀行在一九八二年發生過擠兌，但那次獲得止血；一九八四年，糟糕的盈餘狀況再次引爆擠兌危機。擠兌始於該行的海外分行。最初，大陸伊利諾銀行向聯準會借款，最後，被聯邦存款保險公司接管。

隨著股份變得一文不值，大陸伊利諾銀行普通股持有人賠掉所有

的錢。最高主管和高層經理人都賠上職位和個人財富，連帶著專業名聲破滅。許多經理人因而結束銀行業者職涯。大陸伊利諾的董事名譽掃地，而且因持有該企業的股份，也遭受了巨額損失。

那誰獲得了「紓困」？投保存款的持有人沒有蒙受任何虧損，因為有聯邦存款保險公司的保障。無投保存款的持有人也避免了虧損，因為在大陸伊利諾遭聯邦存款保險公司接管前，他們就提走了所有的錢。只有在大陸伊利諾銀行發行的次級金融債券的投資人獲得了紓困（人們普遍認為，聯邦存款保險公司所犯下的錯是，直接提供資金給該行發行的債券持有人），聯邦存款保險公司直接提供資金是個錯誤，以致持有銀行控股公司債券的投資人未受到損失。

從實際角度看，大陸伊利諾銀行雖然仍在運轉，但實質上已經破產了。要確保無投保存戶存款會「打折扣」的唯一方式是，在銀行還保有流動性前關閉。

拿「救雷曼」和「放棄雷曼」兩者的代價和好處來做比較。在二〇〇八年八月和九月時，財政部長鼓勵其他的金融機構收購雷曼、投資雷曼，或是訂出合作制度來收購雷曼的一些不良證券。但由於他堅決不對雷曼提供任何美國政府的金融援助，因為他不想被封為「紓困先生」。

救助雷曼的方式有很多。一是像摩根大公購買貝爾斯登那樣，在聯準會同意收購四百億、五百億或六百億美元最有可能違約的抵押貸款相關證券後，再為雷曼找買家。雷曼股份持有人就能從收購企業那裡，拿到一股一或兩美元的對價。雷曼的一些高層主管會在收購企業後取得職位，但多數則不會。雷曼短期借據持有人會獲得保全，債券持有人或許也會獲得保全，就像是房利美和房地美的債券持有人一樣；要不然就是，可把這些債券做折價處理。最後，雷曼的名字會從市場上消失，而聯準會的財務成本可能為五百億、六百億、七百億或甚至一千億美元，用來買進有毒證券，但在經濟穩定後，這些證券就

會有一些價值。

第二種方式是，美國財政部憑問題資產救援計畫（TARP）來投資花旗銀行和美國銀行；美國政府會買入六千萬或八千萬的雷曼新股，一股一美元——為企業重組資本所需要的金額。眼前的財務成本則是財政部為買入足夠的股份而必須砸下的金額，所以使雷曼重生的資本會是負債的四%或五%。

第三種方式是，像美國財政部接管房利美和房地美一樣，雷曼會受到監護，而且美國財政部會成為它的業主。這時美國財政部會放款給雷曼。來到某個階段，這筆貸款就會轉換成新發行股，接著在危機後和該企業有獲利後，雷曼的政府所屬股份就會在一、兩年當中，以公開發行的方式賣給大眾。財政部所需投入的金額會依照雷曼資本結構的「坑洞」大小來判定。

評估美國政府救雷曼的成本，應在危機後對它的抵押貸款和抵押貸款相關證券來做全面估價（在危機期間，這些證券的市值高度不確定，幾乎肯定會遠低於以穩定環境中的現金流為準的內含價值）。在破產前，雷曼的淨值為三百億美元，槓桿率為三十，所以資產約莫為九千億美元，負債則為八千七百億美元。假如貸款虧損是資本的三倍，那美國財政部的成本就會是六百億美元。

在逼近破產之際，雷曼是「兩家銀行」；一家銀行持續一年產出一百億到一百五十億美元的營業利潤，另一家銀行則是因抵押貸款及其相關證券價值的下跌，出現嚴重的資不抵債的結果。

用政府基金來為雷曼重組資本的一個優點是，「好銀行」會繼續從交易和投資活動中產出一百億到一百五十億美元的年利潤。「壞銀行」則會繼續持有問題資產。所以，第二和第三種方法的優點是，美國政府可用未來的利潤逐漸抵補救助支出。

擔心道德風險主張的人向來都會論及的「額外成本」是，因為雷曼會得到「紓困」，下次的危機就會更慘烈。不管以什麼方法來防止

雷曼破產，雷曼的股東都會血本無歸，最高主管會遭到取代、損失不少個人財富，董事則會因沒能保護股東而被詬病。假如雷曼沒倒，三群利害關係人就會受惠：一是員工，或是一些預定領到獎金的人；第二是雷曼債券和其他債務工具的持有人；第三是對手方。

在努力避免雷曼破產之際，世界最大的保險公司之一的國國際集團也險些破產。AIG已經承保了數百億美元的信貸違約掉期。實際上，AIG等同收購了這些債券附加的信貸風險，以換取保險費收入；信用違約交換的買家相信，相對於他們誘使AIG所擔下的信貸風險，他們所付的保險金並不多。AIG的擠兌就像是雷曼曾解除過的擠兌一樣，因為AIG必須償付那些為了保護自己而買入這些交換的人，為的則是讓他們所持有的雷曼債券在該企業破產時免受虧損。

反過來設想，假如雷曼在二〇〇八年九月獲救的話，該金融危機在美國的金融經濟中會怎麼演進？有一定的機率是，擠兌或許會轉向其他企業，可能是美林或摩根士丹利。一種可能是，AIG的擠兌會繼續，或是沒那麼快；另一種可能是，在雷曼得救的時候，美國政府就會表明，它準備待命去援助其他任何流動性短缺或資本掏空的大型企業，在本質上，這就是為AIG紓困時所採用的政策。「紓困」的條件會包括，普通和優先股東會損失慘重或血本無歸，管理階層和董事則會遭到取代。

假如AIG沒有獲救，那九九%可能會出現，投資人把錢從其他金融企業抽走，追求安全好過遺憾。資產價格會持續下跌，原先被視為穩定和管理良好的其他金融企業則會倒閉。在承作新貸款和展延到期的信貸上，放款人會極為謹慎。美國的衰退會更加劇，經濟或許會掉進債務通縮的陷阱裡。

下一段曾出現在第六版的《瘋狂、恐慌與崩盤》中：

反過來看，救雷曼所需要的金額會是五百億或一千億美元，就是以美國財政部的財政經費減去金融危機在未來的任何復原與累加成

本，因為放款人會意識到，假如依循風險比較高的投資策略，他們有很大的機率會獲得紓困。附加的成本則是，救助對其他投資太積極的大型金融機構的成本。

在二〇〇八年九月的危機不久後，這些債券是以零點一到零點二對一美元賣出；債券持有人蒙受了重大的虧損。

挽救美國國際集團付出的成本

觀察政府對金融機構的政策效果，很少有機會採用實驗的方式。美國政府拿問題資產救援計畫（TARP）的錢來投資銀行，便可視為在實驗；同樣的，它援助美國國際集團（AIG）可當作實驗來看。美國政府急於回收對AIG的投資，所以讓它在市場不確定性極高時，賣掉一些子行，如果可以延緩一、兩年再賣，等市場更加趨向穩定，AIG會取得更高的對價。而且AIG也可能因此有能力全數償還政府的援助，這也是個一舉兩得的結果：既降低了危機惡化的影響，也讓美國財政部獲得報酬。結果，美國財政部成為了成功的「風險」投資家。而且，美國財政部對AIG的投資也屬於是一種「公共財」，降低危機影響，避免更多銀行破產。但如果真的出現大量銀行破產，聯邦存款保險公司的處置成本就會大大增加。

拿問題資產救援計畫的錢來投資銀行還能獲利（不過，問題資產救援計畫投資美國的汽車業就沒有獲利）。同樣的，在一九七〇年代後期，美國財政部對克萊斯勒公司的貸款擔保也有獲利。

令人訝異的是，雷曼盤旋在破產的邊界上，但市場對風險杯弓蛇

影到使雷曼所持有的許多證券在價格上都低於內含價值。這意味著，雷曼的流動性出了問題。事實上是體系出了流動性兼償債能力的問題。聯準會干預導致了美國國債券價格上漲，但公共債務的價格上漲對私人債務的價格衝擊不大。

下一段文字摘自於本書第六版：

不救雷曼的這些代價必須加以調整，即包含美國財政部和聯準會援救AIG、花旗銀行、美國銀行和其他二十多家企業時所負擔的額外經費。這樣的金額極難估計——個別機構的擠兌會持續下去，直到沒有機構會因為缺乏流動性而倒閉。美國財政部對其他的金融機構投資了超過四千億美元，而且資料顯示，這些錢基本上全都可以回收。

數字現在出來了。問題資產救援計畫是美國財政部非常有賺頭的冒險事業，美國政府是成功的禿鷹投資人（vulture investor）。而且假如它提供資本的形式是購買新發行的普通股，而不是以優先股為形式，它投資銀行的報酬率還會更高。

美國財政部以禿鷹投資人之姿成功獲利，原因在於它承諾對銀行提供資本，以確保它們不會倒閉，這意味著，非公債所帶來的風險溢價急降。只有美國政府有能力提供這樣的保證。而且假如它提早好幾週，就提供這樣的保證，在二〇〇八年所展開的大衰退，就不會那麼慘烈了。

決定不救雷曼的直接且巨大的影響是恐慌和崩盤。不救雷曼還可能導致失業率增加、GDP下降，以及政府財政赤字增加。在二〇〇八年的前八個月，就業人數平均每月減少是四萬人；在雷曼倒閉後的六個月，就業人數平均每月減少六十萬人，是之前的十五倍。

令人注意的是，風險資產的利率衝高——相對於倫敦銀行同業拆款利率和美國國庫券的利率來看。那些現金部位相對強的銀行不再信任那些曾遭受巨額貸款損失、現金部位不佳的銀行的信用狀況，所以那些銀行不得不通過其他方式籌集現金，並縮減資產規模。「現金為

王」，現金狀況良好的銀行開始囤積現金，此舉拉高其他銀行獲取現金的成本。

美國GDP因風險資產利率飆升而逐步下降的狀況，是美國政府放棄拯救雷曼兄弟的主要成本。在二〇〇八年的八月，無黨派國會預算辦公室預估，美國在二〇〇九會計年度的財政赤字為四千五百億美元；過了六個月，預估為一兆五千億美元，比對救雷曼的最高成本估計多了十或十五倍。預估的財政赤字增加大部分是由於經濟活動急降。因為銀行放款的意願劇減、導致失業率增加、家庭和企業勒緊褲帶，減少消費——隨著就業急降，支出便下降。

「大到不能倒」與道德風險

在雷曼倒閉前，為數眾多的大型金融機構就已經倒閉；美國政府對貝爾斯登以及房利美和房地美都加以干預。雷曼為什麼不同？

捲入二〇〇八年金融危機的銀行、抵押貸款經紀商、保險公司和其他金融機構，可以分列為四組：**第一組**包含那些經營不下去的企業，因為它們賠掉了所有的資本，這些企業的股東損失慘重或血本無歸，因為這些企業，如印地麥克（Indy Mac）、華盛頓互惠和雷曼兄弟等，最後從市場上消失。此次金融危機中，近三百家抵押貸款機構倒閉，聯邦存款保險公司也關閉了近五百家的商業銀行。這些公司的最高主管都賠上職位和個人財富，其中更有許多人的職涯提前告終。這些企業的董事會也飽受詬病。

第二組是那些虧損慘重、遭到資本健全的企業收購的公司。美國全國金融公司就在這組，其他如美聯銀行（Wachovia Bank）、貝爾斯登和美林，也在此列。這些企業從市場上消失了，股東則賠掉了大部分，但並非所有的錢。同樣的，這些企業的最高主管賠上了職位，而

且職涯告終。不過在某些案例中，最高幹部，還是撈到了數千萬美元。

第三組的企業是那些若沒有美國財政部或聯準會的援助，八成就會被迫關門的公司。AIG、花旗銀行和美國銀行就在這組。某些區域銀行也是。這些企業的股價跌了八、九成，美國政府成了大股東，破產危機解除後，股價就有所反彈。

第四組所涵蓋的企業並沒有拿美國財政部的任何資金，不然就是因為財政部長鮑爾森下令要這麼才拿了資金。摩根大通和高盛都在這組，兩家都是最頂級的美國投資銀行。這組的企業有好幾家是能在民間市場上籌措到資本，摩根士丹利則是用增資的方式，將新股賣給三菱銀行。

雷曼倒閉為什麼會在信貸市場上引發前所未見的恐慌？一派看法是，美國政府之前願意阻止貝爾斯登、房地美和房利美破產，卻不願意救雷曼，意味著他們想弱化政府在金融援助大型機構的想像，讓政策看起來沒有連貫性。之前在因應貝爾斯登以及房地美和房利美的問題上，美國政府所採取的措施，就是制訂政策來進行金融援助，但接著「政策」卻反轉：不去救雷曼。接著，對AIG的態度卻又再次反轉，讓市場參與者也都受到美國政府行為搖擺所影響。

一損俱損？

用政府的錢來穩定銀行和其他的金融機構，所加惠的主要利害關係人是債券持有人和其他交易對手、沒有保險的債權人和高層經理人。假如這些企業像雷曼破產了，債券持有人就會遭到剃頭，而且依照虧損的嚴重程度，他們或許會賠掉三成或五成的錢。假如企業倒了，高層經理人的雇用合約，就不再有約束力，

那些未購買存款保險的存款人，也將遭受損失。

如果公司倒閉，債券持有人會遭受損失，那麼很多人會因為預期到這些損失而賣掉債券。這些債券的利率將大幅上升，當現有債券到期時，銀行將無法發行新債券。銀行將被迫縮減資產規模。同樣，交易對手也不願為現有頭寸再融資。這些幾群人的虧損可能引發擠兌。

一派立場是，債券工具應該設計成使企業倒閉時，債券持有人會蒙受虧損，如此一來銀行就會對高層經理人加強懲戒，使他們對從事風險投資就會較為謹慎。債券的風險已有信評機構在評估，但是並沒有清楚表明，投資人在購買銀行債券時應更加小心，認清債券折價的前景。

不過太多懲戒會讓銀行業者會成為極為謹慎的放款人，導致很多項目無法得到融資支援。

合理的政策設計應該是，在穩定的金融環境中，當倒閉的成因限於一、兩家機構時，就要容許大型的企業倒閉。當倒閉為系統性問題，且牽涉到為數眾多的機構，處理方式就有所不同了；這種倒閉會產生很多嚴重的外部影響。例如：金融機構的資本會下降，相對於自身的負債，所具有的資本可能會顯得太少。有兩種方法可以應對這一問題，一是降低資產價值直到銀行資產與銀行負債達到滿意水準；或由政府對這些銀行注資。但問題的關鍵在於銀行資本的價值對銀行資產價格的變化高度敏感。

假定是沒有拯救方案，沒有問題資產救援計畫的錢，沒有聯準會的投資等，那麼其他仰賴借短期的錢來支應長期資產的銀行，就會倒閉。隨著經濟形勢不斷惡化，原本經營穩健的銀行，也會出現大幅的貸款虧損。

往前快轉到二〇二〇或二〇二五年，或許又會出現一輪信貸擴張。美國大型金融企業的最高主管到時候又會有多少人，能記取二〇〇八年危機中的教訓？也許當他們回顧，看到政府在危機中的干預，又會認定自己有本錢在信貸分配上冒更大的風險，因為這麼多大型的金融機構都獲得「紓困」了？

這些主管會觀察到，成群金融企業的股票和市值跌掉了九成以上；他們會觀察到，其中大部分機構的高層主管都遭到取代，董事也賠上職位；他們會留意到，美國的投資銀行業死傷慘重，倖存者是一家大企業，另一家大型企業則必須把約莫兩成的股份賣給日本的企業。

「大到不能倒」是琅琅上口的老話。但口號掩藏起來的比透露出來的要多。由於政府官員不願對雷曼提供金融援助，投資人還是承擔了慘重的損失，市場經歷了百年來最為嚴重的崩盤。

軍事行動最重要的特點就是必須有應急計畫，會根據敵人可能的反應，推演數百種場景，制定相應對策。對於房價衝高的狀況，美國財政部和聯準會的官員無所用心的回應，讓人費解。美國納稅人應該考慮發起集體訴訟，追回他們的薪水和社會地位。祝好運。

15

歷史啟示

回首過去四百年，充斥著金融危機，每一場危機之後都緊隨著信貸增長、投資人情緒高漲、資產價格上漲、投機瘋狂以及高經濟成長。越來越多的投資人僅為了獲得短期報酬而購買股票和資產。隨著股票和資產價格上漲，家庭也變得較富有，消費支出大增；企業經營有成，大舉擴張投資。許多國家的外債激增，其步調過快以至於難以維繫。外債激增，連帶的在這些國家內部的債務規模也快速增長，同樣超出正常經濟可維持的範圍。隨著經濟日漸繁榮，投機瘋狂也逐漸形成。信貸供給增加，導致股價和房價急漲到偏離長期均衡的水準。

過去四十年來，發生了四波的金融危機，每一波都是以信貸供給衝高為開端，並波及到三、四國，甚至影響八到十國。多國的股價和房價同時上漲，顯示背後應有同樣成因，且對這些國家來說，屬於外部原因。跨境投資流入這些國家，導致債券、股票、房地產價格上漲，貨幣升值，直到央行出面干預，才會限制或阻止貨幣升值的趨勢。

股價與房價急漲，在這四波危機中，並非獨立事件。甚至可以說，這些接連的好幾波危機是有系統性的關聯的，每一波危機後的跨境投資流入，其走向與範圍上的變化，都為下一波危機埋下伏筆。

信貸供給一般是由銀行提供的。不過在一六三〇年代荷蘭的「鬱金香狂熱」期間，球莖的買家所依賴的信貸是來自於球莖的賣家，否

則他們就付不起日益走高的價格。隨著球莖的價格上漲，荷蘭的經濟從理性繁榮轉變成非理性繁榮，而在球莖的價格崩盤時，成長率便放緩。一七二〇年在倫敦的南海泡沫和密西西比泡沫，都是起因於新成立的銀行快速增加信貸供給。這兩次危機的發展十分相似，反映出倫敦的金融創新手法受到了巴黎仿效。

一九八〇年代下半葉，信貸供給快速增加和房貸監管限制放寬，引發東京資產危機，這也就是所謂的「資產泡沫之母」。當房價年均漲幅到達兩至三成，投資人對房地產的需求便被激發出來了，公寓大樓、辦公大樓和土地的投資報酬率遠高於其他行業，由於銀行多以房地產做為貸款抵押，而房價的上漲，擔保品的價值也隨之飛漲，進一步刺激信貸投放，來滿足投資人的購屋需求。

日本在經濟調整的過程中，為了確保進口增加和經常帳順差下降，日本股價和房價急漲是必要的一環。一九八〇年代上半葉，日本的資金流出衝高，使得美元證券的利率急漲。隨著美元證券的利率下降，甚至出現下挫風險，日本資金流出規模開始萎縮，國際收支資本帳戶赤字額下降。這一調整也要求日本國際收支經常帳戶盈餘額相應下降。日本國內的調整包括了日圓升值、日圓資產價格的上漲以及日本房地產價格的上漲，以上因素共同推動了消費支出的增加。

美國、英國、西班牙、愛爾蘭、冰島等國出現的房價泡沫和貨幣升值，約莫是從二〇〇三年開始，很大程度上是由於跨境投資流入推動信貸增長，讓購買住家和商用房地產的可用信貸供給增加。這時英鎊和冰島克朗升值，但做為歐元區的成員國的愛爾蘭和西班牙，無法通過調整貨幣匯率應對熱錢流入，導致兩國的資產及房價大幅上漲。資產及房價的上漲，成為經濟調整過程的一部分，這確保各國在出現大規模資金流入時國際收支經常帳戶應出現相應調整。當資金流入大幅增加時，這一調整將使其經常帳戶赤字規模增加。當資金流入規模縮減時，這一調整會使其經常帳戶赤字規模下降。資產價格及貨幣匯率

的調整，是對大規模跨境投資流動的反應。隨著大規模資金流動，一國淨進口及貿易帳戶差額將會出現相應的變化。資產及房地產價格的上漲，將導致家庭財富水準的提高，對國內外商品的消費支出也會增加。其中，對國外商品消費開支的增加，就對應國際收支貿易帳戶赤字規模的增加，這正是對大規模資金流入的反應。

各波銀行危機的觸發，都是有一家或好幾家放款人斷定，相對於收入，借款人的欠債太多或增加得太快，或者認為，相對於國內生產毛額，該國的外債太多或增加得太快。在過去的幾年裡，跨境投資流入規模增加，且欠債國的貨幣升值，隨著貨幣升值，這些欠債國的貿易逆差便增加。放款人一旦把向借款人購買借據的步調放緩，有些借款人就再也無法仰賴新貸款的錢來支付預定的利息。他們就必須做出調整。假如無法信守貸款合約的條件，就會破產。十八和十九世紀的危機，常是接續自商品價格急跌，意味著貸款使農人能去購買種子和房地產，他們的收入卻急降到沒有足夠的錢來付息。有時，危機形成是在回應股價急跌。普遍來說，危機並不頻繁，通常三十多年一次。美國在一九〇七年有過一次危機，接著是一九三〇年代，不過在十九世紀的上半葉，危機幾乎是每十年就發生一次，從一九八〇年代初起，三十年間就有四波危機，而且每次都牽連三、四個國家以上。

一九一七到一九二九年時期，隨著國內經濟擴張，美股出現泡沫，當時汽車產量衝高、高速公路大舉建設、家庭電氣化，以及電話普及，投資人的樂觀度衝高；在一九二七到一九二九年間，股價就漲了三倍。聯準會放寬信貸限制，希望降低生產率飆升，導致商品和服務價格下跌的可能性。但信貸發放過度，房地產價格呈上升趨勢，儘管不像股票價格那樣迅速。

一九二八年美元證券利率提高，導致美國人減少購買外國債券的意願，此舉造成歐洲和拉丁美洲的央行沒有足夠的資金來維持貨幣匯率。其中一些國家停止貨幣與黃金兌換。在一九三〇年代初，一連串

貨幣危機接續而來，起初是投機者盯上奧地利先令。一九三一年五月，奧地利央行停止支撐先令，先令貶值則觸發了蔓延效應，起初投機者賣出馬克，因為他們認為，馬克再也無法維持黃金平價；接著投機者盯上了英鎊，一九三一年九月時，英格蘭銀行停止支撐英鎊，英鎊急貶後，投機者拋售美元，因為他們認為，美國政府再也無法信守二〇·六七美元的黃金平價。

一九三三年三月，美國政府建立三十五美元的新平價。接著投機者又將矛頭指向金本位的其他國家——法國法郎、瑞士法郎、義大利里拉和荷蘭基爾德等，一九三六年，各國都放棄兌換黃金的承諾。在一九三〇年代末，各國貨幣匯率較十年前已經大相徑庭。

一九四〇年代後期到一九七〇年代初，出現嚴重的貨幣危機，投資人對各國政府是否有能力維持貨幣平價的能力持懷疑態度。第二次世界大戰期間，各國工廠和基礎建設遭到大舉摧毀，打亂了生產和貿易模式，國際貿易陷入停滯，它們的通膨率高於美國，根據購買力平價理論，匯率水準應進行調整。一九四九年九月，許多歐洲國家紛紛調降了貨幣匯率水準。

一九五九年，法國法郎貶值約一成；英鎊在一九六四年遭到衝擊，一九六七年秋天，英鎊貶值近兩成；一九六九年，投機導致德國馬克上漲、法國法郎下跌。接著在一九七〇年時，投機壓力又轉向了美元，投資人預判，要麼其他工業國家的貨幣會升值，要麼黃金的美元價值会上漲。

一九五〇和一九六〇年代貨幣危機的前奏，大部分都是貨幣貶值一到兩成，沒有一次是跟銀行危機有關，也沒有一次牽涉到以外國貨幣計價的負債違約。相對於從通膨率所導致的貨幣匯率波動來說，投機壓力並沒有導致一國貨幣匯率的過度波動。

從一九八〇年代初起，該時期的一個獨有特徵是，銀行危機近乎全都是跟貨幣危機有關。但日本在一九九〇年代上半葉的金融危機是

個特例，日圓價格並未貶值，因為日本仍有經常帳順差；再者，二〇〇八和二〇〇九年的愛爾蘭及西班牙的銀行危機，也跟貨幣危機無關，因為兩國都是歐元區的成員。二〇一〇年春天，希臘政府債務所牽涉到的金融危機是集中在希臘政府減少財政赤字和及時支付債務的能力上，屬於信貸危機；不過，歐元的價格下跌則是因為有些投資人擔心它身為貨幣聯盟的存續力。

墨西哥和其他開發中國家在一九七〇年代初所展開的那波跨境投資流入增加得太快而無以為繼，因為這些國家的外債增加得比國內生產毛額要快得多。這些國家的外債增加，在國內對應的則是政府和政府所屬企業的欠債增加，這些國家的投資流入放緩，第一項衝擊就是貨幣價格下跌；同一時間，在國內對應的則是，政府和政府所屬企業的美元負債依照貨幣價格下跌的比例增加。這些常導致貨幣大跌，與此同時，有些國內居民試圖增持美元或其他的外國證券。因此在新投資流入的錢下降和支付債務增加之間，借款人便受到了打擊。

從一九八〇年代初起，各波銀行危機與貨幣危機常伴隨而生，起初增加的投資流入導致了證券價格升高、貨幣升值；接著等流入放緩，證券價格會下跌、貨幣貶值。貨幣升值削弱財貨市場的通膨壓力，使央行能繼續推行擴張政策。而在不同的市場上，後續的貨幣貶值和證券價格下跌，則是在回應投資流入放緩。貨幣貶值助長銀行危機的慘烈度，因為國內相當於增加了以美元計價的負債，而導致一些國內的借款人破產。

當跨境投資流入放緩和貨幣貶值時，這些國家的一些借款人就成了證券和房地產的困頓賣家，因為他們再也拿不到足夠的新貸款來付息。他們的賣出折損了證券和房地產的價格，再者，投資流入減少則導致國內證券的利率提高，助長證券和房地產的價格下跌。銀行倒閉的金融危機是從大量欠債的企業與個人蒙受了大幅虧損而來的；那些向銀行貸款，質押給銀行的擔保品價值則是急跌。

在成立央行來擔任最終放款人後，這百年來的國內金融危機，就變得較不頻繁。它們能夠並願意對銀行提供現金，以應對投資人對投機證券和房地產的需求急速下降。

在二十世紀，銀行危機的一個特徵是，央行常必須選擇的是，該以維持貨幣匯率為優先，還是以國內的金融穩定為優先。央行起初會提高利率來表明其對穩定貨幣匯率的決心，但利率變高會導致證券和房地產的價格急跌，使經濟活動放緩；接著央行或許就會放棄維持貨幣匯率，因為從失業率增加和事業破產的角度來說，代價偏高。一九三〇年代的蔓延效應是觸發自個別貨幣的價格與本國的物價水準的不吻合；現在看來，英國在一九二五年決定將英鎊黃金平價恢復至一九一四年水準的決策是一個重大錯誤，因為當時英國的通脹率遠高於美國。一九二六年底時，法國政府決定把法郎與黃金的兌換價訂在一九一四年時的五分之一價格，這加重了英國的競爭力的劣勢，因為法郎當時的價格過低。一連串危機事件反映出投資人看到其貿易夥伴國允許貨幣貶值後，對本國中央銀行無法以黃金的角度來為貨幣維持定錨表示擔心。在這種情況下，中央銀行穩定幣值的成本高昂，可能導致企業破產、失業激增。

一九九七年的蔓延效應是觸發自泰銖的價格在七月時急貶，投資人突然意會到，泰國的鄰國和其他新興市場國家的投資流入規模都將急降，而且這些國家的央行再也不會支撐貨幣，因為預期它們的貨幣後續會貶值，這些國家的投資流動便衝高。頃刻之間，投機壓力就轉向了一個或其他好幾個還保持危機前價格的國家。

在一九三〇年代及後來在一九九〇年代下半葉，貨幣都是這樣相繼大貶值，這引出了一個問題，國際最終放款人會不會使國家避免掉入通縮與貶值的循環。國內最終放款人可以提供充沛的信貸，以降低流動性危機引爆成償債危機的機率。一九三〇年代和一九九〇年代的問題都在於，貨幣購賣力與本國的物價水準沒有適切吻合，等到一國的貨

幣貶值，投機壓力便轉向到其他貿易夥伴。

反過來思考，在一九二〇年代初首度體認到潛在的黃金短缺時，增加供給國際準備資產會不會消除戰爭期間的貨幣貶值？在一次世界大戰期間和之後，各國的物價水準不一，貨幣購買力與國內物價水準並不吻合。在惡性通膨形勢穩定後，德國馬克的價格過低，英鎊的價格過高，法國在一九二六年底確定固定匯率水準後，法郎的價格也明顯過低。大量的國際準備資產讓貨幣價格有較長的時間來調整，但貨幣價格有調整的需求，大量的國際準備資產或國際最終放款人都無法解決。如果當時有更充足的準備資產，或許能降低像法國法郎在一九二四和一九二六年遭到投機攻擊時的頻繁度和慘烈度。

在戰間時期，央行致力於將貨幣與黃金掛鉤，將匯率調回至第一次世界大戰前的水準。而從一九七〇年代初起，普遍的看法則是貨幣應該要採用浮動匯率，儘管亞洲某些國家的央行會為了防止貨幣過快升值而進行干預。

從一九八〇年代初起，證券和房地產的價格暴漲暴跌、貨幣匯率波動劇烈，以及銀行危機層出不窮，代表人們已經忘了戰間時期的教訓。一則是，跨境投資流入會在三、四年以上的短中期扭曲一國的競爭力；另一則是，貨幣匯率偏離長期均價水準，造成「超漲」和「超跌」，除非央行致力於調整貨幣匯率機制或限制貨幣匯率的波動性。第三則是，假如有些國家不再致力於維持貨幣的平價，有些就會控制貨幣的匯率，尤其是亞洲國家，以便在財貨市場上獲得競爭優勢。

「永久超跌」是貨幣保護主義的形式，並且會招來貿易夥伴的批判。

以銀行危機在次數、範圍和程度上來說，貨幣史上最紛亂的時期就是從一九八〇年之後的三十年。銀行體系的崩解比先前任何時期都要多；在日本，在瑞典、挪威和芬蘭，在泰國、馬來西亞和印尼（兩次），在巴西和阿根廷，以及在美國、英國和愛爾蘭，銀行貸款的虧損是資產的一成到五成。在某些國家，保全存款、挽救危機的成

本達國內生產毛額的一五%到二〇%。許多國家的貸款虧損則比美國在一九三〇年代的大蕭條時要大得多。

銀行破產有時是企業個體的事件，如紐約的佛蘭克林國民銀行和科倫的赫斯特銀行，均因匯率變化導致巨額損失而破產。不過從一九八〇年代起，銀行倒閉大部分都是系統性事件，並牽涉到不同國家為數眾多的放款人，因為國際的金融環境突然劇烈變化。有時候，一國的銀行幾乎全數倒閉，這些國家通常是經歷了資產價格出現快速上漲、又大幅下跌。

從墨西哥、阿根廷、泰國、馬來西亞、俄羅斯和其他許多國家所歸納出的模式是，銀行危機和貨幣危機同時發生，而在危機發生的前幾年，所增加的跨境投資流入推升了證券和房地產的價格以及貨幣升值，隨後，貨幣急貶，引發貿易財價格上漲而來的通膨衝擊，以及在同一時間隨著利率衝高而來的通縮衝擊。

一九七〇年代初，第一波衝擊是來自美國和其他各國的通膨率提高。投資人從錢和證券轉向「硬資產」，像是黃金、白銀、藝術品和收藏品，並從以美元計價的證券，轉向以各外國貨幣計價的證券。美國財政部在一九七一年八月關閉了黃金窗口，被解讀是美國再也不維持低通膨率的承諾。美元的價格在貨幣市場上下跌，幅度遠大於美國與其貿易夥伴貨幣購買力與通貨膨脹率的差異所能解釋的程度，也就是說，美國貿易夥伴國的貨幣價格出現超漲。

第二大的貨幣衝擊是，聯準會在一九七九年十月採行劇烈緊縮的貨幣政策。美元證券的市場利率衝高，使實質利率由負轉正。黃金的美元價格約莫在十週後觸頂。在這項衝擊前，投資人試圖針對通膨率提高來調整投資組合；隨後則針對預期會下跌的美國利率來調整。黃金的美元價格和其他硬資產的價格開始下跌，美元則開始升值。當油價急跌時，德州、奧克拉荷馬州和路易西安納州倒了許多銀行，而在愛荷華州、堪薩斯州和其他中西部農業州，小銀行也破產了，因為穀

物的價格急跌，導致農場房地產的價格下跌的百分比更大。在一九八〇年代初，美國的儲蓄機構倒了好幾千家。此時相對於長期利率，短期利率高得多，這是一九七九年十月貨幣衝擊造成的結果。

美元的價格持續上漲到一九八五年中為止，或者說，日圓的價格、德國馬克的價格和其他各種貨幣的價格下跌，一直維持到一九八五年中，所帶動的則是外國對美元證券的購買急增。此時，美元的價格超漲。隨著美元證券利率下降以及美元價格上漲，資金從其他金融中心流入紐約市場的吸引力在下降。到了一九八〇年代中葉，外國對美元證券的需求下挫，使美元的價格開始下跌。

隨著日圓升值，外國對日本股票的需求便急增。因為投資人看好前景，日圓升值和日本股價持續上漲。日圓的價格儼然是超漲了。

證券和房地產的價格在一九八〇年代衝高後，日本在一九九〇年代初經歷了重大的銀行危機。日本經濟所要調整的是，日本對外國證券的購買下降，以及外國對日本證券的購買增加。隨著日本的資本帳逆差下降，市場力道確保了該國的經常帳順差有相應的下降。

一九九〇年代初的銀行危機期間，由於日圓升值，使日本不斷加大對泰國和鄰近國家的投資，來努力降低生產成本。這些國家的銀行在境外市場增加借款，它們的證券價格上漲，而且貨幣價格也不斷上漲。此時，這些國家的貨幣正在超漲中。

泰國、南韓和印尼在亞洲金融危機時倒了很多銀行，它們的貨幣突然急貶，使貿易逆差轉為貿易順差。接著在一九九〇年代後期，俄羅斯金融潰堤不久後，美國當時最大的避險基金長期資本管理公司崩解，而且假如聯準會沒有下令它最大的債權人對該行投入股權資本，它就會倒閉。

從一九七〇年代起，貨幣的價格走勢區間就比先前的任何時期都要大得多。再者，在貨幣的市價和長期均價間，偏離比匯率以平價來定錨時要大得多。當國家的跨境投資流入增加，相對於長期均值，貨

幣價格則是以「超漲」的模式上漲。當這些流入放緩或反轉時，貨幣的價格就以「超跌」的模式下跌。這些大幅波動起初是歸因於，市場參與者對自由浮動的匯率缺乏熟悉度。接著貨幣的價格大幅變化便得到了解釋，因為在能增加供給貿易財來回應國內和外國在價格與成本關係上的變化前，本來就會有時間差。比較適切的解釋是，貨幣價格的這些大擺盪是起因於投資人對外國證券的需求改變。再者，貨幣價值超漲和超跌的區間比先前的任何時期都要大得多。於是在一九七〇年代，德國馬克和日圓的價格上漲便遠甚於依照美國通膨率對德國和日本通膨率的超額所預估出的上漲。接著在一九八〇年代初，兩國貨幣的價格都急跌，即使美國的通膨率依舊比它們的通膨率要高。在一九九〇年代後期，美國和歐洲的通膨率類似，但新建立的歐元在一九九九年剛建立後，價格就跌了三成，所承繼的則是德國馬克、法國法郎、義大利里拉，以及加入歐洲貨幣聯盟的其他國家貨幣。

超漲和超跌是必要調整的一環，所反映的是在貨幣浮動時，跨境投資流動的變化。這些變化必定是伴隨著財貨跨境移動和貿易餘額的相應變化。投資流入時，貿易逆差規模會擴大，這是由於因貨幣升值而增加對進口的需求，以及消費支出因家庭財富變高而增加。

流到國家的錢增加就像是這些國家的可用儲蓄增加，勢必刺激家庭消費、投資，並導致政府赤字規模擴大。在多數國家，家庭消費都是占國內生產毛額的六、七成，投資流入增加的調整大部分都牽涉到家庭消費增加，或者家庭儲蓄減少。可用的外國儲蓄增加便導致資產價格變高、消費支出變多和國內儲蓄變少。

美元、日圓、歐元、瑞士法郎和其他貨幣的價格大幅變動是由於跨境投資流入的方向反轉。流入的錢增加常導致貨幣升值兩、三成，因此便超漲；當震撼發生，使投資流入的步調放緩或反轉時，這些貨幣貶值或許就會跌四、五成。

跨境投資流入增加常是從體制創新而來的，尤其是放寬金融監

管。這些舉措或許會受到增強，因為貨幣的價格上漲提升了承擔跨境風險的投資人可獲取的預期報酬率。不過，當這些投資人無法獲得投資收益時，資金流入銳減可能導致債務人周轉不靈，因為借款人的欠債增加得太快，進而引發貨幣貶值。

於是在危機前一、兩年以上的時間，跨境投資流入都在加速，每波銀行危機都是從它的模式反轉所接續而來。當跨境投資流入放緩，那些借款來購買房地產、股票或其他資產融資的人有的就成了困頓的賣家，因為他們需要籌措現金來對欠債付息。在一九八〇年代初，投資流入急速減弱，使墨西哥披索、巴西雷亞爾、阿根廷披索和其他許多開發中國家的貨幣價格一落千丈。這些貨幣貶值，導致有美元計價負債的國內企業和銀行因匯率重新計算，而受到重大虧損。

在新興市場國家，貨幣超漲和超跌的範圍比工業國家更大。在一九九四年底和一九九五年初，墨西哥總統換人期間，披索的價格下挫了近五成；在一九九七年的最後六個月，泰銖、馬來西亞令吉、印尼盧比和韓元的價格跌了五到七成；在一九九八年的八月，俄羅斯盧布的價格下挫了五成以上。

在一九八〇到二〇一〇年的三十年間，出現四波的銀行危機，金融動盪比其他任何時期都要來得厲害。第一波是接續自一九七〇年代的墨西哥、巴西、阿根廷和其他開發中國家，銀行對政府與政府所屬企業的貸款增加，它們的外債從一千兩百五十億美元增加到八千億美元；第二波是接續著日本的證券和房地產價格在一九八〇年代衝高、家庭的財富衝高，而且經濟一片繁榮，約莫在同一時間，芬蘭、挪威和瑞典也經歷了證券和房地產的價格急漲；第三波銀行動盪是亞洲金融危機，證券和股票的價格在先前的五年多急漲，其中大部分的國家，房地產的價格上漲都衍生出股價上漲，因為許多在股票交易所掛牌的公司都持有高額的房地產。在一九九〇年代後期，美國股市的財富翻倍，網路公司和資訊科技企業的股票市值則漲了四倍；第四波是

牽涉到在二〇〇二年後，美國、英國、愛爾蘭、西班牙、冰島和南非的房地產市值急增。

每波銀行危機都有一個顯著特點，即在危機前三、四年以上的期間，這些國家各自的外債都是一年增加兩、三成；模式就是在危機前的好幾年，外債有所衝高，日本則是例外。再者，外債增加也增加了這些國家國內的信貸資金供給。源源不斷的信貸資金使投資人可以透過新貸款的錢來對未清償貸款付息。這些借款人的欠債可能增加得比國內生產毛額要快，但當放款人意識到潛在的信貸風險而更加謹慎時，便會出現問題。由於證券的價格上漲都與跨境投資流動相關，因此，一旦跨境投資規模驟降，便會導致欠債國的證券價格下跌。

證券和房地產的價格急漲，及後續的銀行倒閉跟貨幣的超漲與超跌是有系統性的關係，且起因於跨境投資流入的金額和方向改變。四波的危機是從貨幣價格急貶接續而來，並導致了在以美元、瑞士法郎或其他某種外國貨幣計價的債務上，國內企業的欠債增加。隨著貨幣貶值，通常會伴隨著利率衝高，便觸發房地產和股票的價格在循環的崩盤階段期間急跌。

既然依賴投資流入的錢來對未清償的外債付息並不能無限維繫，這些銀行危機大部分就是「可預料」的事件；不確定性來自投資流入減少將導致貨幣價格下降的幅度。於是在一九七〇年代的墨西哥和其他開發中國家，以及一九九〇年代的泰國、馬來西亞和印尼，擴張的狂熱便無法持續，因為相對於國內生產毛額，這些國家各自的外債增加得太快，以及因為相對於收入，借款人在這些國家的欠債也增加得太快。無可避免的是，雖然無法預測準確時間和細節，但在對這些借款人增加貸款上，放款人勢必會變得較為謹慎。隨著新貸款的現金流動減弱，對於一些所要付的利息，借款人便需要新的資金來源。在貨幣的價格不跌下，這些國家要能針對投資流入下降來調整的機率很低。同樣的，到了某個階段，日本的房地產價格勢必就會停止上漲；

那些在近期借錢來買入房地產的人有很多會遇到現金吃緊，因為貸款所需支付的利息會高過租金收入。

| 金融動盪的原因

從一九七〇年代初以來的金融動盪是起因於，貨幣衝擊和信貸市場震撼衝擊到了跨境投資流入的方向與範圍。一項貨幣衝擊是牽涉到，投資人對外國證券的需求增加。另一項貨幣衝擊是牽涉到，貨幣供給增長率的突然變化，對預期通膨率和利率水準帶來顯著的影響。很多衝擊事件都是在金融監管放寬的背景下出現的，銀行信貸供給的增加，使特定群體的投資人能夠更容易獲得融資，很多原本被嚴格限制的投資人突然變得十分有吸引力。在很多時候，貨幣衝擊和信貸衝擊都是同時出現的，共同對跨國資金流動造成顯著的影響。

一國的投資流入增加，不僅會使貨幣和證券的價格上漲，而且會推高國內資產價格水準，使資產價格偏離長期均價。有的衝擊會導致放款人輕易的將資金貸放給借款人，但這一過程並不會永遠持續下去，後續的投資流入下降幾乎向來都導致貨幣貶值，並常觸發證券價格崩盤五、六成以上。

在這段很長的時期，首起巨大衝擊是在一九六〇年代的下半葉，美國的年通膨率提高到五%到六%的區間；在先前的二十年，該率幾乎向來都低於三%，而且通常是比德國和西歐鄰國的通膨率要低。在一九六〇年代末，隨著歐洲貨幣和日圓的價格似乎很有可能會上漲，美國的年收支逆差便衝高。投資人和企業增加購買了非美元證券，以便從各外國貨幣升值中獲利。由於美國不願提高黃金的美元價格，而法國和日本不願意提高它們的貨幣價格，收支不平衡就變得更大，德國、日本和其他收支順差國所持有的國際準備資產就漲得更快。接著

在一九七一年時，美國的經濟放緩，通膨率下降，聯準會採行較為擴張的貨幣政策，美元證券的利率下降，便導致更多的投資從紐約流到外國的金融中心。

一九七〇年代初全球的通貨膨脹形勢進入一個難得的平靜期，主要出於以下三個原因：第一，美國增加了貨幣供給；第二，美國推行更加寬鬆的貨幣政策；第三，由於國際收支的巨額順差，德國和日本都增加了貨幣供給。對於美國財政部把黃金窗口關閉，投資人解讀為，美國人不再信守低通膨率。美國的通膨率漲得更快，意味著貨幣的價格無可避免會重新調校。由於美國的通膨率比德國的通膨率高出了二%以上，可調整平價的布列敦森林體系再也走不下去了，德國馬克、日圓與其他工業國家貨幣間的調整也是無可避免的了。

隨著美國的通膨率攀升，美元證券的利率便提高；不過，美元活期存款的利率是受到聯準會利率上限的管制，美國本土銀行的競爭力也受到嚴重影響。而在倫敦和其他的外國金融中心，這些上限並未套用在美元存款的利率上，便誘使了投資人把資金從國內移往境外的金融中心。在一九七〇年代初，美國和其他工業國家的貨幣供給成長快速提高，助長了對初級產品的需求以及油、小麥和其他商品的價格急漲。在生產這些初級產品的國家，國內生產毛額的成長率都提高了。接續著一九七三年十月的贖罪日戰爭，沙烏地阿拉伯對美國和荷蘭禁止運油，而觸發了對石油的需求急增和油價衝高。接續著伊拉克在一九八〇年入侵伊朗，油的供給下降對油價和全球通膨所造成的衝擊要大得多。投資人增加購買黃金和其他的貴金屬、收藏品、房地產及其他的「硬資產」，以便為通膨避險。

| 第一波信貸泡沫

在一九七〇年代，初級生產國的經濟成長率提高，使得銀行的貸款有約莫十年都是成長三成，對象則是墨西哥、巴西、阿根廷和其他開發中國家的政府和政府所屬企業；這些國家的外債一年要增加兩成。總部位於加拿大、多個歐洲國家和日本的銀行所用的美元是在倫敦、蘇黎世和盧森堡的境外存款市場借入，以資注這些貸款並「進犯」美國銀行的地盤。美國的銀行則積極回應，以盡量減少市占率的下降。再者，美國和外國的銀行想要規避的是，監管限制了國內貸款和資產的成長。流往墨西哥、巴西、阿根廷和其他開發中國家的錢增加，使這些國家能為較大的貿易逆差融資。

接下來的貨幣衝擊是，聯準會在一九七九年十月改變了操作程序（所謂的「伏爾克」衝擊 [Volcker shock] ）。原先利率是由聯準會來穩定，信貸成長是由市場力道來判定；在新的政策下，聯準會試圖限制信貸成長，利率則由市場力道來判定。採行此一貨幣政策是為了抵銷一九七〇年代的首起巨大衝擊，以及美國的通膨率提高和美元遭到擠兌。在這項政策實施後的十週，黃金的美元價格便觸頂；對於美國的通膨率會持續提高的預期破滅了。投資支出下挫，衰退接續而來，石油和其他商品的價格也急速下滑。

美元證券的利率提高，加上美國的預期通膨率急降，這兩個因素都刺激了投資人購買更多的美元證券，美元開始快速上漲，德國馬克、日圓和其他貨幣的價格下跌。墨西哥和其他的開發中國家遭受了雙重的壓力，一是美元欠債的利率提高，一是出口的量 and 價格雙雙下降。德州的銀行受到了類似的衝擊，一是利率變高，一是油價變低。美國的儲蓄機構對短期存款所支付的利率快速提高，甚至出現長期抵押貸款利率低於存款利率的「利率倒掛」現象。

丨 第二波信貸泡沫

隨著美元的價格在一九八〇年代的上半葉上漲，以及美元證券的利率下降，投資人買入美元證券的誘因就減弱了。日本的投資流出減弱，日圓開始升值。日本銀行藉由買入美元來抑制日圓升值，它所持有的美元證券增多，導致貨幣供給快速增加。日本的金融體系原本受到嚴格監管，其銀行須以非常低的利率來對公司借款人提供貸款，再者，行政命令規定，對於政府認為是戰略上的重要產業，這些銀行就要對企業擴展貸款。日本金融自由化出於兩方面的考慮，一方面是產業對銀行貸款的需求下降，因此再也不必考量優先度來對借款人分配信貸；另一項是，美國的主管機關要求日本允許美國的銀行和其他金融企業進入東京的銀行和資本市場，條件則比照日本的銀行在紐約。

金融鬆綁使總部位於東京和大阪的銀行能快速增加房地產貸款。由於房地產長期供不應求，很多在東京股票交易所掛牌的公司都是房地產投資公司，房地產的價格上漲助長了它們的資產價值和股價急漲。在東京股票交易所掛牌的公司股價的上漲，以及日元匯率水準的不斷上漲，也吸引了美國及其他工業化國家的投資人進入日本市場。

為了限制日圓走升的壓力，日本放寬對外國投資日本銀行與企業的限縮。這些銀行在倫敦、紐約、蘇黎世和其他的金融中心，快速增加分行和子行的家數。從日本流到美國和各歐洲國家的儲蓄衝高，當時紐約和東京有這樣一種說法：「假如日本停止買入美國政府的證券，美國財政部要去哪裡生錢來為它的財政赤字融資？」日本的銀行新成立的這些外國分行，在當地大量開展貸款業務，有部分是用在境外存款市場所取得的資金。境外銀行新成立的分行為獲得較高的市占率，提供比當地的競爭對手還優惠的利率，再者，日本的投資人開始在美國和其他的工業國家購買房地產——辦公大樓、公寓大樓、高球場和滑雪度假村；這些購買大部分都是向日本的銀行在倫敦、蘇黎世和其他境外金融中心的分行借錢來資注的。

在芬蘭、挪威和瑞典，金融自由化使總部位於這些國家的銀行靠

著在境外市場借款，就能為國內的貸款取得財源。在投資流入的情況下，這些國家的股價和房地產價格便急漲。

在一九八九年底時，日本銀行新任命的行長決定限縮銀行在房地產貸款上的成長，而戳破了資產價格的泡沫；大量欠債的借款人再也無法借到新貸款來支付舊貸款的利息。股價在一九九〇年跌了三〇%、在一九九一年跌了二五%，日本的經濟成長顯著放緩。相對於進口，日本的出口仍維持增長，日圓的價格也持續上漲。為因應日圓價格上漲對國內製造業獲利的不良衝擊，日本的企業便在中國、泰國和東南亞的其他國家增加投資製造設施，主要是用來當成日本、美國和其他工業國家的市場供應來源。很多日本銀行也跟隨企業在國外發展，擴大貸款規模。

■ 第三波信貸泡沫

布雷迪債券在一九八九和一九九〇年應運而生，讓墨西哥和其他的開發中國家能把違約的銀行貸款轉換成部分受到美國政府保障的長期債券，而有效終結它們與全球資本市場的金融隔離（「失落的十年」）。墨西哥開始積極加入北美自由貿易協定，墨西哥銀行採行緊縮的貨幣政策來降低通膨率、數百家政府所屬企業民營化，政府對國際貿易和商業行為的監管採自由化。隨著美國、歐洲和日本的企業在墨西哥增加製造設施，墨西哥的外國直接投資便衝高。由於墨西哥披索證券利率很高，使美國貨幣市場基金紛紛搶購，美國的退休基金和共同基金也增加購買了新資產類別的股票——「新興市場股權」。墨西哥的經常帳逆差提高到國內生產毛額的六%。

同樣的，在巴西、阿根廷、泰國、馬來西亞和其他的新興市場國家（更名前有好幾十年都稱為開發中國家），投資流入快速增加，這

些國家的貨幣不斷升值，而且貿易和經常帳逆差增加。

一九九四年初，印第安人在最南邊的省分發動革命，接著，主要政黨領先的總統候選人遭到暗殺，墨西哥好幾起的政治事變導致投資流入下降，意味著墨西哥銀行需要買入披索來抑止它的價格下跌，當墨西哥所持有的美元掏空到使它再也支撐不了披索時，價格就會急跌。一九九六年後期，泰國非銀行金融機構發放的消費信貸出現巨額損失，導致進入泰國外資銳減。事實上，這些專門發放貸款的非銀行金融機構，實質是銀行為規避政策管制而設立的，因此，損失的實際是銀行的資本金。一九九七年七月初，國際準備資產一掏空，泰國銀行便無法維持泰銖的價格。泰銖的價格下跌觸發了蔓延效應，而溢向了亞洲國家及巴西、阿根廷和俄羅斯；相對於出口，亞洲國家的進口降了一千五百億美元。

這些衝擊有多起完全出於偶然，墨西哥在一九九四年初的政治事件無從預見，不過，墨西哥的經常帳逆差太大，即使不出現突發的政治事件，最終投資流入下降及披索貶值也是在所難免；同樣的，泰國和馬來西亞在一九九六年的經常帳逆差太大，只要一有風吹草動，就會導致投資流入下降，當這些國家的投資流入持續下降時，房地產價格和股價的泡沫自爆就無可避免。

丨 第四波信貸泡沫

在二〇〇二到二〇〇七年期間，令人關注的是，在美國、英國、西班牙、愛蘭、冰島、南非、紐西蘭等國，住宅和商業房地產的價格急漲，部分地區的住宅不動價格甚至上漲了一倍以上；美國的住宅房地產價格漲得比其他國家要少，不過，美國的價格上漲主要是發生在南部和沿海兩岸地區，且其中一些州的價格已經翻超過一倍以上了。

這些國家都分別經歷了投資流入增加，且各國（身為歐區成員的西班牙和愛爾蘭則是例外）的貨幣都升值了。當增加的欠債太多，到了無法再維繫的地步時，便將導致再一次的危機爆發。當美國和英國的投資流入下降時，購買房地產的可用信貸供給就下挫，並使房地產的價格崩盤。抵押貸款相關證券的價格也宣告下跌，許多美國和英國的銀行和金融機構都面臨倒閉。愛爾蘭經歷了營建業的繁榮，但當泡沫破裂時，銀行也就跟著倒了。在有大量投資流入的那幾年期間，冰島股價連創新高，當這些流入顯著放緩時，股價就開始急跌，貨幣則損失了一半的價值。

美國的住宅房地產價格在二〇〇六年底時觸頂，接著便開始下跌。一家大型的投資銀行遭併入一家最大的商業銀行，聯準會所協助提供的資金達近三百億美元，端賴它的貸款虧損而定。在二〇〇八年九月中時，占全美抵押貸款市場半壁江山的房利美和房地美，因信貸損失而被財政部接管。它們股東賠掉所有的錢。債券持有人則得到美國財政部「紓困」，否則他們就會蒙受好幾千億美元的虧損。過了好幾天，美國第五大投資銀行雷曼兄弟倒閉，出售該企業的努力協商並不成功。一系列金融市場恐慌導致風險利差暴漲，國際貿易及銀行間拆借幾近停滯。幾個月後，希臘和葡萄牙發生公債危機。希臘政府的財政赤字超過了國內生產毛額的一二%，總欠債超過了國內生產毛額的一二五%。當時大型國際銀行願意收購這些政府債券，使它們能為過多而無法繼續維持的財政赤字融資。後來希臘政府總欠債衝高，有部分是因為先前一個或好幾個政府對於總欠債的資訊沒有全盤掌握，而這些政府的欠債衝高，則是因為「錢就在那」——銀行願意買債券，使政府能為龐大的赤字融資。接著當銀行放款人突然變得謹慎，以及政府沒有足夠的現金來對欠債付息並支應政府的人事時，危機就發生了。

資料中的模式

在各波的信貸泡沫中，借款人的身分都不同。第一波的借款人是墨西哥和另外十個開發中國家的政府和政府所屬企業；第二波的借款人是日本的屋主和房地產公司，以及芬蘭、挪威和瑞典的屋主。第三波的借款人常是新興市場國家的銀行，運用外在來源的資金是因為它不如國內的來源昂貴。第四波的借款人主要是屋主和房地產開發商。

在幾波危機裡，放款人都是大型銀行。在第一波裡，放款人有總部位於美國、加拿大、日本、英國和法國的銀行；在一九八〇年代的國內房地產泡沫中，日本的銀行是主要的放款人；在第四波裡，放款人有美國的銀行，以及位於英國、愛爾蘭、冰島和西班牙的銀行。好幾家美國的銀行在這波的期間遭遇了大幅的虧損，且在第一波裡就蒙受了大幅的虧損。

在這好幾波危機中，儘管借款人和放款人的身分不同，現金流的模式卻有不少相似之處。跟信貸泡沫畫上等號的國家大部分也經歷了貨幣的價格上漲，以及經常帳逆差增加，日本則是例外，因它仍有經常帳順差，不過隨著房地產和股票的價格衝高，日圓跟著升值，貿易和經常帳順差便下降。這些國家的投資流入增加，助長了證券的價格上漲。

這些國家的貨幣升值，以及證券和房地產的價格上漲，均是對投資流入規模增長及國際經濟失調的反映；國內消費必須提升，以刺激進口，使其與投資流入相匹配。在證券價格急漲的誘使下，消費支出的水準變高便導致經濟繁榮。雖然很多國家採量入為出原則，使財政支出增速與財政收入大致匹配，但仍有部分國家（包括一九九〇年代後期的美國政府在內）意識到，維持財政赤字有助於提高消費支出。

在各波的放款人和借款人之間，現金流的模式為龐氏融資——借款人所增加的欠債比對欠債所支付的利息高了好幾倍。既然以新貸款的

現金來對欠債付息綽綽有餘，在償還債務上就會有三、四年以上不會對借款人造成負擔。不過，現金流的模式維繫不了多久，到了某個階段，放款人無可避免就會對擴展新貸款變得較為謹慎。當跨境貸款成長放緩，就會導致貨幣貶值，這也將助長放款人更加提防。當所增加的欠債降到低於所要付的利息時，對借款人就會首次造成實質的債務負擔；接著他們就需要為部分所要付的利息找尋其他來源。相對於開支，政府則需要增稅，以拿到錢來支付利息，否則就會違約。

在可預見的世界裡，放款人會預見到，欠債國的證券價格無可避免會下跌，而在以美元或其他外國貨幣計價的負債上，導致借款人龐大的重估虧損，並或將外溢成放款人的大幅虧損。放款人的虧損大到可合理斷定，放款人的預見一點都不完全；他們沒能問的是，「假如沒有足夠的新貸款來提供錢，借款人要從哪裡弄到錢來對未清償的欠債付息？」

機率很高的是，在這些國家，外債和證券價格的這好幾次衝高並非獨立事件；反倒是一波的銀行危機和下一波開端的欠債增加有系統性的關係。在墨西哥和其他的開發中國家，當外債衝高在一九八〇年代初放緩時，墨西哥和其他的開發中國家的貨幣價格便急跌，貿易逆差則轉為順差。在信貸泡沫擴張時形成大幅貿易順差的國家會經歷到貨幣的價格實質上漲，以及貿易順差下降。

在一九八〇年代的下半葉，日本不願接受貿易順差下降，因為對出口業的獲利和就業有不良的衝擊；日本銀行以干預來抑制日圓的價格上漲，導致日本的銀行準備衝高和貨幣供給增加。隨著放寬國內和國外買賣的監管，銀行大肆發放房屋貸款，而導致房地產的價格變高。

一九九〇年代初，當日本股價和房價開始下跌，日圓的價格仍上漲；在預期低附加價值活動的生產成本會低於國內的成本下，日本的企業開始增加對泰國、馬來西亞和鄰近國家的投資。約莫在同一時

間，流向新興市場國家的投資快速增加，因為投資銀行發現，「新興市場股權是新的資產類別」。許多國家都開始了廣泛的民營化作業，大大吸引了工業國家的投資興趣。

在一九九七年夏天，當泰國和鄰國的房地產價格和股價急挫時，它們的貨幣便貶值，資金開始回流至美國等國家，助長美國的貿易逆差和美國的股價上漲。

美股的價格在二〇〇〇年春天開始下跌後，美元的價格就持續下跌。美國、英國和其他國家的投資流入，約莫是從二〇〇二年起增加，使得這些國家的證券價格上漲，大部分的貨幣升值。於是跨境投資流入的大幅改變，導致貨幣的價格以及證券和房地產的價格大幅變動。在二〇〇二年後，美國、英國和其他國家的房地產價格上漲，正是由於投資資金流入導致。在斷定淨利息成本比在國內市場上取得資金的成本要低時，它彷彿是有國際信貸池可供各國的借款人利用。但是，這些借款人只關注其利息成本，並未充分考慮資金流動引致的匯率變化風險，導致其可能遭受潛在的巨大損失。

| 貨幣和信貸市場衝擊所造成的影響

過去四十年，最為顯著的特徵就是跨境投資流入急速變動。德國馬克和日圓在一九七〇年代的大部分時間都在升值，而在一九八〇年代的上半葉急貶。當墨西哥的投資流入在一九九〇年代初增加，而使它的經濟一片繁榮時，披索的價格經調整通膨率的差別後顯著上升，墨西哥的貿易逆差則達到國內生產毛額的六%。當投資流入在一九九四年急速放緩時，披索急貶。錢從墨西哥抽走後，墨西哥的貿易順差達到國內生產毛額的四%。跨境投資流入在方向與範圍上的變化巨大又突然，這強力衝擊到披索價格、墨西哥的通膨率、證券和房地產的披

索價格，以及墨西哥企業、家庭和銀行的償債能力。

泰國、挪威、印尼、冰島和其他許多國家的金融市場事件都與墨西哥的類似。針對信貸供給在國內經濟中的循環變動，明斯基的故事清楚說明跨境投資流入在全球經濟中的變動：在國內經濟中，信貸供給增加會助長經濟繁榮與熱情，進而導致投資人變得較為樂觀，鼓勵放款人擴展較多的信貸。投資流入增加會導致貨幣升值，以及證券和其他資產的價格劇烈上漲。投資人樂觀導致放款人對國內的借款人提供更多信貸，接續而來的常常就是經濟榮景。

有些信貸和貨幣的衝擊會導致流入一國資金的增加，以及該國商品、股票、房地產的價格提高，也可能導致一國貨幣升值。隨著本國貨幣升值和證券價格的上漲，本國債券持有人的報酬率就會不斷提高，人們對未來經濟的預期就會越來越樂觀。另一種衝擊事件可能導致流入一國資金下降或反轉，導致本國貨幣貶值、證券與其他資產價格崩盤。

這些狂熱型衝擊是起因於，投資人轉換投資標的的偏好所導致的，投資人可能會將其投資興趣從一種貨幣計價的投資標的轉向另一種貨幣計價的投資標的。一九七〇年代，投資人擔心美國的通膨率會提高，而賣出美元證券，買進以德國馬克、瑞士法郎和英鎊來計價的證券，使得這些貨幣大幅升值。在一九七〇年代的期間，黃金的美元價格上漲，「因為黃金是通膨的最佳避險工具」，雖然在一九七〇年代的下半葉，金價上漲的年百分比比美國物價水準上漲的百分比大了好多倍。一九八〇年代初，投資人深信，美國的通膨率會下降；他們賣出以德國馬克和其他的外國貨幣來計價的證券，於是這些貨幣急貶。

貨幣政策的立場改變似乎是對跨境投資流入在最近三十年突然加劇情形的一種可能的解釋。貨幣政策的執行力度在最近三十年明顯增強，遠遠超過了在此之前的時期（在那時主要採取固定匯率，貨幣政

策只需進行被動調整）。在浮動匯率體制下，根本性的變化就是中央銀行有了更大的獨立性，可以靈活運用各種貨幣政策工具，可以對其利率水準和貨幣供應量增速進行靈活調整，實現國內政策目標。承諾維持固定匯率，會大大限制央行的貨幣政策，尤其是想採行較為擴張的貨幣政策時，這些承諾意味著，本國的通膨率無法與國家大型貿易夥伴的通膨率有所不同。但如果沒有固定匯率制的約束，央行可以更靈活的對其通貨膨脹率或未來的預期通脹率水準進行調整，從而導致跨境投資流動的變化。因此，跨境投資流入的更大變化可能由於對央行貨幣政策的變化，或對未來通貨膨脹預期的變化更加劇烈所致。

跨境投資流入的增強在一定程度上反映了現在的貨幣衝擊力度遠遠大於固定匯率下的衝擊力度。貨幣衝擊會改變投資人對某一國通貨膨脹率的預期，進而改變未來一段時間的預期貨幣價格。在一九六〇年代後期和一九七〇年代初，美國擴張的貨幣政策，導致投資人上修對美國通膨率的估計，也上修了對德國馬克和日圓預期價格的估計。投資人賣出美元證券，買進以德國馬克、瑞士法郎和英鎊計價的證券，而導致這些貨幣的價格急漲。

假如成群的投資人在投資組合中把非美元證券的比例提高，那美國就會形成較大的經常帳順差（或是較小的經常帳逆差），這時，德國馬克或它的後繼者歐元，以及日圓和其他外國貨幣價格的上漲速度就會比從各國通膨率差異推論出來的慢。僅從各國通膨率差異中所推論出的貨幣價值是不夠的，投資人若把購入外國證券的速度提高，這些外國貨幣就會超漲。

一九七九年秋天，美國採行了較為緊縮的貨幣政策，並下修對德國馬克、日圓和其他外國貨幣價格的估計。他們增加購買美元證券，導致德國馬克和日圓急貶。

每當投資人有意增持以特定貨幣計價的證券，超漲（貨幣升值過度）就無可避免；同樣的，每當投資人有意減持以該貨幣計價的證

券，超跌（貨幣貶值過度）就無可避免。市場匯率水準與透過相對購買力平價理論計算出的匯率水準可能有著顯著的差異，有人稱之為「惡性與良性循環的結合」和「非穩定性的投機」，反映出跨境投資流入突然改變方向的衝擊。預期的通膨率改變，更精準來說，是本國通膨率改變，會導致超漲和超跌。

由於日本股價和房價急漲，吸引許多外國資金，導致日圓升值。信貸市場的衝擊會影響投資人對以不同貨幣計價的證券需求，從而對單一貨幣的匯率產生影響。過往三十年裡，信貸市場衝擊曾影響墨西哥披索、泰銖等其他貨幣的匯率水準，因為貨幣的匯率水準會影響投資人持有不同貨幣計價的證券的意願。

沒有固定匯率時，一國股價或房地產價格的上漲會吸引更多的投資人購買該國貨幣計價的資產，這會對一國GDP造成巨大的短期影響，這也正是解釋跨境投資流動劇烈變化的重要補充。但採用固定匯率時，流向各國的資金增加的直接影響是，各國央行持有的國際儲備資產增加，以及貨幣性負債也會相應增加。不過隨著外國投資人購買該國證券的意願增強，該國的證券價格還是會上漲。

沒有固定匯率時，在以這些貨幣計價的證券上，外國的需求一增加便會點燃調整過程，以確保各國的貿易餘額所改變的金額可以相應於所增加的投資流入。在看不見的手操作下，要控制錢流增加的立即衝擊：隨著資本的成本下降和消費支出增加，以因應家庭的財富水位變高，國內的投資支出便會增加。在大部分的國家，家庭消費支出都比投資支出多出三、四倍，而且占所增加總支出的絕大部分。在獲得大量投資流入的國家，調整過程無可避免的結局就是國內儲蓄下降。

看不見的手會導致跨境投資流入國的貨幣升值，推高這些國家的資產價格。

隨著資產價格的上升和消費支出的增長，看不見的手會導致一國GDP成長率增高。在貿易餘額變化對國內生產毛額的比率上，變動增

加是起因於各國起初的投資流入增加，誘使調整過程改變，而導致證券和其他資產的報酬率變高。家庭財富增加助長經濟繁榮。從起初的投資流入增加到報酬率變高，等同是有反饋機制誘使了進一步的投資流入。看上去，經濟似乎會進入一個持續繁榮的階段，很多投資人沒有意識到跨境投資流入是不會永遠持續下去的。經驗告訴我們，各國的資金流入增加通常伴隨著經濟繁榮。一九九〇年代上半葉的墨西哥、泰國和其他亞洲國家，以及一九九〇年代下半葉的美國，都驗證了這條經驗規律。它們的貨幣升值，便降低了與經濟強勁擴張相關的通膨壓力，而且相對於進口價格，出口價格上漲則導致經濟成長率變高。投資流入也跟現金流的模式無以維繫有關，因為在這些國家，有些借款人是從新貸款取得現金來付息。經濟持續繁榮似乎可以解釋借款人為何會忽視未來一定會有代價不菲的調整出現。

| 國際最終放款人能否帶來改善？

假如有國際最終放款人，過往三十年的金融動盪是否或許會緩解？央行成立就是為了擔任最終放款人，以降低困頓出售資產、觸發償債危機的機率；央行將增加貨幣供應，應對需求的異常增長。當在經濟週期的擴張階段，投資人出於對更高回報的預期，會想去承擔更大的風險——他們還會輕忽各種證券所背負的風險。與此同時，許多放款機構放款標準會變得比較寬鬆，只求提高抵押貸款以及企業和政府貸款的市占率。對於跨境投資流入導致信貸供給大肆增加，國際最終放款人會不會加以節制？或者投資人對外國證券的需求有沒有可能更大，因為他們相信央行會較積極節制貨幣價格的變化？答案端賴於國際最終放款人的責任和可用的金融資源，以及當一國貨幣因投資流入下降而造成下跌時，它對所屬央行擴展信貸的意願。在跨境投資流

入的規模和變動上，國際最終放款人是否有職權並願意警示央行？

但控制貨幣價格波動的政策，同樣可能帶來道德風險，因為投資人知道國際最終放款人的調控方式，因此會去承擔較大的跨境風險。最終放款人或許會試圖節制各國的投資流入，但各國卻不一定會同意國際最終放款人能對投資流入設限，但最終放款人或許會獲得授權來發出跨境流動無以維繫的警告聲明。但本國政府似乎比較有可能同意的制度是，當錢流的方向反轉時，使它們能從國際最終放款人拿到較多的錢來節制超跌——假如它們能為國際最終放款人商定錢的來源。

從一九八〇年代初以來，大部分的金融危機都是起因於**跨境投資流入反轉**。幾乎所有國家都是投資流入的步調都太快而無法維持、借款人的欠債增加得太快。在狂熱階段，投資流入增加導致了貨幣升值，超出長期均價。當市場預期發生改變後，投資流入規模就會迅速下降，而貨幣貶值在所難免。

匯率高估或匯率低估都和跨境投資流向、規模變化有關。在某些國家，因貨幣嚴重貶值，危及國內企業的償付外債能力，而導致債務危機。這些企業若破產也可能會危及國內企業和其他金融企業的償債能力。

國內最終放款人也許可以偶爾發出股價漲得太快或是市場處於非理性繁榮等公開聲明；對於房價也可以發出類似的聲明。或者央行可勸告銀行限制房貸的增長。國際最終放款人亦可發出私下、甚至是公開聲明，提示各國外債的不正常變化，因為當一國過度依賴外債或增長太快難以為繼時，很容易出現金融危機，為該國帶來慘重的損失。這些聲明可留待投資人和其他的市場參與者自行判斷。

國際貨幣基金組織成立於一九四〇年，目的是為了協助國家為收支平衡逆差融資。當國家因為短缺資金而融資時，降低貨幣價格的壓力就會下降。成立國際貨幣基金組織的動機是相信，假如有國際最終放款人，那在一九二〇年和一九三〇年，尤其是一九三〇年的金融不穩

定，就可能避免或緩解。該組織的幹部一年會探訪各成員國一、兩次，以討論該國的經濟政策。這個組織就像是一大型的資料庫，裡頭存有大量資產價格和各國國際欠債變化的資訊。當一國外債增加得太快，導致經常帳逆差太大，就可能影響該國經濟穩定（更可能出現「硬著陸」，而非「軟著陸」），然而，國際貨幣基金組織卻極少做出有效預警。當一國經濟出現崩潰時，國際貨幣基金組織也未能及時提供貸款，以避免出現超跌。

其中很多國家在貨幣危機時，會使用該基金的錢來限制貨幣價格下跌。有些國家則不願接受國際貨幣基金組織的錢，因為所接受的附帶條件會使經濟通縮。

墨西哥在一九九四年的金融危機中，當時美國財政部成了該國的最終放款人，因為國際貨幣基金組織的金融資源太少，不過國際貨幣基金組織和好幾個外國政府也提供了援助。墨西哥政府宣布有這筆錢，阻止披索的價格進一步下跌。假如早一週或好幾週就採取此一措施，披索的貶值狀況就不會這麼慘烈，對墨西哥經濟的不良衝擊也會比較少。

與設立初衷相比，國際貨幣基金組織表現遜色是起因於分析或政策失敗，還是成員國掣肘，則就是另一本書的主題了。

結語

從一九八〇年代初以來，中國的經濟成就耀眼，取得了世上其他任何國家無可匹敵的經濟成長率。大約三、四億人從農家村落的泥土房舍搬到了城市或工廠附近的公寓，過上中產階級的生活。將近三十年時間裡，中國平均的經濟成長率都是近一〇%。成為世界第二大經濟體，即使未來成長率會急降，但中國最終超越美國，成為世界最大的經濟體。

中國出現為數眾多的億萬富豪和百萬富翁。中國約有六、七十萬學生赴美國、英國、日本、澳洲、德國等國留學深造。日本、南韓、新加坡等國家，都有過三、四十年的高經濟成長率。

假如一國GDP要一年成長八到一〇%，且達二十年以上，若干的因素就必須齊備。該國的出口額必須保持成長；在國外銷售的公司必須能從更多的知名外國公司中搶占市場占有率，因此它們將需要價格優勢。那麼一來，必須為在國內外市場生產產品的工廠，提供高額投資，這意味著需要很高的儲蓄率。大多數快速發展的國家都以適度的外國儲蓄來補強國內儲蓄；如此一來，在快速成長期間，他們成為國際債務人。高成長率有賴於大舉投資基礎建設——電力、供水、馬路與鐵路和機場，以及城鎮住房。想要把企業融資和家庭儲蓄的多重需求搭在一起，就少不了有彈性的金融體制。只有在糧食產量大增或對

進口糧食的依賴增加的情況下，城市地區才能不斷發展。高度發展則需要經理人和企業人才。

中國有兩道阻礙是其他這些國家所沒有的：第一，由於中國先前實行了三十年計畫經濟，歷經過「土法煉鋼」和「文化大革命」兩個時期。在中國，生產手段和土地均為國家制定與所有，例如：經濟活動由國有企業所掌握，市場競爭受到限制，與其他新興國家的標準相比，其產品和品質標準低落。

第二道阻礙是，中國的人口遠多於其他任何國家，只有印度能相提並論。比起小國，它要搶奪世界市場的占有率困難得多，因為外國生產者所受到的取代衝擊會很大。

中國靠著大量供給非技術勞動力而進入了現代社會，他們龐大、流動和適應力強，並熱衷改善生活水準。家庭把極高比例的收入存下來，因為需要累積必要的金融財富來買生活住房，有些部分存款是為了退休。有大量潛在的企業家。智慧財產權則不太受尊重。

中國的一些國營企業已經民營化了。經濟成長有很大程度是拜外資企業的成功所賜。一九八〇年代初，中國政府做了一個明智的決定，即邀請外國企業到中國來生產，部分用於出口，部分用於國內市場。相較日本和其他國家，中國對外資的約束較少，這些企業很快在中國建立起品牌、供應鏈和配銷網。然而，這些企業經常被要求，必須有中國合資的企業夥伴。

中國的出口快速擴張，驅動城市的成長與城鎮化。工廠需要蓋在港口附近，基礎建設必須發展，好讓工廠取得用水以及電力和運輸。要快速運輸原料和成品，馬路、鐵路、海港和機場，就不可或缺。只要出口增加，移居到城市的人口就會繼續增加。

城鎮工業部門的生產力提高許多，起初可能只是農家和鄉村的三、四倍。後來，勞動力從農家逐漸轉往工廠，推動國內生產毛額提高。在國內生產毛額的成長率中，有兩、三個百分點是起因於勞動力

的重分配。再者，隨著過多的勞動力離開，重分配也導致了鄉村部門的生產力增長。

鄧小平在一九八〇年代初所下的一個決定是，採用在二次世界大戰後，用來加快經濟成長速度的日式金融監管。這種模型的頭號特徵是，以最高限度的天花板來壓低銀行對家庭儲蓄方所能支付的利率；另外，銀行對企業借款方所能收取的利率也低。由於銀行對家庭儲蓄方所能支付的最高利率，常不如物價水準的年增幅，累積儲蓄的購買力便下降；後果則是家庭把比例高得不得了的收入給存下來，以蓄積必要的財富來買房。但由於房地產的價格一年就漲一成以上，使民眾每年都需要存下很大的金額，金融財富才會增加得比較快。

再者，企業借款方對信貸的需求遠大於供給，所以銀行需要機制來判定，哪些借款方可以先拿到信貸。優先拿到銀行貸款的借款方身分，日本財務省的指令，是在全球產業競爭中會是「贏家」的企業。房地產被視為消費財，所以購買和營建的可用信貸金額相對不大。

銀行信貸在東京發展出了境外市場；在這個市場上的借款方，是信貸遭到銀行駁回或者所拿到的信貸比意想中要少的企業。貸款的供給方則是能向銀行借到款的企業；這些企業會收取合算的租金。有些企業能直接向銀行借到款，而把錢貸給不受優待或是所能借到的金額比意想中要少的企業。

由於銀行向優待借款方所收取的利率常常低於經濟成長率，「萬年融資」的模式便就此發展出來。這些企業等同是以新貸款的現金來償還債務利息。

在一九六〇和一九七〇年代的期間，房價漲得比國內生產毛額的名目成長率還快。很多在股票交易所掛牌的公司都是房地產公司。隨著房地產的價格上漲，股價便上漲。日本的企業相信，資本成本很低；比起投資的獲利，它們對維持或提高市占率的興趣要大得多。

隨著房地產市場一片榮景，日本的金融部門也一片榮景。日本的

銀行持有大量的股票和房地產，而隨著股價和房地產價格上漲，它們的資本也隨之增加，此時它們就能增加貸款。日本的銀行會依據擔保品的價值來確認貸款金額；隨著房地產的價格上漲，擔保品和銀行資本的價值也在增加。日本似乎是擁有金融版的永動機。

在一九八〇年代的下半葉，日本的成長率開始放緩，使財務省開始放寬各種監管，包括限制銀行對房地產貸款等。再者，更放寬外國投資的控管，以限制日圓升值。

日本的房地產投資，有很多是在為城市升級或重建。日本的房地產所有權極為分散，意味著開發商必須花更多錢來處理現代辦公和公寓大樓整併必要的土地。

一九八〇年代後半，日本的房地產和股價大漲，是針對日本的投資流出下降和該國的資本帳逆差減少來調整時必備的一環。看不見的手發揮了作用，以確保它的經常帳順差有對比的下降。日本進口產品主要是初級產品，對相對價格的變化不是特別敏感——因此，家庭財富的大幅增長是實現進口增長的必要條件。

在一九八九年的最後一個月十二月，股價觸頂，日本的資產價格衝高的狀況，畫下了句點；過了十八個月，則是房地產的價格觸頂。觸發資產價格下跌的是，日本銀行的就任行長指示銀行，要將房地產的信貸成長幅度，限制在總貸款的成長率之內。但有些欠債的借款方已經變得需要仰賴新貸款的錢，來支付欠債的利息。

房地產的價格和股價下跌，意味著許多借款方無法對貸款支付利息。房地產的價格上漲得快到使租金報酬率降低，也比利率要低得多。只有在房價會繼續以顯著高於利率的速度上漲時，這些投資在財務上才有吸引力。

當房價開始下跌時，破產就開始升高；日本的銀行蒙受大幅的貸款虧損，而且資本下降。這些銀行成了政府的監護對象。它們不願或無法對企業增加貸款，這意味著這些企業再也無法及時支付利息。

當新貸款的供給下降和經濟成長率放緩時，相對於國內的需求，日本的工業產能太大，就變得彰顯了出來。其中一項調整是企業必須縮減規模，意味著對廠房和設備的投資大幅下降。日本的經濟成長率一落千丈。自此之後，日本的問題就是，家庭和企業有意儲蓄的金額遠高於企業想要投資的金額。

從一九八〇年代初起，中國所經歷的是，房價衝得比家庭所得還高，有點類似日本在一九八〇年代的房地產價格急漲，尤其是在該十年的下半葉。中國房地產價格上漲的背景，與日本迥然不同。日本的房地產價格衝高是收支平衡調整問題的一環，中國的房地產價格則是在回應移居衝高和尋找安穩的保值。關鍵的疑問是，中國的經驗會不會照著日本走，以及房地產價格急跌會不會導致經濟成長率劇烈下降，就跟日本在房地產價格沉淪後所經歷的那樣。

過去二十年來，日本的頭號問題在於，家庭和企業的儲蓄率高於國內投資。政府吸收了很多無處可去的超額儲蓄，而使財政赤字龐大。

過往二十年間，中國的房地產價格也經歷了顯著的上漲，儘管上漲的原因與東京和大阪房地產價格上漲的原因只有部分重疊。一九九〇年代初，在政府頒布法令，要求單位必須參照居民年收入，將居住單元以合理的價格出售給居民後不久，房地產市場的價格就開始上漲。由於從鄉村到城市的移居量龐大，這些單位的價格便上揚，其中一些起初是由雇主配給單位的賣家，把它賣給了較近期來自鄉村的移居者，獲得收入後用於購買更新、更貴的住房。

最初，對公寓的需求是為那些搬到城市的人提供住所。隨著公寓價格的上漲，很明顯，擁有公寓變成提供了一個相對於貨幣、銀行存款和股票報酬率更高的保值品。首次購房者想要「上車」；他們想要從購買力下降的金融財富，過渡到擁有房產，因為房產價格正持續上漲。

「上車」的票價漲得比家庭所得要快。首購房屋的買家可用的信貸供給很少；儘管有些現金或許是向親友所借，但大多數購買都是用現金支付。房價快速上漲加上銀行存款的實質報酬率為負，個人不得不將越來越多的收入存進銀行裡。由於漲價速度太快，人們都想搶著要儘可能早買，所以家庭在購買房屋時，會將財富全數投入，或儘可能向家人和朋友借款，這時他們所投入的就不只是自己的財富。

公寓的價格持續急漲，反映出對公寓的需求增加得比供給要快。在二〇一三年底時，以北京和其他的一線城市來說，兩房兩衛的標準公寓約莫九十到一百平方公尺，人民幣價格相當於六十萬美元。城鎮地區的人均所得是兩萬美元，所以價格比人均所得高了二、三十倍。另類的說法是，公寓價格是大學新畢業生年所得的二十倍。每平方英尺的成本區間為六百到八百美元，或是美國房價的三、四倍。

公寓裡包含勞動（人）力、混凝土玻璃、鋼、其他材料和土地。中國等於有無限供給的非技術營建勞動力；公寓的價格上漲無法以工資率變高來解釋。類似的是，公寓的價格上漲無法以公寓內含材料的成本變高來解釋；這些材料大部分都是靠地方的現成勞動力來生產。供給短缺的原因是為公寓提供場址的土地，必須向農人徵收，而且不時就會遭受阻礙。後來地方政府要麼就把土地拍賣給開發商，要麼自建公寓。

公寓價格上漲的很大原因是，對公寓的需求比可用建地的供給增加得要快。中國幅員遼闊，城市多得出奇；造成價格飆升的主要瓶頸是，地方政府遷走土地上的農人所遭遇到的各種限制，而不是土地短缺。

矛盾的是，中國住房短缺，竟還有一千萬到一千五百萬間的公寓被閒置；購買這些公寓是基於公寓價格將繼續上漲的假設，這一假設已經被驗證了二十年。這就像中國有句諺語說的那樣：「房地產是一項偉大的投資，房地產的價格永遠不會下跌」。

好幾千萬間以上的公寓是為了保值和出租而購入。房屋持有率是九〇%；假如城鎮的房屋存貨是一億五千萬單位，那出租的就是一千五百萬單位。租金報酬率的區間是一年一%到一·五%；這些比率很低，因為相對於家庭所得，公寓的價格非常高。與一個或多個業主居住的公寓相比，新公寓的售價要高一些，而且許多業主選擇不把自己的房產出租出去，因為相對於預期的價格上漲，租金收入是如此之低。

從二〇〇八年起，中國在大部分的時期都是一年產出上千萬單位的房屋。公寓的開支占國內生產毛額的一〇%。近年來，這一〇%會有兩、三個百分點是代表始終會閒置的公寓。而在過往五年建造的公寓中，有兩、三成被用作保值。

由於經濟成長率可觀，非技術勞動力的城鎮工資便上漲，幾乎肯定是因為供給過剩的農家勞動力耗盡或近乎耗盡。結果就是，相對於越南、孟加拉和其他國家，中國喪失了低薪的優勢。中國的出口成長放緩。意涵在於，移居會劇烈放緩，如此一來，住房的需求也會放緩。

隨著對住房的需求放緩，公寓的價格上漲的速度也會放緩。有些開發商就會跟著降價，要不然就是祭出誘因來吸引買家。而有些開發商會玩不下去，他們的未售出單位會由其他的開發商收購。

以公寓來保值的需求增加得比土地供給快的時期不可能無限持續；來到某個階段，需求的增長將低於公寓用地供應的增長。

無人居住的鬼城有八座、十座或十二座，代表某些區域來到了交叉點。鬼城意味著巨大的供給過剩，也就是說，公寓價格會下跌。對公寓是一種安穩的保值品的預判開始模糊，以公寓來保值的需求就會下降。

房地產開發商庫存裡所持有的公寓，或許是一、兩百萬間，以歷史的速度不用兩個月就會賣掉。再者，這些開發商在興建通路裡所持

有的公寓或許是兩千萬間，隱含的假定是，從破土的時候到公寓完工為止，要花上兩年。開發商的價格風險很大，畢竟他們是在開始興建前，就開始花錢。

隨著公寓的價格下跌，以公寓來保值的需求也會。每年少建一百萬間的公寓，意味著經濟成長率會降兩個百分點。假如個人每年為了保值所購買的公寓是三百萬間，那成長率就會降六個百分點，甚至是在一千五百萬間公寓的持有人決定賣出之前。

計算結果是，有三千萬間公寓已經完工或正在建設中。因此，空置公寓和在建公寓的供應量是一億五千萬間公寓存量的兩成。

來到某個階段，一千萬到一千五百萬間閒置公寓的持有人，有些就會決定賣出，來實現利得。類似的是，買公寓來保值，並把它租出去的個人，有些會試圖把一間或好幾間公寓賣出。在鬼城持有公寓的地方政府也會把它賣出。

房價下跌會衝擊到新建案和國內生產毛額的成長率、家庭財富與支出、銀行體系的資本和償債能力，以及政府財政。房價的下跌範圍可以用各種指標來估計。別克（Buick）在上海生產的價格跟在底特律生產的價格，應該不會差到一五%或二〇%，而類似的是，公寓在北京產出的價格跟在華盛頓產出的價格，應該不會差到一五%或二〇%。顯而易見的是，公寓並非貿易財，而且依照它是在市中心附近還是在遙遠的郊區，在價格上會有很大的差異。這類的比較顯示出，價格會比頂峰價跌兩、三成。在一九九〇年代末，日本的房價是頂峰價在一九八〇年代末的兩成。假如中國的房地產價格要跌到使房東所賺取的報酬率有競爭力，那房地產價格的低谷就會是頂峰的三分之一。

隨著房價的下跌，每年的住房產量也會下滑。美國房價下跌期間，新房開工數從二〇〇六年的兩百一十萬單位，下跌到二〇〇八年的五十五萬單位。即便如此，從每年新房產量來看，美國房價見頂時的過

剩供給也僅僅略高於自然需求。反觀中國，農村向城市遷徙的移民數量下降，要解決現有過剩住房供給的問題所需的時間，難以估計。

試想一組估計值。城市因為出口成長放緩而停止成長。假如閒置的公寓有一千萬到一千五百萬間，建造中的公寓降到一千萬間，那以年銷售七百萬單位的速度來算，在假定年產出降到一年五百萬單位下，供給過剩要花三年才會被吸收掉。城市的成長下降對公寓需求的衝擊越大，要把供給過剩吸收掉的年數就越長。在這三、五年的期間，國內生產毛額的成長率將會是溫和的負成長。

公寓的價值或許是家庭財富的七、八成。隨著房地產的價格下跌，家庭淨值會下降五、六成。家庭支出也會隨之下降，尤其是汽車和其他的消費耐久財。在這些產業，潛在的產能過剩會變得明顯。企業會透過降價來努力維持銷量，而且他們將再也賺不到足夠的錢來支應固定成本。

銀行會進退維谷；它們會奉政府之命拚命放款，同時意識到企業賺不到足夠的錢來付息。

傳統的說法是，中國的銀行不會受到房價下跌而有所衝擊，因為大部分的中國買家都是付現金，而且因為基於所有務實的目的，銀行是由政府所持有。也許是吧。中國的房地產開發商廣泛依賴銀行和影子銀行；房地產開發商的各家放款方會蒙受顯著的貸款虧損。身為鬼城的開發商，地方政府會蒙受非常大幅的虧損，他們此前建造的資金也多是通過銀行貸款管道獲得的。

相關損失數額相當巨大，而且最後都會成為政府的債務。

中國政府很實事求是，會試圖削弱購房支出下降對經濟成長率的衝擊。

過去二十年的期間，尤其是最近五年，以公寓來保值的需求對經濟成長率的貢獻顯著。這種需求使得中國能夠推遲調整國民儲蓄和國民投資之間的脫節。

在美國、日本、愛爾蘭、西班牙和其他諸多的國家，房價上漲是起因於信貸需求的增長。在中國，房價上漲則是另一種需求增加所帶動——家庭尋找安穩的保值品，因為銀行存款的實質報酬率很不夠看。

中國的問題與一九九〇年代初的日本很相似；家庭的儲蓄金額比企業用於投資的金額要高得多。要解決這個問題，需要調整兩個部分：一是開放民間部門投資建設收費道路和高速鐵路的限制，另一則是，政府部門增加對環境保護和建造平價房屋的投資。另外，日本利用其過剩的儲蓄資金購買大量的美元證券，才使總儲蓄與總投資不相符的狀況，獲得緩解。

羅伯特·史紀德斯基伯爵後記

查爾斯·金德伯格在經濟史與政治學上都是一把罩（在他的諸多著作中，有一本書叫《權與錢》[Power and Money] [一九七〇年]）。在經濟學上，他以研究金融不穩定性的歷史學家聞名，這本扣人心弦的著作，即是以此為題。以凱恩斯為榜樣，他力挺政府角色就是經濟體系的穩定者。但並沒有世界政府，那麼，要怎樣才能防止國際經濟不時崩盤呢？從對大蕭條的研究（《蕭條中的世界——一九二九至一九三九年》[一九七三年]）中，他發展出了「霸權穩定」（hegemonic stability）理論，也是他在政治學上最為人所知的理論。廣泛來說，這就是「世界經濟如果要穩定，就必須有穩定者，一個穩定者」的論點。霸權則是在代理付之闕如的世界政府。

金德伯格在此的貢獻應與曼瑟·歐森（Mancur Olson）的合併來看，他在一九六五年所出版的《集體行動的邏輯》（*The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*）是在思索，在沒有強制貢獻下，也就是沒有稅收或進貢，要如何提供公共財？

歐森展示了，在明訂的條件下，主要是群體的規模小和資源的不平等，提供像路燈這樣的公共財的成本，可能由街道上最富有的家庭來承擔。金德伯格應用這一觀點，聲稱自由國際經濟的公共財應由最富有的國家來提供，公共財包含自由貿易、穩健的貨幣及固定匯率

等，本質上就是提供金融和貿易便利，以誘使其他國家遵守「遊戲規則」。

金德伯格的主張是從他對於大蕭條的解讀所衍生而來。需要穩定者是肇因於契約存在著不確定性，除非加以抵銷，否則透過累積靜置餘額，將會產生通貨緊縮的效應。領導者或承購者的功能，就是要滿足對流動性的需求，並維持投資資金的流動，以維持全球的活絡度。

金德伯格在立場上的關鍵特徵是，公共財必須集中提供。若像戰爭年代那樣存在著競爭的金融中心，就不可能穩定。

金德伯格的模型，有四點值得留意：

一、它設置一個是後帝國時代的遊戲：沒有國際政府或帝國政府。

二、它是行善的遊戲：它要消除行為理性和行為良善間的衝突。

三、它要補上古典自由貿易理論的缺口：也就是說，自由貿易雖有理論支持，但自由貿易所帶來的好處，不足以誘使個別方（國家）按照自由貿易的規則來玩。

四、如果領導者提供的甜頭超過了回報，那麼就會出現自我清算的情況。因此，它為我們提供了一個關於霸權循環的理論解釋，特別是英國的興衰，以及霸主國家缺位的過渡時期。

雖然金融史上充滿銀行所導致崩潰的論調，但金德伯格試圖得出一項清楚的啟示（本冊的第十三章會闡明）：如果存在單一的「國際最終放款人」，經濟系統就不會出現毀滅性的影響。就是因為沒有國際最終放款人，才會出現金融危機及經濟崩潰，而且，若不是因為英國政府不能，而美國政府也不願「為危機提供流動性」，一九二九到一九三三年的大蕭條才會如此深遠。按照金德伯格的說法，一九七〇年代初期美國主導的布雷頓森林體系的破產，正是動盪年代的開始。

要在現今的全球經濟體制中，集中提供公共財，目前肯定還差得遠。依照他的國際派的觀點來看，金德伯格會把二〇〇八年美國銀行業

崩潰前夕，美國和中國之間巨大的全球失衡，視為大衰退最嚴重的原因。但與一九三〇年代不同的是，現在已經沒有後繼者、霸權者在伺機而動了。德國有能力為歐元區提供金德伯格式的公共財，但它並不願這麼做。而中國距離取代美國經濟霸主的地位，也相差甚遠。

所以這裡留下兩個問題：全球公共財是有必要靠霸權來提供，還是可以靠合作來提供？以及假如前者為真，世界經濟是否注定會混亂裂解成區域陣營的世界，就如金德伯格所預測？

國家圖書館出版品預行編目 (CIP) 資料

瘋狂、恐慌與崩盤：一部投資人必讀的金融崩潰史
/ 查爾斯·金德伯格 (Charles P. Kindleberger), 羅伯特·艾利柏 (Robert Z. Aliber) 著；戴宏中譯. -- 初版.
-- 臺北市：樂金文化出版，方音文化發行，2020.06.
464 頁：17×23 公分
譯自：Manias, panics, and crashes: a history of financial crises, 7th ed.
ISBN 978-986-98878-4-1 (平裝)
1. 金融危機
561.78 109005811

Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, Seventh Edition
by Robert Z. Aliber and Charles P. Kindleberger, edition: 7
Copyright © Robert Z. Aliber and Charles P. Kindleberger, 2015 *
This edition has been translated and published under licence from Springer Nature Limited.
Springer Nature Limited takes no responsibility and shall not be made liable for the accuracy of the translation.

樂金文化 版權所有，未經同意不得重製、轉載、翻印
Printed in Taiwan

瘋狂、恐慌與崩盤

一部投資人必讀的金融崩潰史

Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises

作者 查爾斯·金德伯格 (Charles P. Kindleberger)、羅伯特·艾利柏 (Robert Z. Aliber)
譯者 戴宏中 | 編輯協力 林映華、黃愷翔、袁于善、林冠妤 | 總編輯 陳雅如
行銷部 謝孟宸 | 業務部 康朝順、葉兆軒、林子文 | 管理部 蘇心怡、張淑菁
封面設計 萬勝安 | 內頁設計 簡翠瑛 | 出版製作 樂金文化
發行 方音文化出版事業有限公司 | 調撥帳號 50041064 |
電話／傳真 (02) 2370-2798 / (02) 2370-2766
通訊地址 10045 台北市中正區武昌街一段 1-2 號 9 樓
定價 新台幣 650 元，港幣定價 217 元 | 初版一刷 2020 年 07 月